

## 第4回スタートアップ・ファイナンス研究会 議事録

日時：2024年3月13日（水）11:30～13:30

場所：対面・オンラインのハイブリッド開催

### 1. 出席者

#### 委員出席者（五十音順）

有吉委員、磯崎委員、岩谷委員、大櫃委員、郷治委員、作井委員、鈴木委員、  
長谷川座長、村上委員

#### ゲストスピーカー

株式会社商工組合中央金庫 スタートアップ支援室長 高橋 幸一氏  
同 調査役 吉田 充 氏

#### 経済産業省出席者

亀山産業資金課長、三藤総括補佐、奈良崎補佐

### 2. 議題

「スタートアップのデットファイナンスの在り方」

「官民ファンドの在り方」

### 3. 議事概要

事務局及び株式会社商工組合中央金庫からの資料説明のうち、自由討議。

- ▶ 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や課題
- 一概にスタートアップと言っても、事業も財務状況も成長のステージも資金需要も全く異なるものだと思うので、それに応じてどういった形で資金調達するのが望ましいのかという在り方も全然違ってくるのではないかと感じる。そのため、エクイティファイナンスだけではなくて、デットファイナンスによってスタートアップに成長資金を供給するという手法がメニューとして広がっていくのは、スタートアップ全体の成長の可能性を高めることになると思うので、そういう取組がどんどん進んでいく方向を期待したい。一方で、デットファイナンスは利息の支払や期限到来に伴う元本の返済義務がある等、エクイティファイナンスとは違う制約やデメリットも存在する。特にコベナンツ（財務制限条項）やモニタリング、担保の取得は金融機関の保全等の観点から重要であるが、スタートアップ側からすると重荷にもなりうるということ十分に留意して資金調達手法を適切に選択して実施することがスタートアップには求められるため、資金調達戦略のアドバイザー的な役割の重要性も高まると考えている。
  - 借りる側として、資本コストが高くても、やっぱりエクイティを選ぶ合理性があるのではないかと感じる。経営者が心のどこかでデットの活用に対してブレーキをかけてしまうということがあるのではないかと感じる。
  - マーケットは外部環境のインパクトを受けるので、これをレジリエントなものにするにはマーケット外からのサポートがどうしても必要である。マーケットのサイクルを補強してくれる点でデットの機能は非常に有効だと感じている。
  - スタートアップの経営側から見ると、デットの活用に対して慎重過ぎるのではないかと感じている。上場時の資本調達を多めに行うことによって、上場直後のバランスシートは一時的にややリスクを回避するようなスタイルとなりやすいかもしれない。上場後のIRで、もう少しレバレッジをか

けられるのではないかということも投資家側が言っていくことは重要だろう。デットでレバレッジをかけながら、時価総額が上がっていくなかで、エクイティとデットの対話が成立するのではないかと考えている。そういう意味では、エクイティの投資家側からメッセージを送ることは有益である。

- CFOの能力という点では、やはり得意不得意はばらつくもの。エクイティとデット、両方から啓蒙していくことができればと思う。
- スタートアップの経営者の方々のファイナンスリテラシーとして、最初にエクイティから入っていくことが多く、デットのリテラシーはあまりないという状況の中で、金融機関とのミスコミュニケーションが発生している。経産省で手引書などを作成・開示することでそういったコミュニケーションコストは一定省けると感じている。
- スタートアップにおいてデットのニーズは非常に強く、非常にありがたいムーブメントになっている。エクイティはボラティリティが非常に高く、外部環境の影響を受けるため、デットを調整弁としてしっかり確保していくということでバランスを取ることが出来るとありがたいと思う。
- スタートアップ・エコシステムを拡大するには、各社が現状の何倍もの資金量を扱い、高いリターンを生み出していくことが不可欠だが、現状銀行融資の期待からするとスタートアップ側の経営管理体制が不十分だと思う。成熟企業のようなコベナンツでの管理ではなく、スタートアップの現状を理解した上でのデットガバナンスを通じて、スタートアップ全体の経営レベル向上に寄与して欲しい。
- デットファイナンスは全てのスタートアップが使わなければいけないものではなくて、色々な選択肢が揃っていることが社会にとっても良いことではないか。

- **金融機関にとって中長期を見据えた新規先（スタートアップ含む）を探索する意義や取組を進展させるうえでの課題**
- デットの性格上、アップサイドが通常は得られないという点で、ベンチャー企業への資金供給手段として教科書上は相性が悪いため、金融機関やファンドからのデット性の資金の供給を促進したいのであれば、融資でもリスクに応じたリターンが得られることが保証されていなければ進まないと理解している。こうしたハードルを乗り越えるためには、大別して2つの手段があると考えられる。1つ目はリターンを上げることである。アップサイドの一部をデットの提供者に保証する、ワラントやコンバーティブル・ボンド、コンバーティブル・プリファード・ストック等がこれに該当するが、スタートアップは不確実性が大きいためモニタリングの目線を磨く必要がある。2つ目はリスクを下げることであり、手段としてはエクイティの出資を見越した短期間の融資や特許等の担保評価、モニタリング等がある。デットを増やす上でエクイティが潤沢であることがおのずと必要となるため、VCとの情報の連携が重要。
- 金融機関にとってベンチャー向けのファイナンスは、変化が激しい等の経済的な面での目利きや契約実務において、通常のコーポレートファイナンスとは異なる技術が必要な分野だと考えている。基礎的なノウハウが金融機関全体、業界全体に広がることで市場を拡大させ、翻って個々の金融機関のビジネスの拡大、スタートアップの成長につながるのではないかと考えている。業界全体での知見や技能、経験を広めていく取組が、法律面、契約実務面でもスタートアップ向けのデットファイナンスの領域では日本はまだ未熟な印象があり、是非広がってほしいと感じている。
- 日本だと、個人金融資産の半分ぐらいが銀行に預けられて、デットとして世の中に回るという構造にせざるを得ないけれども、アメリカは預金の量が少ないため、直接金融のほうが発達してきたという歴史的な違いがあるのだろうと考えていた。将来的な姿として、デットというのは、あくまでシリコンバレーのような段階に至るまでの途中経過として、日本の構図だ

とそれを使わざるを得ないものという位置付けになるのか。日本なりの構図が描ければ良いと考えている。

- メガバンクや大手の地銀については、スタートアップ支援を積極的にやっている傾向があると思う。一方で、大手の金融機関は効率化という観点で中小企業向けの取引を縮小し、信用金庫や信用組合が中小企業向けの取引を担うという方向性にあると思うが、信用金庫や信用組合がスタートアップ支援に取り組んでいるという話はあまり聞かない。シード・アーリー期の売上規模については信用金庫・信用組合が寄り添って融資をするという体制がより強いものになってもらえればと思う。
- 日本政策金融公庫や信用保証制度等は重要な役割を果たしているため引き続き拡充を期待している。
- デットファイナンスは属人的なマーケットであり、銀行や担当者によってコミュニケーションコストが生じたり調達が難しくなることがあると感じる。
- 金融機関側においてデットガバナンスを効果的に活用し経営レベルを引き上げていくためには、担当者レベルのスキル、スタートアップへの理解度を上げていく必要がある。デットガバナンスを通じて、VCガバナンスとは異なる形で経営力向上に寄与していくことがスタートアップ・エコシステムの強化に資する。
- 本当にデットが活用されるためには、もっとノウハウを積み立てていかなければならず、特にデットを供給する金融機関においても、これまでの大企業向けの通常の貸付けとスタートアップ向けのデットファイナンスは異なるため、専門家の教育、育成にもっと力を入れてほしい。デットガバナンスというのもしっかりと主張できるようにノウハウを積むと同時に、発行体との関係性を保つことが必要だと思う。

- 上場後のスタートアップ（特に上場後も研究開発費等の資金ニーズが大きいディープテック企業）のファイナンスの多様化としてのデットファイナンスの意義
  - 上場後の企業に対してデットファイナンスは割と出やすい状況にあると思う一方、エクイティのプレイヤーがまだまだ少ないと思う。VCが去った後を担うエクイティプレイヤーが拡充すれば、よりグロースなマーケットが活性化するのではないかと感じる。
  - ディープテック企業を育てていけないといけないというのは、総論で皆考えているが、国の産業政策に基づいた支援制度が必要。各省庁で横串をさした指針が一定必要であると感じる。
  - 上場後、M&Aファイナンスは活用を期待したいと考えている一方で、上場ディープテックに関しては、そもそも資本政策がデットに限らずエクイティレベルでも難しいと感じている。未上場段階での資金供給量が小さいことにより、IPOが早くなっているという実態や、上場後のデットファイナンスの選択肢も基本メガバンクしかない等の実態もある。未上場段階から上場後の段階に渡って海外機関投資家を巻き込んでいくことが重要で、株価への影響を踏まえると過剰なデットファイナンスは行いにくい。引き続き、「資本増強できる状態＝株価が健全である状態」であることを意識しないとイケないため、エクイティファイナンスとデットファイナンスのバランスは難しい。本筋はエクイティプレイヤーの拡充であり、デットファイナンスについてあるとすると、ストラクチャードファイナンスのようなアイデアがあれば良いということ。こうした役割を担うプレイヤーとして、官民ファンド・メガバンクに期待したい。
- その他
  - 信用保証は資金提供者のリスクを下げる観点できっかけとしては非常に重要だと考えるが、モラルハザードの問題も生じるため、民間事業者側の取組が増えてくるにつれて制度が減っていき自然に回る市場になると良いと思う。

➤ 官民ファンドの在り方

○ 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

- 官民ファンドについては、個々の企業ではなく社会全体にスタートアップやイノベーションの種が生まれるといった視点で、リスクリターンの関係を踏まえながら投資をしてほしいと思う。
- 官民ファンドには民間の資金も入っているため、当然ながら回収できることが前提なのだと思う。もっとも、経済的にただ儲かればいいという発想で取り組むものではないものだと考えている。すなわち、政策的な考慮も一定程度含めてファイナンスがなされるものだと理解しており、日本の産業育成という観点から、スタートアップ支援のファイナンスとなじみやすいのではないかと印象を持っている。必ずしも個々のファイナンスが功を奏さないとしても、日本経済全体として底上げされるような形でお金が出ていくのであれば、翻って、個々の官民ファンド、金融機関にとってもリターンにつながっていくということも言えるのではないかと。そういった意味で、一般的な経済促進の効果といったことも勘案しながらの、個々の成功、失敗というだけではない発想での成長資金の供給という役割は、今後もより強めていってほしいと思う。
- 官民ファンドはありがたい。特に1号ファンドなどに出していただけると、社会的にも非常に役に立っているのではないかと考えている。
- 官民ファンドについては、上場後のファイナンスについて大事な機能を果たしていると考えている。機関投資家が例えば、第三者割当増資に応じるといったことは容易ではない。また、事業会社が政策保有株式を圧縮しつつあるなかで、上場株を取得することはこれまた簡単なことではないだろう。官民ファンドは、こういった制約を補完してくれていると思う。呼び水として機能していることを実感している。これ以外にも色々な事例で呼び水になっている可能性あり、期待している。

- 官民ファンドについてはリターンが悪くても、間違いなく民間の資金の呼び水にはなっていると思う、継続して果敢にやっていただきたい。
- 1999年に開始された中小機構（旧・中小企業事業団）のLP出資事業は、1989年に制定された有責法に基づくVCファンドを普及させ日本のVCを育てることに大きく貢献してきた。JICのLP出資事業は、機関投資家から資金を預かるに値する能力の高いGPを育成することを目指してきた。
- 官民ファンドが民間GPのファンドに出資する際には、機関投資家を含む他の民間LPとの適切な規律のもとに行われることを期待している。
- 民間でもリスクを取れる投資先に対して投資するのではなく、民間が取りにくい領域への呼び水という点をよりシャープに意識してほしいと期待している。
- 官民ファンドについては、立ち上げ期や大規模でリスクが取り切れない際の呼び水として効果が大きく、10年前は立ち上がり期であったスタートアップ業界に対して果たした役割は大きい。呼び水だということで考えたときに、重要なのはひとつひとつのポートフォリオを見ていくということよりも、テーマをしっかり決めることが重要だと考えている。リターンではなく、呼び水としてそのテーマが日本の中で立ち上がったかどうかということ自体を官民ファンドの評価軸としてレビューしていくことも大事だと思う。リターンだけを追う形にすると既存VCとのカニバリも生じるし、より官民ファンドしか担えない役割を期待したい。日本で本格的に領域が立ち上げればリターンは後からついてくると思う（アルファではなくベータの引き上げを期待したい）。
- 官民ファンドは、これまで十分大きな役割を果たしてきたのではないか。ファンド・オブ・ファンズという意味で呼び水になることに加えて、なか

なか民間のVCでは投資できないような領域に投資いただいたという意味で、官民ファンドは少なくともこれまでは大きな役割を持ってきたと考えている。必ずしもIRRだけではなくて、投資額や投資領域についても議論をしていくことが重要ではないか。

以 上