

諸外国のベンチャーデットの取組 に関する調査

報告書

2025 年 3 月

金融庁委託

デロイト トーマツ

ファイナンシャルアドバイザリー 合同会社

目次

1. 調査概要	6
1.1. 調査の背景・目的	6
1.2. 調査の概要	6
2. 調査結果	8
2.1. ベンチャーデットの定義・基本情報	8
2.1.1. 定義・商品種類	8
2.1.1.1. 米国	8
2.1.1.2. 英国	8
2.1.1.3. シンガポール	8
2.1.1.4. フランス	9
2.1.2. 対象ステージ・業界	9
2.1.2.1. 米国	9
2.1.2.2. 英国	9
2.1.2.3. シンガポール	10
2.1.2.4. フランス	10
2.2. 取組実態	10
2.2.1. 取組目的・意義・スタートアップから求められる機能	10
2.2.1.1. 米国	10
2.2.1.2. 英国	11
2.2.1.3. シンガポール	11
2.2.1.4. フランス	12
2.2.2. 与信残高・累計実行件数	12
2.2.2.1. 米国	12
2.2.2.2. 英国	13
2.2.2.3. シンガポール	13
2.2.2.4. フランス	13
2.2.3. 1件あたりの融資金額・金利水準	13
2.2.3.1. 米国	13
2.2.3.2. 英国	14
2.2.3.3. シンガポール	14
2.2.3.4. フランス	14

2.2.4.	その他取引慣行等	15
2.2.4.1.	米国.....	15
2.2.4.2.	英国.....	15
2.2.4.3.	シンガポール.....	15
2.2.4.4.	フランス	16
2.3.	マクロ市場環境.....	16
2.3.1.	公的支援の枠組み.....	16
2.3.1.1.	米国.....	16
2.3.1.2.	英国.....	16
2.3.1.3.	シンガポール.....	16
2.3.1.4.	フランス.....	17
2.3.2.	プレイヤー、プレイヤー間の連携状況・棲み分け.....	17
2.3.2.1.	米国.....	17
2.3.2.2.	英国.....	18
2.3.2.3.	シンガポール.....	18
2.3.2.4.	フランス	19
2.4.	ソーシング	19
2.4.1.	ソーシングの経緯.....	19
2.4.1.1.	米国.....	19
2.4.1.2.	英国.....	19
2.4.1.3.	シンガポール.....	20
2.4.1.4.	フランス	20
2.5.	審査.....	20
2.5.1.	審査目線.....	20
2.5.1.1.	米国.....	20
2.5.1.2.	英国.....	21
2.5.1.3.	シンガポール.....	21
2.5.1.4.	フランス.....	21
2.5.2.	審査項目	21
2.5.2.1.	米国.....	21
2.5.2.2.	英国.....	23
2.5.2.3.	シンガポール.....	24
2.5.2.4.	フランス	25

2.5.3.	ツール	27
2.5.3.1.	米国.....	27
2.5.3.2.	英国.....	27
2.5.3.3.	シンガポール.....	27
2.5.3.4.	フランス	27
2.6.	モニタリング	28
2.6.1.	コベナンツ	28
2.6.1.1.	米国.....	28
2.6.1.2.	英国.....	28
2.6.1.3.	シンガポール.....	29
2.6.1.4.	フランス.....	30
2.6.2.	個別管理	30
2.6.2.1.	米国.....	30
2.6.2.2.	英国.....	31
2.6.2.3.	シンガポール.....	31
2.6.2.4.	フランス	31
2.6.3.	ダッシュボード管理.....	32
2.6.3.1.	米国.....	32
2.6.3.2.	英国.....	32
2.6.3.3.	シンガポール.....	32
2.7.	収益・リスク管理	33
2.7.1.	マネタイズ方針・手法.....	33
2.7.1.1.	米国.....	33
2.7.1.2.	英国.....	34
2.7.1.3.	シンガポール.....	35
2.7.1.4.	フランス	35
2.7.2.	担保・引当	36
2.7.2.1.	米国.....	36
2.7.2.2.	英国.....	36
2.7.2.3.	シンガポール.....	37
2.7.2.4.	フランス	37
2.8.	組織・態勢整備.....	37
2.8.1.	本部・営業店の役割.....	37

2.8.1.1.	米国.....	37
2.8.1.2.	英国.....	38
2.8.1.3.	シンガポール.....	38
2.8.1.4.	フランス.....	39
2.8.2.	モニタリングサポート体制.....	39
2.8.2.1.	米国.....	39
2.8.2.2.	英国.....	39
2.8.2.3.	シンガポール.....	39
2.8.2.4.	フランス.....	40
2.9.	人材.....	40
2.9.1.	人材特性・人材配置.....	40
2.9.1.1.	米国.....	40
2.9.1.2.	英国.....	40
2.9.1.3.	シンガポール.....	40
2.9.1.4.	フランス.....	41
2.9.2.	人材確保.....	41
2.9.2.1.	米国.....	41
2.9.2.2.	英国.....	41
2.9.2.3.	シンガポール.....	41
2.9.2.4.	フランス.....	42
2.9.3.	人材育成・ノウハウ蓄積に向けた取組.....	42
2.9.3.1.	米国.....	42
2.9.3.2.	英国.....	42
2.9.3.3.	シンガポール.....	42
2.9.3.4.	フランス.....	43
2.9.4.	報酬体系・利益相反対策.....	43
2.9.4.1.	米国.....	43
2.9.4.2.	英国.....	43
2.9.4.3.	シンガポール.....	44
2.9.4.4.	フランス.....	44
3.	日本の金融機関への示唆.....	45
3.1.1.	前提.....	45
3.1.1.1.	定義.....	45

3.1.1.2.	エコシステム	46
3.1.2.	金融機関におけるベンチャーデット取組実態	46
3.1.2.1.	ソーシング	46
3.1.2.2.	審査目線	47
3.1.2.3.	審査項目・基準	47
3.1.2.4.	所要時間	48
3.1.2.5.	ツール	48
3.1.2.6.	融資実行	49
3.1.2.7.	モニタリング	49
3.1.2.8.	イグジット	49
3.1.3.	ベンチャーデットを取組を支える仕組み	50
3.1.3.1.	ガイドライン	50
3.1.3.2.	保証	50
3.1.3.3.	専担部署	50
3.1.3.4.	人材	51
3.1.3.5.	金利水準	51
3.1.3.6.	担保	52
表 1	米国大手銀行有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目	22
表 2	米国中小銀行有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目	23
表 3	英国有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目	24
表 4	シンガポール銀行有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目	25
表 5	フランス有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目	26
表 6	米国で確認されたコベナントの例	28
表 7	英国で確認されたコベナントの例	29
表 8	シンガポールで確認されたコベナントの例	29
表 9	フランスで確認されたコベナントの例	30
表 10	米国におけるマネタイズのモデル	34
表 11	英国におけるマネタイズのモデル	35
表 12	米銀のベンチャーデット事業における本部と支店の役割分担	38

1. 調査概要

1.1. 調査の背景・目的

日本政府は「スタートアップ育成5か年計画」において、金融機関によるスタートアップへの積極的な支援促進を掲げている。一方で、特に有形資産に乏しいスタートアップへの融資による資金供給（以下、ベンチャーデット）にあたっては、金融機関の審査実務に新たな審査目線等の構築が必要といった課題が指摘されている。本調査は、海外の金融機関におけるベンチャーデットの定義・基本情報、取組実態、マクロ市場環境、ソーシング、審査、モニタリング、収益・リスク管理、組織・態勢整備、人材を主な調査の対象としている。また、海外と日本での取組の違いを明らかにすることで、ベンチャーデットを取り扱う日本の金融機関にとって示唆となる点を提示し、スタートアップに対する資金供給の円滑化に貢献することを目的としている。

1.2. 調査の概要

調査の概要は、以下の通りである。

項目	概要
調査概要	諸外国の金融機関等におけるベンチャーデットに関する実務調査
調査対象国	米国、英国、シンガポール、フランスの4か国
調査方法	ビデオ形式もしくはメール形式のインタビュー調査 米国6件、英国6件、シンガポール4件、フランス4件、計20件のインタビューを実施
調査対象金融機関	複数の商業銀行、ベンチャーデットを取り扱っているファンド、政府系金融機関、法律事務所
調査対象者	ベンチャーデット融資もしくは審査を経験した上記調査対象金融機関出身者もしくは現役担当者、または弊社グループ内有識者。 米国6名、英国7名、シンガポール3名、フランス4名計20名
調査期間	令和6年4月1日から令和7年3月31日
主要調査項目	- ベンチャーデットの定義・基本情報 - 定義・商品種類 - 対象ステージ・対象業界 - 取組実態 - 取組目的・意義・スタートアップから求められる機能 - 与信残高・累計実行件数 1件あたりの融資金額・金利水準 - その他取引慣行

	• マクロ市場環境 - 公的支援の枠組み - プレイヤー・プレイヤー間の連携状況・棲み分け • ソーシング - ソーシングの経緯 • 審査 - 審査目線 - 審査項目 - ツール • モニタリング - コベナント - 個別管理 - ダッシュボード管理 • 収益・リスク管理 - マネタイズ方針・手法 - 担保・引当 • 組織・態勢整備 - 本部・営業店の役割 - モニタリングサポート体制 • 人材 - 人材特性・人材配置 - 人材確保 - 人材育成・ノウハウ蓄積に向けた取組 - 報酬体系・利益相反対策
--	---

2. 調査結果

2.1. ベンチャーデットの定義・基本情報

2.1.1. 定義・商品種類

2.1.1.1. 米国

インタビューによれば、米国においてベンチャーデットは証書貸付 (term loan¹)、コンバーチブル・ノート² (convertible note)、新株予約権付融資 (loan with warrants)、手形貸付 (note³) の形式で取り扱われている。種別としては、事業拡大用融資 (growth capital loan)、次の調達ラウンドまでの繋ぎ融資 (bridge financing)、メザニンファイナンス (mezzanine financing) が本調査にて確認されているが、メザニンファイナンスについては米国では IPO 直前のファイナンスとなっていることから、ベンチャーデットの定義に含めない考え方もある。

2.1.1.2. 英国

英国においては、証書貸付 (term loan)、融資枠 (credit facility)、社債保証 (bond facility) の形式で取り扱われている。監督当局・政府系金融機関・業界団体等が作成した共通の定義はないものの、融資対象スタートアップが以下三条件を満たす場合をベンチャーデットと呼ぶ金融機関が多い。(1) ベンチャーキャピタルから出資を受けている。(2) 商品・サービスを市場投入済で売上が立っている(3) 成長産業に属しているか、高い売上成長率を示している。標準的な条件としては、固定金利で金額は 100 万-1,000 万ポンド程度、期間は 2-4 年程度で、新株予約権が付されることが多い。使途は事業拡大、経常費用、設備投資、次回調達ラウンドまでのつなぎ融資、他社買収資金等であり、使途によって融資条件が異なる。

2.1.1.3. シンガポール

シンガポールでは、ファイナンスの目的や銀行によっても異なるとのことであるが、新株予約権付融資 (loan with warrants/equity kicker)、転換型 (convertible)、証書貸付の形式での取り扱いが確認された。IPO に近いほど、通常融資の形式となることが多い。主な種別は、メザニンファイナンス (mezzanine financing)、事業拡大用融資 (growth capital loan)、経常費用用融資 (working capital loan) であり、加えて設備投資用融資 (equipment financing) についても言及があったものの、製造業が盛んではないというシンガポールの性質上限定的とのことである。インタビューによれば、メザニンファイナンスはベンチャーデット全体の 85%を占めており、米国と異

¹ delayed draw term loan を含む。

² 株式に転換できる負債証書。

³ インタビューによれば、一部の金融機関に限られるとのことである。

なり IPO 直前だけでなく、成長目的でも使用される。新株予約権付きか転換型かのいずれかの形式であり、最終的にオプション行使分のリターン含めて 10%-12%を目指すとのことである。

2.1.1.4. フランス

英国拠点からフランス企業にベンチャーデットを提供する例も多く、英仏間でベンチャーデットの定義に大きな乖離は見られない⁴。もっとも、フランスでは Bpifrance (公的投資銀行) の影響が大きく、同行からの出資・融資があればベンチャーキャピタルからの出資はさほど重視されない。主に通常融資 (prêt) の形式で提供され、金利は固定で金額は 50 万-200 万ポンド程度、期間は 4 年程度である。商品性の特徴としては、政府や EU により融資金額の 50-85%の保証が付されるため、低リスク・低金利で確実に元本と利息を回収することを志向している点が挙げられる。新株予約権が付されることはあるが、収益の主眼は金利収益に置かれている。

2.1.2. 対象ステージ・業界

2.1.2.1. 米国

大手銀行と中小銀行でベンチャーデットの対象とするスタートアップのステージについて違いがみられた。インタビューによれば、大手銀行ではアーリー以降全てをカバーするケースが一般的である。スイートスポットについては 2 種類の考え方が確認されている。一つ目は、スイートスポットをある程度リスクは軽減されているミドル (シリーズ B) とする考え方であり、二つ目は顧客との長い付き合いができる点でアーリー (シリーズ A) とする二つの考え方である。また、中小銀行の場合は、アーリーやレイターなどステージのみをカバーする銀行もあるなど各行にて方針が異なっていた。

主要な業界としてはテック⁵、ヘルスケア、ロジスティクスが言及されており、他にも半導体やコンシューマーが挙げられていた。

2.1.2.2. 英国

シード期を終えたアーリー以降のスタートアップが主にベンチャーデットの対象となる。つまり、商品・サービスの研究開発後、十分な売上が立つ前に手許資金が尽きて倒産してしまう、いわゆる「死の谷」を乗り越えて成長期に入ったスタートアップである⁶。ベンチャーデットの提供側では、

⁴ フランス語の文中であっても、フランス語 の la dette venture ではなく英語由来の le Venture Debt が多用される傾向にあり、英仏間で同じ対象概念を指しているとみられる。

⁵ フィンテック、エネルギーテック、ソフトウェア、プラットフォーム、ロボット等を含む。

⁶ 本件調査のインタビューでは、安定成長期に入ったスタートアップに対し事業拡大資金を提供する融資をベンチャーデットの中でも特に growth lending として呼び分けている銀行・ファンドが多く見られた。

ファンドはアーリー、銀行はレイターといった業種による棲み分けはなく、その提供者のチケットサイズ(一度の融資で提供できる資金量)によって対象とするステージが決まる⁷。

また、融資先スタートアップの業界としては高成長産業が中心であり、テクノロジー・メディア・情報通信 (TMT) 業界やライフサイエンス業界が多く挙げられた。

2.1.2.3. シンガポール

ベンチャーデットにおいて対象とするスタートアップのステージは、アーリー (シリーズ A) 以降が基本という銀行もあった一方で、ミドル (シリーズ B) 以降を対象としている銀行も確認されている。

主要な業界としては、B2C ではコーヒーチェーンや E コマース、B2B ではソフトウェア、ロジスティクス、ヘルスケア、AI が言及された。

2.1.2.4. フランス

英国同様、いわゆる「死の谷」を乗り越えたアーリー以降のスタートアップが中心である。もっとも、フランス市場で最大のプレイヤーである Bpifrance はシード期も含め以下三種類のベンチャーデットを提供している。(1) シード融資 (prêt d'amorçage) : 商品・サービスの市場投入が未済でキャッシュフローのないスタートアップに対し、最初の資金調達ラウンドまでのつなぎ資金を提供 (2) イノベーションシード融資 (prêt d'amorçage innovation) : シリーズ A までのスタートアップに対するつなぎ資金を提供 (3) イノベーション融資 (prêt innovation) : シリーズ B または C のスタートアップに対する生産拡大融資。

業界としては高成長産業が中心であり、近年では環境関係のソリューションを提供するスタートアップが多くみられるとの意見が聞かれた。

2.2. 取組実態

2.2.1. 取組目的・意義・スタートアップから求められる機能

2.2.1.1. 米国

銀行にとってのベンチャーデットの取組目的・意義としては、スタートアップからの需要が旺盛であることに加え、銀行側としてもベンチャーデットの金利収入やキャピタルゲインは収益性が高いと認識されていることが挙げられた。また、スタートアップとの早期の関係構築により、長期的にはベンチャーデット以外からの収益化も見込むことができたり、下記のようなクロスセルに繋がれたりすることも取組の背景にあるとのことである。さらに、高成長分野へのエクスポージャーの取得によるポートフォリオの多様化も取組意義に含まれる。

⁷ 後段のステージほどチケットサイズが大きくなる。

【クロスセルの例】

- ・ 財務管理、キャッシュマネジメントソリューション
- ・ M&A、IPO、財務、ガバナンス、リーガル、規制に関するアドバイザー
- ・ 経営者が別会社を設立した場合の案件化

また、銀行がスタートアップからベンチャーデットの提供以外で求められている機能として、IPO 時のバリュエーションや DD 等のサービス提供や Fractional CFO⁸の紹介が言及されており、スタートアップ側からのクロスセルの需要も確認されている。

2.2.1.2. 英国

銀行およびファンドにとっての取組目的・意義として、収益性が第一に挙げられる。大手銀行においてもベンチャーデットは事業ポートフォリオの無視できない部分を占めており、クロスセル等ではなく単独での収益ドライバーとしての役割が大きい。低金利環境下でも比較的高い上乗せ金利を設定できるほか、新株予約権の行使によるキャピタルゲイン収益も重要である。

収益以外の意義としては、銀行全体としての融資ポートフォリオ分散、将来性のある企業の発掘と関係構築、イノベーション・エコシステムにおけるプレゼンス確保などの意見が聞かれた。

スタートアップから最も求められる機能は、株式の希薄化を伴わない豊富な資金の提供である。ベンチャーキャピタルからの出資のみの場合、ビジネスを軌道に乗せる前に資金が尽きてしまい、非効率な経営や低成長が継続する場合がある。一方、事業戦略のコンサルティングといった資金提供以外の支援は主にベンチャーキャピタルが担っており、英国ではベンチャーデット提供者が伴走支援を提供する例は稀である。

2.2.1.3. シンガポール

ベンチャーデットへの取組目的・意義については、その重要度の認識について二つの事例が確認された。一つ目の事例では、銀行にとっての重要度はそこまで高くないが収益ドライバーとして取り組んでいるというものである。HSBC による Silicon Valley Bank の買収後、シンガポールを含む東南アジアにもベンチャーデットが持ち込まれたことでシンガポールの銀行でのベンチャーデットの取組が始まった⁹。多くのスタートアップがシンガポールで設立され、ベンチャーデットの需要も以前より増加し¹⁰、ベンチャーデットの金利収入だけでマネタイズが可能となる中、さらにクロスセルにも繋がるため収益の側面に取り組んでいるとのことである。二つ目の事例では、

⁸ フルタイムではない外部 CFO を指す。

⁹ インタビューによれば、東南アジアの銀行の傾向として、市場創造はしないが、すぐに参入するという性質があるとのことである。

¹⁰ ただし、ベンチャーキャピタル市場が大きくないため、ベンチャー市場もそこまで拡大しているわけではない。

政府支援もある上、スタートアップと早い段階から関係構築して IPO や大きな案件につなげることができることから、銀行として重要セグメントと認識しているというものである。一方で、どのインタビューにおいても収益以外で、例えばスタートアップとの連携強化のような文脈での取組意義は確認されていない。

2.2.1.4. フランス

フランスにおいては、一部のファンドを除き、取組目的・意義として高い収益性は挙げられない。ベンチャーデット市場の大半が政府・EU の保証が付いた比較的低リスク・低リターン of 融資であり、新株予約権の行使によるキャピタルゲイン獲得も稀であるため、むしろ将来性のあるスタートアップとの関係構築やクロスセルが重視されている。また、政府機関である Bpifrance の取組目的・意義としては産業育成があり、特にスタートアップに対し民間資金を呼び込むことが意識されている。フランスにおけるベンチャーデットは Bpifrance との協調融資形式をとることが多く、Bpifrance では呼び水効果¹¹を事業計画や人事評価の KPI としている。

スタートアップから求められる機能としては、伴走支援やビジネスマッチングが挙げられる。特に Bpifrance はスタートアップにとっての何でも相談所 (one-stop shop) として広く認知されており、戦略立案、事業計画書作成、ガバナンス改善、中長期ロードマップの策定といった伴走支援を行うほか、スタートアップ同士の交流や大企業への売り込み機会としてのビジネスイベントを多数開催している。

2.2.2. 与信残高・累計実行件数

2.2.2.1. 米国

ベンチャーデット与信残高や累計実行件数について具体的な数値を得ることは難しいものの、ベンチャーデット事業の規模感については回答を得ることができた。積極的な取組を進めている中小銀行では、ベンチャーデットは銀行貸出金全体の約 5%、およそ 10 億米ドル程度を占めているという回答があった。また、積極的な取組をしている別の中小銀行では、ベンチャーデットの顧客規模は、全体顧客の 10-15% 程度を占めているとの回答があった。なお、銀行規模に比例してベンチャーデット規模が大きいわけではない。インタビューを実施した大手銀行では、年間の新規取引は数百程度とのことであり、2021 年の高水準時に比べて新規取引が減少しているようである。

¹¹ Bpifrance の融資金額に対し何倍の民間資金を巻き込んだか等。

2.2.2.2. 英国

新型コロナウイルスが流行した 2020 年以降に英国のベンチャーデット市場は急伸し、市場規模（与信残高）は 200 億ポンド程度に達したとみられる。もともと、国内で統一されたベンチャーデットの定義がある訳ではないため統計値には幅があることに留意が必要である。

累計実行件数に係る統計は存在しない。単年で見ると 2023 年には英国全体で少なくとも 500 件程度の融資が実行されたと考えられる¹²。

2.2.2.3. シンガポール

他国同様に、ベンチャーデット与信残高や累計実行件数について具体的な数値を得ることは難しいものの、インタビューによればシンガポールのベンチャーデット市場はデット市場全体の 0.5%未満の規模感であり、東南アジアではベンチャーキャピタル市場（約 80 億米ドル）の 2%-3%がベンチャーデット市場（約 2 億米ドル）の規模感である。東南アジア全体のベンチャーデット件数は 20-70 件¹³と推計するという回答もあった。

2.2.2.4. フランス

市場の大半を Bpifrance の融資または Bpifrance の保証付き融資が占めている。2023 年の Bpifrance によるベンチャーデット・中小企業向け融資は 94 億ユーロ程度である。もともと、ここには一時要因¹⁴による上振れが含まれており、一時要因を除いた平時の Bpifrance によるベンチャーデット供与額は年間 40 億ユーロ程度である。

また、2023 年の Bpifrance・欧州投資銀行の保証付き融資は 82 億ユーロ程度である。この大半がスタートアップ・中小企業向けとみられるが、それに限らないことに留意が必要である。

2.2.3. 1 件あたりの融資金額・金利水準

2.2.3.1. 米国

インタビューによれば、1 件あたりの融資金額はエクイティ調達額の 20%程度、500-4,000 万米ドル規模であり、ステージ次第で 1 億米ドル以上規模になるとのことである。なお、平均は 2,000 万米ドルという発言があった。

金利水準は、基本的に中小企業融資と大差なく新株予約権の有無によるという銀行と、中小企業融資より高いという銀行があった。前者では、新株予約権が付いている場合のベンチャーデットの金利が 5%-8%、新株予約権が付いていない場合の金利が 8%-15%¹⁵ とのことであった。

¹² 複数の市場参加者へのインタビュー回答から推計した。

¹³ 年間件数とみられる。

¹⁴ 政府の公的投資政策“France 2030”。

¹⁵ 中小企業融資は 9%を超えることはほぼないが、ベンチャーデットでは 10%を超えることもあるとのことである。

融資期間については、Growth capital loan の場合についてヒアリングできており、返済期間は拘置期間 1 年を含め合計 4 年とのことである。

2.2.3.2. 英国

融資金額は融資先スタートアップの資金ニーズや融資条件によって変動する。基本的に後期ステージのスタートアップほど資金需要が大きく、シリーズ A-B であれば 100-1,000 万ポンド程度である。より後期のステージであればさらに大口の融資となり、最大で 1 億ポンド程度の規模となることもある。

多くの場合融資は固定金利であり、各銀行・ファンドの参照金利にマージンを上乗せして算出される。2024 年現在、大企業向けの金利が 6%程度であるのに対し、ベンチャーデットは 6-15%程度である。

融資期間は 4 年程度が一般的であり、資金を事業拡大に投入できるよう元利金返済がない期間が 1 年程度設定されることが多い。

2.2.3.3. シンガポール

インタビューによれば、シンガポールにおけるベンチャーデットの融資金額は、ステージによるがエクイティ調達額の 10%程度で、100-1,500 万米ドル程度とのことである。

金利水準は、融資期間も関係するが、通常金利プラス 2%-7%で、10%-15%程度である。IPO に近いほど、転換型や新株予約権付きではない場合が多く、高金利となる傾向にある。

融資期間については、銀行によって回答が異なる。3-4 年未満と回答した銀行もあれば、半年-1 年で稀に 2 年 と回答した銀行もあった。なお、融資期間が長くなるとその分金利も高くなり、スタートアップ側が望まないため、シリアルアントレプレナーでない限り、1 年を超えることはほぼないとのことである。

2.2.3.4. フランス

Bpifrance の場合、シリーズ A のスタートアップに対する融資は 100-200 万ユーロ程度であり、シリーズ B 以降であればさらに増額される。基本的に協調融資で行われ、Bpifrance の拠出額の 2-3 倍を協調融資に参加する民間金融機関が合計で拠出することが多い。

金利は参照金利 (3 か月 EURIBOR) にマージンを上乗せして算出されることが多い。2024 年現在、大企業向け融資がマージン+3-4%であるのに対し、Bpifrance の場合は+5%、Bpifrance の保証を受けない独立系のベンチャーデット供与者の場合は+7-12%程度である。

英国同様、融資期間は4年程度が一般的であり、資金を事業拡大に投入できるよう元利金返済がない期間が1年程度設定されることが多い。より初期のスタートアップの場合、融資期間や返済免除期間が長くなる傾向がある。

2.2.4. その他取引慣行等

2.2.4.1. 米国

米国では融資口座を決済口座として利用してもらうという慣行が一部の銀行で存在していた。しかしながら、近年の銀行破綻によるスタートアップ側のリスク分散の傾向の高まりから、その慣行はなくなりつつあり、その結果貸付コストが上昇している。

その他には、リスクヘッジのためにマイルストーンを達成するたびに使える枠を増やすという慣行やIPO時はベンチャーデットを返済させるという慣行が確認された。

また、米国では銀行の規模によって規制環境が異なる。中小規模はFDIC、大手銀行はFRBやOCCの規制下にあるが、以下のような背景から一般に大手銀行への規制は中小企業より厳しいと認識されている。

【大手銀行への規制の特徴】

- ・ LISCC があり、大手銀行は専任監督チームの監督下にある
- ・ FRB, OCC, FDIC のレバレッジドローン規制は大手銀行を意識している
- ・ FRB が大手米銀に対する必要資本比率を引き上げている

一方、中小規模の銀行は、大手より規制が厳しくないことから、リスクに応じて金利を上げる必要があるものの、よりリスクの高いスタートアップに対して融資が可能となっている。

2.2.4.2. 英国

融資枠 (Credit facility) の形式でベンチャーデットが提供されることも多い。この場合、融資直後は枠の一部のみを引き出すことができ、売上高などのマイルストーンを達成するたびに引き出せる枠が拡大する。

融資開始時・融資終了時に融資額の2-3%程度の手数料が生じることがある。

2.2.4.3. シンガポール

シンガポールでは、銀行でのリスクマネジメントポリシーの制定によりベンチャーデットの取組が進んだという事例を確認した。具体的には、従来は創業3年以内の早期企業に融資することは

あまりなかったが、例外的に設立間もない企業や赤字企業に融資できるようになったとのことである。

2.2.4.4. フランス

基本的に協調融資の形態を取る取引慣行が特徴的である。これによりリスクを分散するだけでなく、民間金融機関の審査負担を一部軽減している¹⁶。

2.3. マクロ市場環境

2.3.1. 公的支援の枠組み

2.3.1.1. 米国

大半のインタビューにおいて、公的支援は基本的に存在しないとのことであった。一部言及があった場合もあったが、活用は限定的とみられる。

言及があった公的支援の一つは補助金制度であるが、Climate technology 等の特定のセクターに限られる。また、Investment¹⁷を判断するにあたり必要な情報や人材育成の機会の提供があるケースもあるようだ。さらに、州によっては、銀行を通してスタートアップ等に資金を供給する制度があるといった言及があった。なお、スタートアップや投資家向けの税制優遇は一部あるものの、スタートアップ設立を促進するような支援はない。

2.3.1.2. 英国

Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) のような投資家減税施策があり、これがベンチャーキャピタルエコシステム、ひいてはベンチャーデットの拡大に大きく寄与した。

また、特に市場発展の初期においては、British Business Bank (BBB) の融資がスタートアップや中小企業向け融資のプラクティスの参考になったほか、BBB は Kreos Capital (現 BlackRock) 等の主要ファンドに初期の LP 出資者として参加し、ベンチャーデットファンド発展の契機を作った。

2.3.1.3. シンガポール

シンガポール政府による支援の枠組みは大きく二つある。一つ目はシンガポール企業庁 (Enterprise Singapore) による銀行への保証提供である。損失の 50%-70%がシンガポール企業庁により保証されており、その保証割合は景気等により変動する。本制度を使用しない銀行は見られないほど活用が一般的であるが、ベンチャーデットに限ったものではなく中小企業融資の一

¹⁶ 協調融資に Bpifrance が入っていれば「お墨付き」となり、融資が認められやすくなる。

¹⁷ ベンチャーデットとみられる。

環という位置づけである。なお、ファンドに対する支援はない。本制度は、スタートアップがファンド以外から資金調達する機会の提供という意味でエコシステム全体の活性化に寄与しているとのことである。

もう一つの支援は、政府系ベンチャーキャピタル「EDBI」によるベンチャー環境整備および案件紹介である。EDBI の案件は、他のベンチャーキャピタルより審査が比較的緩く、また規模が比較的大きいという特徴があり、スタートアップの発展に寄与している。また、EDBI は銀行への案件紹介も行っている。この取組は、海外企業をシンガポールに誘致する目的も大きく、シンガポール企業庁による保証の提供と同様、ベンチャーデットに限った取組ではない。

2.3.1.4. フランス

Bpifrance が最大のプレイヤーであり、公的部門が市場を牽引している。また、Bpifrance は融資だけでなくスタートアップへのコーチングや戦略立案、事業計画作成、ガバナンス改善、中長期ロードマップの策定などの伴走支援を提供しており、スタートアップにとっての「何でも屋」(one-stop shop) を標榜している。

また、ベンチャーデットには 50-85%の政府融資保証¹⁸を付けており、これによって融資リスクが大きく抑えられている。

産業政策面では、La French Tech と呼ばれるスタートアップ支援政策がある。同じ技術やソリューションを持つスタートアップを同区画に集めるなどの施策により、全国各地にスタートアップエコシステムを意図的に作り出している。

税制面では、研究開発費用の 30%¹⁹の税控除を受けられる R&D Tax Credit 制度によりスタートアップのイノベティブな商品・サービス開発が促進されたことが、銀行・ファンドによる投融資を促進した。

2.3.2. プレイヤー、プレイヤー間の連携状況・棲み分け

2.3.2.1. 米国

米国では、大手銀行やベンチャーデットファンドがベンチャーデット供給の主要なプレイヤーである。銀行とファンドの違いとしては、金利の違いが挙げられた。ファンドは銀行ほど過去のデータに依拠せずリスク許容度が高いため、金利も銀行に比べて高くなる傾向にある。また、銀行の規模によっても違いがある。大手行ではアーリー以降全てをカバーすることが一般的である一方で、中小行ではアーリーやレイターなどステージのみをカバーする場合も多い。そのほか、後述する審査目線の違いも銀行の規模による違いに含まれる。

¹⁸ 割合は時期や条件により変動する。

¹⁹ 上限は 1 億ユーロである。

プレイヤー間の連携としては、(1) 銀行間での連携 (2) ベンチャーキャピタルとの連携 (3) その他が確認されている。(1) 銀行間の連携としては、コベナントや財務情報の連携がみられる。(2) ベンチャーキャピタルとの連携については、ソーシング時だけでなく、審査時の市場環境のインタビューやモニタリング時にもみられる。その背景には結局はベンチャーキャピタルがそのスタートアップを存続させるか決めるため、ベンチャーキャピタルとの連携を重視するべきという考えがある。(3) その他について、特定の業界で案件規模が大きい場合、銀行が指定する専門家リストからスタートアップ側が専門家を選定し、第三者評価を実施する場合がある²⁰。

2.3.2.2. 英国

英国の主なプレイヤーは、大手金融機関、ベンチャーデット専門ファンド、オルタナティブ・レンダーの三種類に大別される。

大手金融機関としては、Barclays や Lloyds、HSBC、HSBC Innovation Banking²¹が挙げられる。高金利を設定できるベンチャーデットは大手金融機関にとって重要な収益源となっている。

ベンチャーデット専門ファンドとしては、Kreos Capital²²が代表的である。銀行と比較してより柔軟な融資条件の設定が可能となっている。

また、個人から小口資金を集めてスタートアップに融資を行う融資型クラウドファンディングも近年融資額を伸ばしており、第三の勢力となっている。

ベンチャーデット融資においては、業種ではなく融資可能金額において棲み分けがされている。小規模な銀行・ファンドはシリーズ A などの資金需要が小さいスタートアップに、大銀行や大手ファンドはシリーズ B、C 以降の資金需要の大きいスタートアップにそれぞれ融資を提供している。

ベンチャーキャピタルとは密に連携している。ベンチャーキャピタルがシード資金の提供と伴走支援を行い、ベンチャーデットが事業拡大資金を提供する²³という役割分担が見られる。

2.3.2.3. シンガポール

シンガポールのベンチャーデットの主なプレイヤーは、ファンドに加えて、国内大手銀行や大手外資系銀行である。市場シェアの目安は、銀行が 30%、ファンドが 70%とのことである。銀行とファンドの違いとしては、米国同様に銀行の方が低金利である²⁴という点に加えて、ファンドはリスク許容度が高くエクイティラウンドなしにベンチャーデットを提供するケースもあることや、組織規

²⁰ この場合、コストは、借り手もしくは双方で負担する。

²¹ Silicon Valley Bank UK を 2023 年に HSBC が買収している。

²² 2023 年に BlackRock が買収している。

²³ 英国ではデット提供者による伴走支援は稀である。

²⁴ 銀行はリスクおよびコストがファンドより低く、それに伴い金利もファンドより低いことが一般的とのことである。

模の大きさから銀行よりスピード感があることも言及された。また、ファンドは銀行よりキャピタルゲインを重視している。

米国ほどではないが、銀行とベンチャーキャピタルの連携は進んできている。その背景には、銀行側のゼロからのベンチャーデットの体制構築が難しいという事情がある。具体的には、ベンチャーキャピタルや他行からの人材流入や、ベンチャーキャピタルの投資チームへのヒアリングなどが行われており、ソーシングや審査において連携が見られる。ただし、米国でみられるようなベンチャーキャピタル連携のための専属チームがあるわけではなく、現在発展段階である。

2.3.2.4. フランス

フランスの主なプレイヤーは、Bpifrance、Bpifrance との協調融資/保証の下で参加する民間銀行、その他独立系ファンドに大別される。

Bpifrance との協調融資/保証を受けず、米英式のハイリスク・ハイリターンなベンチャーデットを提供するプレイヤーは市場全体のごく一部であるが、8 年などの長期に亘る融資や売上が立っていない段階での融資など、独自性のある融資を提供している。

フランスでもベンチャーキャピタルとベンチャーデット供与者の連携は見られるものの、米英と比べると存在感は小さい。ベンチャーキャピタルだけでなく、Bpifrance も伴走支援を提供しているなど、役割分担も米英とは異なっている。

2.4. ソーシング

2.4.1. ソーシングの経緯

2.4.1.1. 米国

米国では、(1) スタートアップやベンチャーキャピタルに関わりを持つ人材のコネクション (2) 銀行間の情報連携 (3) ベンチャーキャピタルからの情報提供などといった経緯で案件発掘を行っている。(3) については、融資担当者がベンチャーキャピタルに最近資金供給したスタートアップや、デット調達を検討しているスタートアップをヒアリングするケースもあるとのことである。どのソーシングパターンにおいても、エコシステムでのコネクションが重視されていることから、人材確保時においてもコネクションの有無が重視されている。

2.4.1.2. 英国

案件獲得チャネルとして最も重要なのはベンチャーキャピタルからの紹介である。プレイヤーによって異なるものの、案件の半数以上はベンチャーキャピタルによって仲介されている。ベンチャーキャピタル以外の案件獲得チャネルとしては、他のベンチャーデットプレイヤーからの紹介、仲介事業者 (advisor) からの紹介、スタートアップ経営陣との対話、銀行等が開催して

いるインキュベーションプログラムやスタートアップアクセラレータ、産業セクターごとの各種ビジネスイベントが挙げられる。

2.4.1.3. シンガポール

前述の通り、シンガポールでは、米国ほどではないが、銀行とベンチャーキャピタルの連携は進んできていることから、米国で挙げた三つの案件発掘手段のうち、(1) スタートアップやベンチャーキャピタルに関わりを持つ人材のコネクションと (3) ベンチャーキャピタルからの情報提供などといった経緯で案件発掘を行っている。

2.4.1.4. フランス

Bpifrance はスタートアップの one-stop shop として周知されており、スタートアップ側から融資の申し込みが集まりやすい。また、Bpifrance の側でも能動的な案件開発を行っており、Bpifrance の専門家が有望なスタートアップを発掘して融資を持ち掛けることも多い。

Bpifrance 以外では、資金調達アドバイザーと呼ばれる仲介業者の強いネットワークがあり、スタートアップと金融機関を引き合わせている。ベンチャーキャピタルによる紹介もあるものの、米英と比較してベンチャーデットエコシステムへの依存度は高くない。

2.5. 審査

2.5.1. 審査目線

2.5.1.1. 米国

米銀の審査目線については、収益管理の考え方に連動して大きく二種類確認されている。一つ目は、主に大手銀行でみられるケースであり、ベンチャーデット単体の金利収入でのマネタイズを基本としつつも、アーリー段階から顧客と関係性を構築することで長期的な金利収入につなげるという収益管理方針の下、ベンチャーデットにおいても中小企業融資と同等の厳格な審査をするというものである。二つ目は、中小規模の銀行でみられるケースであり、アーリーの新株予約権を得ることを最重視し、キャピタルゲインによって貸し倒れた分の損失以上にリターンを得てポートフォリオ全体でマネタイズするという収益管理方針で、ある程度リスクを許容するというものである。後者の場合、ベンチャーデットの貸付自体はキャピタルゲインを得るための手段、もしくは関係性構築のための手段に過ぎないとされている。なお、申込から融資実行までの期間は 3 か月-1 年ほどである。

2.5.1.2. 英国

審査目線としては、(1) 将来的に大きな売上を達成できる成長見込みがあるか、(2) その成長に至るまで会社を存続させることができるか、の2点が概ねどのベンチャーデットプレイヤーでも重要視されている。

マネタイズの方向性としては、金利収益で個別案件ごとに収益性を確保し新株予約権行使は補助的に位置づけるケースと、金利はあくまでコスト回収程度であり新株予約権行使で収益を挙げるベンチャーキャピタル的なケースがみられる。しかし、いずれのケースにおいても審査目線はあまり変わらず、上記 (1) (2) の目線での確認がみられた。

融資までの期間は最短で2週間程度、最長で8か月という例が見られたが、大手金融機関の場合は概ね4-8週間程度で融資が実行される。

2.5.1.3. シンガポール

インタビューによれば、ベンチャーデットについて中小企業融資と同じ目線のまま審査をしてしまうと機会損失につながるという考えを有していることから、創設者や経営者のバックグラウンド等の定性情報もふまえ、中小企業融資ほど厳格ではない目線で融資判断がなされている。とりわけメザニンローンの場合は投資目線で判断をしている。なお、申込から融資実行までの期間は2か月-3か月ほどとのことである。

2.5.1.4. フランス

マネタイズの方向性としては金利収益が中心である。政府保証等を用いることで英米のベンチャーデットと比べるとローリスク・ローリターンの融資となっているため、リスク許容度は低く、確実に元利を回収できるかという目線で審査が行われている。

融資の形態としては協調融資が多く、複数行でリスクを分散している。また、協調融資にBpifranceや大手行が参加しているかが重要な判断材料になるなど、協調融資に参加している他行の審査能力にある程度依拠している構造がみられる。

2.5.2. 審査項目

2.5.2.1. 米国

審査項目について、大手銀行、中小銀行へのヒアリング結果はそれぞれ、表5, 6の通りである。前述の通り、大きく2種類の審査目線が存在する中で、どの銀行もベンチャーキャピタルからの資金調達状況を最重視している。

金利収入単体でのマネタイズが基本である大手銀行の場合は、表1が示すようにベンチャーキャピタルからの調達状況・投資家情報、企業設立経緯・経営層、事業計画や予測財務諸表が重要度の高い審査項目となっている。スタートアップには過去データがさほど存在しないにもかか

わらず、中小企業融資と同様に厳格に実施するという発言があった通り、事業計画や予測財務諸表が重要度の高い項目となっている。

表 1 米国大手銀行有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目

重要度	審査項目	備考
高 定性	VCからの資金調達状況・投資家情報	中小銀行出身者ということもあるが、VCからの資金調達はVD前提でもあり、最重要とのことである
高 定性	企業設立経緯・経営層	企業沿革も含めて確認する
高 定量	事業計画・予測財務諸表	- VDに最適な時期は資金調達直後であるため、その資金使途方向性を確認。特にアーリーの場合は計画通りとならないことを許容している - 顧客への質問票調査等も実施する
低-中 定量	市場環境・規模	- 基本VC算出のTAM等を使用する - 業界傾向を確認する - そもそも業界毎の審査基準がある
低-中 定量	財務諸表	具体的にCF、成長率、EBITDA、アセット、流動性、負債比率等
低-中 定量	バリュエーション	大きい案件で、自行にその業界の有識者がいない場合第三者に依頼

一方で、キャピタルゲインや他の手数料収入も含めてのマネタイズが基本な中小銀行の場合、投資したベンチャーキャピタルの把握やベンチャーキャピタルからの資金調達状況を最重視している。そもそも新株予約権を収益源としリスクを許容するという姿勢であるため、信頼できるベンチャーキャピタルが投資していれば問題ないと考えられるケースが多々確認されている。そのため、大手銀行と異なり、事業計画や予測財務諸表の重要度は低く、財務情報はあまり重視しない傾向である。主な審査項目は表 2 の通りである。

表 2 米国中小銀行有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目

重要度		審査項目	備考
高	定性	VCからの資金調達状況・投資家情報	全ての中小銀行にて重視されていることを確認した
中-高	定性	次回ラウンド予定	- 全ての中小銀行にて重視されていることを確認した - CF上の問題把握の位置づけである
中-高	定性	事業内容・ビジネスモデル・KPIの把握	2行で確認された
中-高	定量	バリュエーション	1行で確認し、優先度は中-高
中-高	定性	知的財産権	1行で確認し、優先度は中-高 - 知財保有の場合、積極的な融資に繋がる
中	定量	市場環境・規模	- 全ての中小銀行にて確認した - 経営層やVCへのヒアリングにより把握することが多い
中	定性	企業設立経緯・経営層	1行で確認した - 創設者が有名企業出身か等を確認した
低-中	定量	事業計画・予測財務諸表	- 全ての中小銀行にて確認した - 事業計画については変動するため基本的には重視されていない
低-中	定量	財務諸表	アーリーの場合データが少ないためそれほど重視していない

2.5.2.2. 英国

英国でも米国同様にベンチャーキャピタルからの案件紹介が多いものの、ベンチャーキャピタルの審査能力にある程度依拠している米国とは異なり、英国ではベンチャーデット提供者の側でも定性面・定量面双方からの詳細な審査がなされる傾向にある。

定性面では、市場規模やビジネスモデルなどの事業性、経営陣の資質といった項目が主にチェックされる。

定量面ではキャッシュフロー指標が厳しくチェックされており、フリーキャッシュフローや残存キャッシュ量、ベンチャーキャピタルからの追加調達の可能性などのほか、フリーキャッシュフローの源泉である顧客データ、例えば顧客一人当たり収益や顧客離反率等まで確認する傾向がある。主な審査項目は表 3 の通りである。

表 3 英国有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目

重要度		審査項目	備考
高	定量	売上関連指標	- 売上高、売上高成長率、営業レバレッジ（売上高の伸びに対する営業利益の伸び）等 - ビジネスとして事業計画通りの成長を達成できているかを確認
高	定量	キャッシュフロー関連指標	保有キャッシュ残高、月次キャッシュフロー、月次消費キャッシュ (burn rate)、キャッシュが尽きるまでの期間 (runway) 等。成長機会を活かすまで会社が存続できるかを確認
高	定性	市場環境・規模	TAM/SAM/SOM（市場全体の規模に対して自社が獲得できる割合）、競合環境、自社製品・サービスの差別化要因等。将来的に獲得できる市場（＝売上）規模を確認
高	定性	経営陣の資質	取締役の過去の経歴・実績、対話しての印象、各人の出資割合・責任分担、取締役会の様子（ベンチャーデットプレイヤーはオブザーバーとして参加）等
中	定性	ビジネスモデル	ビジネスモデルの革新性・独自性・実行可能性等
中	定量	顧客関連指標	顧客1人当たり獲得コスト、顧客1人当たり生涯収益 (lifetime value)、離脱率 (churn rate)
中	定量	返済能力指標	元利金返済カバー率等
中	定量	予想財務諸表	現在の財務諸表の延長で推計する将来の財務諸表 (run rate)
低	定量	調達状況	過去のVCからの調達額や次の調達ラウンドでの調達見込み額
低	定量	企業価値	企業価値から新株予約権（ワラント）部分の価値を算定
低	定量	知的財産権	特許等の知的財産権を有している場合は価値を算定したうえで担保として設定
低	定性	GRC関連情報	ガバナンス・リスク・コンプライアンス (GRC) の状況やその開示状況
低	定性	事業継続能力	代替不可能な人材・システム等への依存状況、コンティンジェンシープラン等の整備状況

2.5.2.3. シンガポール

シンガポールの審査項目についてのヒアリング結果は表 4 の通りである。創設者や経営層、ベンチャーキャピタルからの資金調達状況・投資家情報、次回ラウンド予定、事業計画・予測財務諸表、財務状況が重視されている。全体として米国に比べてベンチャーキャピタルへの依存度が低く見受けられるものの、銀行によっては米国同様に信頼できるベンチャーキャピタルの有無を重視したり、ベンチャーキャピタルにヒアリングを行ったりするような銀行もある。事業計画や予測財務諸表を銀行にて作成するかどうかは場合によるが²⁵、スタートアップが作成した楽観的な予測を合理的に修正することは多々ある。計画値は、それ自体ではなくその根拠となる過去実績が重要であり、今後の新規事業を根拠とした数字に関しては割り引かれるとのことである。また

²⁵ シリーズ C であれば、リード投資家が作成した数値を使用する。

DD の最中に最新の財務諸表と比較することで計画通り進んでいるかを検証するというような工夫も確認された。

表 4 シンガポール銀行有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目

重要度	審査項目	備考
高	定性 創設者や経営層	3行にて確認。収益化を目指している段階の場合、経営者保証等の担保がなければ、融資は難しいという発言も確認。創立間もない企業になればなるほど、創設者自身の実績を重視
高	定性 VCからの資金調達状況・投資家情報	3行にて確認。(うち1行はメザンの場合のみであり、その他のVDの場合はあくまでmid-positiveとのこと) 信頼できるVC有無や、直近資金調達有無(直近の資金調達があれば、直近DDが行われたうえでキャッシュが入ったことになるため)を確認する。直接VCに本件投資の考え方等をヒアリングするケースもある
高	定性 次回ラウンド予定	3行にて確認。(うち1行はメザンの場合のみ) 返済の資金源の確認の目的
高	定性 事業計画・予測財務諸表	3行にて確認。そのうち1行で最重要とのコメントあり。 - 銀行にて作成するかどうかはケースに依るが(シリーズCであれば、リード投資家が作成した数値を使用)、SUの楽観的な予測を合理的に修正することは多々ある。計画値は、それ自体ではなくその根拠となる過去実績が重要であり、今後の新規事業を根拠とした数字に関しては割り引かれる。またDDの最中に最新の財務諸表と比較することで計画通り進んでいるかを検証することもある
高	定量 財務状況	3行にて確認。過去の財務情報がないからこそ、直近の月次成長や現預金を特に重視。そもそも安定的なCFを生み出す製品がなければ融資しないという発言も確認
中	定性 事業内容	2行にて確認。市場におけるどのような課題をどのような事業で解決しようとしているかを確認。主要クライアントへのインタビュー実施をする場合等もある。
低	定性 市場環境	キャピタルゲインを狙っているような場合は将来成長の観点からTAM的な観点を重視。大規模顧客の場合は第三者にDDを依頼することもあるが、VDの場合は多くの人が投資するセグメントやエコシステムでの情報収集により簡易に済ませる
低	定量 バリュエーション	独自の手法ではなく直近ラウンドでのバリュエーションを参照

2.5.2.4. フランス

英国同様に、市場規模・ビジネスモデル等の定性評価と、キャッシュフローを中心とした定量評価が実施される。しかし、利用可能データの少なさから定性評価がより重視される傾向にある。定性評価においては、総合的な事業性の判断だけでなく個々の細かい項目をチェックし、得点換算して評価する例も見られた。定性評価シートの例は表 5 の通りである。

また、一部ではベンチャーキャピタルから出資を受けていないスタートアップやまだ売上が立っていないスタートアップへの融資事例もあり、個々の企業の実態やビジネスモデルに即した審査が行われている。

表 5 フランス有識者へのインタビューで確認されたベンチャーデット審査項目

定性評価シートの例 (1/2)

一つでも該当したら融資を断念する項目

設問	備考	足切り条件
1. サービスインとスタートアップ・エコシステムからの支援		
1.1 製品・サービスの開発・販売計画はどこまで進捗しているか	基本的に、サービスインして売上が立っていない場合は融資しない。 例外として、製薬のように承認や認可等が必要な場合を除く	
1.2 既に製品・サービスの実証実験は完了しているか		
1.3 既に売上が立っているか		○
1.4 何らかのインキュベーター／アクセレータープログラムに入っているか		
1.5 属するエコシステムから、どのような支援（金融およびその他経営支援）を受けているか		
1.6 経営陣の近親者によるサポートがあるか		
1.7 どのような専門家の協力を得られるか		
2. 経営陣の能力		
2.1 創業者たちがどれだけの資本を保有しており、その資本がどう配分されているか		
2.2 創業者たちの経歴はどうか。特に、過去にスタートアップ立ち上げ経験があるか	立ち上げ経験が重要であり、事業に失敗していても不問	
2.3 経営陣人材の専門性の補完関係（スキルマトリクス）はどうなっているか	少なくとも技術/エンジニアリング、金融、営業の専門性は必須	○
2.4 真のリーダーたるリーダーシップを有する人物が率いているか		○
3. イノベーションの競争優位性		
3.1 ターゲット市場はB2B, B2B2C, B2Cのいずれか	SUによるB2C市場開拓は困難であるため基本的に融資しない	○
3.2 会社が提供するイノベーションはまだ世の中になく革新的（ディスラプティブ）なものか	革新的過ぎるものは今から市場を作らなくてはならないため低評価	
3.3 製品・サービスが市場で優位性を持つことを何らかの形でテストしたか		
3.4 その製品・サービスには十分な参入障壁があるか	今は競合がなくとも、将来的に模倣者が出るビジネスは低評価	
4. 売上モデル		
4.1 売上がどのように上がるかというビジネスモデルが出来ているか		
4.2 リカレントな（定期的または繰り返し発生する）収益があるか		
4.3 承認や許認可が必要な場合、当局から承認を得られる目途が立っているか		
5. 生産と流通		
5.1 製品・サービスを生産するための方法は確立しているか		
5.2 製品・サービスを生産するために必要な原材料・委託先・流通は確保できているか		
5.3 生産のために必要な設備は何か	特に、自社工場を必要とするか、それとも外部委託で良いか	
5.4 流通および販売チャネルは確保できているか		
5.5 海外市場への輸出が必要になるか		
6. 財務状況		
6.1 キャッシュフロー関連指標（burn rate等）は健全か		
6.2 自己資本はどの程度か		
6.3 金融機関からの借入等の負債性の調達は現状いくらか		
6.4 債務超過に陥っていないか		○
6.5 これまでに債務の返済遅延がなかったか		
6.6 既に実行済みの借入の返済スケジュールはどうなっているか		
7. 資金調達計画		
7.1 これまでにどのようなVC等からエクイティ調達の実績があるか		○
7.2 負債資本倍率（D/Eレシオ）はいくらか	基本的にD/Eレシオは1倍が限度	
7.3 Bpifranceが融資・保証をしているか。Bpifranceに融資・保証を断られたことがあるか	Bpifranceが融資・保証しているのであればリスクは低いとの認識	
7.4 Bpifrance以外の有名銀行からの融資実績があるか		

2.5.3. ツール

2.5.3.1. 米国

審査からモニタリングまでシステムは Salesforce 社の nCino を使用している事例が確認されている。審査時には、ソフトウェアを使用して将来予測の妥当性を判断するケースもあったが、高度化が進んでおらず Excel を使用しているケースも多々確認された。

2.5.3.2. 英国

審査・モニタリングの高度化のために様々なツールが使われている。たとえば、融資先スタートアップのオンラインバンキング口座やクラウド会計ソフト、販売・決済システム、顧客管理システム等に API 接続し、最新のデータに常時アクセスするといった取組がある。ベンチャーデットにおいては利用できる過去データに限りがある中、融資先のキャッシュ保有状況やビジネス状況を常に確認できることが重要である。

また、融資先のキャッシュ保有状況等の可視化や、上記の API 接続の一括提供、コベナント抵触時のアラート発出など、ベンチャーデットに必要な機能をまとめて提供する専用ソフトウェアも複数存在する。

2.5.3.3. シンガポール

格付け時のツール活用として、財務諸表等²⁶のデータを Moody's のシステムに入力して格付けを行っている事例が確認されている。また、融資金利の水準を提示するツールも使用が確認されている。こちらは外部ツールを使用していたようだが、コストの関係で内製化中とのことである。その他、承認フローに対応する管理ソフトウェアも使用されている。

2.5.3.4. フランス

英国と同様に、融資先のオンラインバンキング口座等に API 接続し、リアルタイムに保有キャッシュ状況等を把握する取組が見られた。

Excel の機能を用いて定性評価を得点換算するシートなどの工夫がみられた一方、英国のような専用ソフトウェアの利用は今回のインタビューでは聞かれなかった。

²⁶ 業界、国、事業の大きさも含む。

2.6. モニタリング

2.6.1. コベナント

2.6.1.1. 米国

米国では、コベナントを設定し、モニタリングに活用することが一般的である。コベナントの内容や設定有無は、スタートアップのステージや他の銀行との競合状況等によって決まる。インタビューで確認されたコベナントの例は表 6 の通りである。インタビュー全体を通して、アーリーでは財務コベナントよりも非財務コベナントが重視される傾向にある。

表 6 米国で確認されたコベナントの例

種類	コベナント	頻度	概要	設定されるステージ/ケースの例
非財務	Cash in the bank	高	- 融資口座を決済口座とさせるものである - 手数料等を収益とするだけでなく、入出金をモニタリングに活用する - コベナントまでにはしないが重視している銀行もある	- アーリーなどは非常に重要される - 一方、レイターでは現金が豊富ではないものの、収益が入っているため軽視される
非財務	Investor abandonment	中	投資家からの資金調達ができなくなった場合に、デフォルトとするものである	他の銀行と競合していない場合に設定される
財務	流動性・キャッシュフローに関する条項	低	流動性比率、現預金（例：パーセント×2）、ランウェイ（キャッシュ不足に陥るまでの残存期間）などの最低水準を設定するものである	—
非財務	報告・情報提供義務条項	低	四半期毎に財務諸表をレビューするというものである	報告義務自体をコベナントにしていなくても定期的なモニタリング自体は一般的である
非財務	会社役員賠償責任保険 (D & O)	低	—	—

また、MAC 条項²⁷として、ビジネスモデルの変更をした場合等に期限前返済を求める条項 (Acceleration clauses) を含める場合がある。設定されるケースの例としては、他の銀行と競合していない場合、融資金額が比較的大きい場合、レイター向け融資の場合が挙げられた。

2.6.1.2. 英国

リスク管理の観点からコベナントが設定されることが多く、とりわけ銀行においてコベナントの利用が好まれる。ファンドでは融資の柔軟性を重視しており、コベナントを設定したとしても多くの場合において交渉余地があるため、実際にコベナントに抵触することは稀である。

英国においてインタビューで確認されたコベナントの例は表 7 の通りである。

²⁷ Material Adverse Change Clause. 重大な悪影響が発生した際に契約解除もしくは条件の修正を行う条項のことである。

表 7 英国で確認されたコベナントの例

種類	コベナント	頻度	概要	設定されるステージ/ケースの例
非財務	重大かつ不利な変化条項 (material adverse change clause)	高	市場やビジネス環境の劇的かつ融資先に不利な変化が生じ、当初の事業計画通りの売上成長の見込みが大きく低下した場合に、融資条件の再交渉をする	アーリーステージ
非財務	重要人物条項 (key person clause)	中	経営陣等の重要人物の役割変更時・退社時に融資条件の再交渉をする	—
財務	キャッシュ水準条項 (cash runway clause)	中	一定水準のキャッシュの保持（平均月次消費キャッシュの12か月分等）を義務付け、キャッシュ保持水準がそれを下回った場合に融資条件の再交渉をする	—
非財務	報告・情報提供義務条項	中	月次での財務諸表データの報告やツールへの入力を借手に義務付ける	アーリーステージ
財務	月次返済条項	中	- 元利金の返済を月次で行う - ファンドは手持ち資金以上の融資枠を提供するので、常に流動性を確保するために月次払いを要求する	—

2.6.1.3. シンガポール

シンガポールでもコベナントは一般に活用されている²⁸が、市場の状況によって内容は変わる。インタビューで確認されたコベナントの例は表 8 の通りである。インタビューでは、非財務コベナントの利用については確認できていないが、スタートアップに対してはコベナントに関わらず一般に情報開示を求めることは可能とのことである。現在は、数年前と比較してエクイティ調達が難しくなっているため、キャッシュや利益に関するコベナントの設定が多い。

表 8 シンガポールで確認されたコベナントの例

種類	コベナント	頻度	概要
財務	最低現預金に関する条項	高	- 現在はエクイティ調達が難しくなっているので、キャッシュバーンを避ける目的で現在非常に重視されており、設定される場合月次でモニタリングされることが多い（場合によっては現預金ではなく売上高で代替する場合もある） - ローンの返済可否確認の観点で設定されるため、求められる水準はローンの残高に比例する。そのため、返済が進むと、最低現金残高の水準も下がっていく場合がある
財務	パフォーマンスに関する条項	高	- 売上高やEBITDA等が設定される（水準例：YOY50%成長） - 数年前はエクイティ調達が容易だったので、利益より売上を重視していたが、現在は利益率の方が重視されている - 元々売上を重視していた背景には、マーケットシェア獲得による成長ができればエクイティ調達ができることに加え、シェアがあれば後から価格を上げることできるため返済も問題なくできるだろうという考えがある

²⁸ インタビューによれば、シンガポールではコベナントの設定はベンチャーデットに留まらず一般的とのことである。

2.6.1.4. フランス

Bpifrance による融資²⁹や Bpifrance の保証付き融資の場合、コベナンツはあまり利用されない。Bpifrance は、必ずしも CFO 人材が充実していないスタートアップへの負担に配慮し、コベナンツを含む複雑な融資条件を避ける傾向にある。

Bpifrance が関連しない融資の場合は、表 9 の通り、フランスの銀行融資において伝統的に用いられてきたものと同様のコベナンツが設定される。

表 9 フランスで確認されたコベナンツの例

種類	コベナンツ	概要
非財務	重大かつ不利な変化条項	・ 市場やビジネス環境の劇的かつ融資先に不利な変化が生じ、当初の事業計画通りの売上成長の見込みが大きく低下した場合に、融資条件の再交渉をする
非財務	重要人物条項	・ 経営陣等の重要人物の役割変更時・退社時に融資条件の再交渉をする
非財務	事業内容条項	・ 事業内容の変更（ピボット）発生時に融資条件の再交渉をする
財務	キャッシュ水準条項	・ 現状キャッシュフローが流出超の融資先に対し一定水準のキャッシュの保持（平均月次消費キャッシュの6か月分等）を義務付け、キャッシュ保持水準がそれを下回った場合に融資条件の再交渉をする
財務	債務総額条項	・ 一定金額以上の債務を禁じる
財務	配当禁止条項	・ 融資の返済完了まで配当支払いを禁じる
財務	EBITDA水準条項	・ 一定水準以上のEBITDAの維持を求め、水準がそれを下回った場合に融資条件の再交渉をする

2.6.2. 個別管理

2.6.2.1. 米国

基本的には、毎四半期もしくは毎月スタートアップとのミーティングを実施する銀行が多い。融資担当者がスタートアップを訪問し、財務諸表を提出してもらい、審査担当者も含めて確認するという形式が一般的である。モニタリング内容としては、コベナンツの順守状況だけでなく、経営状況やキャッシュフロー状況・資金繰りの見通しについてのディスカッション等も実施する。また、口座からの入出金情報をモニタリングに活用する銀行も見られる。なお、新株予約権が付いている場合は内部管理上投資とみなされるが、それによるモニタリングの違いはない。

通常の定期モニタリングの他、ランウェイ次第で、ミーティング頻度が高まったり、投資家とミーティングを実施したりするケースもある。ランウェイが半年を切るか当初より現金が減っている場合は毎月、ランウェイが 2-3 か月になると毎週、ランウェイが 1 か月程度になると週に 2-3 回投資家とのミーティング実施するケースもある。

多くの米銀は、スタートアップとのコミュニケーションを大事にしている。その背景には、市場環境の変化や資金繰りに関する課題について銀行側でも常に把握し、スタートアップと共に解決すべきであるという考え方がある。

²⁹ 協調融資を含む。

2.6.2.2. 英国

多くの場合、月次で融資先に財務指標を報告させるか、上述の通り API 接続等により財務データを取得し、モニタリングツールで分析している。分析では、予実管理³⁰とホライズンスキニング³¹が特に重視される。

また、定性評価も並行して行われる。定性情報の取得チャネルとしては、(1) 取締役会にオブザーバーとして参加、(2) ベンチャーキャピタルとの情報交換 (3) 融資先の顧客からのフィードバック収集 (4) 融資先経営陣との会話、などが挙げられる。

2.6.2.3. シンガポール

メザンファイナンス以外は、投資ではなく融資として内部上も管理されている。融資として管理されている場合、項目によりモニタリング頻度が異なる。現金残高についてはランウェイの観点含めて最も関心が高いため、月次で確認する。しかしながら、現金残高を自動で報告するようなシステムはなく、スタートアップの報告負担が大きく、問題視されている。その他としては、四半期報告書や四半期財務諸表は四半期ごと、年次の財務諸表は年次で確認される。顧客訪問については審査担当者も実施するようなケースもあるが、審査担当者が客観的な判断を行えるよう意図的に独立させているケースもある。

メザンファイナンスの場合は、投資として管理されているため、投資委員会によりモニタリングが実施される。最低年 1 回の定期会議があるが、継続的にモニタリングされているとのことである。

2.6.2.4. フランス

英国と同様に、月次財務報告もしくはリアルタイムでのデータ取得³²で財務データを把握し、分析・モニタリングを実施している。

取得したデータを基に、資産・負債や損益、キャッシュフロー等の計数に閾値を設定し、閾値を超えると自動的にアラートが発出されるような工夫をしている例も見られた。特に重点的にモニタリングする項目としては、(1) キャッシュの調達が計画通り進んでいるか (2) 売上の予実管理が正確に行われており、計画していた目標売上額を達成しているか (3) 顧客基盤が順調に広がっているか、顧客離脱率等が悪化していないか等が挙げられる。

³⁰ 売上成長率やキャッシュフローが当初事業計画と乖離していないか等。

³¹ 将来的に問題が起こる兆候・リスク要因のチェック等。

³² オンラインバンキング口座や顧客管理システムとの API 接続。

上記に加え、少なくとも四半期から半期に一度の頻度で融資先と対話し、キャッシュフロー計算書の詳細や、事業内容・状況や経営品質に問題がないかを確認している。

2.6.3. ダッシュボード管理

2.6.3.1. 米国

ダッシュボード管理については、業種によって市場環境が異なることから業種別で行われおり、キャッシュフローを含む財務実績やコベナント順守状況等を継続的にモニタリングし、業況悪化懸念を積極的に検知している。流動性が落ちてきたスタートアップがあった場合には、資金調達予定やその他の対応状況を確認する。融資条件によっては、ポートフォリオマネジメントチームがスタートアップの取締役会やアドバイザリーボードに出席し、内部情報にアクセスすることもある。

エクイティ部分の価値のモニタリングについては、直近ラウンドでのバリュエーションの確認や、直近ラウンドからの進捗を踏まえてのダウンラウンド懸念の検討といった方法がとられている。また、大手銀行においてもツールを活用せず、Excel での手管理が基本となっている。場合によっては投資銀行やバリュエーションの専門家等外部に依頼することもある。

2.6.3.2. 英国

週次でダッシュボード確認ミーティングを開催し、融資先ポートフォリオに変調の兆しがある企業がないか、キャッシュフローに問題ないか等をスキャンニングするといった取組事例が見られた。ベンチャーデットに設定された新株予約権の価値は継続的に時価評価されている。中小企業の M&A で用いられる EBITDA マルチプル法で企業価値を評価したり、新株予約権部分をコール・オプション³³と見做してオプション価値評価モデル³⁴で評価したりする事例が見られた。

2.6.3.3. シンガポール

シンガポールでのダッシュボード管理については詳細なヒアリングをすることはできなかったが、メザニンファイナンスも含めて複数のレベルでのポートフォリオ管理を実施しているとのことである。

エクイティ部分の価値のモニタリングについては、外部データベースに繋ぎ、直近ラウンドでのバリュエーションを確認する³⁵ことでエクイティ部分の価値の把握するケースが一般的である。ただし、そもそも融資の段階でキャピタルゲインを見込んでいない点に留意が必要である。また、

³³ 株式を購入する権利。

³⁴ ブラック=ショールズ方程式等。

³⁵ 近年は AI が実施するケースもあるとのことである。

銀行独自でバリュエーションを実施するケースもあるが、予測財務諸表通りになることは稀なので、バリュエーションは重要ではないとのことである。

2.7. 収益・リスク管理

2.7.1. マネタイズ方針・手法

2.7.1.1. 米国

「審査目線」でも触れた通り大きく2種類確認されている。表10が示すように、インタビューを実施した大手銀行では、個別案件ごとにベンチャーデットの金利収入のみでマネタイズしている。その背景には、適切な審査、モニタリング、リスクに応じた金利設定を行えば、収益化が可能という考えがある。また、最終的にスタートアップが成長し収益化が安定した際に、通常融資でも取引を続けることで、継続的に金利収入を確保することができるという発言もあったが、それまでの関係性維持は難しく、課題認識にもなっている。

一方、インタビューを実施した多くの中小銀行では、ベンチャーデットの金利収入のみでの個別案件ごとのマネタイズはせず、キャピタルゲインを含めてポートフォリオ全体でマネタイズする方針である。インタビューによれば、ベンチャーデットのポートフォリオ全体でIRR10%-20%を目指しているとのことである。なお、オプション行使のタイミングは、IPOや買収等の流動性イベントの際が基本である。個別案件のマネタイズという意味では、クロスセルを重視している。

また、インタビューを実施した銀行の中には、オリジネーションフィーを請求するという銀行もあった。リスクが低い場合でも、融資金額の1-3%は請求するとのことである。金利、キャピタルゲイン、オリジネーションフィーを総合したリターンは13%-20%超³⁶となっている。

³⁶ 中小企業融資の場合は5%-10%程度とのことである。

表 10 米国におけるマネタイズのモデル

	タイプA（大手金融機関にて確認）	タイプB（中小銀行にて確認）
考え方	基本的には金利収入がメイン - 個別案件においてVDの金利収入を主な収益源としている - 適切な審査、モニタリング、リスクに応じた金利設定を行えば、収益化が可能という考えが背景にある - 上記の方針の通り、大手銀行ではワラントを付けないケースもあるが、貸し倒れ分の損失をキャピタルゲインでカバーする銀行もある - 最終的にSUが成長し収益化が安定した際に、通常融資でも取引を続けることで、継続的に金利収入を確保することができる（ただしそれまでの関係性維持は難しく課題認識がある）	クロスセル・キャピタルゲインも主な収入源 - アーリーのワラントを取得してキャピタルゲインを得ることが最も重要 - キャピタルゲインによってアーリー企業で貸し倒れた分の損失をカバーする方針で、VDポートフォリオ全体でIRR10%-20%を目指している - 個別案件の収益性確保の観点では、クロスセルや手数料も重視している - 全体ベースでは、貸付自体はキャピタルゲインを得るための手段、もしくは関係性構築のための手段に過ぎないとされる
	手法 - 審査は中小企業融資とほとんど変わらず厳格に実施する - モニタリングは通常融資が年毎のところ、VDの場合は四半期毎のレビューを実施する	- 少なくとも経営層レベルでは最頻毎日でエクイティ部分の価値をモニタリングを実施する - 融資口座を決済口座としてもらう

2.7.1.2. 英国

「審査目線」でも触れた通り大きく2種類確認されている。表11が示すように、主な収益源を金利収入とするモデルと、新株予約権行使によるキャピタルゲインとするモデルの2種類のマネタイズ方針が確認された。どちらのモデルが選択されるかはベンチャーデット供与者の考え方やビジネス方針に依るものであり、例えば銀行が金利収入型、ファンドが新株予約権行使型といったように業種で分かれるものではない。

また、新株予約権を行使するのは専らIPOのタイミングである。ダッシュボード管理で触れた通り、新株予約権の価値については常に時価評価しているものの、タイミングを見計らって機動的に新株予約権を行使（株式を取得）し未公開株市場で売却するといった取組は見られなかった。

表 11 英国におけるマネタイズのモデル

	タイプA（インカムゲイン型）	タイプB（キャピタルゲイン型）
	通常融資と同様に利息が収益源	主な収益源はキャピタルゲイン
考え方	- 多くのベンチャーデット提供者（銀行・ファンド）では、通常融資と同様に、利息が主な収益源となっている。 - 利息で十分な収益を確保できるよう、リスクを考慮し高金利を設定。 - 新株予約権（ワラント）も設定するが、こちらは補助的な収益と認識 7-8割が金利収益、2-3割がワラント収益というイメージ	- 一部のベンチャーデット提供者では、ワラントの権利行使によるキャピタルゲインが主な収益源となっている。 - 金利収益については、利息のみで収支がプラスになるよう設計しているものの、ほとんど利益は挙がっていない。 - デット提供はキャピタルゲインを得るための手段、もしくは関係性構築のための手段と見做される
手法	- 今回のインタビューでは、タイプA/Bで審査手法等の違いは聞かれなかった。 - タイプAであれば元利金返済能力を、タイプBであれば将来的な事業拡大可能性を審査・モニタリング時により重視することが自然であるが、いずれのタイプにせよ返済能力・事業可能性はチェックされており、明確な重心の偏りは見られなかった	

2.7.1.3. シンガポール

シンガポールでは、ベンチャーデットの金利収入だけでのマネタイズを基本としているものの、手数料収入につなげるクロスセルを重視することが一般的と見受けられる。クロスセルにつなげるため、顧客との関係性維持を非常に重視しており、決済口座、FX 口座、給与口座を開設させることによる手数料収入や、レイターのスタートアップ向けにはコンサルティングフィーや IPO 関連手数料収入なども狙っている。クロスセルを重視する背景には、そもそもベンチャーデットビジネス自体が小規模で、全体アセットの 1%程度であり、ベンチャーデットのみで独立した収益管理システムを構築するほどに至っておらず、他のビジネスも含めて収益性を判断するしかないという実態があるキャピタルゲインについても、さほど重視されていない³⁷。基本的には内部としても投資ではなく融資として扱われていることから、融資の段階でキャピタルゲインを見込んでいない。ただし、必ず新株予約権か転換権が付与されるメザニンファイナンスの場合は、投資として管理されており、最終的にエクイティのリターン含めて 10%-12%を目指しているとのことである。なお、オプションについては、IPO を前提とするケースもあるが、ラウンドが変わるタイミングで行使するケースもある。

2.7.1.4. フランス

基本的に金利を収益源とするマネタイズモデルが主流である。ある程度の貸倒れを見込んでの高金利設定ではなく、低利だが確実な回収が志向されている。

³⁷ インタビューの中には、「キャピタルゲインは期待できない」といった口調で回答がなされたケースもあった。

また、ベンチャーデット単体で大きな利益を挙げることよりは、将来的に大企業に成長し得る有望な融資先とのリレーションを構築するという戦略的な意義を重視し、将来の融資やクロスセルでの収益化を目指す例も見られた。

Bpifrance との協調融資/保証がない独立系ファンドの場合は新株予約権が付与されることも多いが、収益の中心は金利であり、キャピタルゲインの獲得による収益は限定的である。

2.7.2. 担保・引当

2.7.2.1. 米国

スタートアップは一般に有形資産が乏しいが、米国のベンチャーデット取引において、経営者保証も一般的ではないため、全資産担保や知的財産権が活用されている。全資産担保については、技術、取引関係、経常収益、その他担保となりうるものが該当する。ただし、既存株主構成や資金調達状況次第で、後順位担保権となり行使が制限されることもある。知的財産権については、ベンチャーキャピタルからの許可が下りない、結果的にベンチャーキャピタルが優先される、最終的に収益化が難しいという理由などからさほど重視されていない。

ベンチャーデットの引当率については、通常融資より水準は高いものの 0.1-0.15%程度³⁸に留まる。スタートアップやベンチャーキャピタルとの密な対話により、常に状況を把握できているため低い引当率を実現することができている。

2.7.2.2. 英国

スタートアップの場合は担保となる有形資産が少ないため、アーリー向けベンチャーデットでの担保設定はあまり見られない。

もともと、担保価値のある資産を保有するスタートアップも稀にあり、その場合は融資審査において優遇される。特に技術力のあるスタートアップの場合、特許等の知的財産権を含む無形資産を担保とすることも多い。

ベンチャーデットの引当額は融資額の 3-5%程度である。2024 年現在の英国の大企業向け銀行融資の引当が 1-2%以下であることを踏まえると、リスクに応じた水準の引当を設定していると言える。

³⁸ デフォルト率と同水準。

2.7.2.3. シンガポール

シンガポールのベンチャーデット慣行において、どの程度担保をとるか完全には明らかになっていないが、収益化を目指している段階の場合、Personal mortgage³⁹、Personal guarantee⁴⁰、Investment funds⁴¹のような担保がなければ融資は難しいという発言があった。

2.7.2.4. フランス

米英同様、スタートアップの有形・無形資産保有の乏しさから、担保を設定する例はあまり見られない。50-85%の政府保証が付き、フランスのベンチャーデットの貸倒率も0.5-2%程度で近年は安定しているため、融資リスクは限定的と考えられている。

2.8. 組織・態勢整備

2.8.1. 本部・営業店の役割

2.8.1.1. 米国

ベンチャーデットの専担部署が存在する場合、本部だけでなく、イノベーションのハブとなる各地域の支店にも設置されるケースがあり、支店ごとにセクターの特徴がある。ベンチャーデット専担部署の規模は、アセットベースで大手銀行だと全体の1%、ベンチャーデット事業拡大中の中小銀行で5%程度を占める。ベンチャーデットの取組が大きいところでは、専担部署の中でさらにセクター毎にチームがわかれているようなところもある。ジェネラリストではなくセクターへの理解が深い人材がいることで、スタートアップに問題が生じてでもサポートが可能となったり、より大きな案件が実行可能となったりするといったメリットが言及されている。

一般的な本部の役割は、(1) 市場分析を通した戦略・目標・リスク管理、(2) 対応に適切な支店チームの判断と紹介、(3) ベンチャーデットに関わる支店や支店の行員に対する専門的なトレーニングの実施などがある。本部と支店の役割分担は表12に示している通りであり、銀行の方針によって大きく分権型モデルと中央集権型モデルが存在する。分権型モデルの場合は、支店でも審査、融資判断、ポートフォリオ管理まで実施することもあるが、中央集権モデルの場合、支店は案件のソーシングポイントとしての機能に留まり、本部が審査を実施する。

³⁹ 個人所有の担保に該当するとみられる。

⁴⁰ 個人保証に該当するとみられる。

⁴¹ 投資資金に該当するとみられる。

表 12 米銀のベンチャーデット事業における本部と支店の役割分担

役割	
本部	- 市場分析を通して、どの業種に注力するか等の戦略、目標、リスク管理を行う - 本部にはどの支店のチームが適切かを判断して顧客に紹介するチームも存在する。本部にコネクションを持った人材が多く、まず本部がスタートアップとのコミュニケーションを始めることが多い - ベンチャーデットに関わる支店や支店の行員に対して専門的なトレーニングを実施し、銀行全体で一貫性を保っている - 銀行や融資規模によっては、審査を実施する
支店	- 案件のソーシングを行う(特に Silicon Valley, Texas, Boston 等のエコシステムが発展している地域の支店) - 大規模支店では支店内で審査・融資判断・ポートフォリオ管理を行うこともあるが、銀行の方針や融資規模によっては、初期的審査のみを支店で実施して承認を本部に依頼することもある

2.8.1.2. 英国

銀行においては多くの場合、法人向けビジネスソリューションの部門・部署にベンチャーデットのチームが在籍している。チームの機能としては主に営業、審査、モニタリング、リスク管理、法務、商品設計、調達・手続きが挙げられる。

ベンチャーデット担当チームは各地の支店にそれぞれ在籍しており、審査やリサーチを本部で集中的に行うといったことはあまり行われない。基本的にベンチャーデットに関連する実務はローカルの支店で完結するよう設計されている。

もっとも、事業の大規模な拡大を目的としたベンチャーデットの場合は海外市場開拓などに資金が使われることが多く、その場合は本店の国際チームが海外進出支援関連の必要な専門性・サポートを提供する。

2.8.1.3. シンガポール

ベンチャーデット専担部署が存在する場合、本部に設置されている場合もあるが、営業店で取り扱う場合もある。本部に専担部署が存在する銀行の一つには、メザニンファイナンスを扱うチーム⁴²と、それ以外のベンチャーデットを扱うチームが別で存在しているという事例も確認されている。

⁴² 30 年以上存在しているとのことである。

2.8.1.4. フランス

Bpifrance の場合、融資実行の場に近いところで意思決定がなされるべきという考え方から、Bpifrance の意思決定・融資判断のほぼ全ては地方の支店で下されている。融資審査についてパリの本店の判断を仰いだりすることではなく、融資実行に係る最終決定権は各地方を統括するディレクターにある。もっとも、パリ本店にも専門人材が揃っており、複雑な案件の場合は支店が本店の協力を要請することはあり得る。

その他の銀行・ファンドの場合も、審査ツールを本店が開発するといったことはあるものの、ツールを使った個々の融資判断については地方の各営業店が実施することが多い。

2.8.2. モニタリングサポート体制

2.8.2.1. 米国

融資・審査担当者の業務負担軽減のために、リアルタイムで財務指標をモニタリングする AI ツールが活用されているケースがある。また、融資・審査担当者以外に、継続的にモニタリングするポートフォリオマネジメントチームが存在する。ポートフォリオマネジメントチームは、財務実績をトラックし、コベナントの遵守状況を監視し、業況悪化懸念を積極的に検知する役割を担っている。ポートフォリオマネジメントチームは、融資条件によっては、アドバイザーとしての立ち位置でスタートアップの取締役会やアドバイザーボードに出席し、内部情報にアクセスすることもある。ポートフォリオマネジメントチームとは別で、ベンチャーデットのリスク管理を行うチームもあり、リスクモデルの改善や軽減戦略の支援を行っている。さらに、専門業種外のスタートアップに融資をする場合は第三者のアドバイザーを活用するケースもある。

2.8.2.2. 英国

審査・モニタリングは財務分析および融資リスク評価の専門家である Credit analyst の職責である。モニタリングについては「ツール」で記載した通り、データの取得・可視化や KPI 閾値・コベナント管理等をサポートする専門ソフトウェアがある。

また、risk officer がリスク管理業務を支援し、ベンチャーデット全体のリスクを監督するほか、credit analyst と連携しデフォルトリスクのモデリング等を実施している。

2.8.2.3. シンガポール

アナリストチームと呼ばれる融資担当者の与信に関する資料作成業務をサポートするチームが存在するケースがあるが、それ以外でモニタリングを支援する態勢はインタビューでは確認されなかった。

2.8.2.4. フランス

審査・モニタリングは融資責任者とクレジットアナリスト 2-3 名程度の少人数のチームで行われる例が多く、組織的なモニタリング支援態勢はインタビューでは確認されなかった。

2.9. 人材

2.9.1. 人材特性・人材配置

2.9.1.1. 米国

ベンチャーデット人材に求められる特性は、ソーシングの基盤となるスタートアップコミュニティとの交流やコネクション、財務や人事関連等のスタートアップの課題解決に貢献する姿勢・能力である。また、近年の傾向として、ジェネラリストではなく、セクター別の専門性を持った人材を重視するようになっているという回答もあった。

人材配置としては、ソーシングはリレーションシップマネージャー、ビジネスバンカーが実施しており、審査にはコンサルティングやバリュエーション、審査ポリシー策定の経験があるクレジットアナリストが配置される。審査とモニタリングはチームとしては一体化しているケースもある。

2.9.1.2. 英国

ベンチャーデットの実行にあたっては、高度な金融知見と融資先スタートアップが属する産業の業界知見の両方が必要になる。両方を兼ね備えた人材が非常に重宝されるものの、そうした人材は稀有であるため、まずは高度金融知見を有する人材が求められている。業界知見については、実際の融資業務を通じて担当先の産業について詳しくなっていくことが想定されている。

2.9.1.3. シンガポール

オペレーションに関しては育成すれば問題ないという考えに加え、ベンチャーデットのソーシングはベンチャーキャピタルからの紹介が主な契機となるため、米国同様に、ベンチャーデットの人材特性としては、ネットワークを持っているかが最も重要視されている。

人材配置に関しては、銀行出身者は保守的であり、将来を見るという視点が欠けていることからベンチャーキャピタルの経験も必要であるが、両方の経験や性質を兼ね備えた人材は東南アジアでもまだ足りていないため、両方の人材と一緒に配置するという工夫がみられる。

2.9.1.4. フランス

高度な金融知見と、ベンチャー関連の事業支援知見⁴³を有する人材が重宝される。もっとも、政府保証等によりローリスク・ローリターン⁴³の融資を志向するため、マインドセットとしてはベンチャーキャピタリストよりはバンカーとしての性質が求められる。

フランスにおいては、Bpifrance の前身である起業支援・イノベーション振興機構 (OSEO) に国内のベンチャーデット専門人材が集中していたという歴史的な経緯から、やや特殊な人材市場が形成されている。Bpifrance に人材と知見が集積されており、それらをいかに民間にも広めるかが焦点となっている。

2.9.2. 人材確保

2.9.2.1. 米国

ベンチャーキャピタルや投資銀行・商業銀行の出身の経験者採用に限定しているわけではなく、複数の銀行で未経験人材育成の取組が確認されている。また、外部から人材を確保する場合、給与も大事であるが、グローバルなネームバリューや良いツールがあるかといった環境整備が重視されているとのことである。

2.9.2.2. 英国

金融業界の勤務経験と高度な金融知見を有する即戦力を採用する傾向にあり、ベンチャーキャピタル経験者、投資銀行・商業銀行の出身者、会計士、米国証券アナリスト (CFA) 、金融系学位などの資格保持者といった高度金融人材が求められている。

人材市場における高度金融人材の希少性と近年のベンチャーデット市場の盛り上がりを受け、人材獲得競争は激化している。優秀な人材を集めるために、銀行の標準的な審査担当者の給与の 4 割増しを提示して人材を引き抜いているといった事例も見られた。

2.9.2.3. シンガポール

人材確保については、およそ 8 割が外部からの採用で、2 割が行内での育成による。しかし、育成した場合でも、結局は給与水準が高い外資系銀行等に転職するケースがあり、課題認識が残っているとのことである。採用する人材の属性としては、ファンド、投資銀行、ベンチャーキャピタル等の出身者が多い。ベンチャーキャピタル出身者は楽観的な考えをする傾向にあるため、ディストレスファンドやメザニンファンド出身者を好む銀行もある。また、ベンチャーデットの審査担当者に関しては、投資委員会に配置されるような上級管理職となるため、採用からの人材確保はしないと回答した銀行もある。

⁴³ イノベーション、海外進出、M&A 等。

2.9.2.4. フランス

スタートアップ・中小企業向け融資の経験者やベンチャーキャピタル出身者を採用するケースが多くみられた。

2.9.3. 人材育成・ノウハウ蓄積に向けた取組

2.9.3.1. 米国

未経験者を育成する取組が一般的に存在する中で、銀行の規模により育成の対象の違いがみられる。大手銀行では未経験の支店職員を本部で育成してベンチャーデット人材を育成する取組が見られる。中小銀行では **Credit training program** と呼ばれるプログラムにて大学卒業直後の人材を育成する取組が見られる。育成に関しては、テクニカルスキルと市場知識がメインであり、行内育成プログラムは通常、スタートアップのバリュエーションや資本構成、テクノロジー、知的財産権の評価などをカバーしている。また、育成期間は半年-1 年程度である。モデリングや審査のためのオンラインベースの 3 か月の研修と、6-9 か月の現場研修で構成される。現場研修ではローテーションを行うことにより全体的な理解を図る。

ノウハウ蓄積に向けた特徴的な取組は確認されなかったが、多くの案件を遂行する中で、稟議の際に過去の類似案件を参照する事例が確認されている。

2.9.3.2. 英国

ベンチャーデットやスタートアップエコシステムに関する高度知見を従業員に身に付けさせるために、各銀行・ファンド内で様々な研修が提供されている。また、業界団体である **British Venture Capital Association** が提供しているベンチャーキャピタル・PE ファンド向け研修もよく利用されている。同研修において、実際のベンチャーデットにおける融資条件の交渉術や条件書の書き方といった実践的な知見も提供されているとのことである。

属人的に蓄積されている知識も多く、業務の中でオンザジョブトレーニングとして先輩従業員から後輩従業員へとノウハウが伝えられている。

2.9.3.3. シンガポール

育成については、**Investment Banking School** と呼ばれる機関で、経済分析、セクター分析、モデリング等の研修を受けた後、部門にて研修を受けるという仕組みとなっている。しかし、それらの研修はそこまで洗練されておらず、モデリングと市場調査ができる程度の人材の育成に留まっている。

ノウハウの蓄積については、スタートアップ各社に対してプレシードからレイターまで密コミュニケーションを取り、マーケットの理解を深めることが重要であると考えられている。

2.9.3.4. フランス

Bpifrance では従業員用の研修機関と専用育成プログラムがあり、融資組成、リスク管理、財務分析、イノベーション等の様々な分野を学ぶことができる。また、Bpifrance とフランス各地のビジネススクール等が提携したオンライン大学もあり、こちらの講座は Bpifrance 以外の人間も受講登録すれば内容を見ることが可能である。

また、フランスの成長ファイナンス業界（プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル、ベンチャーデット）の業界団体である French Invest が、所属企業向けに様々な研修を提供している。

2.9.4. 報酬体系・利益相反対策

2.9.4.1. 米国

融資担当者の報酬は、固定給と変動給⁴⁴で構成されている。インタビューで確認した報酬の例は、固定給 15 万-20 万米ドルに変動給を加えて合計 20 万-40 万米ドルであり、中小企業融資の融資担当者と比較して、多い場合で 20%-40%ほど報酬水準が高いとのことである。また、ポテンシャルの高いスタートアップを見つけ、関係性を維持していく必要があるという点で、中小企業融資より複雑な業務としてみなされていることから、中小企業融資の融資担当者と比較して変動給の割合が大きく、報酬の 30%-50%を占めることもある。変動給に連動する指標として、チーム成績、ソーシング案件数、ポートフォリオパフォーマンス、エクイティ部分からの収益、デフォルト率等が挙げられている。デフォルト率へのペナルティが入っていることでリスクテイクのバランスを取っている点が特徴である。

審査・モニタリング担当者の報酬も、審査担当者と同様に固定給と変動給で構成されているが、変動給の割合は小さく 10%-20%程度にとどまる。報酬水準は、中小企業融資の審査・モニタリング担当者よりは高い。変動給に連動する指標として、ポートフォリオの健全性、デフォルト率、リカバリー数等が挙げられている。

融資担当者と審査・モニタリング担当者の利益相反対策として、厳格な委員会承認フローの設置が挙げられた。特に融資金額が大きい場合、委員会承認を通さず進めることはできない。その他営業と審査両方に関与するチームもあり、目線がずれないような工夫がなされている。

2.9.4.2. 英国

多くの銀行およびファンドにおいて、報酬は基本給、ボーナス、パフォーマンス・インセンティブの三つで構成されている。

パフォーマンス・インセンティブは従業員個人の業績評価に基づく加算であり、評価指標としては取扱案件金額、ポートフォリオの運用成績、その他業務貢献等がある。もともと、過度なリスク

⁴⁴ 新株予約権が含まれる場合がある。

テイクや利益相反を防止する観点から、パフォーマンス・インセンティブの割合は基本給に対しさほど大きくない。

利益相反を防止する工夫として、(1) 案件ベース・個人ベースではなくチーム単位・一定期間単位で評価を付ける (2) 融資を実行したら終わりではなく、その融資された資金を使って実際に融資先の売上等が成長したら評価を加点する、等の取組が見られた。

案件組成額の1%が融資担当者にキックバックされる等の成果報酬はかつて一部のプレイヤーで見られたが、利益相反の問題があるため現在は稀である。

2.9.4.3. シンガポール

ベンチャーデット人材の報酬は固定給と変動給で構成されている。報酬水準は、基本的には銀行出身の方には銀行と同じ水準、ベンチャーキャピタル出身者にはベンチャーキャピタルと同水準をという考えがあり、またファンドで働いていた人材に関しては成功報酬が重要という認識があるが、ベンチャーデットの場合、ベンチャーキャピタルと異なり自分たちで資金調達する必要がなく、顧客リストも存在していること、また特定の部門だけ給与水準を法外に高くすることはできないという理由から、ベンチャーキャピタルよりは報酬水準も低い。具体的には通常の銀行員の1.5倍程度の水準である。また、投資委員会に配置されるような上級管理職に関しては、役員報酬が既にあるため、ベンチャーデットに関わることによる追加の報酬は基本的にはないとのことである。

利益相反については、投資委員会にて意思決定を行うことで回避している。内部管理上、投資として扱っていない銀行の場合は、審査担当を融資担当から独立させることで客観的な視点を持たせるという工夫も見られた。

2.9.4.4. フランス

英国と同様に、多くの銀行およびファンドにおいて報酬は基本給、ボーナス、パフォーマンス・インセンティブの三つで構成されている。

英国とは異なり、ベンチャーデット担当者の報酬は他の銀行員と比較して決して高い訳ではない。また、Bpifranceの場合はフランスの大手銀行の同クラスの役職者と比べると報酬は10-20%ほど少ない。

Bpifranceのパフォーマンス・インセンティブは、担当案件によって生み出されたイノベーションや雇用、企業・地域エコシステムとのリレーション、環境・社会へのインパクト、民間資金の呼び水効果等⁴⁵によって測定される。

⁴⁵ Bpifranceの融資額の何倍の民間資金を協調融資によって呼び込んだか。

Bpifrance と関連の無い独立系ファンドの場合、運用しているポートフォリオのパフォーマンスが要求利回り (hurdle rate) を上回った場合は、担当者にインセンティブ (carried interest) が発生する。

3. 日本の金融機関への示唆

これまで示した通り、海外の金融機関におけるベンチャーデットの取組には、日本の金融機関がベンチャーデットの取組を検討するうえで参考となる点が多くある。本項では、調査結果にもとづいて、海外の金融機関において特徴的な点を主要調査項目ごとに整理し、日本におけるベンチャーデットによる資金供給の促進に向けた示唆を提示する。

3.1.1. 前提

3.1.1.1. 定義

海外調査の結果、ベンチャーデットの定義は国際的または各国内のレベルでは統一されていない。そのため国全体としての市場規模などの統計の算出が困難になっているが、一方で、定義が統一されていないことにより、各金融機関の判断により柔軟な定義、つまり取組領域の絞り込みが可能となっている。

日本においても、政府や業界団体主導で日本国内におけるベンチャーデットの定義を統一する必要はないと思料する。もっとも、各銀行内のレベルにおいては定義を統一することが望ましいと考えられる。海外金融機関において多く見られるベンチャーデットの特徴は以下の通りである。また、新株予約権付与の有無は選択肢の1つであり、本質的な定義ではないと思料する。

- ① 既にベンチャーキャピタルから出資を受けているスタートアップへの融資
- ② 既に製品が市場投入され、売上 (キャッシュフロー) が立っているスタートアップへの融資
- ③ 売上成長率が高いスタートアップ、もしくは AI 等の成長分野に属するスタートアップへの融資

各銀行内で定義を作成する際、定義の考え方が取組領域・戦略に直結する点には、留意が必要である。海外では「ベンチャーデットに参入する」と言ったとき、まだキャッシュフローの立っていないシード期からアーリー期のスタートアップも対象に含める銀行もあれば、アーリー後期からミドル期以降のスタートアップのみを対象とする銀行もあり、言葉の定義が取組領域に繋がっている。

3.1.1.2. エコシステム

米英ではベンチャーキャピタルとベンチャーデットの連携が成熟しており、ソーシングから、審査時、モニタリング時まで銀行とベンチャーキャピタルの連携がみられている。案件発掘だけでなく、リスク管理の観点でも米英のような業界内連携のあり方は参考になる。

一方、日本ではベンチャーキャピタルとの連携やスタートアップ同士のネットワークも含めたエコシステムがまだ米英ほど発達していない。ベンチャーデットだけにフォーカスして市場拡大施策を打つのではなく、エコシステムを形成するプレイヤーであるベンチャーキャピタルやスタートアップを含めて、エコシステム全体としてどう成長・機能させるかという観点で検討することが重要であると思料する。

エコシステム形成政策の例としては、フランスの「La French Tech」政策がある。同政策の特徴は、フランス各地方に産業クラスター、スタートアップエコシステムを作ることである。政府や地元金融機関の協力のもと、一つのビルに地域のスタートアップをまとめて入居させたり、同じ技術やソリューションを持つスタートアップを同区画に集めたりして、スタートアップ同士が相互作用を起こすエコシステムを作るとともに、ベンチャーキャピタルやスタートアップがベンチャーデットにアクセスしやすい環境を作っている。また、そのエコシステムに大企業を招待し、スタートアップが持つニーズと大企業のニーズをマッチングさせることで、スタートアップの顧客獲得・売上創出を支援している。

3.1.2. 金融機関におけるベンチャーデット取組実態

3.1.2.1. ソーシング

米国、英国、シンガポールにおいては、基本的に案件のソーシングはベンチャーキャピタルからの紹介に依存している。日本においても同様の方向性が考えられるが、諸外国と比べベンチャーキャピタルエコシステムが分厚くないことから、意識的な案件連携体制の整備が重要と考えられる。例えば、まずは銀行系ベンチャーキャピタルから銀行のベンチャーデット部門へのトスアップを行うなど、スタートアップをシードからグロースまで育てるパイプラインを構築することが考えられる。また、有望なスタートアップへの資金供給機会に関するベンチャーキャピタル・ベンチャーデット間の情報交換機会⁴⁶を設けることも考えられる。ただし、銀行系ベンチャーキャピタルの特性上、独立系ベンチャーキャピタルと同程度にリスクテイクできるとも限らないため、徐々に独立系ベンチャーキャピタルの厚みを増すことにシフトすることが望ましいと思料する。

フランスでは、ベンチャーキャピタルにあまり依存せず、スタートアップにベンチャーデットを紹介したり、株式の希薄化についてレクチャーしたりする資金調達アドバイザーが活躍している。必

⁴⁶ ネットワーキングイベント等。

ずしもベンチャーキャピタルに依存する英米式のエコシステム形成が唯一解ではないと認識している。

3.1.2.2. 審査目線

米英の主要プレイヤーのように金利収入単体で個別案件毎にマネタイズを行うためには、高金利かつ厳格な審査を行うことが重要である。日本においても、高金利でのデットによる資金調達も一定程度あることが想定される。この場合ハイリスク・ハイリターンの融資となるため、コベナンツを活用する等審査やモニタリングの高度化を進めることで十分なリスク低減を図りつつ、残余リスクの許容度については通常融資とは異なる目線感を持つことが重要になると考えられる。

一方で、海外事例の中には上記のようなマネタイズ方針以外に、ポートフォリオ全体でのマネタイズを目指す形でキャピタルゲイン獲得を企図し、ベンチャーデット契機で関係構築しクロスセルに繋げるという事例も確認されている。そのため、個別の案件ごとではなく、ポートフォリオ全体での総合的なリスクリターンで判断する姿勢を浸透させることも考えられ、そのためには業界団体や政府等が事例集のような形で指針もしくは考え方の例を示すことも一案と考えられる。

しかし、日本においては、「高リスクの貸付先に対し貸倒れも見込んで高金利で貸し出す」というプラクティスは法人融資においてあまり一般的でなく、受け入れが難しいと予想される。そのため、どのようにしてベンチャーデットを許容可能な低リスク・低金利に落とし込めるかという方向性での議論が現実的であると思料する。シードファイナンスを受けて商品開発をしてから最初の売上が立つまでに失敗するスタートアップは数多い(いわゆる死の谷)。一方で、死の谷を乗り越えたあとの事業拡大フェーズでは急な倒産は少なく、英国においてもベンチャーデットのデフォルト率はさほど高くない。日本においても、スタートアップのステージ等をふまえて融資リスクを判別するノウハウの蓄積と、リスクに応じた金利での貸付が望まれる。

また、フランスのように保証を活用して融資リスクを低減するほか、ベンチャーデットに係る専門知識を有する「モデル行」との協調融資によるリスク分散・ナレッジ移転も、融資実行を促進するためには有用と考えられる。

3.1.2.3. 審査項目・基準

スタートアップは過去データが乏しいという事情もあることから、全般的に定量面だけでなく定性面も含めて審査がなされている。定性面は基本的に重要な審査対象となっているが、定量面の比重については銀行ごとの方針で異なる。定性面としては、ベンチャーキャピタルからの資金調達状況や経営層のキャリア、ビジネスモデルは重要度が高い。定量面としては、事業計画や予測財務諸表は銀行方針によるが、キャッシュフロー状況はどの銀行でも重視されている。

銀行によってはベンチャーキャピタルに依存的なケースもあり、定量情報をほとんど審査対象としないといった場合も確認されているが、エコシステムが発達段階である日本の現状を鑑みると財務諸表や事業計画も審査項目に含めることが現実的であると考えられる。その場合はベンチャーキャピタルへのヒアリング等を通して客観的な視点を得たり、審査期間の中で計画通りに進んでいるか確認したりしながら、スタートアップ作成の計画を合理的に修正することが有用と思料する。

3.1.2.4. 所要時間

海外でも融資実行まで平均すると数か月は要している。ツールの活用により一定効率化できると考えられるものの、海外のプラクティスと比べて無理に短縮を目指す必要もないと思料する。審査自体の短縮よりも、審査に先立ってスタートアップが銀行等に前広に相談できる体制が重要ではないかと考えられる。そのためには、フランスにおける **Bpifrance** のように、スタートアップが集まるイベント等に積極的に参加して地域エコシステム内で顔を売り、審査申し込み以外の場での会話・交流機会を増やすことも有用である。スタートアップに対し将来のベンチャーデットの活用について前広に助言する存在としては、ベンチャーキャピタルやアドバイザーが考えられる。また、フランスでは **Bpifrance** がスタートアップの何でも相談所 (**one-stop shop**) として存在が浸透しているため、融資申し込み以外にも様々な接点が生じやすい。

3.1.2.5. ツール

海外、とりわけ取組が進んでいる米英でも AI 審査の導入は確認されていない。一方で、与信判断そのものの以外の部分での効率化、例えば事業計画書を生成 AI で要約する、数値を抜き出して突合するといった用途では利用例が見られる。

総じてみると、Excel のチェックシートを活用しているケースが多い模様である。日本においても、初期導入コストを抑える観点からも、Excel から始めることが考えられる。特に定性評価については、審査目線を揃えるために行内で統一のチェックシートを使うことも考えられる。定性評価項目を出来るだけ誰にでも判断できる質問に落とし込んだシート⁴⁷を作成し、チェックシートのプルダウンで回答していくと、回答が得点に換算されて融資可否が判定されるような Excel 計算式が組まれたシートが有用と思われる。

専用ツールとしては、融資プロセスのクラウド化プラットフォームである **nCino** を用いることで、既存のオンプレミスの与信管理システムを公開せずにクイックにベンチャーデットを実装した例などがあり、日本においても好事例として参考にすることが考えられる。また、**Gilion** や **re:cap** 等の専

⁴⁷ 「経営陣の資質」という評価項目なら「過去に 5 年以上続いた企業の起業経験がある人物が経営陣にいるか」等。

用モニタリングツールを利用することで、キャッシュフロー管理やコベナント管理が容易になるほか、プロセスの標準化も進むと料する。

3.1.2.6. 融資実行

融資枠を設定し段階的に貸し付けることでリスクを低減する米英の事例は参考になるものと思料する。融資枠は、初期段階で一度に多額を貸し付けるリスクを避けつつ、スタートアップの事業拡大とベンチャーデット提供者の融資拡大という利害の方向性を一致させるため、伴走支援を志向する金融機関に好適である。

3.1.2.7. モニタリング

海外ではコベナントを活用しながら、継続的にスタートアップの状況を把握できるよう定期的にコミュニケーションをとっており、データドリブンであるところが最大の特徴である。具体的には最新のキャッシュフローを注視しており、その状況に応じてコミュニケーション頻度を変えることが一般的であり、日本でも同様の方法が有用と思料する。例えば、ランウェイが1か月程度となると、スタートアップとのコンタクトは週に2-3回ともなることがある。

最新のキャッシュフローデータを把握するために、英国ではツールの活用が進んでいる。例えば、スタートアップが自社の銀行口座やECサイト、顧客管理ツールの参照系API(読取専用API)を銀行・ファンド側に提供し、銀行・ファンドがいつでも自由に最新の口座残高、売上高、顧客数等を確認できる態勢を整えている事例がある。また、こうしたベンチャーデット専用のAPI接続・データ管理ツールも市場に複数存在している。

ベンチャーデットにおけるコベナントとしては、最低限預金などキャッシュに関するものや投資家からの資金調達ができなくなった場合にデフォルトとするもの、情報提供義務、その他融資口座を決済口座とさせるものが参考になると考えられる。

また、ファイナンスの種類によっては、内部管理上ベンチャーデットを融資ではなく投資として扱い、投資委員会にて意思決定を行っている事例もあり、銀行方針によってはそのような管理も考えられる。

3.1.2.8. イグジット

海外では新株予約権が設定されることが一般的であり、新株予約権の価値について時価評価する例も見られる。計算手法としては、EBITDA倍率や株価キャッシュフロー倍率を用いたマルチプル法⁴⁸など、中小企業M&Aで一般的に用いられる手法が使用されている。

⁴⁸ 類似企業を参考に株価がEBITDAやキャッシュフローの何倍になるかを仮定し、EBITDAやキャッシュフローにその倍率をかけて株価を計算する。

もともと、新株予約権の時価評価はあくまでモニタリングの参考指標の一つであり、時価評価に基づいて機動的に新株予約権を行使するといった例は見られておらず、日本との差分は確認できていない。また、海外においても非上場市場において新株予約権で得た新株を売り払うケースは少なく、基本的には IPO 時に新株予約権を行使し換金しており、こちらについても日本との差分は確認できていない。

3.1.3. ベンチャーデットを取組を支える仕組み

3.1.3.1. ガイドライン

シンガポールには政府のガイドラインはないが、個別行レベルでガイドラインが制定されたことにより、これまでと異なる審査目線が取り入れられたことでベンチャーデット取組が進んだ事例がある。具体的には、ガイドラインにより従来は設立から3年以内の企業に融資することは少なかったが、例外的に設立間もない企業や赤字企業に融資できるようになったという事例が確認されている。そのため、事例集のような形で指針を示すことはベンチャーデットを促進する上で日本でも有用と思料する。

また、英国やフランスでは BBB や Bpifrance のプラクティスが実務の先例として参照され、ある種のガイドラインとして機能したと思われる。

日本の現状を考慮すると個別行がガイドラインを 0 から制定するのは難しいと考えられるため、(1) ガイドラインを示す (2) 取組が進んでいる銀行とともにモデルケースを作るなどといった業界団体や政府等の施策検討の検討が望ましいと思料する。

3.1.3.2. 保証

ベンチャー市場が十分に発達しており、市場主義的な風潮が強い米英では政府による保証の提供はない一方で、シンガポール、フランスなど政府による介入主義が強い国では、ベンチャーデットを促進する施策の一つとして政府による保証が提供されている。

ベンチャー市場がこれから発展する日本においては上記双方の方向性が考えられるが、日本の法人融資のプラクティスを鑑みると、エコシステムが発達している米英型よりも、保証制度と併用した形でのベンチャーデットの提供が有用と思料する。

3.1.3.3. 専担部署

専担部署の有無については海外でも様々であり、米国で専担部署がある場合でもその規模は全体アセットの 1-5%に留まる。英国においても同様で、基本的にベンチャーデットは支店単位で実行されている。そのため、日本でもベンチャーデットを取組が小規模なうちは、採算の観点を考慮し、無理に専担部署を作らず中小企業融資の延長として体制を築くことも一案である。し

かし、専担部署がない場合、育成やナレッジ蓄積が難しいと考えられるため、本部主導での人材育成の実施や意識的にナレッジを蓄積させていく仕組みを構築すべきと思料する。

また、ベンチャーデットの取組が進んだ場合には、ナレッジ蓄積の効率性だけではなく、より大きな案件への対応等が可能になる等、専門性を持った人材を集約することによるメリットがあると考えられるため、専担部署要否の再検討が望ましいと思料する。

フランスでは、本店が審査用シートを作成し各支店に配布するといった取組例もある。

3.1.3.4. 人材

ソーシング人材について、海外ではスタートアップやベンチャーキャピタルへのコネクションを有する中途人材により案件発掘につなげているが、日本ではそもそもベンチャーキャピタル含むスタートアップエコシステムが発達していないという状態であり、まずはエコシステムの形成を推し進めることが重要であると思料する。今後体制が整い、さらなる案件発掘を目指す場合はスタートアップやベンチャーキャピタルへのコネクションを有する人材の確保を行うことが重要と考えられる。

また、そもそも海外でもベンチャーデット人材全般に関して十分というわけではなく、未経験人材の育成や配置の工夫が見られる。銀行出身者とベンチャーキャピタル出身者を同時配置することで、銀行出身者の保守的な審査・リスク管理目線とベンチャーキャピタル出身者の事業将来性を見るという視点を補完している事例が確認されており、日本でも取組の参考になると考えられる。育成に関しては、本部が主導しており、オンラインの基礎研修とローテーションを含む現場研修を組み合わせている米英の事例が参考になると考えられる。

米国ではベンチャーデットの融資担当者は中小企業融資の融資担当者より変動給割合が高い傾向にあり、報酬総額も20%-40%程度高くなっている。これはベンチャーデット業務においては、ポテンシャルのあるスタートアップを見つけて関係性を維持していく必要があるため、より複雑な業務としてみなされていることに起因している。人材を獲得するためには、日本においても業務に見合った報酬体系・水準を設定することが重要であると思料する。

3.1.3.5. 金利水準

海外事例でも、ベンチャーデットの金利はリスクに伴って場合によっては大企業向け金利より2%-7%程度高い。金利水準は新株予約権や保証の有無によっても変動する。金利水準については具体的に計算ロジックがある訳ではなく、〇〇費で1%、××費で1%...と分解して積み上げている例は見られなかった。ハードルレート、融資コスト、競合の金利などを総合的に勘案して、貸手・借手双方が納得のいく水準を個々に交渉して決めていくことが重要である。

また、収入源として (1) 金利収入 (2) クロスセルによる収入 (3) キャピタルゲインによる収入 (4) オリジネーションフィーの選択肢がある中で、無理に金利だけでのマネタイズを目指さず、(2) (3) (4) 含めてのマネタイズを目指すことも重要と思料する。クロスセルとしては、下記が参考になると考えられる。

【クロスセルの例】

- 決済口座、FX 口座、給与口座を開設させた手数料収入
- 財務管理、キャッシュマネジメントソリューション
- M&A、IPO、財務、ガバナンス、リーガル、規制に関するアドバイザリー
- IPO 関連手数料収入

また、スタートアップと長期にわたる関係性を築くことにより、最終的にスタートアップが成長し収益化が安定した際の融資での継続的な金利収入や、経営者が別会社を設立した場合の案件化に繋げることも考えられる。

3.1.3.6. 担保

ベンチャーデットの知見が蓄積されている米国では、無担保のケース、知的財産権を担保とするケース、全資産担保が活用されるケースが確認された。全資産担保に関しては既存株主構成や資金調達状況次第で後順位担保権となり行使が制限されることもある。米英では、知的財産権等の無形資産担保を取り、審査上優遇するなどの事例は見られた。もともと、知的財産権の売買市場がある米国や英国とは異なり日本で知的財産権を担保とすることは一足飛びには難しく、企業価値担保権の普及と合わせて徐々に進めていくべきと思料する。

リスクヘッジの観点では様々なスタートアップにベンチャーデットを提供することでのリスク分散が基本であり、日本でもポートフォリオ全体でのリスク分散の視点を持つことが有用と思料する。