

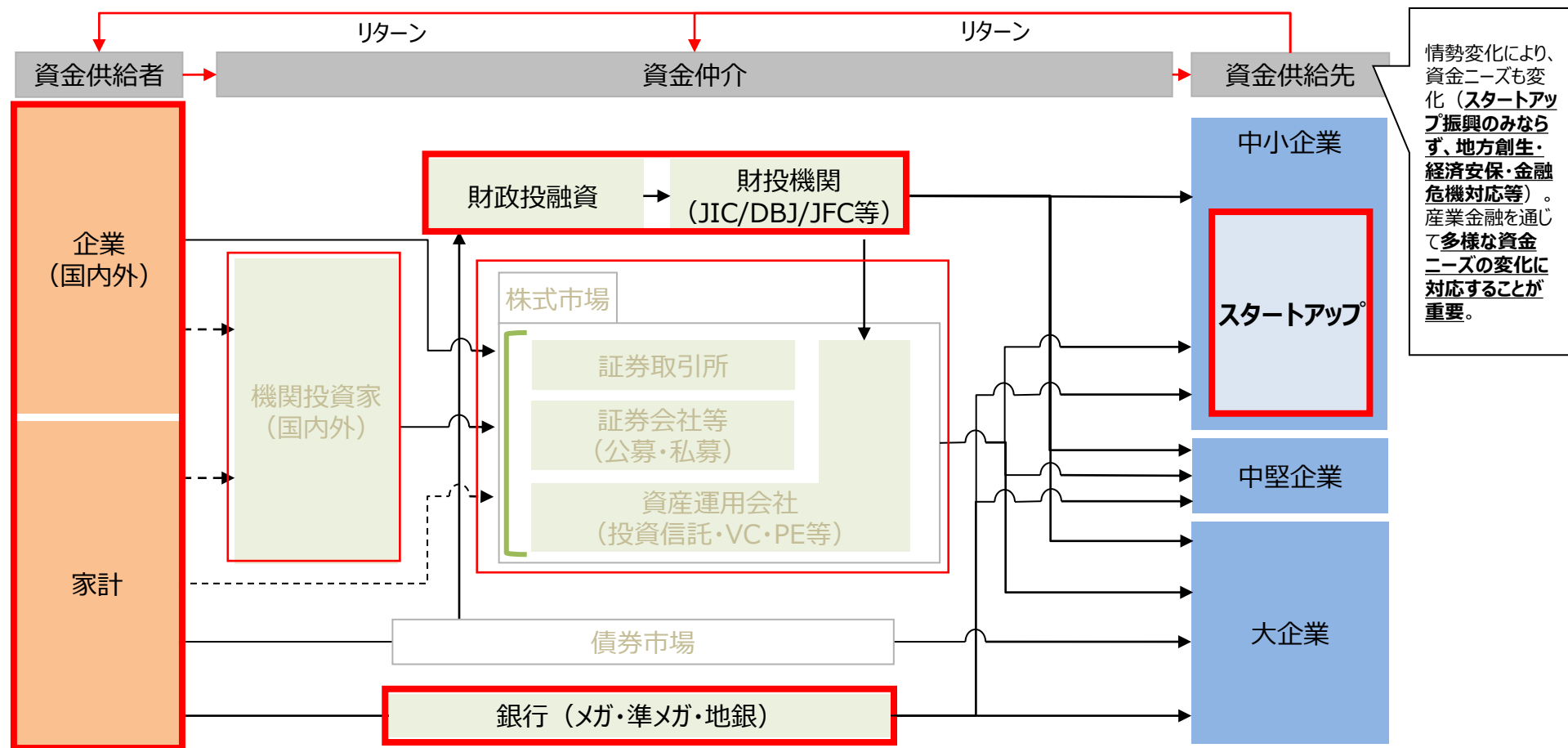
スタートアップ・ファイナンス研究会 (事務局説明資料)

2024年3月13日

経済産業政策局 産業資金課

今回の議論の位置付け

- 第四回の研究会では、金融機関等によるスタートアップ向けのデットファイナンスの在り方、官民ファンドの在り方について議論を行う。



目次

1. スタートアップのデットファイナンスの在り方

- **スタートアップにとってのデットファイナンスの重要性・位置付け**
- 金融機関等のマーケット環境と新規先探索の重要性
- 金融機関等の動向及びディープテック企業の状況
 - 各フェーズにおける金融機関等の取組状況
 - ディープテック企業の状況
- 論点

2. 官民ファンドの在り方

- 国内における官民ファンドの状況
- （参考）海外の政府系ファンド

3. ご議論いただきたい事項

スタートアップのファイナンスにおけるデットファイナンスの位置付け

- エクイティファイナンス（エクイティ）で調達した資金は、資本コストが高い一方で資金使途に限定のない成長投資に使いやすい資金。他方、エクイティと比べて資本コストを抑えられるデットファイナンス（デット）には、株式希薄化の回避や、より有利な条件で次のエクイティ調達ラウンドを迎えるための期間確保といった意義が存在。

スタートアップにおけるデットとエクイティの違い

	デット (融資・新株予約権付融資)	エクイティ
主な資金供給者	公的金融機関 民間金融機関（メガ・地銀等） デットファンド 等	VC 事業会社 個人投資家 等
資金供給者の主な原資	預金 (デットファンドの場合は外部の投資家からの出資)	ファンドへの出資金
資金供給者とスタートアップの関係性	債権者	株主
資金返済義務	有	無
資金使途	限定あり (融資は運転資金が原則)	限定なし

企業から見たファイナンス上の位置付け	・ <u>(返済可能性も含めて)先行きが一定見えている</u>中で、事業にレバレッジをかけるための資金 ・ <u>事業継続の運転資金</u>	・ 赤字であったり先行きが見えない中で、<u>資金使途の限定がない成長投資のための資金</u>
--------------------	--	---

(エクイティにはない) デットの意義

① 株式希薄化の回避

- エクイティでの資金調達と比べると低コストでの資金調達が可能で、希薄化を防ぐことができる（新株予約権付融資の場合は、その新株予約権分については権利行使時に希薄化）。

② 次期資金調達までの期間確保

- デットを組み合わせることにより、事業を拡大させてバリュエーションをより高くできたタイミングで、次のエクイティ調達ラウンドを迎える等のファイナンスアクションを取ることも可能に。

融資：貸し手と借り手の間の契約に基づき金融機関・デットファンドから行われる融資（エクイティは含めない）。保証協会や中小機構の保証制度を活用した融資や日本政策金融公庫による融資等も存在。
新株予約権付融資：デットとエクイティ（新株予約権）の要素を組み合わせた資金供給手段で、金融機関・デットファンドから提供される。日本政策金融公庫による新株予約権付融資のスキームも存在。

目次

1. スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとってのデットファイナンスの重要性・位置付け
- **金融機関等のマーケット環境と新規先探索の重要性**
- 金融機関等の動向及びディープテック企業の状況
 - 各フェーズにおける金融機関等の取組状況
 - ディープテック企業の状況
- 論点

2. 官民ファンドの在り方

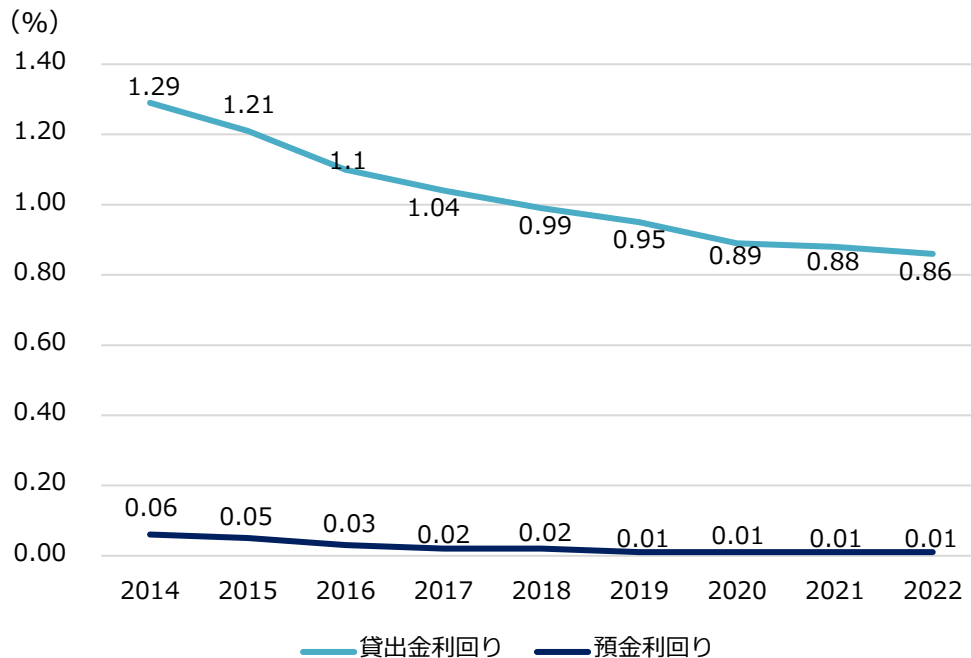
- 国内における官民ファンドの状況
- （参考）海外の政府系ファンド

3. ご議論いただきたい事項

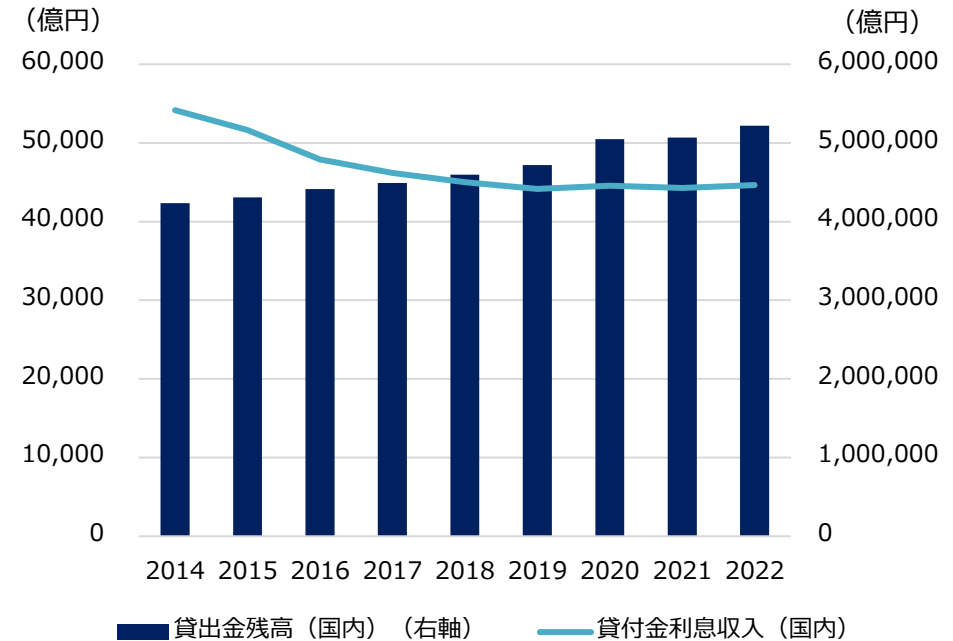
金融機関の貸出業務における現状

- 調達コストである預金金利がゼロ付近で滞留する一方で、貸出金利は継続して低下基調にあり、預貸利鞘（貸出金利回り－預金利回り）が縮小。
- 国内における貸出残高が増加基調にある一方で、貸出による貸付金利息収入は伸び悩んでいる状況。

貸出金利回りと預金利回りの推移
(全国銀行：国内業務部門)



貸出金残高（平残）
貸付金利息の推移（全国銀行）



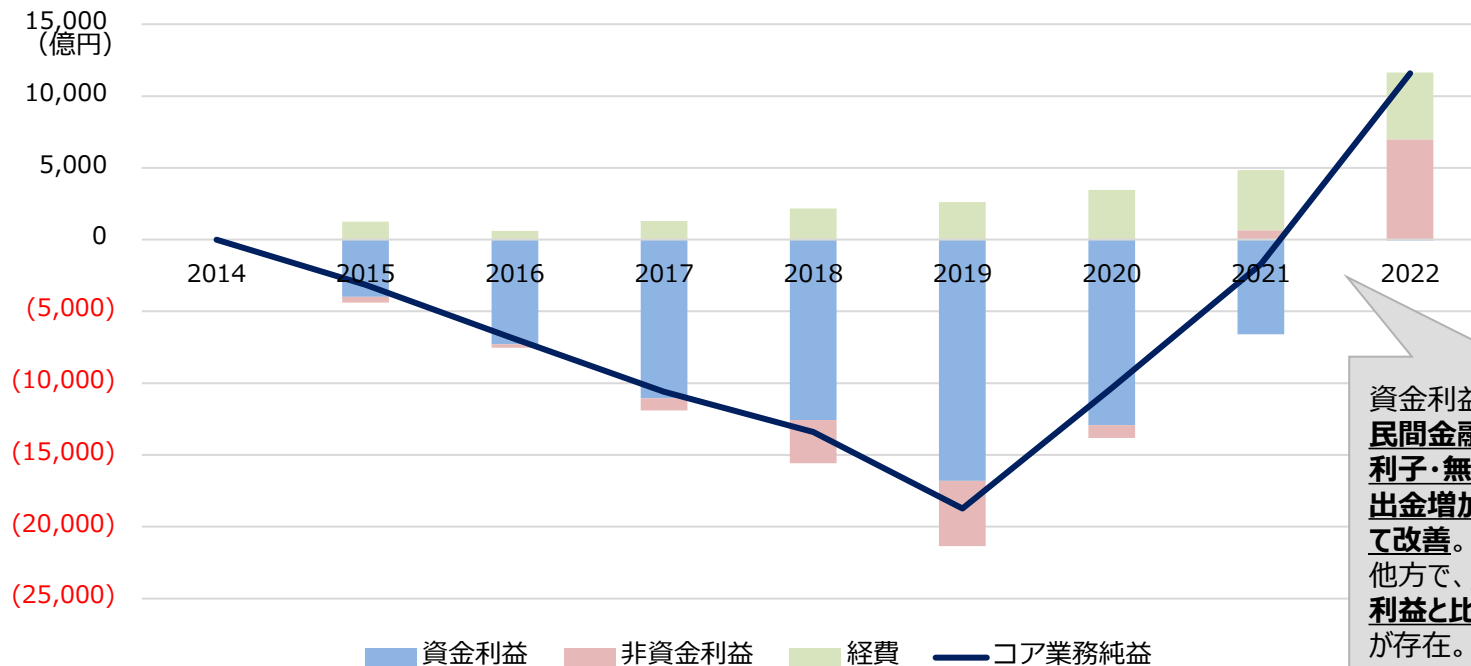
出所：一般社団法人全国銀行協会「全国銀行決算発表」より経産省作成

出所：一般社団法人全国銀行協会「全国銀行決算発表」より経産省作成

(参考) 金融機関の現状

- 金融機関の基礎的な収益力を示すコア業務純益をみると、足元改善基調にあるが、主に下支えしているのは経費の削減及び役務取引等利益による手数料収入をはじめとする非資金利益の増加。
- 貸出による利息収入をはじめとする資金利益については、新型コロナ時の民間金融機関における実質無利子・無担保融資等を含む貸出金残高の増加による利息収入増加もあり一定の改善がみられるが、依然として改善の余地は存在するものと認識。

金融機関における各年度コア業務純益の推移（2014年度基準対比）



資金利益も新型コロナ時の民間金融機関による実質無利子・無担保融資も含む貸出金増加の利息収入によって改善。
他方で、経費削減や非資金利益と比較すれば改善余地が存在。

大手行（単体）・地域銀行（単体）・信用金庫の合計

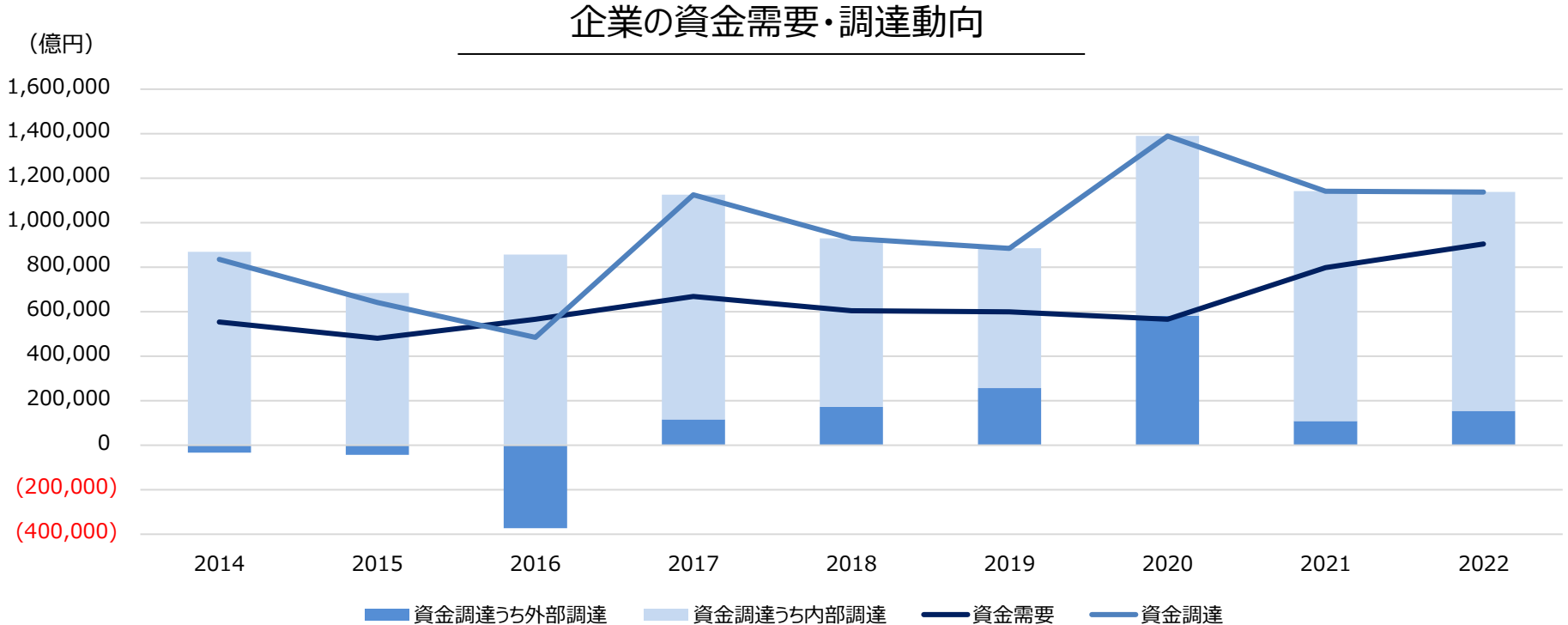
資金利益：資金運用収益（貸付金利息、有価証券利息配当金等）－資金調達費用（預金利息等）

非資金利益：役務取引等利益（手数料収益等）＋特定取引利益（デリバティブ取引収益等）＋その他業務利益（国債等の売却損益等）

出所：日本銀行「金融システムレポート」等より経産省作成

(参考) 民間企業における資金需要動向

- 調達主体である企業の資金需要・資金調達動向を見ると、おおむね資金調達額が資金需要額を上回る資金余剰の状況となっている。
- また、資金調達の内訳では、大部分が企業の内部調達（利益留保等）で占められており、企業において資金余剰の状況がうかがえ、借入を中心とした外部調達の需要は軟調。供給主体である金融機関として、資金供給先を拡大していくことが求められる。



・資金調達は外部調達（増資・社債・長短借入金）と内部調達（内部留保・減価償却）の合計※

（※減資を含む資本金の変動等、外部/内部調達の増減を反映した数値）

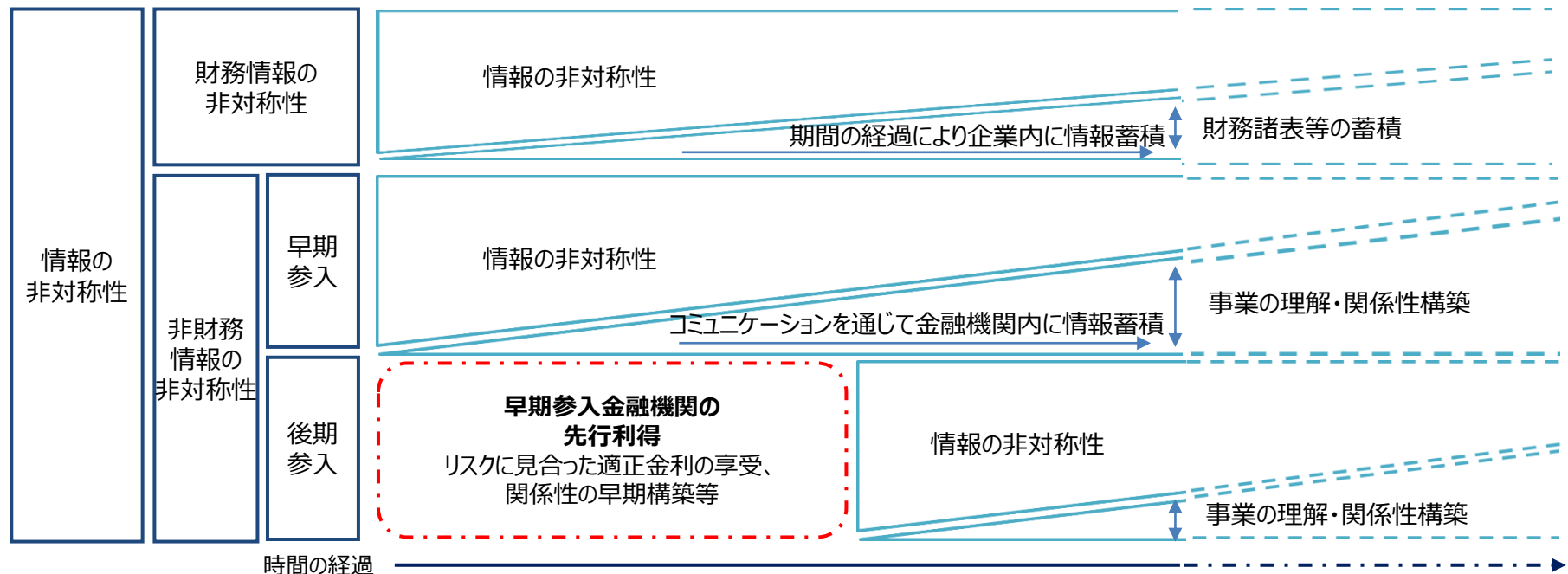
・資金需要は固定資産投資（設備投資・土地・無形固定資産）と運転資金（在庫投資・企業間信用差額・その他）の合計

出所：財務省「法人企業統計年報」より経産省作成

金融機関が新規先探索を行う重要性

- 一般的に、貸し手と借り手の間には「情報の非対称性」が存在。特にスタートアップは新しい技術やビジネスモデルを持つが故に、一般企業と比して情報の非対称性は大きい。また、企業には財務情報・非財務情報が存在するが、両情報について非対称性が存在すると考えられる。
- 事業の成熟度に起因する財務情報の非対称性については、期間の経過に伴って財務諸表等の情報が企業内に蓄積され、一定低減されていく（早期参入と後期参入で差分は発生しにくい）。
- 事業の強みの源泉等の非財務情報の非対称性については、コミュニケーションを通じて事業の理解を深めることで低減が可能。早期参入による情報蓄積により、正確な事業の評価、ニーズへのソリューション提供等が他社に先駆けて可能となる等、金融機関にとって先行利得としての市場開拓ができる他、中長期的な顧客基盤としての関係性を構築しやすくなるため、顧客獲得競争が生じている環境において取引先の早期探索は重要な取組と考えられる。

財務情報・非財務情報の非対称性と早期参入のイメージ



金融機関による新規先探索（スタートアップ）の障壁例

- 金融機関がスタートアップ向けの取組を新たに進めていくに際して、様々なフェーズで障壁がある可能性。

経営側の役割・機能

スタートアップ向け融資等の取組に関する「**経営のコミットメント**」

①銀行を取り巻く市場環境を踏まえたビジネスモデルの変化の必要性を認識していない。経営としてコミットメント出来ていない。

スタートアップ向け融資等の「**ターゲット領域（フェーズ）の設定**」

②部署等の体制が整備されず、案件対応が回らない。

スタートアップ向け融資等の取組の「**社内体制の整備**」

③スタートアップの目利きが難しく、対応できる人材が不足。

スタートアップ向け融資等の目利きのための「**外部連携**」

現場への理解
の浸透

③スタートアップの目利きが難しく、対応できる人材が不足。

④スタートアップの事業状況に合わせた審査が困難。

対象企業の「**探索**」

対象企業の「**審査**」

対象企業との「**コミュニケーション**」

融資等の実行

⑤スタートアップと金融機関とのコミュニケーション（情報交換）のズレ。

現場側（融資等の実行部隊）の役割・機能

(参考) 障壁例の詳細

- 経営側・現場側で発生する障壁例の詳細は下記の通り。

障壁	内容
① 経営側の市場認識/ コミットメント	金融業界全体において、貸出金利が継続して低下基調である中、預貸利鞘が縮小しており、国内における貸付金利息収入が伸び悩んでいる状況にある等、企業に対する貸出のビジネスは変化が求められているが、<u>中長期での新たな優良融資先の探索の意思決定・コミットメントを経営陣等が出来ない場合があるのではないか。</u>
② 部署等の体制整備	<u>スタートアップ向けの専門チーム組成やリソース投入を行うことが難しいケース等</u>、スタートアップの探索等が十分に進みにくい場合もあるのではないかな。 <u>上記を補う観点で子会社（キャピタル系）との体制面での連動も重要か。</u>
③ 目利きに対応可能な人材の不足	- スタートアップの成長性/リスクを適切に評価できる仕組み・人材を構築・育成することが難しいケースもあるのではないかな。 - 人材の育成の観点で、<u>VCやデットファンド等の外部組織との連携の枠組み構築が重要</u>であり、例えば、<u>外部組織と連携したソーシング、スタートアップ評価のノウハウの習得、出向等の人材交流を通じた行内人材の育成が必要</u>なのではないかな。
④ スタートアップの事業 状況に合わせた審査	<u>銀行の従来の審査実務（過去の実績等を基に融資の可否を判断）とスタートアップの事業状況（費用が先行し赤字計上、売上・利益が立つまでに期間を要する、担保を取りにくい）がマッチせず、審査が進展しにくいケースがあるのではないか。</u>
⑤ スタートアップ・金融 機関のコミュニケーション	- スタートアップと金融機関の間では、<u>どのような情報がどのようなタイミングで必要かを含めてコミュニケーション上の問題</u>が発生しているケースもあるのではないかな。 - スタートアップからは財務情報・非財務情報を含めてこまめに金融機関とやりとりを行う、金融機関からはスタートアップの実情を踏まえて柔軟に対応する等、<u>双方のコミュニケーションの溝を埋めるようなプラクティス</u>が普及することが重要ではないかな。

(参考) 事業全体に対する担保制度の経緯と概要

- スタートアップ等の幅広い事業者が、その持続的な成長に資する資金を調達することを可能とする観点から、**金融機関が不動産担保や経営者保証等に安易に依存せず、企業の事業性に着目した融資に取り組みやすくなるよう、知的財産・無形資産を含む事業全体に対する担保制度の実現**を目指すべく、次のとおり検討を行ってきた。
 - ・「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会」において「論点整理」をとりまとめ（2020年12月公表、2021年11月改訂）。
 - ・金融審議会「事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ」において「報告書」をとりまとめ（2023年2月公表）。
- 2023年12月、「事業性に着目した融資の推進に関する業務の基本方針について」が閣議決定され、**事業全体に対する担保制度の創設等を含む事業性融資を推進するための施策を内容とする事業性融資推進法案（仮称）**について令和6年通常国会への提出を目指すこととされた。

現行の担保法制

個別資産に対する担保権

- ・ 担保権の対象は土地や工場等の有形資産が中心
(ノウハウ、顧客基盤等の無形資産が含まれず、事業価値と乖離)
- ・ 事業価値への貢献を問わず担保権者が最優先

課題

- ① 不動産等の有形資産を持たない者への融資が困難
 - スタートアップ等の有形資産に乏しい企業の資金調達に支障
- ② 融資先の経営改善支援につながらない
 - 貸出先の事業改善・再生の着手が遅れるおそれ
(不動産担保や個人保証による価値に目が向きがち)

目指すべき姿

事業全体に対する担保権（新設）

- ・ 担保権の対象は無形資産を含む事業全体
(ノウハウ、顧客基盤等の無形資産も含まれ、事業価値と一致)
- ・ 事業価値の維持・向上に資する者を最優先
(商取引先や労働者、再生局面の貸し手等を十分に保護)

方向性

- ① 無形資産を含む事業の将来性に着目した融資を促進
 - 創業・第二創業を容易に
- ② 融資先の経営改善支援を促進
 - 経営者保証等に依存せず、事業のモニタリングに基づく経営悪化時の早期支援を実現
(早期支援は担保価値の維持・向上にもつながる)

目次

1. スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとってのデットファイナンスの重要性・位置付け
- 金融機関等のマーケット環境と新規先探索の重要性
- **金融機関等の動向及びディープテック企業の状況**
 - **各フェーズにおける金融機関等の取組状況**
 - ディープテック企業の状況
- 論点

2. 官民ファンドの在り方

- 国内における官民ファンドの状況
- （参考）海外の政府系ファンド

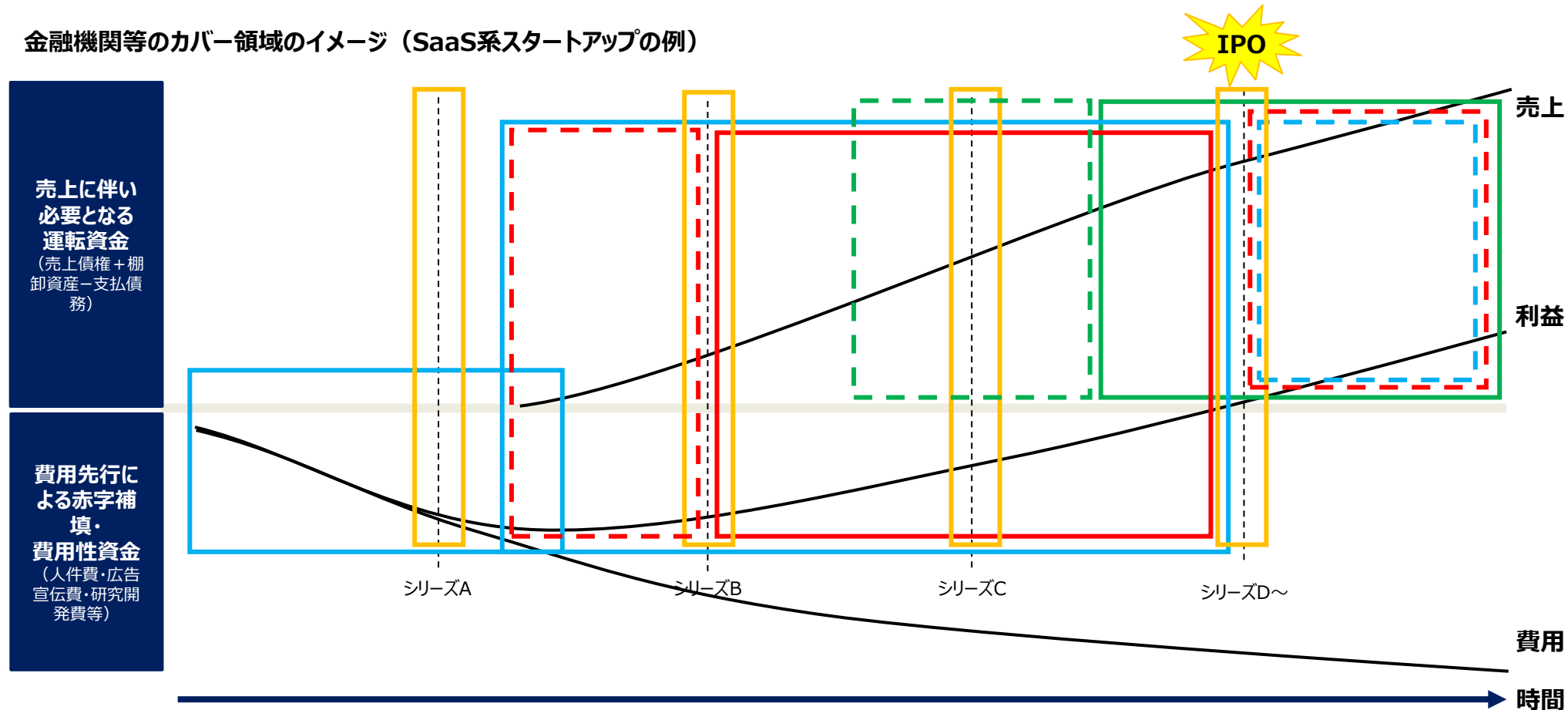
3. ご議論いただきたい事項

フェーズ別での金融機関等の取組状況

- スタートアップ向けに融資・新株予約権付融資での資金供給を行うプレイヤーは、主に以下のようなフェーズにおいて、それぞれのリスク受容度・求めるリターンの程度を踏まえて参入している状況。

※ あくまで概念図としての整理であり、枠を超えて取り組む事例も存在。また、スタートアップにも比較的早いタイミングで売上・利益が立つスタートアップだけでなく、ディープテック企業は事業形態が下記と異なるため別途後述。下記の図の中でカバーされている領域については、一概にプレイヤーの多さを示すものではない。

金融機関等のカバー領域のイメージ（SaaS系スタートアップの例）

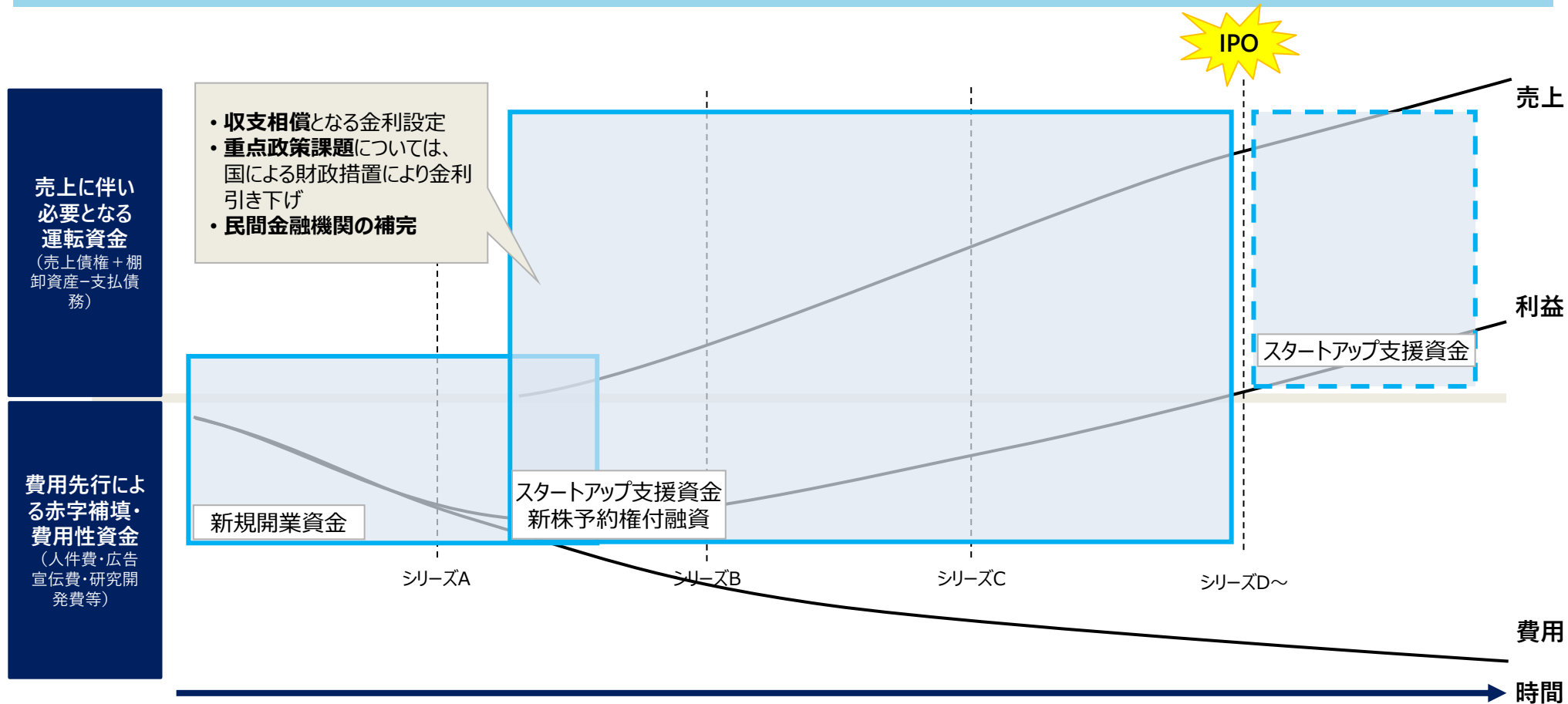


★プレイヤーの位置付け □ : 日本政策金融公庫 □ : メガバンク □ : 一部金融機関 □ : デットファンド

出所：各社へのヒアリングをもとに経産省作成。実線箇所は各プレイヤーが主に取り組んでいる領域、点線箇所は主な検討可能領域を示す。

フェーズ別での金融機関等の取組状況（日本政策金融公庫）

- 日本政策金融公庫は、創業期の事業化資金は新規開業資金を用いて、事業拡大期の成長資金はスタートアップ支援資金（新株予約権付融資等のベンチャーデット）を用いて、成長ステージに応じたスタートアップへの幅広い支援を実施。
- 各種金融機関と比較すると、長期間での提供であるケースが多く、幅広いフェーズで活用。

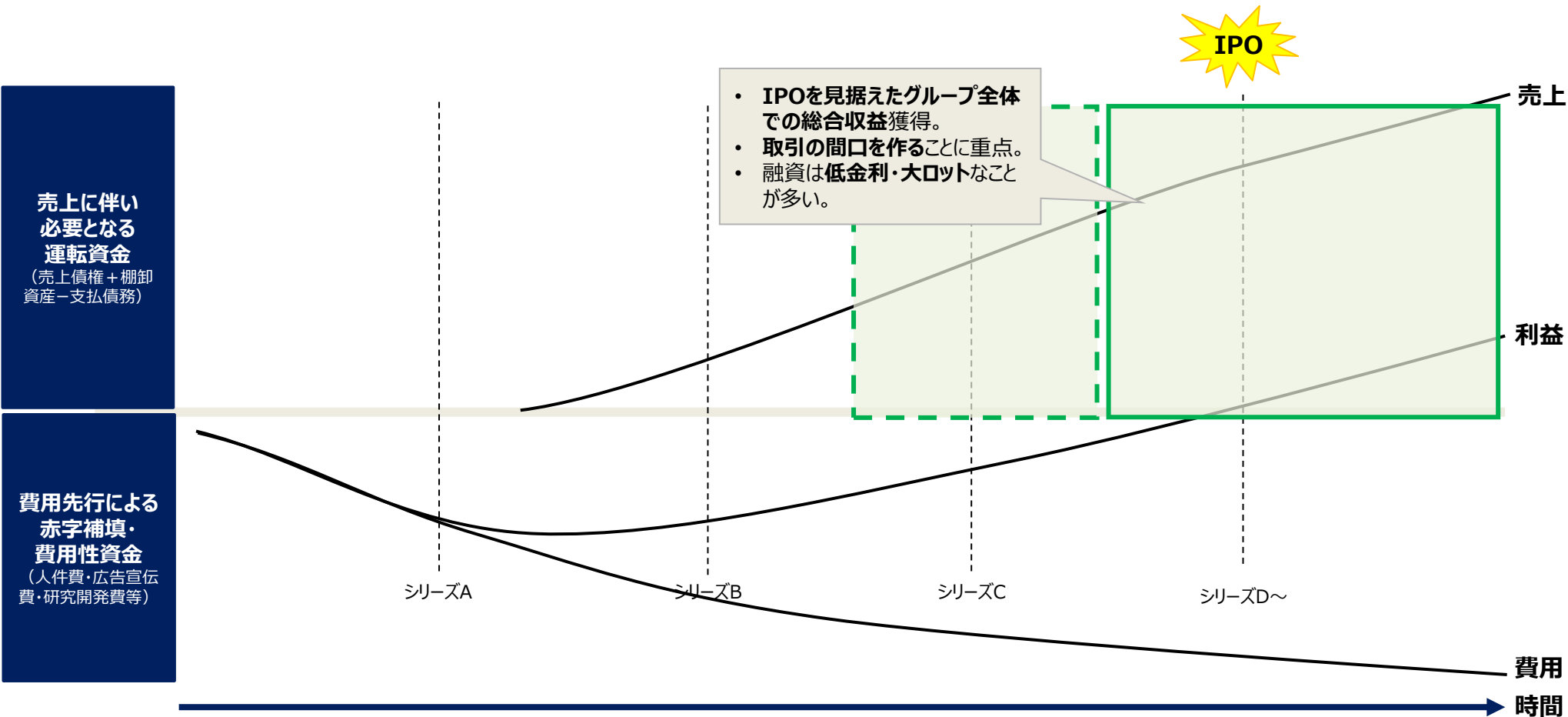


★プレイヤーの位置付け : 日本政策金融公庫が主に取り組んでいる領域 : 主な検討可能領域

出所：各社へのヒアリングをもとに経産省作成

フェーズ別での金融機関等の取組状況（メガバンク）

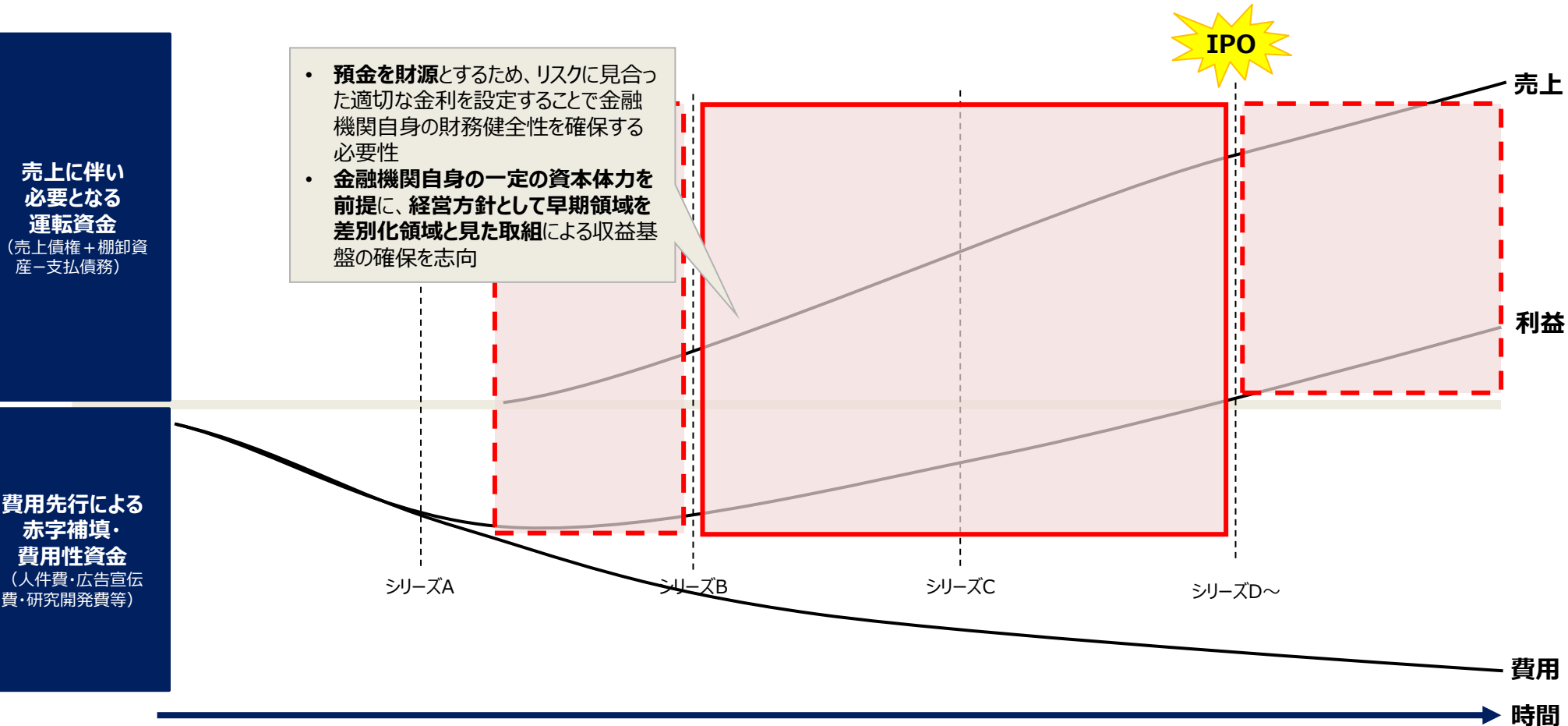
- メガバンクはグループ全体での総合収益（例：IPO主幹事業等）を見込むこともできるため、資本体力を生かした低金利・大ロットでの融資・新株予約権付融資を提供するケースが多い。
- よって、一部の事例を除いて、基本的にはプレIPOフェーズに入った案件を手がけるケースが多い。



★プレイヤーの位置付け : メガバンクが主に取り組んでいる領域 : 主な検討可能領域

フェーズ別での金融機関等の取組状況（一部金融機関）

- 一部の金融機関は、先行的にスタートアップ向け融資・新株予約権付融資に取り組んできた知見を生かして、リスクを取りながら、より早期段階のスタートアップへの融資も含めて取り組んでいる。

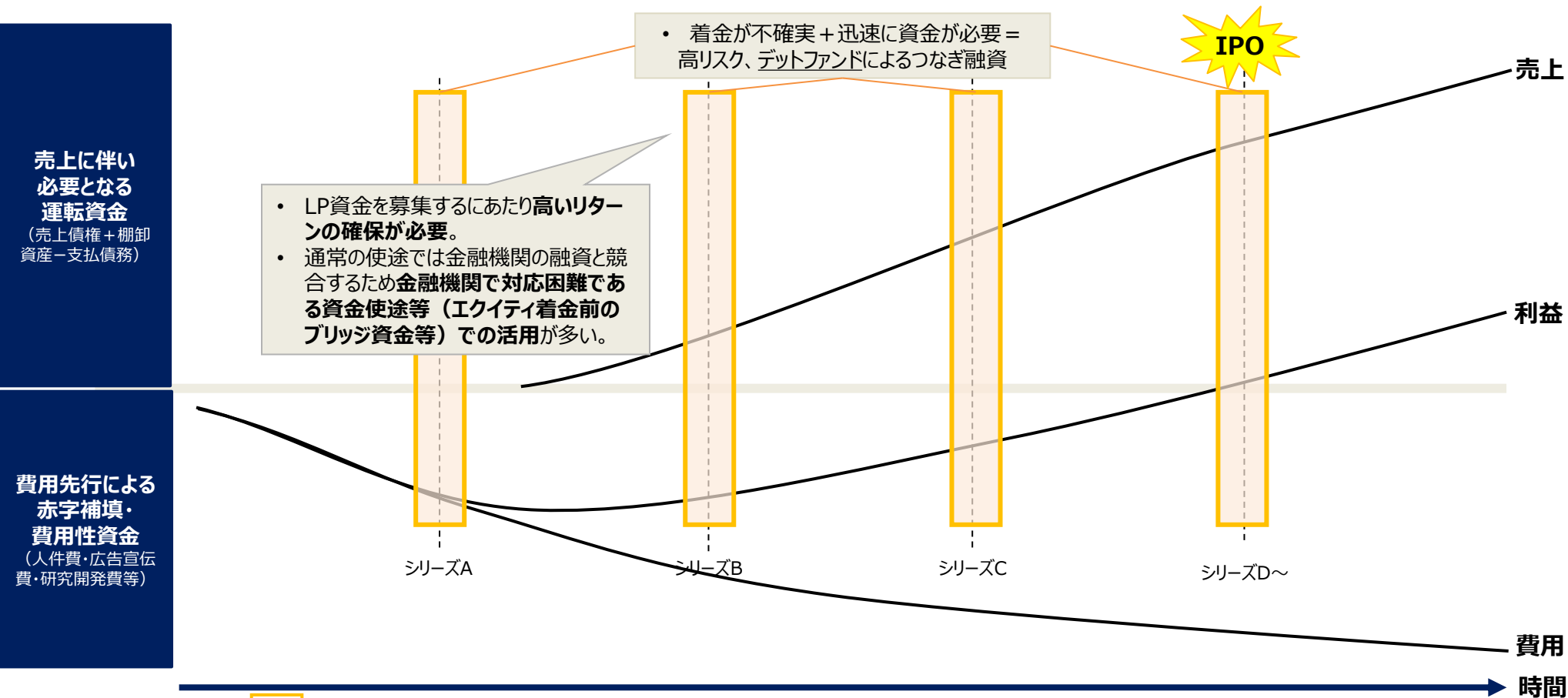


★プレイヤーの位置付け : 一部金融機関が主に取り組んでいる領域 : 主な検討可能領域

フェーズ別での金融機関等の取組状況（デットファンド）

- 独立系ファンドの場合は、LP出資を受けたファンドを通じて、**比較的高金利・短期間**での融資・新株予約権付融資を提供（主に**ブリッジファイナンスのユースケース**）。デットファンドは、**VC等と連携して将来のエクイティファイナンスの蓋然性等を読み**、スタートアップの資金調達ニーズに迅速に応える動きをしている。

※デットファンドのLP投資家は主に、地銀や事業会社等。系列の金融機関等による100%出資を原資にファンド運営を行う「**キャプティブ**」な運用形態も存在する。



★プレイヤーの位置付け : デットファンドが主に取り組んでいる領域

出所：各社へのヒアリングをもとに経産省作成

(参考) デットファンドの諸外国事例 (英国 : Kreos Capital)

- Kreos Capitalは英国を拠点に欧州・イスラエルで活動。機関投資家（年金基金等）からのLP出資を募集してデットファンドを組成し、融資・新株予約権付融資を提供している。

概要		・ 1998年に設立された、英国を拠点にスタートアップに融資を提供する金融機関 ・ 欧州を中心にイスラエルも含めた約20か国に活動を展開
方針・戦略	領域 (エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)	・ <u>シード～ポストIPOまで幅広いステージを対象</u> ・ SaaS、ディープテック、フィンテック、デジタル、ライフサイエンス、TMT等が主領域
	スキーム (ファンド規模・期間・パートナー)	・ <u>Kreos社がGPとなり、LP投資家の出資を受けてデット特化のファンドを組成して融資を提供。</u>これまで7つのファンドを組成・運用している ・ ファンドの運用期間は10年 ・ <u>LP投資家はEuropean Investment Fundや他年金ファンドが主、一部英国政府系ファンドなど</u>
	リターン/リスクの考え方	・ リターン ➢ 金利、ワラント、手数料が主な収益 ・ リスク ➢ スタートアップのリスク評価を行い、金利、手数料、返済期間、返済方式をコントロールすることで融資回収可能性を高めている ➢ ワラントはダウンスайдプロテクションとしても活用 ➢ 売上創出前のスタートアップに対しては、共同融資、技術やIP等を担保として取得し、独自モデルを用いたリスク評価を実施することでリスクを緩 ✓ 技術やIP等の担保：Tech系、製薬などのIPを所持している企業については、技術的なデューデリジェンスを行ったうえで、将来的な技術やIPの売却可能性を評価し、担保として取得している。その他IPや資産、債券、現金の優先取得権利を契約で獲得 ✓ リスク評価：融資先からの事業成長計画等を基にシナリオ（normal, aggressive, conservative）を構築し、キャッシュアウト時点の売上高予測、融資条件等からリスク評価を実施
手法	融資条件	・ <u>9-12%</u>（資本調達コストが高くなるので、ファンドを介さない金融期間からの直接の融資と比べると高くなる傾向）
実績	金額・件数	・ 1998年以来、<u>EUR 5.7Bの資金を600社/750件以上のスタートアップに融資を提供</u>（2022年末時点*1） ・ <u>平均EUR 800Mの融資</u>を実行

*1：Kreos Capital ウェブサイトの情報

出所：令和4年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業（ユニコーン企業輩出に向けた資金供給上の課題調査）調査報告書を参考に経産省作成

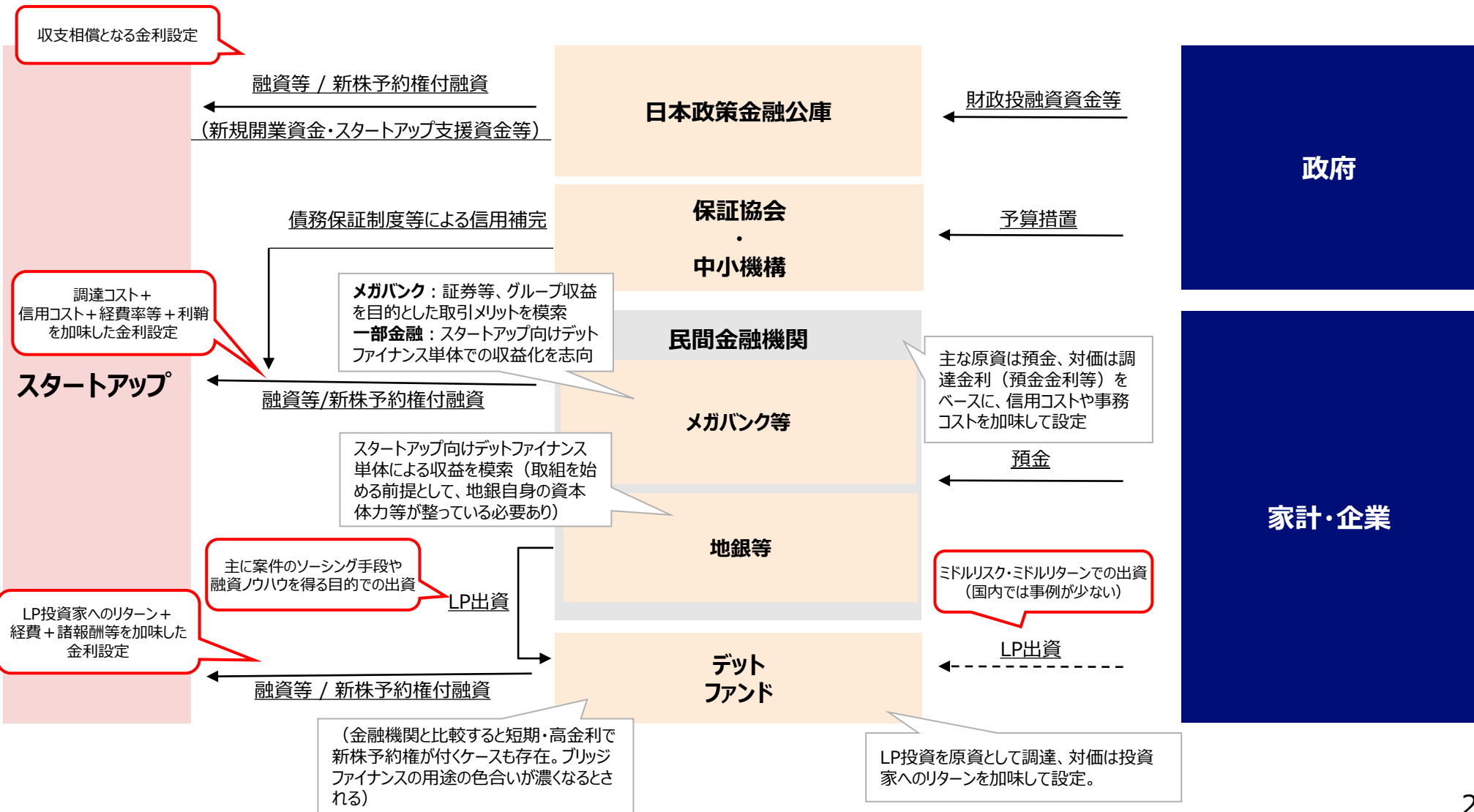
(参考) デットファンドの諸外国事例 (米国 : WTI、英国 : Columbia Lake Partners)

- Western Technology Investment (1980年設立) は幅広い機関投資家からの資金調達を受けて、デットファンドを運営。Columbia Lake Partnersは欧州のテクノロジー企業を中心に融資を実施。

		Western Technology Investment	Columbia Lake Partners
方針・戦略	概要	1980年に設立された、米国ポルトラバレーを拠点にスタートアップに融資を提供する投資会社 2022年に資産運用会社のP10が買収	2014年に設立された、イギリス・ロンドンを拠点にスタートアップに融資を提供する投資会社
	領域 (エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)	- シード～レイターまで幅広いステージを対象 - 宇宙、物流、FinTech、EdTech、FoodTech等が主領域	- アーリー～ミドルまでの初期ステージに位置するスタートアップが対象 - 欧州のテクノロジー企業が主な投資先
	スキーム (ファンド規模・期間・パートナー)	WTI社がGPとなり、LP出資者の出資を受けて、デットファンドを運営(一部小型エクイティファンドの組成実績有)を組成して融資を提供。これまで10のデットファンドを組成・運用している (小型エクイティファンドは1つのみ) ✓ 運用期間は10年で、平均運用手数料率は～2% ✓ LP出資者は年金基金、NPO、学術機関、ファミリーオフィス等の機関投資家となっている	CLP社がGPとなり、LP出資者の出資を受けて、デットファンドを組成して融資を提供
実績	金額・件数	1980年以来、USD約7.8B\$の資金を1,400社以上のスタートアップに融資を提供	2014年以来、USD約500M\$の資金を70社以上のスタートアップに融資を提供

(参考) スタートアップのデットファイナンスに係る全体像

- スタートアップは、公的機関（公庫による融資等、保証協会・中小機構による信用補完の活用）、民間金融機関、デットファンド等の様々なプレイヤーからのデットファイナンスを実施。



目次

1. スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとってのデットファイナンスの重要性・位置付け
- 金融機関等のマーケット環境と新規先探索の重要性
- **金融機関等の動向及びディープテック企業の状況**
 - 各フェーズにおける金融機関等の取組状況
 - **ディープテック企業の状況**
- 論点

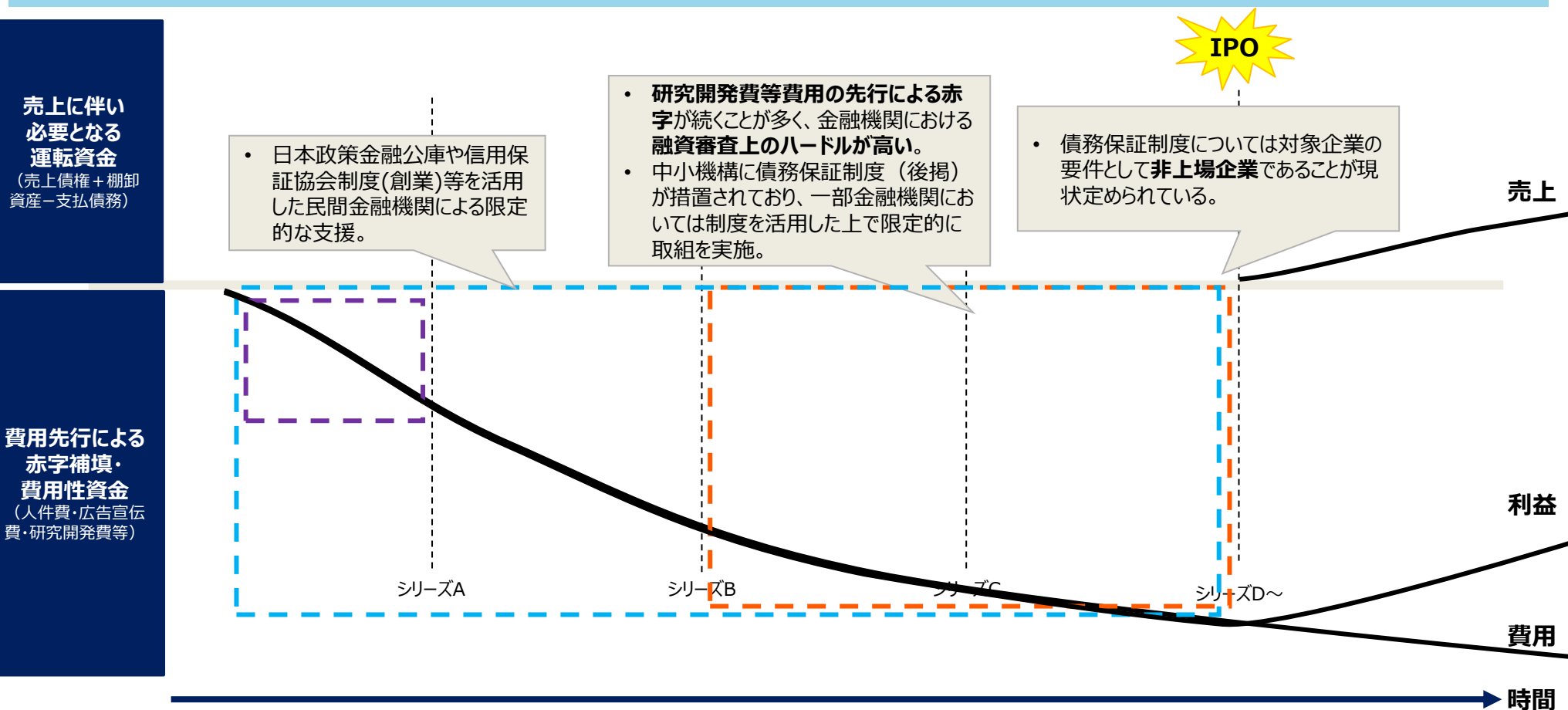
2. 官民ファンドの在り方

- 国内における官民ファンドの状況
- （参考）海外の政府系ファンド

3. ご議論いただきたい事項

ディープテック企業への支援状況イメージ

- 一般的に、大規模研究開発型の企業（ディープテック企業）は、事業化・収益化までの期間が長く、その間研究開発費用等が先行するため必要資金が大規模となる。公的支援を活用しつつ、金融機関等はリスク許容度を踏まえつつ取り組んでいる。
- 中小機構の債務保証制度は未上場企業を対象としており、上場後は対象とされていない。



★プレイヤー・支援策の位置付け □ : 日本政策金融公庫 □ : 信用保証協会付融資 □ : 中小機構債務保証制度

出所：各社へのヒアリングをもとに経産省作成

中小機構の債務保証制度（ディープテック企業のニーズ）

- ディープテック企業等向けの民間の指定金融機関からの借入に対する債務保証を中小機構が行う制度。これまで**13件・184億円規模の認定実績**（2024年3月末時点、非公表案件含む）。
- ディープテック企業からは、**上場後も債務保証制度の対象とするニーズを主張される声**が聞かれた一方で、**その必要性や、支援対象とすべきディープテック企業の範囲**を含めてどのように考えられるか。

革新的技術研究成果活用事業活動計画の認定要件

項目	内容
スタートアップ企業に関する要件	① 新たな事業の開拓を行う事業者であること ② VC等のファンドから出資を受けていること ③ 大規模法人グループに属さないこと ※大規模法人（資本金 1 億円超等）及び当該大規模法人と特殊の関係（子会社等）にある法人が支配していないこと ④ 株式会社であること ⑤ 非上場・非登録企業であること ⑥ 風俗営業を行っていないこと ⑦ 暴力団等が支配している会社でないこと
革新的技術	① 組織内に研究開発部門及びこれに類する機能を有すること ② 革新的技術研究成果（他の事業者との共同研究成果、他の事業者から譲り受けた成果を含む。）が、事業活動計画において活用されること
資金使途	①～③のいずれかを満たすものであって、新事業開拓事業者の成長発展に資するものであること ①反復継続的に生産（量産）を行うための設備導入費用 ②事業活動の大規模な拡大を行うのに必要な情報処理技術、情報通信技術その他の情報技術を活用するために必要な開発を行うための費用 ③その他①、②に類する費用で、新事業開拓事業者の事業活動の大規模な拡大に特に必要な資金であること
対象の借入金額と債務保証の保証金額	借入金額：3億円（原則）～50億円の借入金額 保証金額：1.5億～25億／件（保証率50%）
対象の借入期間と債務保証の保証期間	借入期間：原則 3 年以上 保証期間：原則設備投資10年、設備投資以外 5 年

上場企業は対象外

事業者の声



ディープテック企業

- 一般的には、上場時には事業の安定性・財務基盤を有することが求められるため、その前提では金融機関からの必要資金借入れは可能。
- しかし、ディープテック企業は、上場前後でも向こう数年間は事業の赤字を財務で賄い事業継続する必要がある。
- そうした企業群にとっては、上場後でも金融機関から信用与信を引き出すことの壁は相応に存在し、保証制度を活用することで当該障壁を取り除くことが出来れば企業成長の加速に大きく寄与する。



ディープテック企業

- ディープテック企業は上場後も資金ニーズは非常に大きい。完全に黒字化前の段階でも資金ニーズ等の観点から上場をしていくケースもあり、上場後も研究開発をしているケースもある。
- 上場後もデットでの調達をしたいディープテック企業にとっては債務保証の制度が上場後にも伸びることはありがたい。

目次

1. スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとってのデットファイナンスの重要性・位置付け
- 金融機関等のマーケット環境と新規先探索の重要性
- 金融機関等の動向及びディープテック企業の状況
 - 各フェーズにおける金融機関等の取組状況
 - ディープテック企業の状況
- **論点**

2. 官民ファンドの在り方

- 国内における官民ファンドの状況
- （参考）海外の政府系ファンド

3. ご議論いただきたい事項

スタートアップのデットファイナンスにおける論点

- スタートアップのデットファイナンスの拡大・高度化のためには、スタートアップ・金融機関双方の視点を踏まえた重要な論点として、①金融機関の在り方、②銀行以外による資金ニーズへの対応、③上場後のニーズへの対応があげられる。

論点

①金融機関の在り方 (新規先探索の重要性)

②銀行以外による資金ニーズ への対応 (デットファンド等の在り方)

③上場後のニーズへの対応

評価

- ・ 市場環境の変化を踏まえ、金融機関を取り巻くビジネス環境は変化しており、既存の融資ビジネスからの転換（中長期での新規先の探索）が求められるのではないか。
- ・ 各地域の特性や取れるリスク等を踏まえて、スタートアップ向けの融資・新株予約権付融資等により出す金融機関が拡大していくことが必要ではないか。
- ・ また、そうした金融機関が増えていく過程においては、金融機関の経営陣のコミットメント、体制の整備、外部機関（VC等）との連携、審査対応、スタートアップと金融機関のコミュニケーションの円滑化等が重要になるのではないか。

- ・ デットファンドは、次期のエクイティファイナンスを有利に進めるための期間確保の意味合いでも一定の役割を持つと考えられるが、諸外国のように機関投資家のLP出資を呼び込むようなファンドエコシステムが限定的なのではないか。

- ・ 特にディープテックスタートアップは、上場前後でも向こう数年間は事業の赤字を財務で賄い事業継続する必要がある等、資金ニーズが高い状況一方、上場後の投資家層の薄い状況が続いている。
- ・ そうした中で、未上場企業に対象が限定されている債務保証制度の対象拡大も含めて上場後のファイナンス手段の多様化が重要となるか。

ご議論いただきたい事項

■ スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとって、エクイティファイナンスのみならずデットファイナンスも含めたファイナンス戦略を描くことの意義は何か。スタートアップ目線ではどのような点に課題があると考えられるか。
- 金融機関にとって、企業向け融資事業の市場環境が変化する中、（スタートアップ企業を含めて）中長期を見据えた新規先を探索することの意義は何か。また、こうした取組を進展させる上での課題は何か。

（例）

- 金融機関の経営側コミットメント
- 体制整備（人員・専門部署等）
- 外部連携（VC・デットファンド等と連携したソーシング、人材育成）
- 審査等の円滑化（スタートアップ・金融機関双方の密なコミュニケーション含め） 等
- デットファンド等の銀行以外のプレイヤーがスタートアップのファイナンスにおいて果たすことが期待される役割は何か。
- 上場後のスタートアップのファイナンスの多様化としてのデットファイナンスの意義は何か。特に、上場後も研究開発等の資金ニーズが大きいディープテック企業のファイナンスにおける課題に対して、デットファイナンスはどのような役割を果たすか。

■ 官民ファンドの在り方

- これまで、様々な官民ファンドが直接投資やVCへのLP出資を通じてスタートアップのエコシステムに貢献してきたが、こうした取組を踏まえて、スタートアップのファイナンス環境において、官民ファンドが今後更に果たしていくべき役割は何か。

目次

1. スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとってのデットファイナンスの重要性・位置付け
- 金融機関等のマーケット環境と新規先探索の重要性
- 金融機関等の動向及びディープテック企業の状況
 - 各フェーズにおける金融機関等の取組状況
 - ディープテック企業の状況
- 論点

2. 官民ファンドの在り方

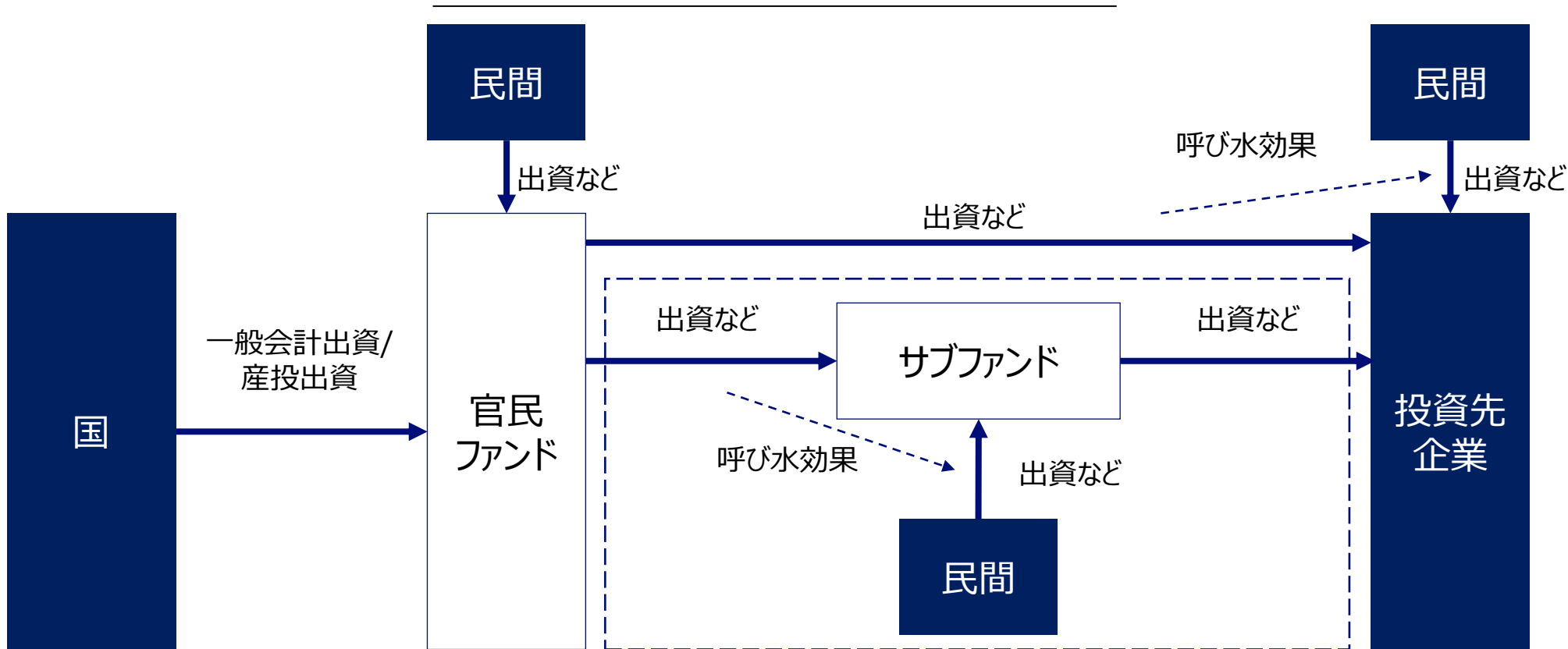
- **国内における官民ファンドの状況**
- (参考) 海外の政府系ファンド

3. ご議論いただきたい事項

官民ファンドとは

- 官民ファンドは、政府・民間から拠出された資金を原資として、政策目的を実現するための投資活動を行うファンドを指す。
- 政府の成長戦略の実現や新たな産業・市場の創出等の分野において、民業補完・民間資金の呼び水の役割を果たし、民間のリスクマネー供給の活発化を目的としている。

官民ファンドのスキーム



官民ファンドによる出資状況

- 主に政府による産投出資に基づき、ベンチャー投資のみならず、これまで様々な分野に数兆円に渡る投融資がなされ、多くの民間投資を呼び込んできた。

主な官民ファンド一覧（令和5年3月末時点）

名称		監督官庁	出融資(億円)			累積実績(億円)		
			政府		民間	支援決定額	実投融資額	誘発された 民間投資額 (呼び水効果)
			原資	金額	金額			
特定投資業務（（株）日本政策投資銀行）		財務省	産業投資	7,740	8,190※1	11,152	10,756	66,522
（株）産業革新投資機構	産業革新投資機構	経済産業省		3,670	135	15,649	1,558	11,712
（株）海外交通・都市開発事業支援機構		国土交通省 環境省		2,188	59	2,431	1,789	2,786
（株）海外需要開拓支援機構		経済産業省		1,156	107	1,329	1,156	2,866
（株）海外通信・放送・郵便事業支援機構		総務省		849	24	1,029	857	5,181
（株）農林漁業成長産業化支援機構		農林水産省		300	19	489	190	549
（株）脱炭素支援機構		環境省		102	102	27	0.3	5
（株）民間資金等活用事業推進機構		内閣府 金融庁など		100	100	1,380	1,087	10,061
（独）中小企業基盤整備機構		経済産業省		1,757	—	6,333	4885	14,620
官民イノベーションプログラム		文部科学省		1,000	—	568	543	2,467
国立開発法人科学技術振興機構		文部科学省	50	—	29	29	685	
（株）地域経済活性化支援機構		内閣府など	29	102	1,340	504	1,498	
耐震・環境不動産形成促進事業		国土交通省 環境省	一般会計補助	300	—	327	237	2,314
地域脱炭素促進ファンド事業		環境省	エネルギー対策特 別会計補助	204	—	189	98	1,921
（株）産業革新投資機構	INCJ※2	経済産業省	—	—	5	13,603	12,952	12,244
計			19,455	8,843	55,875	36,641	135,431	

出所：内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告（第15回）」よりNRI作成

※1 日本政策投資銀行の自己資金 ※2 産業革新投資機構の100%子会社

官民ファンドによる民間VCへの出資状況

● 民間VCへのLP出資も実施されており、令和4年度実績は905億円。

官民ファンドによる民間VCへのLP出資実績（令和5年3月末時点）

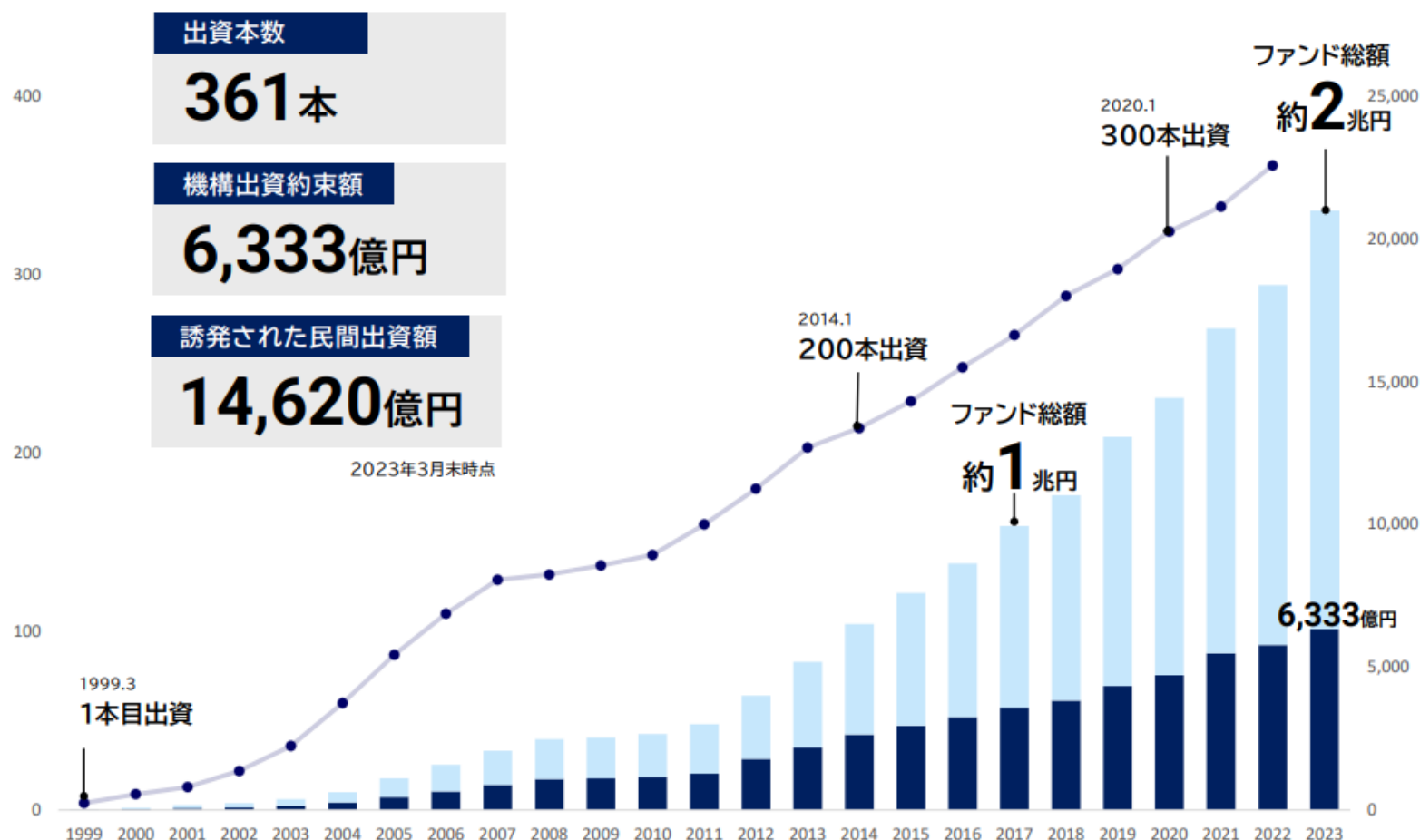
ファンド名	実績	令和3年度実績(※1)	令和4年度実績(※1)	設立時からの累計
産業革新投資機構	有	349億円・6件(国内・海外VC)	629億円・16件(国内・海外VC)	1,125億円・26件(国内・海外VC)
INCJ	有	—	—	865億円・11件(国内VC)
中小企業基盤整備機構	有	188億円・10件(国内VC)	171億円・10件(国内VC)	2,898億円・229件(国内VC)
地域経済活性化支援機構	有	—	3億円・1件(国内VC)	3億円・1件(国内VC)
農林漁業成長産業化支援機構	無	—	—	—
民間資金等活用事業推進機構	無	—	—	—
官民イノベーションプログラム(東京大学)	有	3億円・1件(国内VC)	—	55億円・7件(国内VC)
海外需要開拓支援機構	有	—	—	115億円・4件(国内・海外VC)
耐震・環境不動産形成促進事業	無	—	—	—
特定投資業務(日本政策投資銀行)(※2)	有	28億円(国内VC)	40億円(国内VC)	91億円・10件(国内VC)
海外交通・都市開発事業支援機構	無	—	—	—
科学技術振興機構	無	—	—	—
海外通信・放送・郵便事業支援機構	有	—	62億円・2件(国内・海外VC)	62億円・2件(国内・海外VC)
地域脱炭素投資促進ファンド事業	無	—	—	—
脱炭素化支援機構	無	—	—	—
合計		568億円	905億円	5,214億円・290件

出所：内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告（第15回）」

中小機構によるファンド出資事業の状況

- ファンド出資事業の開始（1998年度）以来、2022年度末までに361本のファンドに対して、6,333億円の出資約束を行い、国内のGPによるファンドレイズを継続して下支え。

ファンド出資事業の実績（出資本数／出資約束額）

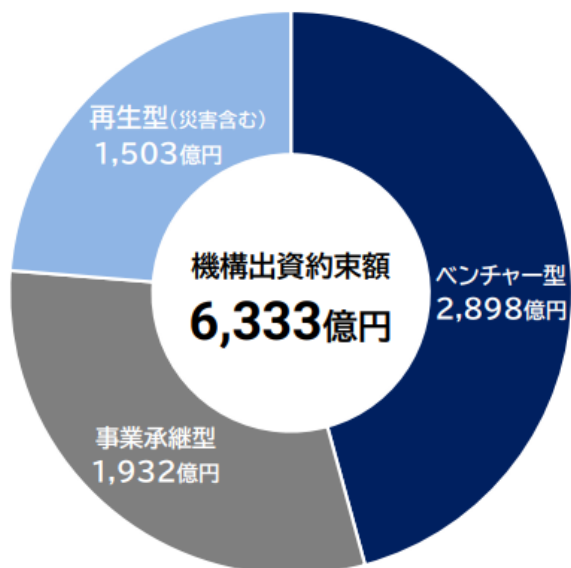


中小機構によるファンド出資事業の状況

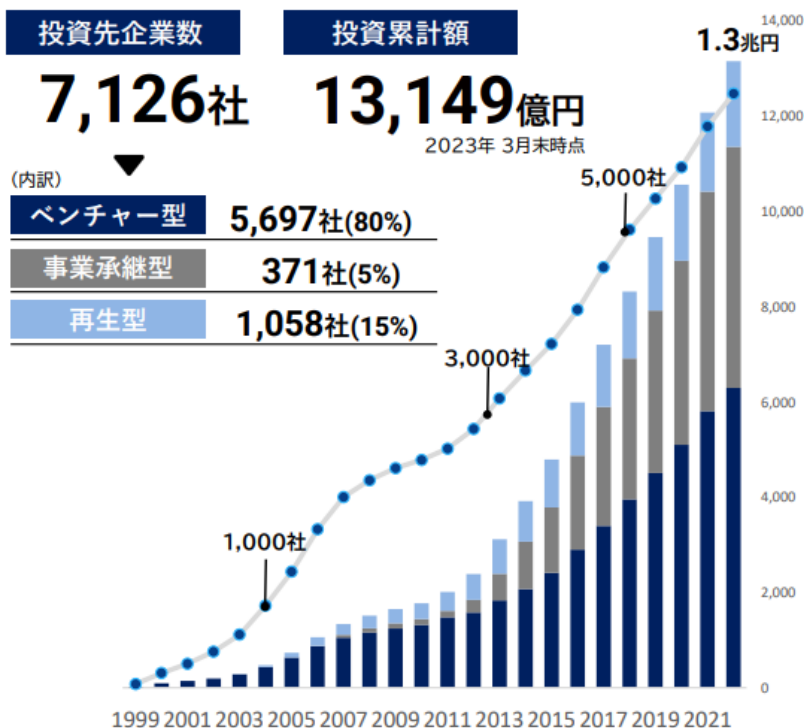
- 中小機構は「ベンチャー型」「事業承継型」「再生型」を3本柱としてバランスよく出資。
- 2022年度末での中小機構出資ファンドからの投資累計額は13,149億円、のべ投資先企業数は7,126社にのぼるなど、ファンドへの出資を通じたりスクマネーの供給を通じてベンチャーの成長や、中小企業の新事業展開・再生を後押し。

ファンド出資事業の実績（出資約束額の内訳／投資先企業数・累計額）

機構出資約束額の内訳



投資先企業数・投資累計額の内訳・推移

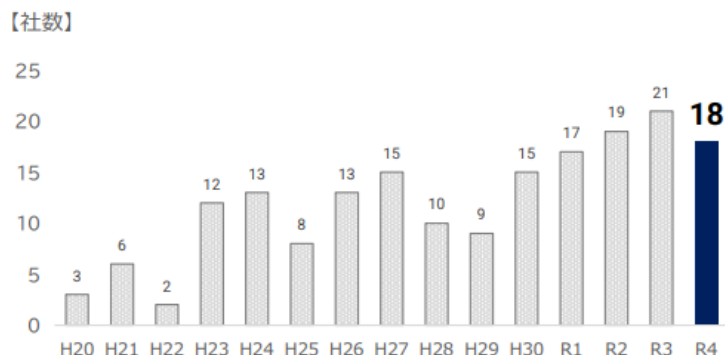


中小機構によるファンド出資事業の状況

- 2022年度の中小機構出資先ファンド投資先における国内新興市場へのIPO企業数は18社（2023年3月末時点）を数えるなど、引き続き新興市場で高いプレゼンスを発揮している。
- 未上場市場においても、国内未上場企業価値ランキング上位10社中、中小機構出資ファンド投資先が8社を占めるなど、今後の我が国経済を牽引するユニコーン・メガベンチャーの創出にも大きく貢献している。

ファンド出資事業の実績（IPO・ユニコーン・メガベンチャー企業輩出への貢献）

国内新興市場におけるIPO社数の推移



※対象：機構出資ファンドから投資された先のうち、2023年3月末までにIPOした先。
2022年度以降はグロース市場への上場をカウント。本則市場へ移行したものや上場廃止したものを除く。

国内新興市場への貢献 - グロース市場全体におけるプレゼンス -

	上場社数	時価総額
機構出資ファンド投資先(※)	139社	2兆1,284億円
市場全体	520社	7兆4,122億円

※対象：機構出資ファンドから投資された先のうち、2023年3月末までにIPOした先。本則市場へ移行したものや上場廃止したものを除く。

国内未上場企業価値ランキング

網掛けは機構出資ファンド投資先 (単位：億円)

No	会社名	時価総額
1	(株) Preferred Networks	3,472
2	OPN Holdings (株)	2,267
3	スマートニュース (株)	2,031
4	(株) SmartHR	1,736
5	Spiber (株)	1,617
6	(株) アストロスケールホールディングス	1,428
7	(株) TBM	1,344
8	(株) Mujin	1,186
9	(株) ティアフォー	895
10	(株) LegalOn Technologies	886

※日経新聞 NEXTユニコーン推定企業価値ランキング（令和5年10月時点）を元に経産省作成

グロース市場全体のうち…
・上場社数ベースで **26.7%**
・時価総額ベースで **28.7%**
が機構出資ファンド投資先

JICについて

JIC

- 株式会社 産業革新投資機構（JIC : Japan Investment Corporation）は、2018年9月、産業競争力強化法に基づき、オープンイノベーションを通じた産業競争力の強化と民間投資の拡大という政策目的の実現に寄与するべく、発足した投資会社。
- JICは、傘下のファンドや民間ファンドへの投資を通じて、政策的に意義のある事業分野へのリスクマネーを供給。

JICグループ



株式会社 INCJ（設立:2018年9月）

2009年に設立した株式会社産業革新機構から新設分割する形で発足。
旧産業革新機構の投資先企業の株式価値向上のための支援を通じて、次世代の国富を担う産業を育成・創出することを目的とした投資活動を行う。



JIC ベンチャー・グロース・インベストメンツ株式会社（設立:2020年7月）

ベンチャー・グロース投資活動により我が国のイノベーションを促進し国際競争力の向上に寄与。産業及び社会課題の解決を目指す。

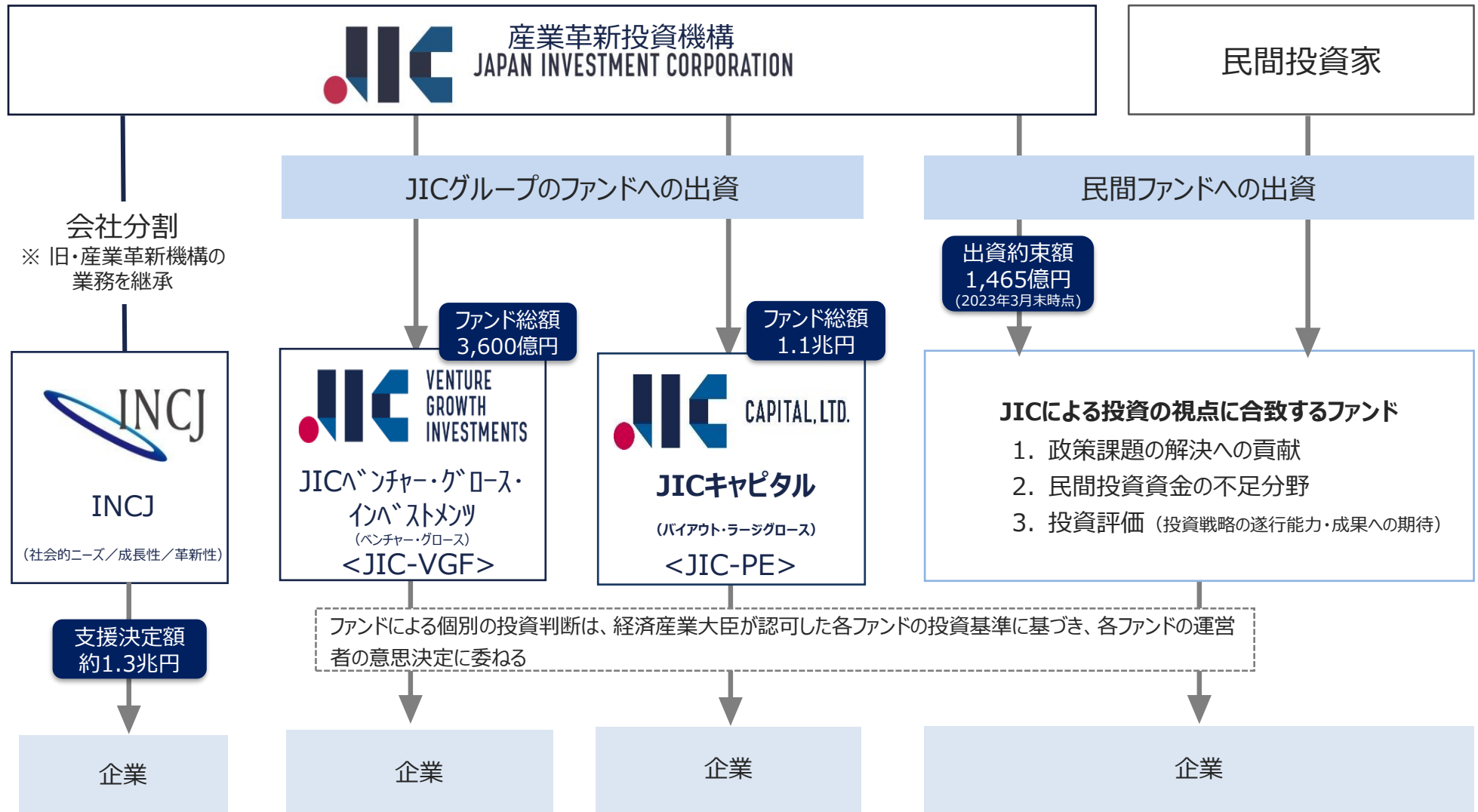


JIC キャピタル株式会社（設立:2020年9月）

Society5.0実現に向けた新産業の創造、国際競争力強化に向けた事業再編の促進、デジタルトランスフォーメーション（DX）促進をはじめとした次世代社会基盤の構築に向けたリスクマネー供給を担う。

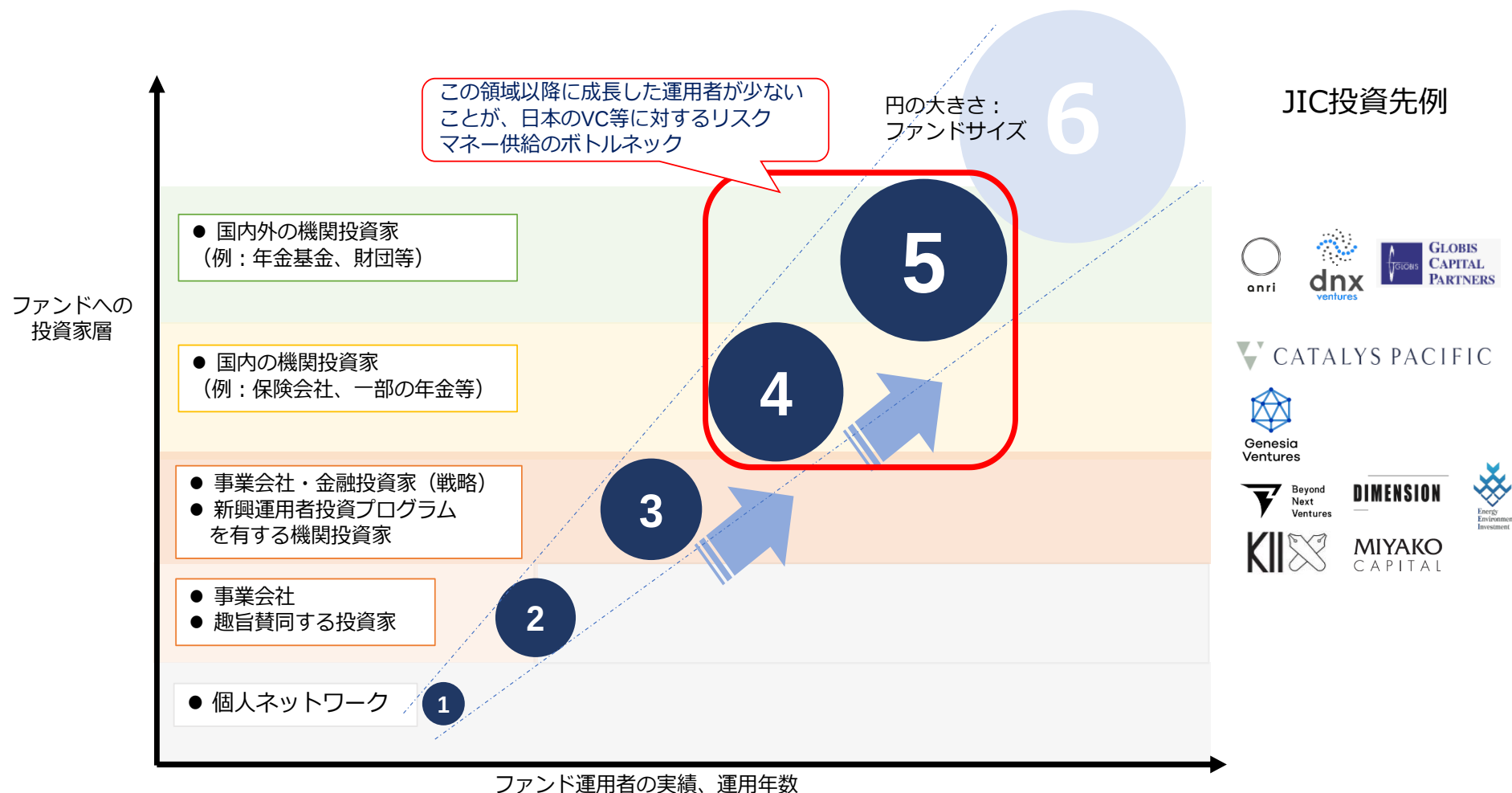
JICのファンド投資実施体制

- JICはグループ子会社の2社（JIC VGI、JIC Capital）が運用するファンド及び民間ファンドに対して出資を行い、個別企業に対してはファンド運用会社（GP）が投資を行う。



ファンドの成長段階と機関投資家からの資金受託の実現

- 日本のファンド(特にVC)は、欧米に比べて、年金等の機関投資家からの資金受託が少なく、国内外の機関投資家から資金受託できている国内GPはまだ少なく、10社を超える程度（2023年12月末時点）。
- JICは出資前後において、ファンドの運営体制や契約条件、投資家へのレポーティング対応、投資先企業の公正価値評価の実施など、機関投資家が求めるファンド運営に関する助言・支援を実施。



ファンドの立ち上げ支援

- JICは民間だけでは資金募集が難しい投資領域におけるファンドの立ち上げ支援の役割も担う。
- 例えば、ファンド満期を迎えるVC等から、スタートアップ企業の株式を譲り受ける戦略のダイレクトセカンダリーファンドは、国内市場にプレイヤーがほぼおらず、民間からの資金調達が困難。
JICは当該ファンドへの出資、JICの信用による呼び水効果の発揮などにより、初号ファンドの立ち上げを支援。

JIC投資先の初号ファンド



JIC投資先の2号ファンド



JIC投資先の3号ファンド



目次

1. スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとってのデットファイナンスの重要性・位置付け
- 金融機関等のマーケット環境と新規先探索の重要性
- 金融機関等の動向及びディープテック企業の状況
 - 各フェーズにおける金融機関等の取組状況
 - ディープテック企業の状況
- 論点

2. 官民ファンドの在り方

- 国内における官民ファンドの状況
- **（参考） 海外の政府系ファンド**

3. ご議論いただきたい事項

(参考) イギリス (British Business Bank) の事例

- BBBは英国ベースのVCファンドへの最大のLP投資機関であり、2021年には英国における全株式取引の18%を支援するなど、その存在感は大きい。

British Business Bankの概要

概要		2014年に設立。金融危機後に設立された複数の政府系ファンド等を統合してできた政府系金融機関。<u>ビジネス・エネルギー・産業戦略省 (BEIS) の100%出資会社</u>である。<u>BEISとは予算措置等で連携</u>するが、<u>BBBの方針・戦略立案や実行面におけるBEISの関与は薄く、BBBが中心となり中小企業支援を提供</u>している。 - 民間金融機関などから構成される200以上の「delivery partner」と連携し、<u>スタートアップを含めた中小企業向けに投資、融資と保証を組み合わせた包括的な資金支援を提供</u>している。
方針・戦略	領域 (エリア・ステージ・インダストリー・投資対象)	BBBのエコノミストチームが、民間のみでは<u>資金ギャップが存在するステージや地域、領域</u>を分析・特定（次ページ以降詳細）
	スキーム (ファンド規模・期間・パートナー)	<u>マイノリティを基本とした共同投資やLP出資を基本スタンス</u>とする ➢ 個別案件に介入しないことによる中立性の確保、ポートフォリオマネジメントや案件開拓をアウトソーシングすることで、BBBの組織規模を小規模化することが挙げられる
	リターン/リスクの考え方 (条件・返済期間)	<u>BBB全体でのリターン確保を前提に一部案件での赤字を許容</u> ➢ British Business Investment：収益性を重視 ➢ British Business finance：公益性重視
手法	行政機関の関与 (ソーシング・DDモニタリング・ハンズオン)	<u>BBBは出資・融資先のモニタリングはするが、BBB傘下の各社は独自の投資基準や投資委員会を具備しており、個別のソーシングや投資意思決定、ハンズオン支援にはBBB本体は関与しない</u>
	実績 金額・件数	2014年以降、94のファンドにGBP 2.3Bをコミット 2021年には英国におけるVCを通じた未上場株式取引の18%を支援

BBB傘下金融機関の支援企業の声

当該ファンドがなければ資金を確保できなかった（採択企業37%の声）



MEIFの採択企業

CIoSIFがなければ資金を確保できなかった、もしくは確保に時間がかかった（採択企業75%の声）

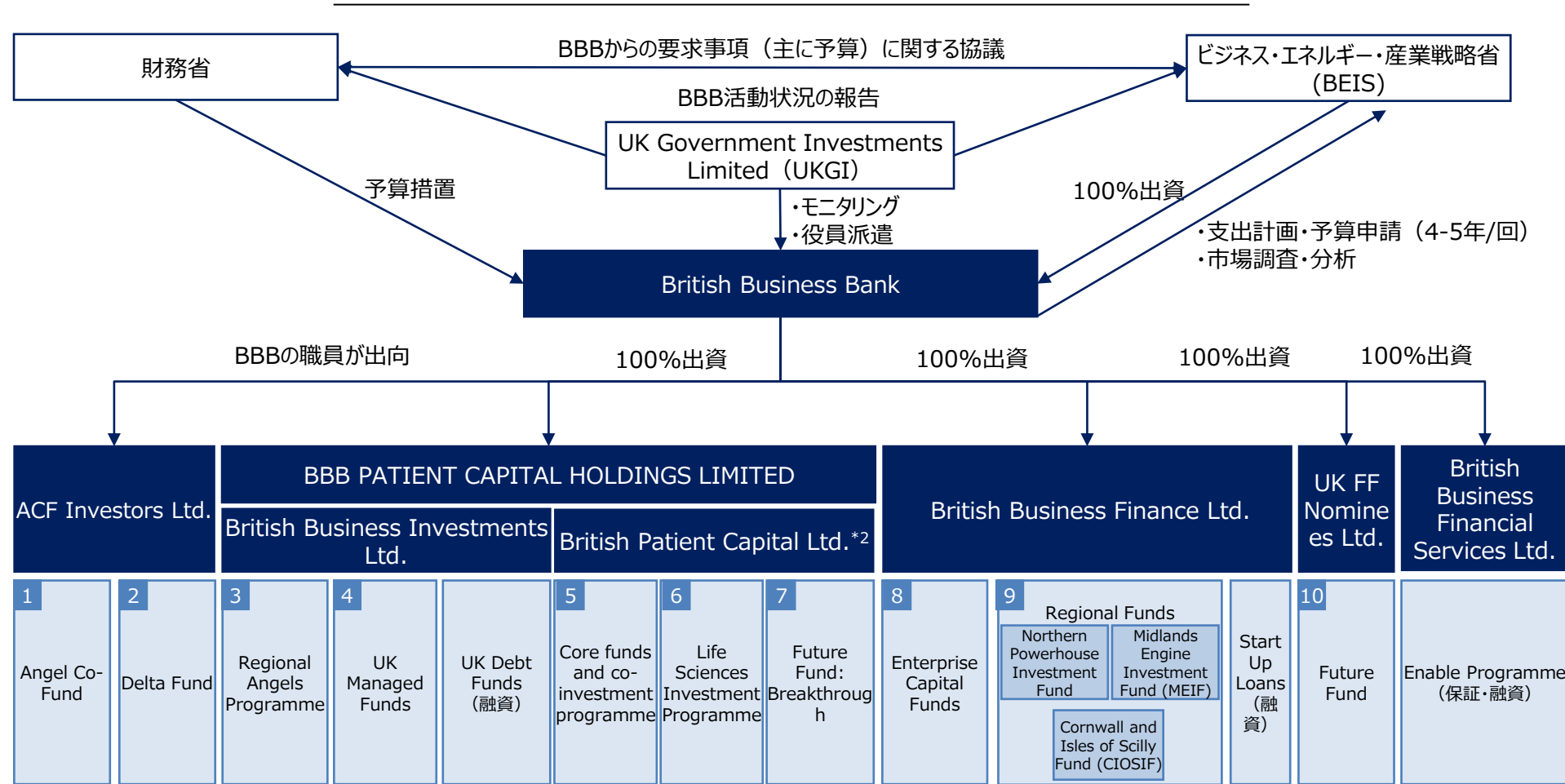


CIoSIFの採択企業

(参考) イギリス (British Business Bank) の事例

- BBBは、子会社への出資等を通じて資金支援をしており、その分野は地域向け、特定分野向け（例：ライフサイエンス等）のもののほか、融資領域の取組が存在する。

British Business Bankの組織構造



*1：スキームは投資プログラムを中心に抽出したものであり、全てを網羅しているわけではない。
*2：British Patient Capitalは2017年に英国政府により実施されたPatient Capital Reviewの結果を受け発足
出所：令和4年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業（ユニコーン企業輩出に向けた資金供給上の課題調査）調査報告書を参考に経産省作成

(参考) イギリス (British Business Bank) の事例

- BBBは、主に共同投資又はファンドへのLP出資の手法を通じて資金供給を行っている。分野としては、シード～アーリーのフェーズへの支援の取組、地域向けの取組、ミドル～レイト期の特定期間向けの取組（ライフサイエンス等）等が存在する。

BBBによる取組の概観

		シード	アーリー	ミドル	レイト
共同投資	セクター不問	1 2	Angel Co Fund、Delta Fund (エンジェルシンジケートとの共同投資)	5	Core Funds and Co-Investment Programme (VCと共同投資)
	領域特化			7	Future Fund: Breakthrough (VCと共同投資、研究開発型企業対象)
ファンドにLP出資	セクター不問	8	Enterprise Capital Funds (VCファンドにLP出資)	5	Core Funds and Co-Investment Programme (ファンドにLP出資)
	領域特化			6	Life Sciences Investment Programme (ファンドにLP出資、ライフサイエンス分野対象)
	地方部	3	Regional Angels Programme (エンジェルシンジケートやVCのファンドにLP出資)		
		9	Regional Funds (BBBとLEP*1が連携したファンドオブファンズ)		
ファンドオブファンズにLP出資	セクター不問			4	Managed Funds Programme (ファンドオブファンズにLP出資)

*1 : LEP (Local Enterprise Partnerships) : 地域産業パートナーシップ (地域の経済開発の促進を目的とした地方自治体と民間企業のパートナーシップ)
出所 : 令和4年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業 (ユニコーン企業輩出に向けた資金供給上の課題調査) 調査報告書を参考に経産省作成

(参考) Bpifranceの事例

- Bpifranceは、既存の政府系金融機関を統合して設立された組織であり、スタートアップ企業を含めた中小・中堅企業を中心とした企業に対して、**融資、保証、出資、ファンド投資などの様々な支援**を提供している。

Bpifranceの組織概要

	内容
設立経緯	2013年に既存の政府系金融機関（OSEO、CDC Entreprises、FSI等）を統合して設立。 中小・中堅企業を中心とした国内企業の金融支援。各種機能（融資、保証、出資・ファンド管理等）を通じて総合的な起業家支援を行う。
事業内容	Bpifranceグループは、統括会社のBpifranceおよびその子会社を通じて、以下の事業を展開。 ➢ 資金調達業務：Bpifrance及びBpifrance Régions ➢ 出資業務：Bpifrance Participations ✓ グループのアセマネ：Bpifrance Investissement ✓ Fund of funds：FSI PME Portefeuille ✓ Caisse des DepotsのCVC：Bpifrance International Capital ➢ 輸出保証業務：Bpifrance Assurance Export ➢ 保険業務：Bpifrance Courtage
出資者構成	➢ EPIC Bpifrance（フランス政府100%出資の独立行政法人）：49.18% ➢ Caisse des Depots Groupe*（預金供託金庫）：49.18% ➢ その他民間商業銀行：1.35% ➢ Bpifrance自身の出資分：0.29%
規模	人数 約3,700名（2021年時点） 拠点 フランス国内：約50か所（本部バリ）、グローバル：9か所
投融資に関する提供プログラム	出資業務（2021年実績） ➢ ファンド出資：年間実行額€1.5B / 投資残高€13.5B ✓ ファンドを通じた中小企業等への出資 ➢ 直接出資：年間実行額€2.9B / 投資残高€30.9B ✓ スタートアップを含む中小企業のみならず、中堅・大企業への直接投資を含む 融資・保証業務 ➢ 融資・融資保証 ✓ 成長段階に合わせた融資・民間金融機関の融資に対する保証（損失の40～70%）を提供

(参考) Bpifranceの事例

Bpifranceのファンド投資プログラム

プログラム名	内容	概要
Innovation Funds	- 規模：n.a. - 件数：ファンド217件 / GP101件 - 事例：n.a.	<u>様々な成長段階のスタートアップ（アクセラレーション、シード、アーリー/ミッド/レイター、グロース）へ出資するVCファンドへの投資。</u> セクター制限なし。
Digital funds of funds	- 規模：€140M - 件数：n.a. - 事例：JVP-VIII、Sumeru Equity Partners III、Balderton VI など	フランスの 大手企業 （Caisse des Dépôts, CNP Assurances, Egis, Icade, SNI, Transdev）らが LP投資家として参画するVC FoF 。LPらがVCの出資先ポートフォリオ企業と協業することを目的とする。
International innovation capital funds	- 規模：n.a. - 件数：n.a. - 事例：BGV-III、Advent Life Science II、Versant V、Balderton VI、Atomico IV、Cherry Ventures など	<u>海外の高成長スタートアップへ出資するVCファンドへの投資</u> を通じて、フランス企業の国際化を支援する。
Averroes	規模：€135 M - 件数：下記 - 事例：Averroès Finance I～III	<u>アフリカにおけるフランス企業の発展のため、ネットワーク形成を目的としてアフリカ域内の優良企業へ出資するPEファンドへ投資</u> する。
Cross-border funds	- 規模：n.a. - 件数：ファンド5件 / GP3件 - 事例：Cathay Capital (Sino-French Funds(SME, Midcap, Innovation))、Africinvest (African-French Fund)	<u>フランス企業を投資ターゲットとするファンドを海外投資家とともに構築</u> し、フランス及び海外間の商業交流を促進する。
Local & Regional	規模：n.a. - 件数：ファンド132件 / GP45件 - 事例：n.a	<u>地域経済の活性化と中小企業の支援</u> を目的としてVC/PEファンドへの投資。

目次

1. スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとってのデットファイナンスの重要性・位置付け
- 金融機関等のマーケット環境と新規先探索の重要性
- 金融機関等の動向及びディープテック企業の状況
 - 各フェーズにおける金融機関等の取組状況
 - ディープテック企業の状況
- 論点

2. 官民ファンドの在り方

- 国内における官民ファンドの状況
- （参考）海外の政府系ファンド

3. ご議論いただきたい事項

ご議論いただきたい事項

■ スタートアップのデットファイナンスの在り方

- スタートアップにとって、エクイティファイナンスのみならずデットファイナンスも含めたファイナンス戦略を描くことの意義は何か。スタートアップ目線ではどのような点に課題があると考えられるか。
- 金融機関にとって、企業向け融資事業の市場環境が変化する中、（スタートアップ企業を含めて）中長期を見据えた新規先を探索することの意義は何か。また、こうした取組を進展させる上での課題は何か。

（例）

- 金融機関の経営側コミットメント
- 体制整備（人員・専門部署等）
- 外部連携（VC・デットファンド等と連携したソーシング、人材育成）
- 審査等の円滑化（スタートアップ・金融機関双方の密なコミュニケーション含め） 等
- デットファンド等の銀行以外のプレイヤーがスタートアップのファイナンスにおいて果たすことが期待される役割は何か。
- 上場後のスタートアップのファイナンスの多様化としてのデットファイナンスの意義は何か。特に、上場後も研究開発等の資金ニーズが大きいディープテック企業のファイナンスにおける課題に対して、デットファイナンスはどのような役割を果たすか。

■ 官民ファンドの在り方

- これまで、様々な官民ファンドが直接投資やVCへのLP出資を通じてスタートアップのエコシステムに貢献してきたが、こうした取組を踏まえて、スタートアップのファイナンス環境において、官民ファンドが今後更に果たしていくべき役割は何か。