



諸外国のベンチャーデットの実態に関する調査報告書

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー 合同会社

2025年3月25日



本報告書の取り扱いに関する説明

－ 本報告書を受領・閲覧する名宛人（本報告書に関して当社と業務委託契約書を締結している委託者）以外の方へ

本報告書を受領または閲覧する名宛人（本報告書に関して当社と業務委託契約書を締結している委託者）以外の方（以下、「閲覧者等」）は、例外なく本報告書冒頭および以下に記載される事項を認識し了解したものと看做されます。

1. 本報告書は、名宛人の利用に資することを目的として、デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザー合同会社（以下、「当社」）と名宛人との間で締結された令和6年4月1日付業務委託契約（以下、「業務委託契約」）に基づき、提供されたものであり、閲覧者等に対して注意義務または契約上の義務を負って実施されたものではないこと。したがって、当社は、本報告書および本報告書に関連する業務に関して、閲覧者等に対して裁判上または裁判外を問わずいかなる義務または責任も負わないこと。
2. 本報告書は、インタビュー回答を中心として取り纏めたものであり、その妥当性、信頼性、正確性を保証するものではなく、調査内容の検証等を実施した場合、もしくは新たな情報が得られた場合、本報告書とは異なる結果となる可能性があること。
3. 本報告書は、調査期間である契約締結日から2025年3月25日の間において、入手可能な情報に基づいて分析を実施しており、調査期間において開示のない事実や調査期間以降に発生した事項等によって、調査結果が大きく異なる可能性があるが、当社は新たな情報に基づいて再調査する義務を負うものではないこと。
4. 閲覧者等が本報告書を参考にする場合、内容の採否や使用方法については、閲覧者自らの責任で判断を行うこと。
5. 本報告書には、閲覧者等が理解し得ない情報が含まれ、また、閲覧者等が必要とする情報が必ずしも網羅されていない可能性があること。なお、本報告書に記載されている以外の情報が名宛人に伝達されている可能性があること。
6. 閲覧者等は、当社およびその役員、社員、職員等に対して本報告書を受領または閲覧に関連して閲覧者等に生じるいかなる損害や不利益についてもその賠償請求を行わず、また、いかなる権利の行使も行わないこと。

目次

業務内容	P.4
調査報告	P.7
米国	P.8
英国	P.22
シンガポール	P.31
フランス	P.41
日本への示唆	P.51
定量調査	P.65

業務の実施内容

業務概要

本件業務の概要は以下の通りである

項目	概要
調査概要	<ul style="list-style-type: none">諸外国の金融機関等におけるベンチャーデット（以降、VD）に関する実務調査
調査対象国	<ul style="list-style-type: none">米国、英国、シンガポール、フランスの4か国
調査方法	<ul style="list-style-type: none">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	<ul style="list-style-type: none">複数の商業銀行、VD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	<ul style="list-style-type: none">VD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	<ul style="list-style-type: none">令和6年4月1日から令和7年3月31日

業務概要

本件業務の概要は以下の通りである

項目	概要
主要調査項目	<ul style="list-style-type: none">• VDの定義・基本情報<ul style="list-style-type: none">- 定義・商品種類- 対象ステージ・対象業界• 取組実態<ul style="list-style-type: none">- 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<ul style="list-style-type: none">- 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<ul style="list-style-type: none">- ソーシングの経緯• 審査<ul style="list-style-type: none">- 審査目線- 審査項目- ツール• モニタリング<ul style="list-style-type: none">- コバナンツ- 個別管理- ダッシュボード管理• 収益・リスク管理<ul style="list-style-type: none">- マネタイズ方針・手法- 担保・引当• 組織・態勢整備<ul style="list-style-type: none">- 本部・営業店の役割- モニタリングサポート体制• 人材<ul style="list-style-type: none">- 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

調査報告

米国

米国調査内容 | 定義・商品例・取引慣行

銀行のVD供給はアーリー以降を対象とすることが一般的であるため、シード以前に投資する投資家の存在が不可欠である。また、ソーシング時からモニタリングまでVCとの連携が確認されている

VD定義・基本情報

- 形式
 - 証書貸付 (term loan、ただし delayed draw term loan も含む)
 - コンバーチブル・ノート (株式に転換できる負債証券) (convertible note)
 - 新株予約権付融資 (loan with warrants)
 - 手形貸付 (一部の金融機関に限られる) (note)
- 融資金額
 - エクイティ調達額の20%程度である
 - 1件あたり500-4,000万米ドルで、ステージ次第で1億米ドル以上規模。平均は2,000万米ドル
- 金利
 - 基本、中小企業融資と大差なく、新株予約権の有無次第
 - ✓ VD (新株予約権付) : 5%-8%
 - ✓ VD (新株予約権無) : 8%-15%
 - ✓ 中小企業融資 (新株予約権付) : 5%-8%
 - ✓ 中小企業融資 (新株予約権無) : 8%-12%
 - 一方でVDの金利水準は中小企業融資より高いという回答もあった
 - ✓ 中小企業融資では9%を超えることはほぼない
- 種別 (用途によって大別)
 - 事業拡大用融資 (growth capital loan)
 - ✓ 返済期間は拘置期間1年を含め合計4年
 - 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)
 - ✓ IPO直前のファイナンスとなっていることから、VDの定義に含めない考え方もある

取引慣行

対象ステージ	<ul style="list-style-type: none"> 大手銀行はアーリー以降全てをカバーするケースが一般的。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) とする見方と、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2つの考え方がある 中小銀行ではアーリーやレイターなどフェーズのみをカバーする銀行もあるなど個社ごとの方針が異なる
対象業界	<ul style="list-style-type: none"> • 主要は、テック (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)、ヘルスケア、ロジスティクスであり、他にも半導体やコンシューマー
プレイヤー	<ul style="list-style-type: none"> • 大手金融機関やVDファンドが主要なプレイヤーである
申込から実行まで	<ul style="list-style-type: none"> • 3か月-1年ほどである
外部プレイヤーとの連携状況	<ul style="list-style-type: none"> • VC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も連携。結局はVCがそのSUを存続させるか決めるため、VCとの連携を重視する (Sequoia Capital筆頭に上位20社との関係性を重視) • 銀行間で情報連携 (コベナンツや財務等) を行う場合がある • 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SU側が選定し、第三者評価を実施する場合がある (コストは、借り手もしくは双方で負担)
IPO時の取り扱い	<ul style="list-style-type: none"> • IPO時に返済させるという構造が基本となっている • 新株予約権やコンバーチブルオプションはIPO時の行使が基本となっている
その他	<ul style="list-style-type: none"> • 一部、融資口座を決済口座として利用してもらう慣行があったが、近年の銀行破綻によるリスク分散の傾向の高まりからその慣行がなくなりつつあり、その結果貸付コストが上昇している • リスクヘッジとして、マイルストーンを達成するたびに使える枠を増やす方法や全資産担保の活用も見られる

米国調査内容 | 地域による違い

米国内でも地域ごとに盛んな業種や融資規模は異なる

凡例： **融資規模が「大きめ*1」と言及有**

地域	盛んな業種
Silicon Valley*2	ALL
San Francisco Bay Area	Technology, SaaS, AI, Fintech
Northern California	
Boston *3	Biotech, Pharmaceuticals, Healthcare
Austin (Texas)	Technology, Manufacturing, Logistics
New York	Fintech, Media, E-commerce
その他新興地域 Denver, Salt Lake City, Atlanta	Clean energy, Consumer products

*1：融資規模が大きめの地域では300-500万米ドルが最低規模（稀なケース）であり、2,000万米ドル規模程度になることもある。融資規模が小さめの地域でのアーリーへの融資は50-500万米ドル規模となることもある

*2：Silicon ValleyではVCが多く存在するSand Hill Roadもあり、VCのプレゼンスが大きいため、融資規模および件数も多い

*3：BostonではハーバードやMIT等多くの大学があり、多くのライフサイエンス企業が存在し、より長い資金調達サイクルを必要とする傾向がある

米国調査内容 | ベンチャーデット市場環境・取組実態

SUからの需要も旺盛で、かつ銀行側としてもVDの金利収入やキャピタルゲインは収益性が高い。また、VD以外も含む長期的な収益化や、クロスセルへ繋げることもできる側面もあり、取組に繋がっている

SUから求められる機能

- **VDの提供以外で銀行に求められる機能**
 - IPO時はバリュエーションやDD等のサービス提供
 - Fractional CFO（フルタイムではない外部CFO）*1の紹介

公的支援の枠組み

- **公的支援として下記が挙げられたが、活用は限定的とみられる*2**
 - 補助金制度はClimate technology等の特定のセクターに限られる
 - Investment（VDと思考）を判断するにあたり、必要な情報の提供や人材育成の機会の提供がある
 - 州によっては、銀行を通してSU等に資金を供給する制度がある
 - SUや投資家向けの税制優遇は一部あるものの、SU設立を促進するような支援はない

規制環境

- **中小規模にはFDIC、大手銀行はFRB・OCCの規制下**
 - 大手銀行はFRBやOCCの規制下にある。下記が関連して大手銀行への規制は中小企業より厳しい
 - ✓ LISCC (Large Institution Supervision Coordinating Committee) があり、大手銀行は専任監督チームの監督下
 - ✓ FRB,OCC,FDICのレバレッジドローン規制は大手銀行を意識
 - ✓ FRBによる大手米銀に対する必要資本比率の引き上げ
 - 中小規模の銀行はFDICの規制下にある。リスクに応じて金利を上げる必要があるが、大手より規制が厳しくないため、リスクの高いSUに対して融資が可能となっている

取組実態

- **取組目的・意義**
 - SUからの需要も旺盛で、かつ銀行側としてもVD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。また、早期の関係構築によるVD以外からの長期的な収益化や、下記のようなクロスセルに繋がられることも取組の背景にある
 - ✓ 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、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
- **与信残高・累計実行件数**
 - 積極的な取組を進めている中小銀行にて銀行貸出金全体の約5%（10億米ドル規模）を占めている
 - 積極的な取組をしている別の中小銀行にて、VDの顧客規模は、全体顧客の10-15%程度を占める
 - 大手銀行では、年間の新規取引は数百程度（2021年の高水準時に比べて新規取引が減少している）
 - 銀行規模に比例してVD規模が大きいわけではなく、まだ発展途上の段階である
- **他のプレイヤー（エクイティ、デット）との棲み分け**
 - 銀行とファンドの違い：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い
 - 銀行間の違い：大手行と中小行で下記違いが見られる
 - ✓ 大手行はアーリー以降全てをカバーすることが一般的である
 - ✓ 中小行ではアーリーやレイターなどフェーズのみをカバーする銀行もある

*1：Fractional CFOは1人あたり10社程度を担当するケースもある。1社あたり月1日から週4日ほど業務を行う

*2：大半のインタビューにおいて公的支援はほとんどないといった回答であり、回答いただいた場合もあまり活用していないという温度感であった点に留意が必要

(ご参考) 米国調査内容 | 大手と中小への規制の違い・近年の動向

非G-SIBsへの監督は第一トランプ政権時に大幅に緩和。SVBの破綻を機に、FRB・FDIC・OCCより「大手銀行の自己資本要件を厳格化する規制改正案」が公表されていたが、実際に施行されるかは不明

• FRB・FDIC・OCC「銀行の自己資本要件を厳格化する規制改正案」

- 第1次トランプ政権では、G-SIB未満の銀行への監督が大幅に緩和されたが、SVBの破綻を機に、バイデン政権ではG-SIB未満銀行の監督を再強化する案として、FRB・FDIC・OCCが共同で「大手銀行の自己資本要件を厳格化する規制改正案」を2023年7月27日に公表した
- もっとも、第2次トランプ政権でこの強化案が実際に実施されるかは不明となっている（大手銀行に対して2025年7月1日から段階的に施行され、2028年7月1日に完全施行される予定であった）
- 本改正案は、バーゼルIII最終化に関する規制改正とグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）サーチャージに関する規制改正から構成

• バーゼルIII最終化に関する規制改正

バーゼルIII最終化を実施するものである。さらに、2023年3月の銀行破綻を受け、より広範な大手銀行に自己資本規制を適用し、銀行システムをより強靱にするものである。本規制案の主な内容は次の通り

- 総資産1,000億ドル以上の銀行およびその銀行子会社（大手銀行）、ならびに重要なトレーディング活動を行うその他の銀行に適用される。なお、コミュニティ・バンクは対象外である
- リスクベースの自己資本規制の計算と複雑な枠組みを軽減し、銀行間の規制の一貫性を強化し、自己資本の十分性についてのより効果的な監督・市場評価を促進するものである
- 特に、信用リスク、市場リスク、オペレーショナルリスク、金融デリバティブ・リスクに関連する自己資本フレームワークを標準化する。さらに、特定の有価証券の未実現評価損益を自己資本比率に含めることを義務付ける。また、大手銀行は、レバレッジ補完比率（SLR）、発動された場合には、カウンターシクリカル資本バッファ（CCyB）の対象となる
- 本規制案が適用された場合には、大手銀行全体で普通株式等Tier1資本が1,700億ドル（16%増）積み増す必要があると試算される。積み増しは、主に最大かつ最も複雑な銀行によるもので、ほとんどの銀行は、規制案の要件を充足する資本を現時点で有している

• グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIB）サーチャージに関する規制改正

G-SIBに対する資本サーチャージの計算に一定の調整を加える規制案である。本規制案は、各銀行のシステミック・リスク・プロフィールとサーチャージの整合性を高めるものである。特に、銀行のシステミックな重要性を期末残高のみで測定するのではなく、年間を通じて平均して測定することでより整合性が高まる

米国調査内容 | フロー（中小企業融資との比較）

ソーシングから審査、モニタリングまで、全てのフェーズでVCからの情報提供が重要な役割を担っており、VCとの連携がなければ取組が難しい状況である

		ソーシング	審査	モニタリング	
VDの場合 融資担当 審査担当	参考 米英中小企業融資の場合	<ul style="list-style-type: none"> suやVCに関わりを持つ人材のコネクション 銀行間の情報連携 VCからの情報提供 <ul style="list-style-type: none"> 融資担当者がVCに最近資金供給したSUや、デット調達を検討しているSUをヒアリングするケースも確認した 	<p>【審査内容】</p> <ul style="list-style-type: none"> 収益確保の考え方に関連して大きく2つのタイプが存在。審査時に市場環境の観点を重視する点は共通している <ul style="list-style-type: none"> 金利収入単体でマネタイズする方針の場合：重視度順に、VCからの調達状況・投資家情報、経営層、事業計画や予測財務諸表 キャピタルゲインや他の手数料収入も含めてマネタイズする方針の場合：VCの把握やVCからの資金調達状況を最重視。財務情報は重視しない傾向にある <p>【コバナンツ】</p> <ul style="list-style-type: none"> コバナンツを設定し、モニタリングに活用 	<p>【ツール】</p> <ul style="list-style-type: none"> 大きく2つのタイプが存在 <ul style="list-style-type: none"> 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 高度化されておらずExcelを使用するケース 案件規模や業界によっては第三者の評価を使用する場合もある 	<ul style="list-style-type: none"> 毎月-四半期毎にコバナンツ順守状況をモニタリング、SUとのミーティングを実施 <ul style="list-style-type: none"> ランウェイの長さによっては、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するケースもある 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はSU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は、直近ラウンドでのバリュエーションを確認したり、直近ラウンドからの進捗を踏まえてダウンラウンド懸念がないかを検討することで把握する
	参考	<ul style="list-style-type: none"> 顧客と交渉 申込の受付 	<ul style="list-style-type: none"> 借り手が事業計画策定に慣れていない場合は融資担当が見込みについて話を聞きに行く等 	<ul style="list-style-type: none"> 四半期毎に財務情報の提出を受け、審査システムを使用して財務分析を実施後、借り手とのMTGを実施 	
	米英中小企業融資の場合	<ul style="list-style-type: none"> 融資条件（融資額、融資金利やコバナンツ）や営業上の留意点、どのような点に留意して稟議を上げるべきかについて助言 	<p>【審査内容】</p> <ul style="list-style-type: none"> 過去3-5年の財務情報、直近の四半期報告書と前年同期の四半期報告書を求め、事業キャッシュフロー（EBITDA等）とレバレッジを重視 事業計画計画や予算計画の提出については融資額の多寡によるが、小規模企業の場合などは過去の財務情報（3年）に基づいて翌年のキャッシュフローを銀行で予測 中小銀行の場合は、柔軟に対応 	<p>【ツール】</p> <ul style="list-style-type: none"> 中小企業向け融資については、財務情報を審査システムに入力し、出力された財務情報に基づき融資の可否を判断 審査システムにはキャッシュフロー予測機能も備わっている 	<ul style="list-style-type: none"> 財務情報の共有を受け、財務分析を実施。契約時に設定した財務コバナンツ（2-3つ）の抵触など懸念事項や確認事項がないか、また事業計画の達成状況も確認 コバナンツに抵触した場合でもすぐにはデフォルトとせず、直接、あるいは融資担当者を通じて納得できるまで説明や追加情報（売掛金や在庫データ）を求め、最終評価を検討する

*：金融庁公開資料およびインタビューを基に作成

米国調査内容 | 審査

どの銀行もVCからの資金調達状況を最重視している。金利での収益化が基本の大手は審査が厳格であるが、中小銀行は新株予約権を収益源としリスクを許容するためVCからの情報提供に依存している

大手銀行

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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> VDに最適な時期は資金調達直後であるため、その資金用途方向性を確認。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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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

有識者コメント

事業計画を最重視する点以外、中小企業融資と差異はない。審査基準は業界毎に存在し通常融資より高い



大手銀行A

審査からモニタリングまでシステムはSalesforceのnCinoを使用している



中小銀行X

審査ツールに関しては高度化されておらず、Excel等を使用しているケースも多々ある



中小銀行Y

中小銀行

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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 2行で確認された
中-高 定量	バリュエーション	<ul style="list-style-type: none"> 1行で確認し、優先度は中-高
中-高 定性	知的財産権	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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

米国調査内容 | コベナンツ

コベナンツを設定し、モニタリングに活用することが一般的である。コベナンツの内容や設定有無は、そのSUのステージや他の銀行との競合状況等によって決まる

種類	コベナンツ	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	<ul style="list-style-type: none"> 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 コベナンツまでにはしないが重視している銀行もある 	<ul style="list-style-type: none"> 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、収益が入ってきているため軽視される
非財務	Investor abandonment	中	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 流動性比率、現預金（例：バーンレート×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	<ul style="list-style-type: none"> 四半期毎に財務諸表をレビューするというものである 	<ul style="list-style-type: none"> 報告義務自体をコベナンツ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	—	—

- インタビュー全体を通して、アーリーでは財務コベナンツよりも非財務コベナンツが重視される
- またMAC条項として、ビジネスモデルの変更などをした場合の期限前返済を求める条項（Acceleration clauses）を含める場合がある。設定ケースの例は下記の通りである
 - 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
 - レイターステージ向け融資の場合

米国調査内容 | モニタリング

金利だけでマネタイズする銀行もキャピタルゲインを狙う銀行も、CF状況に応じたSUとの定期的なコミュニケーションを重視している

	項目	頻度	モニタリング主体	内容
個別管理	定期モニタリング	毎月-四半期	融資担当者 審査チーム	<ul style="list-style-type: none"> 基本的な頻度としては、毎四半期もしくは毎月SUとのミーティングを実施する銀行が多い 融資担当者は継続的にSUを訪問し財務諸表を提出してもらい、審査担当も含めて確認する。コバナンツの順守状況を確認するだけでなく、経営状況やCF・資金繰りの見直しについてのディスカッション等も実施する コミュニケーションを大事にする背景には、市場環境の変化や資金繰り状況に関する課題について銀行側でも常に把握し共に解決するという考え方がある 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 新株予約権付の場合、内部管理上投資となるが、それに伴うモニタリングの違いはない
	問題認識時モニタリング	週2日-毎月	融資担当者 審査チーム	<ul style="list-style-type: none"> ランウェイ次第で、ミーティング頻度が高まったり、投資家と会議を実施したりするケースもある <ul style="list-style-type: none"> ランウェイが半年を切ったり、当初より現金が減っている場合は毎月投資家とミーティングを実施、ランウェイが2-3か月になると毎週ミーティングを実施、ランウェイが1か月程度になると週に2-3回実施することもある
ダッシュボード管理	収益 (エクイティ部分)	毎日	経営層 VD専担部署	<ul style="list-style-type: none"> 直近ラウンドでのバリュエーションを確認したり、直近ラウンドからの進捗を踏まえてダウンラウンド懸念がないかを検討することでエクイティ部分の価値の把握を実施している 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 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 またその際大手銀行においてもツールを活用せず、Excelでの手管理を行っている
	その他全体	毎日-毎月	全行レベル ポートフォリオマネジメントチーム	<ul style="list-style-type: none"> 業種によって市場環境が異なることから業種別でモニタリングを実施する キャッシュフロー含む財務実績やコバナンツ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する 流動性がなくなってきたSUに対して、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SU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

米国調査内容 | 収益管理

収益管理に関しては、大手銀行ではVDや後続の融資での金利収入単体でのマネタイズ方針が確認されたが、中小規模の銀行ではキャピタルゲインを主な収益源としていることが確認された

収益管理

	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	<p>基本的には金利収入がメイン</p> <ul style="list-style-type: none"> 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、大手銀行では新株予約権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) 	<p>クロスセル・キャピタルゲインも主な収入源</p> <ul style="list-style-type: none"> アーリーの新株予約権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 	<ul style="list-style-type: none"> マネタイズ方針は大手銀行と中小銀行で違いを確認 <ul style="list-style-type: none"> - 大手はVDの金利収入だけでマネタイズしている - 中小はキャピタルゲインを主な収益源とする 前者は審査がより厳格であり姿勢の差としても現れている 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りターンは13%-20%超となっている (中小企業融資の場合は5%-10%程度) VDの引当率は通常融資より水準は高いが、0.1-0.15%程度に留まる (引当率はデフォルト率と同水準) <ul style="list-style-type: none"> - SUやVCとの密な対話により、常に状況を把握することにより低い引当率を実現している 						
	手法	<ul style="list-style-type: none"> 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 		<ul style="list-style-type: none"> 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 	<p>担保</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>事例</th> <th>備考</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>全資産担保</td> <td>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</td> </tr> <tr> <td>知的財産権</td> <td>ソフトウェア系、ヘルステック系が多い</td> </tr> </tbody> </table> <ul style="list-style-type: none"> 有形資産が乏しいことから全資産担保が活用されており (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)、経営者保証は見られない 知的財産権を担保とするケースもあるが、VCからの許可が下りない、結果的にVCが優先される、最終的に収益化が難しいという理由等からあまり重視されていない 	事例	備考	全資産担保	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
事例	備考								
全資産担保	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								
知的財産権	ソフトウェア系、ヘルステック系が多い								

米国調査内容 | 組織・人材 (1/3)

VD専担部署は本部だけでなく支店にも存在しており、銀行により本部集約の度合や役割分担が異なる

	項目	内容
組織	本部・営業店の役割	<ul style="list-style-type: none"> 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専担部署があり、支店ごとにセクターの特徴がある 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%、あるVD事業拡大中の中小銀行で5%程度 VD取引量が大きいところでは、専担部署の中で、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間がいることで、SUが傾きかけてもサポートができたり、より大きな案件が可能となる 本部と支店の役割について、銀行の方針により分権型モデルと中央集権型モデルがある 一般に本部の役割は下記の通りである <ul style="list-style-type: none"> 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SUとのコミュニケーションを始めることが多い VD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 一般に支店の役割は下記の通りである <ul style="list-style-type: none"> 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
	モニタリングサポート体制	<ul style="list-style-type: none"> 融資・審査担当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 また、融資・審査担当以外に、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 <ul style="list-style-type: none"> 財務実績をトラックし、コバナンツの遵守状況を監視し、業況悪化懸念を積極的に検知する 融資条件によっては、彼らはアドバイザーとしての立ち位置でSU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 上記とは別でVD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う さらに、専門業種外のSUに融資をする場合は第三者のアドバイザーを活用し、モニタリングに役立てることもある

米国調査内容 | 組織・人材 (2/3)

人材は採用するだけでなく、育成することも多い。自行で銀行業務を教育すればよいという考えから、採用の際には、VCやSUとのコネクションを有しているか人材かどうか重要視されている

	項目	内容
人材・ノウハウ	人材特性	<ul style="list-style-type: none"> ここ5年ほどで、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た ソーシングの基盤となるSUコミュニティとの交流やコネクション、SUの課題解決（例：財務や人事関連）に貢献する姿勢・能力が求められる
	人材配置	<ul style="list-style-type: none"> ソーシング：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。SUコミュニティとの交流やコネクションを有している人材（具体的な例としては、引受業務の経験があり彼らとのコミュニケーションに慣れている人材等）が重宝される 審査：クレジットアナリストとして、コンサルやバリュエーション、審査ポリシー策定の経験がある人材を配置する モニタリング：ポートフォリオマネージャーが実施。チームとしては審査と一体化している場合がある
	人材確保・育成	<ul style="list-style-type: none"> VCや他行（投資銀行や商業銀行）の出身の経験者採用だけでなく、未経験者を育成する取り組みがあることが一般的である。銀行の規模により育成の対象の違いがみられる <ul style="list-style-type: none"> 大手銀行では未経験の支店職員を本部で育成してVD人材を育成する取組が見られる 中小銀行ではCredit training programにて大学卒業してすぐの人を育成する取組が見られる 複数の銀行で未経験人材の育成の取組があるため、採用においては銀行業務経験よりコネクションを有しているかどうかを重視している銀行が多い 外部から人材を確保する場合、給与も大事であるが、前職より環境が整っているか（グローバルなネームバリューや良いツールがあるか等）も重要視される 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SUのバリュエーションや資本構成、テクノロジー、IPの評価などをカバーしている 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により全体的な理解を図る
	ノウハウ蓄積	<ul style="list-style-type: none"> 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

米国調査内容 | 組織・人材 (3/3)

VDの融資担当者は、中小企業融資と比較して変動給の割合や総額の報酬が高い。また融資担当と審査担当の利益相反対策については、ペナルティーや承認フロー、チーム設計の工夫が見られる

項目	内容
報酬	<p>報酬体系</p> <ul style="list-style-type: none"> • 融資担当の場合：固定給+変動給（例：固定給15万-20万米ドル+変動給で、合計20万-40万米ドル） <ul style="list-style-type: none"> - 中小企業融資の融資担当者と比較して、多い場合で20%-40%ほど報酬が高い - ポテンシャルのあるSUを見つけ、関係性を維持していく必要があるため、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 - また、変動給には新株予約権が含まれる場合がある • 審査・モニタリング担当の場合：固定給+変動給（ただし変動給の割合は小さく10%-20%程度） <ul style="list-style-type: none"> - 中小企業融資の審査・モニタリング担当者よりは報酬が高い - 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
	<p>その他 (利益相反対策等)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 厳格な委員会承認フロー（審査担当、リスクチーム、リスク責任者*）により利益相反問題を回避している。特に融資金額が大きい場合、委員会を通さず進めることはできない • また、融資担当者の変動給にはデフォルト率へのペナルティーが含まれており、リスクテイクのバランスを取っている • 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に工夫がなされている

*インタビューではunderwriterと表現されており、リスクを引き受ける人と認識

(ご参考) 米国調査内容 | 外部研修サービス事例 | CFI社

人材育成の一環として内部において研修プログラムを用意する他、外部研修サービスの利用も確認されている

- | | |
|--------|---|
| CFI社概要 | <ul style="list-style-type: none"> CFI (Corporate Finance Institute) 社は金融系の研修 (150万人の世界中の専門家による5千以上の講義) やツールを提供している2016年設立のグローバル大手企業 新卒研修、スキルアップ、リトレーニング等の目的で活用されている |
| 主要コース | <ul style="list-style-type: none"> 主要なトレーニングコースは下記の通り <ul style="list-style-type: none"> Financial Modeling & Valuation Analyst Certification Commercial Banking & Credit Analyst Certification Capital Markets & Securities Analyst Certification Business Intelligence & Data Analyst Certification Financial Planning & Wealth Management Professional Certification FinTech Industry Professional Certification |
| 形式 | <ul style="list-style-type: none"> オンデマンド |
| 対象者 | <ul style="list-style-type: none"> JPMorgan, Citi, HSBC等の法人利用が確認されており、新卒・中途研修や部門研修に活用される キャリアアップを求める個人 (初心者含む) 利用もある |
| 価格 | <ul style="list-style-type: none"> プランに応じて異なるが、最低料金プランの場合は399米ドル/learner/year |
| 期間 | <ul style="list-style-type: none"> 期間は決まっておらず利用者のペースに依る 講義時間自体は、1つあたり1時間未満-3時間ほど |

(研修例) Commercial Banking & Credit Analyst Certification

- 主要コースの1つであるCommercial Banking & Credit Analyst Certificationには、59講義、19試験が設けられている
- 受講者は、リスクマネージャーや審査担当、融資担当等を目指している/現職が多い

- Fundamentals of Credit (1h14min)

- 上記コースの1つであり、研修内容例は下記の通り
 - Creditの定義と歴史
 - Creditの5Cフレームワーク
 - 金利・ローンの種類
 - 担保の設定
 - 減価償却スケジュールの構築方法
 - 定性・定量評価ツールの使用方法

- Venture debt (2h14min)

- 上記コースの1つであり、研修内容例は下記の通り
 - 初期のエンタープライズライフサイクル
 - 資金調達プロセス
 - VDの用途
 - VDのリスク評価モデル
 - タームシート
 - 主要なベンチャー分析指標
 - 新株予約権の仕組み



英国

英国調査内容 | 定義・商品例・取引慣行

ベンチャーデットは、VC出資を受けて製品・サービスを市場投入し、既に売上が立っているスタートアップに対して大手銀行や専門ファンドによって提供される。高い金利設定や新株予約権の付帯が特徴的である

ベンチャーデットの定義・基本情報

- 定義
 - 「VC出資を受けて商品・サービスをローンチし、一定の市場を獲得して売上が立っているスタートアップに対し提供される融資」という点は概ね共通
- 形式
 - 証書貸付 (term loan)
 - 融資枠 (credit facility)
 - 社債保証 (bond facility)
- 融資金額・期間
 - 年間売上に対する倍率や資金用途等を基に決定
 - 概ね100万-1,000万ポンド程度
 - 融資期間は2-4年程度が一般的
- 金利
 - 多くは固定金利。参照金利+マージンで決定
 - 現在の英国の場合は10-12%程度
- 種別 (用途によって大別)
 - Growth capital loan: 事業拡大
 - Working capital loan: 経常費用
 - Equipment capital loan: 設備投資
 - Bridge financing: 次の調達ラウンドまでの繋ぎ融資
 - Acquisition facility: 他社の買収資金

取引慣行

- | | |
|--------------|--|
| 対象
ステージ | <ul style="list-style-type: none"> • シード期を終えたアーリー以降のスタートアップを対象とする • 業種 (銀行・専門ファンド等) ではなく、拠出できる資金額によって顧客対象のステージが変わる (後期ステージほど資金需要が大きい) |
| 対象
業界 | <ul style="list-style-type: none"> • 基本的に高成長のスタートアップを対象とするため、近年の高成長産業を対象としている • したがって、テクノロジー、通信、ライフサイエンス等が中心 |
| 主要
プレイヤー | <ol style="list-style-type: none"> ① 大手銀行 (HSBC, Barclays, Lloyds, NatWest) ② ベンチャーデット専門ファンド (Kreos, Claret, Atempo, Bootstrap) ③ オルタナティブ・レンダー (Funding Circle, Albion Capital) |
| 申込から
実行まで | <ul style="list-style-type: none"> • 最短で2週間、最長で8か月 • 大銀行の場合は平均すると4-8週間での融資が実行される |
| 外部との
連携状況 | <ul style="list-style-type: none"> • VCとは緊密に連携しており、特に①案件のソーシング、②審査時の参考情報の取得、において必要不可欠 • 英国市場の成熟とともに、ベンチャーデット提供者とスタートアップをマッチングさせる仲介事業者 (advisor) の活動が活発化している |
| その他 | <ul style="list-style-type: none"> • 多くの場合、融資には新株予約権 (warrant) が付帯する • 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 • 返済は、利息のみ返済期間と元利返済期間の二部構成が多い |

英国調査内容 | ベンチャーデット市場環境・取組実態

ベンチャーデットは採算性が高く、銀行にとって収益ドライバー・収益多角化要因となっている。英国の市場は200億ポンド程度の規模であり、HSBCやKreosといったプレイヤーがシェアの太宗を占めている

スタートアップ企業から求められる機能

希薄化を伴わない成長資金の供給

- 商品・サービスの市場投入を終えたスタートアップに対し、ベンチャーデットとして成長資金（生産拡大・新規市場開拓）を供給
- 会社の所有権（株式）を希薄化させずに次の資金調達ラウンドまで事業を継続するための繋ぎ資金を供給

事業拡大のための専門サービスの提供（一部）

- 会社経営機能の提供や経営陣への助言等は主にVCが実施しており、ベンチャーデット提供者がこの役割を担うことは稀
- もっとも、海外ネットワークを持つ銀行が海外市場開拓をサポートする等、デット提供者の強みを生かした支援が提供されることもある

政府による支援の枠組み

制度的な支援

- Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) のような投資家減税が VCI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

政府/British Business Bankによる支援

- BBBがベンチャーデットの標準的なプラクティスを示したお陰で、それを参考に多くのベンチャーデットプレイヤーが市場に参入できた。
- BBBはKreos Capital等の主要ファンドに初期の出資者 (LP) として参加している。これがベンチャーデットファンドの発展の契機となった
- 一方で、フランスのBpifranceのように、ファンドとスタートアップのマッチングやスタートアップへの投資など、直接的な支援・介入は行わない

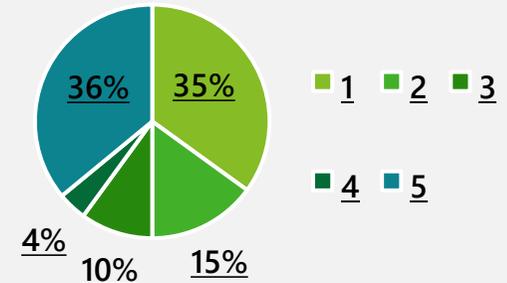
取組実態

取組目的・意義

- ベンチャーデット事業は単体で採算性が高いため、銀行にとっては収益ドライバーであり、収益多角化にも貢献している
- また、スタートアップ・エコシステムでのプレゼンスを確立し、将来性のある企業とのリレーションを構築することも重要な戦略的意義である
- 高い収益性と市場の拡大を背景に、単純な収益を目的としたベンチャーデット専門ファンドの設立・参入も多く見られる

市場の規模と構造

- 英国市場（与信残高）はBBB統計によると200億ポンド程度
- 市場シェアは、HSBCによれば右グラフの通り



他のプレイヤー（エクイティ/デット）との棲み分け

- 銀行とファンドの違い：一般的に、ファンドのほうが融資条件が柔軟であり、コバナンツも設定されないことが多い。銀行はより保守的かつ厳格で、当初の融資条件の履行を求める傾向にある
- 銀行・ファンド間の違い：融資対象とするスタートアップは主に1回あたりの融資額 (ticket size) によって決まり、銀行かファンドかといった業種の違いには依らない。後期ステージになると資金需要が大きく、大手銀行やKreos Capitalといったticket sizeの大きいプレイヤーの出番となる

英国調査内容 | フロー

ソーシングにおいては、VCや他プレイヤー、仲介事業者からの紹介が案件獲得チャネルの太宗を占めており、ベンチャーデットの普及においてはまずこうしたスタートアップ・エコシステムの厚みが重要である

ソーシング

【担当者】

- 職務の分掌が進んでいる大手銀行・ファンドでは、営業担当者 (relationship manager) が案件の開拓を担う
- 比較的人員の少ない中小ファンド等では、一人の担当者が営業から案件分析、契約条件交渉まで一連のプロセスを担う

【案件獲得チャネル】

- 主な案件獲得チャネルは以下の通り：
 - ① VCからの紹介
 - ② 他のベンチャーデットプレイヤーからの紹介
 - ③ 仲介事業者 (advisor) からの紹介
 - ④ スタートアップ経営陣との対話や取締役会の傍聴
 - ⑤ 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
 - ⑥ 産業セクターごとの各種ビジネスイベント

審査

【審査内容と考え方】

- 融資審査においては、結局のところ以下2点を判断している
 - ① 事業の将来売上...このスタートアップが事業計画通りに成長した場合に、最終的にどの程度の市場を獲得し、どの程度の売上が達成できるか
 - ② 会社の生存可能性...上記の成長を達成するまで会社が生き残れるか、つまりはキャッシュが不足しないか
- 上記①②を判断するために、定性情報、定量情報を収集する（具体的な項目については次ページ参照）
- スタートアップの場合、トラックレコードが短く利用できるデータが少ないこと、短期間で経営状況が大きく変化することが審査上の課題である。そこで、月次などの短いスパンでデータを取得したり、過去の財務諸表データを様々な仮定で将来に延長した予想財務諸表を使ったりして審査を実施する

【ツール】

- 審査・モニタリングの高度化・効率化のために様々なツールが使われている。ツールは主に以下2種に大別される
 - ① データ収集ツール
 - 融資先のオンラインバンキングやクラウド会計ソフトにAPI接続し、最新のデータに常時アクセスする
 - 融資先が直近の財務諸表データを入力できるプラットフォームを準備し、コバンツで毎月のデータ入力を義務付け
 - ② データ分析・可視化ツール
 - 収集したデータを可視化し、競合他社比での成長率や、事業の変調等を分析・検知する。例としては以下：
 - GILION <https://www.gilion.com/platform>
 - re:cap <https://www.re-cap.com/recap-institutional>

モニタリング

- 融資後も、多くの場合は月次で財務諸表データを確認し、事業計画との乖離や問題の兆候を早めに把握する
- 新株予約権の価値については、EBITDA倍率による企業価値評価や、ブラック=ショールズ式によるコール価値計算により、定期的に評価額を確認する

英国調査内容 | 営業・審査

融資審査においては、「将来的に大きな売上を達成できる成長見込みがあるか」、「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

重要度		審査項目	備考
高	定量	売上関連指標	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 元利金返済カバー率等
中	定量	予想財務諸表	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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

英国調査内容 | コベナンツ

銀行ではコベナンツの設定が見られる一方、柔軟な融資条件が魅力であるファンドではコベナンツは避けられる傾向にある。主な条件としては、ビジネス環境の変化や経営陣の交代等が挙げられる

種類	コベナンツ	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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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 	—

- 一般的に、銀行のほうがコベナンツの設定が多く見られ、ファンドはコベナンツの設定を避ける傾向にある
- 銀行は保守的かつ当初条件通りの厳格な返済を求めることが多い。これは銀行の内部的な報告の必要性、運用ガバナンスの観点からも要請されている
- ファンドは銀行よりも柔軟な融資を提供できることをアピールポイントの1つとしている。コベナンツを設定したとしても、多くの条件には交渉の余地があり、実際に交渉で解決できずにコベナンツに抵触することは極めてまれである
- ファンドでは、何らかの条件での機械的なトリガーに頼るよりも、売上やキャッシュ等のKPIを月次でモニタリングし、変調の兆しがあれば早めに融資先と協議するというスタイルが好まれている
- 融資契約に当たっては、金利・期間・各種コベナンツ・前提条件等の融資条件を取り纏めた条件概要書 (term sheet) が作成され、term sheetを基に交渉したのちに正式な融資契約が結ばれる

英国調査内容 | モニタリング

スタートアップでは可用データが少ないほか、経営状況が短期間で大きく変化するため、月次で財務諸表の計数をモニタリングし事業計画との乖離や問題の兆候を早期発見するモニタリングが重要である

	項目	頻度	モニタリング主体	内容
個別管理	定期モニタリング	毎月～四半期	ポートフォリオチーム	<ul style="list-style-type: none"> 多くの場合は月次で融資先に財務指標を報告させ、モニタリングツールで分析している モニタリングツールでは、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、何か問題が起こる兆候がないか (horizon scanning) を特にチェックしている また、定性評価としては、①オブザーバーとして参加した融資先取締役会の様子、②VCとの情報交換、③融資先の顧客からのフィードバック、④融資先経営陣との会話、等を重点的にチェックしている 特に、若いアーリーステージの企業に対しては頻度高く（週次以上）ミーティングをする
	問題認識時モニタリング	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 定期モニタリングで問題が認識された場合には、課題の解決や融資条件の見直しのための協議の場が持たれる 問題認識時は、対応マニュアル (playbook) を基に改善の方向性を検討する
ダッシュボード管理	収益管理 (エクイティ部分)	-	-	<ul style="list-style-type: none"> ベンチャーデットに設定された新株予約権 (ワラント) の価値は継続的に時価評価している。 株式部分の価値 (その事業の価値) の評価においては、中小企業のM&Aで企業価値評価によく用いられるEBITDA倍率等を用いることが多い 新株予約権部分の価値は、株を購入する権利 (コール・オプション) とみなせるので、一般的に使われている株価を評価するKPI (株価キャッシュフロー倍率等) やオプション価値評価モデル (ブラック=ショールズ方程式等) で計算している会社もある
	その他全体	-	経営層	<ul style="list-style-type: none"> 週次で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を確認する

英国調査内容 | 収益管理

収益については、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種類が確認された。担保の設定はあまり見られず、引当は融資額の3-5%程度である

収益管理

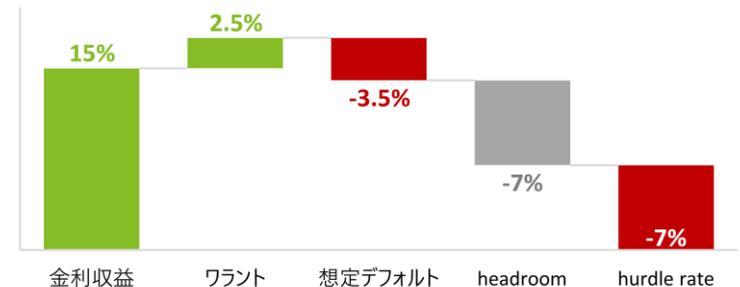
担保

	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)
考え方	<p>通常融資と同様に利息が収益源</p> <ul style="list-style-type: none"> 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割が新株予約権収益というイメージ 	<p>主な収益源はキャピタルゲイン</p> <ul style="list-style-type: none"> 一部のベンチャーデット提供者では、新株予約権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
	<p>手法</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 	

- スタートアップの場合は担保となる実物資産が少ないため、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
- もっとも、担保価値のある資産を保有するスタートアップは審査上プラスである。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
- ベンチャーデット自体がスタートアップの成長性に投資するものである。スタートアップが有する技術・ネットワークといった無形資産を時価評価している訳ではないが、そもそもベンチャーデットは事業成長担保権的な考え方で融資している

引当

- ベンチャーデットの引当は融資額の3-5%程度。現在の英国銀行融資の引当が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積んでいると言える
- もっとも、ベンチャーデットの場合は引当より「バッファ」の考え方が馴染む。たとえばAtempo Growthは下図：



- ベンチャーデット提供者の収益モデルは、金利収益を中心にマネタイズするモデルと、新株予約権行使によるキャピタルゲインを主な収益源とするモデルの2種類がある
- どちらのモデルが選択されるかは提供者の考え方に依るものであり、銀行がインカムゲイン型、ファンドがキャピタルゲイン型といった業種で分かれるものではない

英国調査内容 | 組織・人材

金融経験・資格を保有する即戦力を採用するほか、研修も整備されている。報酬は基本給、ボーナス、インセンティブから構成され、営業・審査間や対顧客で利益相反が起きないように工夫されている

	項目	内容
組織	本部・営業店の役割	<ul style="list-style-type: none"> 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部門にベンチャーデット部署を置いている 同部署のチームは主に、①営業、②審査、③モニタリング、④リスク管理、⑤法務、⑥商品設計、⑦調達・手続き 上記①～⑦のチームは各地の支店にそれぞれ在籍している。審査やリサーチを本部で集中的に行うといったことはせず、基本的にベンチャーデット融資はローカルの支店で完結する 一方で、growth capital loanでは海外市場開拓などに資金が使われることが多く、その場合は本部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
	人材配置	<ul style="list-style-type: none"> ソーシング：担当領域を持つRelationship managerを中心に新規案件の開拓を担う。スタートアップ側からの問い合わせを待つのではなく、成長産業のリサーチを実施し、営業側から有望なスタートアップに声をかけることのほうが多い。したがって、産業ごとにきわめて専門性の高い人材が必要になる 審査・モニタリング：財務分析および融資リスク評価の専門家であるCredit analystが与信判断を行う リスク管理：risk officerがリスク管理業務を監督するほか、credit analystと連携しデフォルトリスクのモデリング等を実施
人材・ノウハウ	人材確保・育成	<ul style="list-style-type: none"> 金融のバックグラウンドを持つ即戦力を採用する傾向にあり、①VCIエコシステムの経験者、②他の銀行（投資銀行・商業銀行）の出身者、③会計士、米国証券アナリスト、金融系学位などの資格保持者、等が多い 銀行・ファンド内での研修も提供されている。また、British Venture Capital Associationが提供しているVC・PEファンド向け研修もよく利用されている 金融知識のほか、融資先産業の業界知見も必要であり、金融知識と業界知見を持つ人材は重宝されている
	ノウハウ蓄積	<ul style="list-style-type: none"> 属人的に知識が蓄積されており、業務の中でOJT的に先輩から後輩へとノウハウが伝えられている
報酬	報酬体系	<ul style="list-style-type: none"> 多くの銀行およびファンドで、①基本給、②ボーナス、③パフォーマンス・インセンティブの3段構成となっている
	利益相反対策等	<ul style="list-style-type: none"> 案件組成額に応じた成果報酬の廃止、チームでのパフォーマンス評価、融資実行時ではなく融資先成長時の人事加点等

シンガポール

シンガポール調査内容 | 定義・商品例・取引慣行

ベンチャーデットの形式としては証書貸付、新株予約権付、転換型が確認され、アーリー以降のSUが対象となっている。また、米国ほどではないもののソーシング時や審査時もVCとの情報連携がみられる

ベンチャーデット定義・基本情報

- 形式（ファイナンスの目的や銀行によっても異なる）
 - 新株予約権付融資（loan with warrants/equity kicker）
 - 転換型（convertible）
 - 証書貸付
- 融資金額
 - 100-1,500万米ドル。ステージによるがエクイティ調達率の10%程度
- 融資期間
 - 銀行によって回答が異なる
 - ✓ 例1) 3-4年未満
 - ✓ 例2) 通常は半年-1年。稀に2年。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（融資期間が長くなるとその分金利も高くなるためSU側が望まない）
- 金利
 - 融資期間によるが10%-15%程度。通常金利+2%-7%（ご参考：中小企業融資の場合は通常金利+1%-2%）
 - IPOに近いほど、転換型や新株予約権付でない場合が多く、高金利となる
- 種別（用途によって大別）
 - メザニンファイナンス（mezzanine financing）
 - ✓ 全体の85%を占める
 - ✓ 米国と異なりIPO直前だけでなく、成長目的でも使用される
 - ✓ 新株予約権付か転換型かいずれかの形式
 - 事業拡大用融資（growth capital loan）
 - ✓ 融資期間は半年-1年
 - 経常費用用融資（working capital loan）
 - ✓ 融資期間はGrowth Capital loanに比べて短めで、3-6か月
 - 設備投資用融資（equipment financing）
 - ✓ 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

取引慣行

- | | |
|-----------------------|---|
| 対象
ステージ | <ul style="list-style-type: none"> • アーリー（シリーズA）以降が基本 • ミドル（シリーズB）以降を対象としている銀行もある |
| 対象
業界 | <ul style="list-style-type: none"> • B2CではコーヒーチェーンやEコマース等 • B2Bではソフトウェア、ロジスティクス、ヘルスケア、AI等 |
| プレイヤー | <ul style="list-style-type: none"> • 銀行のメインプレイヤーはUOB, DBS, OCBC等の国内大手行、及び大手外銀（SVBの買収によりHSBCも参入） • 一定の規模以上のVCは5社から8社程度 |
| 融資申込
から実行ま
での期間 | <ul style="list-style-type: none"> • 2-3か月以内 |
| 外部プレイ
ヤーとの連
携状況 | <ul style="list-style-type: none"> • 銀行としても0からのVD体制構築が難しいのでVC連携する動きがみられるようになっており、VCや他行からの人材流入や、VC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ようになっている • ただし、米国ほどVCとの連携は活発ではない • 米国のようにVC連携のための専属チームがあるわけではなく、現在発展段階との認識はある |

シンガポール調査内容 | ベンチャーデット市場環境・取組実態

HSBCによるSVB買収や政府系機関Enterprise Singaporeによる保証の提供が銀行のベンチャーデットの取組を促進しているが、ベンチャー市場自体はあまり大きくはない

スタートアップ企業から求められる機能

- **銀行に求められる機能**
 - ベンチャーデットの提供
 - 海外送金
 - 上記以外はヒアリング未済

ベンチャーデット普及の背景

- **HSBCによるSVB買収**
 - HSBCによるSVB買収後、アジアにもベンチャーデットが持ち込まれた
- **銀行内での環境整備**
 - 銀行内でリスクマネジメントポリシーが制定されたことで、従来は創業3年以内の早期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ケースもある

政府による支援の枠組み

- **ESG（シンガポール企業庁）による銀行への保証提供**
 - 損失の50%-70%がESGにより保証されているが状況により変動（ただし、ファンドに対する支援はない）
 - 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、VDに限ったものではなく中小企業融資の一環という位置づけ
 - SUがファンド以外から資金調達するという意味でエコシステム全体の活性化に寄与
- **政府系VC「EDBI」によるベンチャー環境整備・案件紹介**
 - 他のVCより審査が比較的緩く、SUの発展に寄与
 - また銀行に案件を紹介（EDBIの案件は比較的大きい）
 - ただし、海外企業をシンガポールに誘致する目的も大きく、本施策もVDに限った取組ではない

取組実態

- **取組目的・意義**
 - VD事業への取組の見方は2種類確認された
 - ✓ HSBCによるSVB買収後、シンガポールを含む東南アジアにもVDが持ち込まれたことで取組が進んだが（東南アジアの銀行は市場創造はしないが、すぐに参入する傾向がある）、銀行にとっての重要度はそこまで高くはない。一方で、VDの需要が以前より大きくなっている（ただし、VC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）ことに加え、多くのSUがシンガポールで設立されている。VDの金利収入だけでマネタイズする中、クロスセルにも繋げており、収益ドライバーとして取組まれている
 - ✓ 政府支援もあったり、SU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ため、重要セグメントとして認識
 - 収益以外での、SUとの連携強化のような文脈での取組意義はない
- **与信残高・累計実行件数**
 - シンガポールのVD市場はデット市場全体の0.5%未満の規模感
 - 東南アジアではVC（80億米ドル）の2%-3%がVD（2億米ドル）の規模感
 - 東南アジア全体の件数は20-70件と推計
- **他のプレイヤー（エクイティ、デット）との棲み分け**
 - 市場シェアは、銀行が30%、ファンドが70%が目安
 - 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。組織規模の大きさから、銀行よりスピード感があることも大きな違い。また、銀行よりキャピタルゲインを重視
 - 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

シンガポール調査内容 | フロー

ソーシング時および審査時にVCからの情報提供が確認されたものの、米国ほどベンチャーデット供給においてVCとの連携が進んでいるようには見受けられない

	ソーシング	審査	モニタリング	
VDの場合	<ul style="list-style-type: none"> suやVCに関わりを持つ人材のコネクション VCからの情報提供 	<p>【審査内容】</p> <ul style="list-style-type: none"> 創設者、VCからの調達状況、次回ラウンド予定、事業計画・予測財務諸表、財務状況等が比較的重視されている 全体として米国に比べてVC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VCの有無を重視している銀行も確認 <p>【コベナンツ】</p> <ul style="list-style-type: none"> コベナンツの設定はVDに留まらず一般的であり、現在はキャッシュや利益に関するコベナンツ設定が多い 	<p>【ツール】</p> <ul style="list-style-type: none"> 財務諸表等（業界、国、事業の大きさも含む）のデータをMoody'sのシステムに入力し格付けを行う 上記とは別に、融資金利の水準を提示するツールも使用されている。こちらは外部ツールを使用していたが、高価だったため内製化中 その他、承認フローに対応する管理ソフトウェアも使用している 	<ul style="list-style-type: none"> モニタリング項目により頻度が異なる <ul style="list-style-type: none"> 月次：現金残高 四半期：四半期報告書や四半期財務諸表 年次：財務諸表 また、内部管理上の区分が異なるメザニンファイナンスの場合は、他のVDとは異なり投資委員会で継続的にモニタリングされる 直近ラウンドでのバリュエーションを確認することでエクイティ部分の価値の把握することが一般的であるが、銀行独自でバリュエーションを実施するケースもある
融資担当	<ul style="list-style-type: none"> 顧客と交渉 申込の受付 	<ul style="list-style-type: none"> 借り手が事業計画策定に慣れていない場合は融資担当が見込みについて話を聞きに行く等 	<ul style="list-style-type: none"> 四半期毎に財務情報の提出を受け、審査システムを使用して財務分析を実施後、借り手とのMTGを実施 	
審査担当	<ul style="list-style-type: none"> 融資条件（融資額、融資金利やコベナンツ）や営業上の留意点、どのような点に留意して稟議を上げるべきかについて助言 	<p>【審査内容】</p> <ul style="list-style-type: none"> 過去3-5年の財務情報、直近の四半期報告書と前年同期の四半期報告書を求め、事業キャッシュフロー（EBITDA等）とレバレッジを重視 事業計画計画や予算計画の提出については融資額の多寡によるが、小規模企業の場合などは過去の財務情報（3年）に基づいて翌年のキャッシュフローを銀行で予測 中小銀行の場合は、柔軟に対応 	<p>【ツール】</p> <ul style="list-style-type: none"> 中小企業向け融資については、財務情報を審査システムに入力し、出力された財務情報に基づき融資の可否を判断 審査システムにはキャッシュフロー予測機能も備わっている 	<ul style="list-style-type: none"> 財務情報の共有を受け、財務分析を実施。契約時に設定した財務コベナンツ（2-3つ）の抵触など懸念事項や確認事項がないか、また事業計画の達成状況も確認 コベナンツに抵触した場合でもすぐにはデフォルトとせず、直接、あるいは融資担当者を通じて納得できるまで説明や追加情報（売掛金や在庫データ）を求め、最終評価を検討する

*：金融庁公開資料およびインタビューを基に作成

シンガポール調査内容 | 審査

一定程度VCに依存的な銀行もあれば、そうでない銀行もある。これは、シンガポールにおいてはVDが発展段階であることに起因すると考えられる

重要度	定性	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行はメザニ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行はメザニンの場合のみ)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

有識者コメント

 大手銀行A 出身者
 審査時は、マネジメントインタビュー、法務DD、ビジネスDD、主要顧客へのインタビューに加え、Investment Managerに本件投資の考え方や資金投入水準をヒアリングする

事業計画と経営者の素質は特に重要な審査の要素である  大手銀行B 出身者

 大手銀行B 出身者
 メザニンローンの場合は、投資視点であり、資金調達状況や次回ラウンド予定、財務状況の他社比較などが重要

財務諸表のデータ入力(業界、国、事業の大きさ等も含む)をMoody'sのシステムし、格付けを行う  大手銀行C 出身者

シンガポール調査内容 | コベンツ

コベンツは一般に活用されているが、市場の状況によって内容は変化する。数年前と比較して資金調達が難しくなっている現在は、キャッシュや利益に関するコベンツの設定が多い

種類	コベンツ	頻度	概要
財務	最低現預金に関する条項	高	<ul style="list-style-type: none"> 現在はエクイティ調達が難しくなっているため、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	<ul style="list-style-type: none"> 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 <ul style="list-style-type: none"> 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も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

- シンガポールにおいてコベンツの設定はVDに留まらず一般的である
- 非財務コベンツの利用については確認できていない
- ただし、SUに対してはコベンツに関わらず情報開示を求めることはできる

シンガポール調査内容 | モニタリング

ファイナンス目的によってモニタリングは異なったり、投資委員会にてモニタリングされる場合もあるが、基本的にはCF状況によりモニタリング頻度が変わるという米国の内容と本質的な違いはないとみられる

項目			頻度	モニタリング主体	内容
個別管理	定期モニタリング	メザニン以外	毎月-	融資担当者 審査担当者	<ul style="list-style-type: none"> 基本的には投資ではなく融資として内部上も管理されている モニタリング項目により頻度が異なり、下記の通り <ul style="list-style-type: none"> 月次：現金残高（ランウェイ等も含めて最も関心が高いものの、現金残高を自動で報告するようなシステムはなく、SUの報告負担が大きいことを問題視） 四半期：四半期報告書や四半期財務諸表 年次：財務諸表 場合によっては（オイルショック時など）、業種別で実施されることもある 審査担当も顧客訪問を行うケースもあるが、審査担当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
		メザニン	最大毎年	融資担当者 投資委員会	<ul style="list-style-type: none"> メザニンファイナンスの場合投資として管理されているため、審査担当ではなく投資委員会によりモニタリングが実施される（VDではなく、戦略的投資の場合は取締役会レベルとなり階層が異なる） 最低年1回の定期会議の実施に加えて、継続的にモニタリングされる
ダッシュボード管理	収益（エクイティ部分）		不明	投資委員会 ポートフォリオマネジメントチーム	<ul style="list-style-type: none"> 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（近年はAIが実施）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（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）である ただし、銀行独自でバリュエーションを実施するケースもある（ただし、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） 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
	その他全体		不明	部門やチーム等の各レベル	<ul style="list-style-type: none"> メザニンも含めて複数のレベルでのポートフォリオ管理を実施

シンガポール調査内容 | 収益管理

ベンチャーデット単体での収益性確保が基本であるものの、クロスセルによる手数料収入も重視している

収益管理

担保

事例

金利収入がメインだがクロスセルによる手数料収入も重視

- VDの金利収入だけで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
 - ただし、そもそもVD自体が小規模で、全体アセットの1%程度であり、VDのみ独立した収益管理システムを構築するほどに至っていない。そのため、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
- 基本的にはキャピタルゲインはあまり期待できない/重視されていない
 - 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おり、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、メザニンの場合は、必ず新株予約権付か転換型であるいずれかの形式であるため、最終的にエクイティのリターン含めて10%-12%を目指す

考え方

手法

- クロスセルにつなげるため、顧客との関係性維持を重視。決済口座、FX口座、給与口座を開設させて手数料収入を狙う。加えて、レイター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う
- エクイティ部分の価値評価については、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している。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

- 収益化を目指している段階の場合、下記のような担保がなければ、融資は難しい
 - Personal mortgage
 - Personal guarantee
 - Investment funds

- 引当に関して、IFRS9号に則っており、また通常融資との違いはない

シンガポール調査内容 | 組織・人材 (1/2)

専担部署の存在は銀行ごとに異なる。また、VD人材に関しては、ネットワークを持っているかという点が重要視されている

項目		内容
組織	専担部署有無・本部・営業店の役割	<ul style="list-style-type: none"> 本部にベンチャーデット専門の部署が存在する銀行もあるが、営業店で取り扱うケースもある 専担部署（投資委員会）が存在する銀行では、本部にメザンンを扱うチームと、それ以外のVDを扱うチームが別で存在。前者は30年以上存在している
	モニタリングサポート体制	<ul style="list-style-type: none"> 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の存在を確認
	融資部門と審査部門の連携状況	<ul style="list-style-type: none"> 最低年に1回、通常半年の頻度で融資担当者と審査担当者での情報連携がなされる
人材・ノウハウ	人材特性	<ul style="list-style-type: none"> 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中小企業融資と異なり他のVCからの紹介等が契機となるため、ネットワークを持っているかが最も重要視される 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という意味でVCに求められる人材特性とは異なる。それに呼応して、VCよりは報酬水準も低くなっている
	人材配置	<ul style="list-style-type: none"> VCの要素と、審査などの銀行経験どちらも有する人材が必要であるが、両方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、両方の人材を一緒に配置する

シンガポール調査内容 | 組織・人材 (2/2)

VD人材に関しては、外部からの採用が過半数を占めるものの、行内での育成も見られる。報酬は、一部門だけを法外に高くできないことに加え、VCほどの能力は必要ないことから報酬水準もVCより低い

項目	内容
人材・ノウハウ	<p>人材確保・育成</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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人材確保 <ul style="list-style-type: none"> - 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るため、課題認識がある • 採用に関して、ファンド、投資銀行出身者、VC（政府系VCのEDBI含む）、が多い <ul style="list-style-type: none"> - 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VC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 - VC人材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 - VDの審査担当に関しては、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 • 育成に関して、Investment Banking School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
	<p>ノウハウ蓄積</p> <ul style="list-style-type: none"> • ノウハウの蓄積のためには、個別企業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いう考え
報酬	<p>報酬体系</p> <ul style="list-style-type: none"> • 固定給 + 変動給（評価次第） • 商業銀行より投資銀行の水準に近いが、VC水準ほど高くはない（通常行員の4倍の水準になることはない） • 基本的には銀行出身の方には銀行と同じ水準、VC出身の方にはVCと同じ水準をという考えであり、ファンドで働いていた人材に関しては成功報酬（Carried Interest）が重要 • 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ため、水準としては通常の銀行員の1.5倍程度 • 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、VDに関わることによる追加の報酬は基本的にはない
	<p>その他（利益相反対策等）</p> <ul style="list-style-type: none"> • 投資委員会にて意思決定を行うことで利益相反問題を回避している • 内部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

フランス

フランス調査内容 | 定義・商品例・取引慣行

既に売上が立っているSUに対する融資という点は米英と共通であるものの、政府 (Bpifrance) が市場を主導している点、SUの個別事情に合わせた融資設計の柔軟性が高い点が特徴的である

ベンチャーデットの定義・基本情報

- 定義
 - 商品・サービスを市場投入済で売上が立っているSUに対する融資
 - 英米とは異なり、VC等から外部出資を受けていないSUや、売上が立っていないSUに対しても個別事情を勘案し融資が行われる事例が見られる
- 形式
 - 通常融資 (term loan) での提供が多い
- 金額・期間
 - SUのステージ、売上高、キャッシュフロー等に応じて金額は変動し、概ね50万～1,000万ユーロの範囲
 - 融資期間は4年程度が一般的だが、個別事情に応じ8年程度の長期で貸し付ける事例も見られる
- 金利
 - 基準金利 (3か月EURIBOR) + マージンで決定
 - マージンは5-8%程度
- 商品例
 - 公的投資銀行 (Bpifrance) の場合以下3種がある
 - ✓ Seed loan : シード期のSU向け
 - ✓ Innovation seed loan : シリーズAまで
 - ✓ Innovation loan : シリーズBまたはC向け

取引慣行

- | | |
|--------------|--|
| 対象
ステージ | <ul style="list-style-type: none"> • シード期を終えたアーリー以降のスタートアップを主に対象とする • もっとも、英米に比べ柔軟性が高く、シード期のSUに対しても融資する事例が見られる |
| 対象
業界 | <ul style="list-style-type: none"> • 基本的に高成長のスタートアップを対象とする • 政府や公的投資銀行のSU支援プログラムへの参加社が多い • 近年は環境・テクノロジー分野での事例が多くみられる |
| 主要
プレイヤー | <ul style="list-style-type: none"> ① Bpifrance (②と合わせ、市場の大半を占める) ② 政府保証付きVDやBpifranceとの協調融資を行う銀行・ファンド ③ 政府・Bpifranceと連携しない少数の銀行・ファンド |
| 申込から
実行まで | <ul style="list-style-type: none"> • Bpifranceの場合は最短で10営業日 (2週間) • 金額の多寡や、申込前の事前相談等の状況に応じ期間は変動する |
| 外部との
連携状況 | <ul style="list-style-type: none"> • 政府はSUエコシステムの形成を後押しするLa French Tech政策を進めており、SUが集積するクラスター内での連携が重視されている • ベンチャーデット提供者とスタートアップをマッチングさせる仲介事業者 (advisor) が活躍しており、多くの案件組成に関与している |
| その他 | <ul style="list-style-type: none"> • 大半のVDにおいて政府/Bpifranceまたは欧州投資銀行による保証が付与されるため、リスクが抑えられており、米英と比べ金利は低い • 元利返済がない期間が1年ほど設定されることが多い |

フランス調査内容 | ベンチャーデット市場環境・取組実態

フランスでは政府/Bpifranceが最大のプレイヤーであり多額の直接融資を実行しているほか、融資保証や協調融資によって民間の取組を支援している

政府による支援の枠組み

• SU支援政策

- 政府はLa French Techと呼ばれるSU支援政策を推進している
- 同政策の特徴は全国各地に産業クラスター、SUエコシステムを作ることである。政府、Bpifrance、地元金融機関の協力のもと、1つのビルに地域のSU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SUを同区画に集めたりして、SU同士が相互作用を起こすエコシステムを作る
- また、そのエコシステムに大企業を招待し、SUが持つシーズと大企業のニーズをマッチングさせることで、SUの顧客獲得・売上創出を支援する

• 政府/Bpifranceによる支援・融資保証・協調融資

- 公的投資銀行 (Bpifrance) がVD市場における最大のプレイヤーである
- Bpifranceは融資だけでなく、SU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、SUにとっての「何でも屋」(one-stop shop) を標榜している
- 政府はフランスのVDに対し80-85%の融資保証を付けており、これによって融資リスクが大きく抑えられている
- また、フランスにおけるVDは協調融資の形態を取ることが多い。VDの専門人材はBpifranceに集中しているものの、協調融資の中にBpifranceが入ることで、他の協調融資参加者は融資リスクや審査負担を低減することができている

• 税制

- 研究開発費用の30%（上限1億ユーロ）の税控除を受けられるR&D Tax Credit制度によりSU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SUへの投融資を促進した

取組実態

• 取組目的・意義

- 政府/Bpifranceの保証と協調融資の下で比較的风险を抑えたVDが提供される。高金利や新株予約権によるキャピタルゲインによりハイリスク・ハイリターンを志向する米英のVDとは性質が大きく異なる
- Bpifranceの主目的は産業育成である
- 協調融資に参加する他の銀行やファンドの場合、ローリスク・ローリターンの融資回収と、将来の成長企業との関係構築が主な目的となる

• 市場の規模と構造

- Bpifranceの平時のSU直接融資額としては40億ユーロ/年程度である
- もっとも、2021年発表の政府投資計画“France 2030”（5年で300億ユーロの産業振興・イノベーション投資）の一翼をBpifranceが担っているため、直近2023年のSU直接投資額は94億ユーロ程度に上振れている
- また、Bpifrance及び欧州投資銀行による保証付融資（2023年）は82億ユーロである。ここには大企業向けも一部含まれるが、大半は中小企業・SU向けとみられる
- Bpifranceの保証を受けない融資を提供する主要プレイヤーは2社のみであり、融資規模は約8000万ユーロと市場全体に占める割合は小さい

• 他のプレイヤーとの棲み分け

- 大手銀行もベンチャー（特にシリーズB～C）向けに融資は提供しているものの、政府保証の下で通常の法人融資として提供しており、米英のように専用の審査基準等を整備したVDとしては提供していない
- 市場におけるBpifranceの存在が大きく、シード資金の提供や伴走支援において米英ほどVCへの依存は大きくない

フランス調査内容 | フロー

ソーシングにおいては、Bpifranceによる案件開発・協調融資のほか、資金調達アドバイザーによる仲介があり、米英に比べVCエコシステムへの依存が小さい点が特徴的である

ソーシング

【Bpifrance】

- BpifranceはフランスにおけるSUのOne-stop shopとして圧倒的な知名度を誇り、資金調達を望むSUにとってBpifranceがまず第一候補に挙がる
- また、Bpifranceは案件開発にも積極的であり、SU側の連絡を待たずにBpifranceの専門家が能動的に有望なSUを発掘し、融資を提案することも多い

【Bpifrance以外の案件組成】

- 資金調達アドバイザーの強いネットワークがあり、SUが資金調達についてアドバイザーに相談すると、アドバイザーは適切なデット提供者を紹介する
- Bpifranceの保証を受けない案件の2/3程度はアドバイザー経由である
- その他、VCやPEファンド経由での案件組成もあるが、米英と比べるとVCエコシステムへの依存度は小さい

審査

【審査内容と考え方】

- 融資審査においては、英国同様に以下2点を重視している
 - ① 事業の将来性...このスタートアップが事業計画通りに成長した場合に、最終的にどの程度の市場を獲得し、どの程度の売上が達成できるか
 - ② 会社の生存可能性...上記の成長を達成するまで会社が生き残れるか、つまりはキャッシュが不足しないか
- 上記①②を判断するために様々な情報を収集している。スタートアップにおいては利用できる定量情報が限られているため、定性情報がより重視される傾向にある
- 定量的な経営指標も見られない訳ではないがあまり重視されない。ビジネスモデルが機能しているかという定性的な判断のために、顧客当たりコスト・売上などの定量指標が参照されることはある
- キャッシュフローについては、売上によるキャッシュ創出力の他、キャッシュを調達する力も見ていく。特に、①現時点で債務超過（累積キャッシュ消費 > 累計エクイティ調達）になっていないか、②どのようなVCからエクイティ出資を受けているか、③出資済VCからさらに追加出資を受けられる可能性があるか、などが評価される

【ツール】

- スプレッドシート (Microsoft Excel等) による定性評価ツールを用いている事例が見られた
- SU支援を提供している企業やVCにヒアリングをした結果をベースに作られたもので、7グループから成る数十の質問にスプレッドシート上で回答していくと融資可否の判定が出るというものである（次ページ参照）

モニタリング

- スタートアップの口座とシステムを接続し、キャッシュフローの情報を自動で取得するなどの工夫がされている
- 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
- 特に、キャッシュ管理、売上の予実管理、顧客管理（顧客基盤が予定通り広がっているか、離脱率が高まっていないか）等が重視される
- 上記に加え、融資先と定期的に対話し、事業内容や経営品質の確認がなされる

フランス調査内容 | 営業・審査

融資審査においては、事業の将来性・ビジネスモデルやキャッシュ創出・調達能力が重視され、定量的なトラックレコードの不足から定性的な評価が中心となる

一つでも該当したら融資を断念する項目

定性評価シートの例 (1/2)

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		

出所：各社ヒアリング結果を基に作成

フランス調査内容 | 営業・審査

融資審査においては、事業の将来性・ビジネスモデルやキャッシュ創出・調達能力が重視され、定量的なトラックレコードの不足から定性的な評価が中心となる

定性評価シートの例 (2/2)

設問	備考	足切り条件
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	

出所：各社ヒアリング結果を基に作成

フランス調査内容 | コベナンツ

Bpifranceではコベナンツの利用があまり好まれない一方、Bpifranceの保証が付かない融資の場合はリスク管理の観点から様々なコベナンツが活用されている

- Bpifranceが関係する融資の場合、あまりコベナンツは用いられない。Bpifranceが融資実行において目指しているける4つのバリューの第一が「簡潔さ (simplicity)」であり、あまり複雑な融資条件の設定は好まない
- Bpifranceの保証が付かずBpifranceとの協調融資でない場合は、リスク低減の観点から以下のような様々なコベナンツが設定される（多くは、フランスの銀行融資において伝統的に盛り込まれている条項である）。どのコベナンツが設定されるかは、融資先のSUがどのステージにいるかによる

種類	コベナンツ	概要
非財務	重大かつ不利な変化条項	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 一定金額以上の債務を禁じる
財務	配当禁止条項	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • 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

フランス調査内容 | モニタリング

SUでは可用データが少なく、経営状況が短期間で大きく変化するため、計数についてはできる限り常時モニタリングしているほか、四半期～半期の頻度でキャッシュフロー等の詳細について対話している

	項目	頻度	内容
個別管理	常時モニタリング	日次～月次	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップの口座や顧客管理システムとAPIを用いて接続し、キャッシュフロー等の情報を自動で取得する取組が見られる 上記で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。特に気を付けてモニタリングしているのは以下の3点である <ol style="list-style-type: none"> ① 調達が計画通りに行かず、キャッシュが不足するような事態に陥っていないか 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）
	定期モニタリング	四半期～半期	<ul style="list-style-type: none"> 四半期～半期の頻度で融資先と対話し、事業内容・状況や経営品質に問題がないかを確認 モニタリングに用いる最重要資料としてはキャッシュフロー計算書がある 確認すべき内容や深度は、キャッシュフロー計算書やその他の報告内容の精度による。SUの場合は充実した財務報告を作ることが難しい場合も多いが、質の高い財務報告を作ることがいかに重要かをCFOに理解してもらえるようVD提供者側で努力している

フランス調査内容 | 収益管理

Bpifranceの保証が付く場合・付かない場合で金利水準に差はあるものの、主な収益源が金利収入であることは共通しており、新株予約権の行使による収益は目指されていない

Bpifrance及びBpifranceの保証付融資の場合

- 金利水準
 - Bpifranceの場合、金利水準は基準金利（3か月EURIBOR）に5%程度のマージンを上乗せしたものである
 - Bpifranceによる保証が付いた融資の場合も同程度である
 - Bpifranceにより融資金額の80-85%の保証が付くためリスクが抑えられており、米英に比べ低リスク・低金利の設計となっている
- 融資リスク
 - 80-85%の保証が付いたうえでマージンを5%上乗せすることができ、貸倒率も0.5-2%程度であるため、融資リスクは極めて限定的である
- 収益管理の考え方
 - 基本的に金利収益を目指している。ある程度の貸倒れを見込んだ高金利設定ではなく、低利だが確実な回収を目指している
 - 新株予約権の行使によるキャピタルゲインの獲得は稀である

Bpifranceが関係しない融資の場合

- 金利水準
 - 基準金利（3か月EURIBOR）に7-12%程度のマージンを上乗せ
 - Bpifranceによる保証が付いておらず、相対的にリスクが高い分の上乗せ金利が要求されている
 - 金利の決まり方に特に計算式がある訳ではなく、出資者の最低要求収益率 (hurdle rate) や人件費、ファンド運営に係る諸費用などを勘案し、融資先ごとに要求できる金利を交渉している
 - また、融資先が一定の売上水準を達成したときや、融資先の経営権構造が変化したときなどは、3%の上乗せ金利が発生することがある
 - 大企業向けの融資（基準金利 + 3-4%）や欧州ハイイールド債よりも高い金利収益を得られることから、金利だけでも投資家にとって十分に魅力的な運用先となっている
- 非金利収益
 - 融資事務手数料として融資額の1.5-3%の支払いがある
 - 新株予約権が付与されることも多く、転換額（カバレッジ）は概ね融資金額の10-20%程度である。もっとも、収益の中心は金利であり新株予約権の行使によるキャピタルゲインの獲得は限定的である
- 収益管理の考え方
 - Bpifranceの保証付きの場合と同様に、基本的に金利収益を目指している

フランス調査内容 | 組織・人材

Bpifrance及び業界団体が様々な研修プログラムを提供しているほか、Bpifranceを含む複数行での協調融資がノウハウの共有・移転の機会となっている

	項目	内容
組織	本部・営業店の役割	<ul style="list-style-type: none"> 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ことを良しとしており、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 その他の銀行の場合も、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
	人材配置	<ul style="list-style-type: none"> 各地の営業店における融資判断は少人数のチームで行われることが多く、融資責任者とクレジットアナリスト2-3名というチーム構成がよく見られる Bpifranceの場合、約1000名の職員が全国で様々な領域の起業家・SU・中小企業支援にあたっている。職員の専門性は地域に寄らず非常に高く、イノベーション、海外進出、M&A等の相談を地方においても受け付けられるようにしている また、Bpifranceのパリ本店にも高度専門人材がおり、案件によっては営業店からの相談を受け付けることもある
人材・ノウハウ	人材確保・育成	<ul style="list-style-type: none"> Bpifranceでは従業員用の研修プログラムがあり、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可能。また、Bpifrance内部に研修機関や大学を有している。後者はフランスのビジネススクール等と連携したオンライン大学で、Bpifrance以外の人間も登録すれば内容を見ることができる Bpifrance以外では、中小企業融資経験者やVC出身者に対しOJTで育成する事例がみられた また、PE/VC/VD関連の業界団体であるFrench Investが、所属企業向けに様々な研修を提供している
	ノウハウ蓄積	<ul style="list-style-type: none"> Bpifranceと民間金融機関の協調融資は、Bpifranceのノウハウを民間に移転する機会としても機能している
報酬	報酬体系	<ul style="list-style-type: none"> 多くの銀行およびファンドで、①基本給、②ボーナス、③パフォーマンス・インセンティブの3段構成となっている
	利益相反対策等	<ul style="list-style-type: none"> 案件組成額に応じた成果報酬の廃止、融資実行時ではなく融資先成長時の人事加点等

日本への示唆

日本への示唆（1/8） | 前提

日本のVD環境整備に向けて、第一に各行レベルでVD定義を統一することが望ましい。また、エコシステムは、プレイヤーであるVCやSUを含めてエコシステム全体をどう発展させるかが課題である

#	項目	問題意識	示唆
前提			
1	定義	<ul style="list-style-type: none"> 各金融機関によりVD定義が異なっているが、VDの定義をどのように定めるべきか 	<ul style="list-style-type: none"> 海外調査の結果、VD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かった。これにより、各金融機関の判断により柔軟な定義（取組領域の絞り込み）ができる一方で、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 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史料する。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（上記の通り、全ての金融機関に共通するものではないことに留意） <ol style="list-style-type: none"> 既にVCから出資を受けているSUへの融資 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SUへの融資 売上成長率が高いSU、もしくは成長分野（AIなど）に属するSUへの融資 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史料する 各銀行内で定義を作成する際、定義の考え方が取組領域・戦略に直結することに留意が必要。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SU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SUのみを指す銀行もあり、言葉の定義が取組領域に繋がっている
2	エコシステム	<ul style="list-style-type: none"> どのようにスタートアップエコシステムを形成し、各プレイヤーの連携を強化していくべきか 	<ul style="list-style-type: none"> 米英ではVDとVCと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VC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VDとVCとの連携やSU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。VD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VCやSU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、SUエコシステムを作るということである。政府や地元金融機関の協力のもと、1つのビルに地域のSU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SUを同区画に集めたりして、SU同士が相互作用を起こすエコシステムを作るとともに、VCやSUがVD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、SU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、SUの顧客獲得・売上創出を支援している

日本への示唆（2/8） | 金融機関におけるVD取組実態

ソーシングについては、意識的な案件連携体制の整備が重要であると考えられる。審査目線については、ポートフォリオ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が考えられる

#	項目	問題意識	示唆
金融機関におけるVD取組実態			
3	ソーシング	<ul style="list-style-type: none"> ベンチャーエコシステムが発達しておらず、欧米と比べてVCの数が少ない中でどのようにソーシングすべきか 	<ul style="list-style-type: none"> 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VC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VC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VCから銀行のVD部門へのトスアップを行うなど、SU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SUへの資金供給機会に関するVC・VD間の情報交換機会（ネットワーキングイベント等）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VCの厚みを増すことにシフトすることが望ましいと料する フランスでは、VCにあまり依存せず、SUにVD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。必ずしもVC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
4	審査目線	<ul style="list-style-type: none"> 一般的に資産がなく、回収懸念リスクが高いSUに対して融資を増やしていくにはどうすべきか 多くのSUが、業績見込みが赤字であり、一般的な格付け基準では要注意先や破綻懸念先となるにあたり、融資を実行していくにはどのような対策が考えられるか 	<ul style="list-style-type: none"> 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 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、VD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VD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SU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VD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 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、VD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

日本への示唆（3/8） | 金融機関におけるVD取組実態

海外では全般的に定性項目が重視されている。また、VCに依存的で定量項目を審査対象としない事例もあるが、日本の現状を考慮すると定量面も審査項目に含めることが現実的であると思料する

#	項目	問題意識	示唆
金融機関におけるVD取組実態			
5	審査項目/ 基準	<ul style="list-style-type: none"> 融資判断にあたり事業が成長し、黒字化、ゆくゆくは上場できるかが重要であるため、事業成長のドライバーとなるKPIが重要と考えるが、どのようなKPIを注視すべきか SUの将来計画や成長戦略に対して、感覚的な判断のみならず、客観的な判断も加えるにはどのような審査項目・基準が必要か 	<ul style="list-style-type: none"> SU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、VC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VC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VC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、SU作成の計画を合理的に修正することが有用と思料する
6	審査 所要時間	<ul style="list-style-type: none"> 迅速な審査を実現し、現在よりも所要時間を短縮するためにはどのような方法が考えられるか 	<ul style="list-style-type: none"> 海外でも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SU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、SU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 SUに対し将来のVDの活用について前広に助言する存在としては、VCやアドバイザーが考えられる。また、フランスではBpifranceがSU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

日本への示唆（4/8） | 金融機関におけるVD取組実態

ツールについては、米英でもAI審査の導入は確認されておらず、日本でもExcel等から順次始めることが考えられる。また、融資実行に関して段階的な貸付によりリスクを低減する米英の事例は参考になる

#	項目	問題意識	示唆
金融機関におけるVD取組実態			
7	ツール	<ul style="list-style-type: none"> 過去データが参考にならないケースが多い中でSUへの融資判断を効率的に行うためにはどのようなツールの活用が考えられるか 	<ul style="list-style-type: none"> 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、与信判断そのもの以外の部分での効率化（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など）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。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（「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）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との与信管理システムを公開せずにクイックにVD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バナンツ管理が容易になるほか、プロセスの標準化も進むと見られる
8	融資実行	-	<ul style="list-style-type: none"> 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できるものと思料する。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、SUの事業拡大とVD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

日本への示唆（5/8） | 金融機関におけるVD取組実態

中長期的には海外同様にコベナンツを活用しながら、最新のキャッシュフローを注視し、その状況に応じてコミュニケーション頻度を変えるモニタリングが有用と史料する

#	項目	問題意識	示唆
金融機関におけるVD取組実態			
9	モニタリング	<ul style="list-style-type: none"> SUの業況悪化を早期に検知できる仕組みづくりとしてどのようなものが考えられるか 一般的に状況の変化が著しいSUに対して、どのくらいの頻度でモニタリングを実施すべきか。また、資料開示が遅いケースも多い中で、どのようにタイムリーなモニタリングの実現を目指すか 	<ul style="list-style-type: none"> <u>海外ではコベナンツを活用しながら、継続的にSU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。</u>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史料する。例えば、ランウェイが1か月程度となると、SUとのコンタクトは週に2-3回ともなることがある <u>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。</u>例えば、SU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VD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 <u>VDにおけるコベナンツとしては、キャッシュ（例：最低現預金）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</u> また、ファイナンスの種類によっては、内部管理上VD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
10	イグジット	<ul style="list-style-type: none"> 未公開株市場が発達しておらず、時価評価の手法も確立されていない中で、キャピタルゲインをどのように見込んで、どのタイミングでワラントを行使すべきか 	<ul style="list-style-type: none"> 海外では新株予約権が設定されることが一般的であり、新株予約権部分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（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）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 もっとも、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、<u>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</u> また、<u>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</u>

日本への示唆（6/8） | VDの取組を支える仕組み

事例集のような形で指針を示すことはVDを促進する上で日本でも有用と考えられる。また、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VDの提供が有用と見料する

#	項目	問題意識	示唆
VDの取組を支える仕組み			
11	ガイドライン	<ul style="list-style-type: none">信用コストに見合った貸出条件が必要と認識されている中、VD促進のためにどのようなガイドラインを策定すべきか	<ul style="list-style-type: none">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VD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VDを促進する上で日本でも有用と見料するまた、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、以下のような業界団体や政府等の施策検討が望ましいと見料する<ul style="list-style-type: none">- ガイドラインを示す- 取組が進んでいる銀行とともにモデルケースを作る
12	保証	<ul style="list-style-type: none">VD促進のために保証制度を整備すべきか	<ul style="list-style-type: none">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、VD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VDの提供が有用と見料する

日本への示唆（7/8） | VDの取組を支える仕組み

専担部署要否の検討は中長期的に行うことが望ましいと考えられる。また、人材については、未経験人材の育成や配置の工夫に加えて、獲得のための適切な報酬体系を設定することが重要と思料する

#	項目	問題意識	示唆
VDの取組を支える仕組み			
13	専担部署の有無	<ul style="list-style-type: none"> VDの取組を進めるにあたり、金融機関においてVD専任チームは必要か 	<ul style="list-style-type: none"> 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VDは支店単位で実行されている そのため、日本でもVDの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、VDの取組が進んだ場合には、ナレッジ蓄積の効率性だけでなく、専門性を持った人材を集約することによるメリット（より大きな案件への対応等が可能になる等）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
14	金融機関側の人材	<ul style="list-style-type: none"> VD人材が不足している中、金融機関はVD人材をどのように確保することを目指すべきか 	<p>【ソーシング人材】</p> <ul style="list-style-type: none"> 海外ではSUやVCへのコネクションを有する人材の中途採用により案件発掘につなげているが、日本ではそもそもVC含むSU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SUやVC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 <p>【人材獲得・開発】</p> <ul style="list-style-type: none"> 海外でもVD人材は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VC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VC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VD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VD業務においては、ポテンシャルのあるSU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

日本への示唆（8/8） | VDの取組を支える仕組み

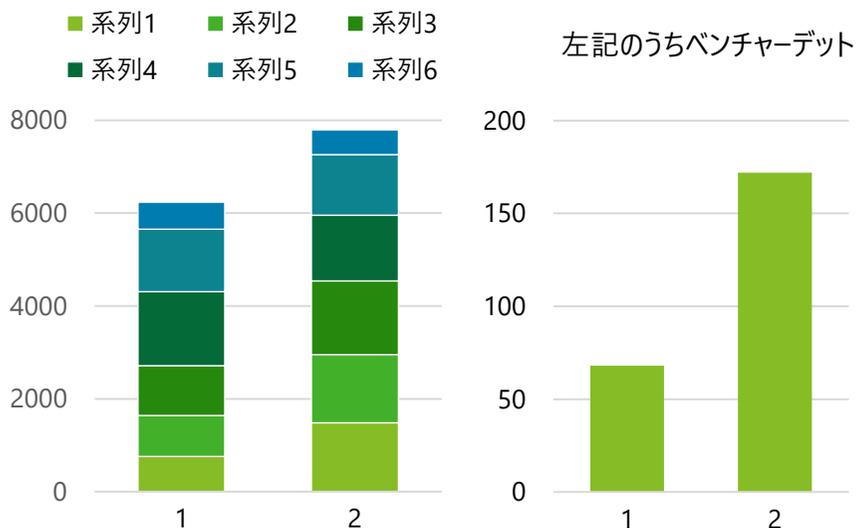
金利については、クロスセル等を含めてマネタイズを目指す前提で決めることが望ましい。また、知財を担保とすることは一足飛びには難しく、企業価値担保権の普及と合わせて進めていくべきと思料する

#	項目	問題意識	示唆
VDの取組を支える仕組み			
15	金利水準	<ul style="list-style-type: none"> VDにおいてどのように利益を確保するか 	<ul style="list-style-type: none"> 海外事例でも、VD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。<u>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</u> <u>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、②③④含めてのマネタイズを目指すことも重要と思料する</u> クロスセルとしては、下記が参考になると考えられる <ul style="list-style-type: none"> 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ー IPO関連手数料収入 また、SUと長期にわたる関係性を築くことにより、最終的にSU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
16	担保	<ul style="list-style-type: none"> VDにおいて何を担保とすべきか。また、その評価方法はどのようにすべきか 	<ul style="list-style-type: none"> VD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 リスクヘッジの観点では様々なSUにVD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 <u>米英では、無形資産担保（知的財産権など）を取り、審査上優遇するなどの事例は見られた。もっとも、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</u>

(ご参考) SU向けの売上創出支援

国内SUの資金調達状況は全体として改善傾向にある一方、事業成長・拡大のための融資のニーズは依然としてあるものと考えられ、融資の要件となる売上を作るところを支援することが重要である

SUの資金調達状況* 設立後年数別 (単位: 億円)



* 出所: スピーダスタートアップ情報リサーチ (2025年1月20日時点)

- 2020~22年のコロナショック期及びその後の反動期を除くと、SUの資金調達額は堅調に増加している。もっとも、これは一部のミドル~レイターのSUが大型調達に成功した影響が大きく、成長資金(特にベンチャーデット)調達に苦慮しているアーリー~ミドルのSUは依然多いとみられる
- SU融資制度や中小企業融資制度での調達が難しい要因のひとつが売上要件である。融資要件や税制優遇要件に前年度比売上増や一定期間の売上成長率が入っているケースが多く、SUは将来の成長性を示すとともに、まず目下の売上をいかに作っていくかが課題となっている

SU向けの売上創出支援の取組 (参考: デロイト事例)

金融機関マッチング



- 大手金融機関の場合、適任部署のライトパーソンを外部から見つけてアクセスすることは困難であるため、デロイトが引き合わせ
- 大手金融機関からの融資や、大手金融機関でのプロダクト採用が「箔」となり、他プレイヤーからの出資・融資の呼び水となる

事業会社マッチング



- SUの技術に関心を持つ大企業にデロイトが引き合わせ。海外ではBpifrance等がこうした役割を担っている
- 他社導入事例がない→売れない→事例が作れない、という負のループを打破する「ファーストペンギン」案件の創出を支援

ピッチイベント



- 有望SUと大企業のマッチングを目的とした各種イベントを開催
- SUが大企業向けに自社サービスをプレゼンするピッチイベントなど。デロイトは場の設定のほか、想定している協業仮説をベースにプレゼンの仕方や形式、大企業に「刺さるポイント」等を助言

ナレッジ共有コミュニティの形成



- 一部企業で成功事例があるものの、それがエコシステム内で共有されておらず、SUエコシステム全体の底上げにつながっていない
- 企業間で情報共有をする勉強会・交流会や、会社の広報も兼ねた自社事例PRの場(オンライン/オフライン双方)の設定など

(ご参考) 生成AIの活用による融資審査の効率化・高度化 (1/2)

生成AIを活用した調査や書類作成により、審査部門・担当者の業界知見不足やリソース不足を補うとともに、審査プロセスを効率化し融資実行までの時間を短縮できる可能性がある

背景

- 生成AIの台頭やその技術汎用性の高さを踏まえ、銀行のコア業務である与信業務の効率化や高度化への期待の高まり

課題

- 多様なデータソースから情報を統合し、正確に評価することが困難
- 審査プロセスに多くの時間と人手がかかり、業務効率が低下・属人化

取組み概要

- 下記①～④のプロセスのうち、「①案件情報の業種特定」および「②対象業種/企業の調査」についてPoCを完了し実用化にむけて取り組むとともに、「③稟議書ドラフト作成」および「④行内規程との照合」にPoC取組み領域を拡大して推進中

取組み事項

成果

デロイトの視点

① 案件情報の業種特定

審査対象となる企業に該当する業種を特定し、審査業務上、注意が必要な業種が含まれていないかをチェック

② 対象業種/企業の調査

企業の属する業種情報、及び企業情報を抽出・要約し、業界動向と企業動向を比較・分析・評価

③ 稟議書ドラフト作成

融資に係る顧客交渉履歴情報や顧客情報等に基づき、稟議書項目に沿って記載すべき事項を情報抽出・要約

試行中

④ 行内規程との照合

与信の行内規程やマニュアルに沿って、稟議書の内容に対するチェックを実施

試行中

- 行内業種コードとの照合において、人手による照合結果と比較して高い正答率を達成し、実務適用レベルの水準を実現
- 必要となる調査項目の生成と業種情報や企業情報の抽出・要約について、高精度に対応できることを確認



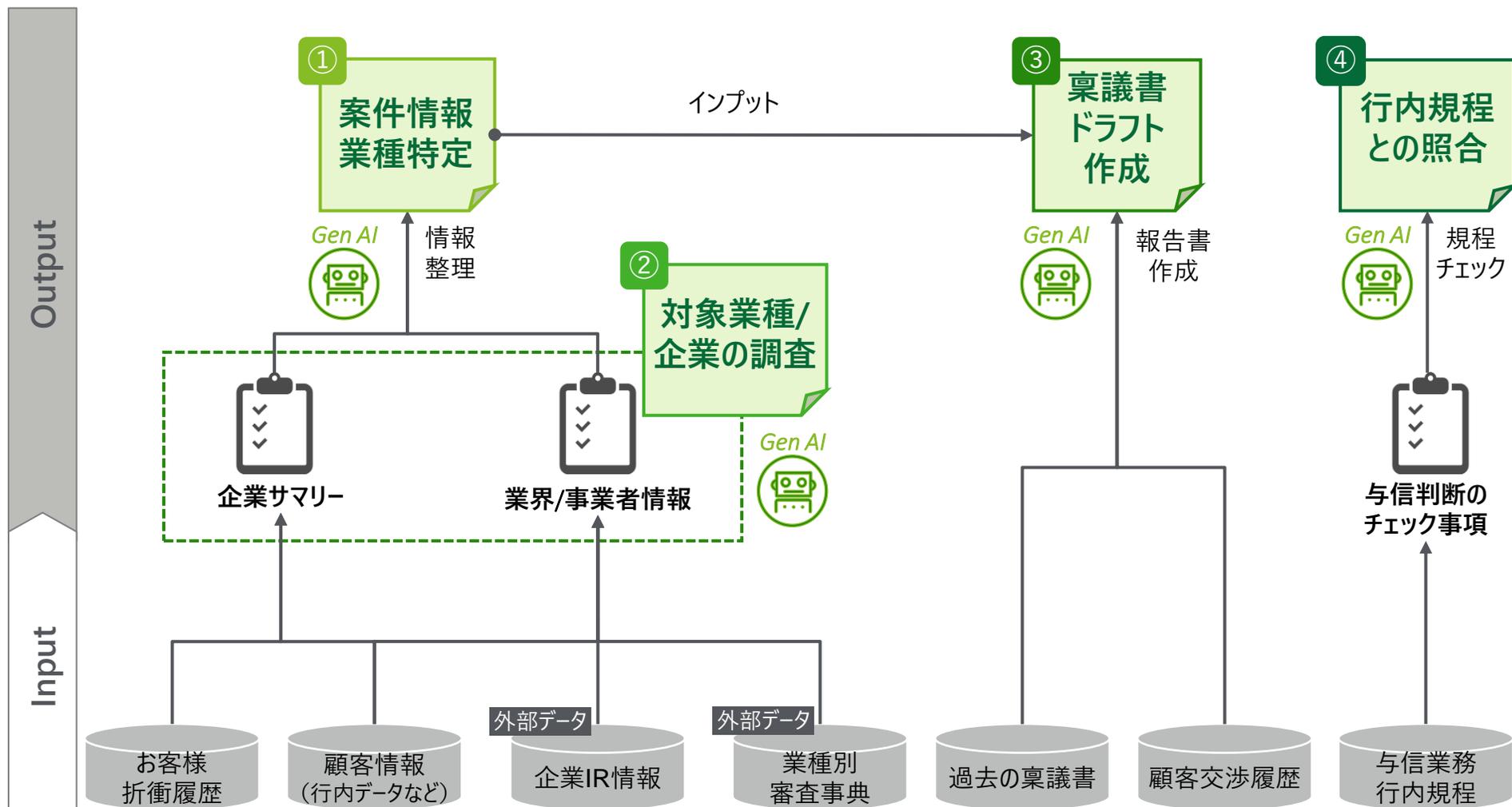
独自の“生成AI PoCアプリ”開発による
作業効率化と知見の蓄積を実現

- 審査業務プロセスにおける各タスクの性質や業務課題を十分理解の上、生成AIの適用箇所、アウトプット設計および活用データの選定を実施
- 生成AIを積極的に取り込みながらも、最終的には人間が重要な判断や修正を行う形で信頼性の高い業務設計を実施

出所：デロイト トーマツ リスクアドバイザー

(ご参考) 生成AIの活用による融資審査の効率化・高度化 (2/2)

生成AIを活用した調査や書類作成により、審査部門・担当者の業界知見不足やリソース不足を補うとともに、審査プロセスを効率化し融資実行までの時間を短縮できる可能性がある



出所：デロイト トーマツリスクアドバイザー

(ご参考) 生成AIの活用による無形資産活用とマッチング (1/2)

SU融資や事業支援の最大の課題が人材不足であり、特に特許などの無形資産の活用・マッチングについては高い専門性と人的ネットワークが求められるため、生成AIの活用等による改善が重要である

■ 企業マッチングに対する実務課題と生成AIによる革新

支援機関（伴走支援）における課題

生成AI活用によるブレークスルー

【これまでの企業マッチングの主な課題】



- **人員不足（時間があればマッチングできた・・・）**
 - 調査に時間がかかりすぎ、数に対応できない
 - 人材の育成に時間を要する
 - マッチングのスキルが専門家に依存している
- **機会損失（知っていればマッチングできた・・・）**
 - 過去に有効な情報を得ていたことが後からわかった
 - まさかあの最新技術や特許とこの企業に関連があったとは知らなかった
 - 「意外に相性が良い組み合わせ」など外部からわかるわけがない

【生成AIによる解決】



A社と相性の良い
提携先を教えて

- 蓄積された企業データをAIが高速に参照し、マッチング候補を提案します
- 日々更新される当該企業のホームページや、公開特許情報、環境基準、補助金など外部情報を提案の根拠として提供します
- これまで培った情報資産にさらに外部情報を追加することで、次々と新たな企業マッチングのアイデアを試すことが可能です
- 新たなディールジェネレーションによる競争戦略の実現に貢献します

出所：デロイト トーマツ リスクアドバイザー

(ご参考) 生成AIの活用による無形資産活用とマッチング (2/2)

生成AIに社内外の情報を読み込ませることで、保有している特許に合わせた事業内容案、協業先、申請可能な補助金、アクセスすべき専門家などを出力することが可能になっている

生成AIを活用した事業・特許分析/マッチングツール (参考: デロイト事例)



①社内外の情報ソースを指定し、何を調べたいかをAIに指示



②AIが必要な調査内容を提案してくれるので、問題なければ調査を開始



③AIが事業分析結果を表示



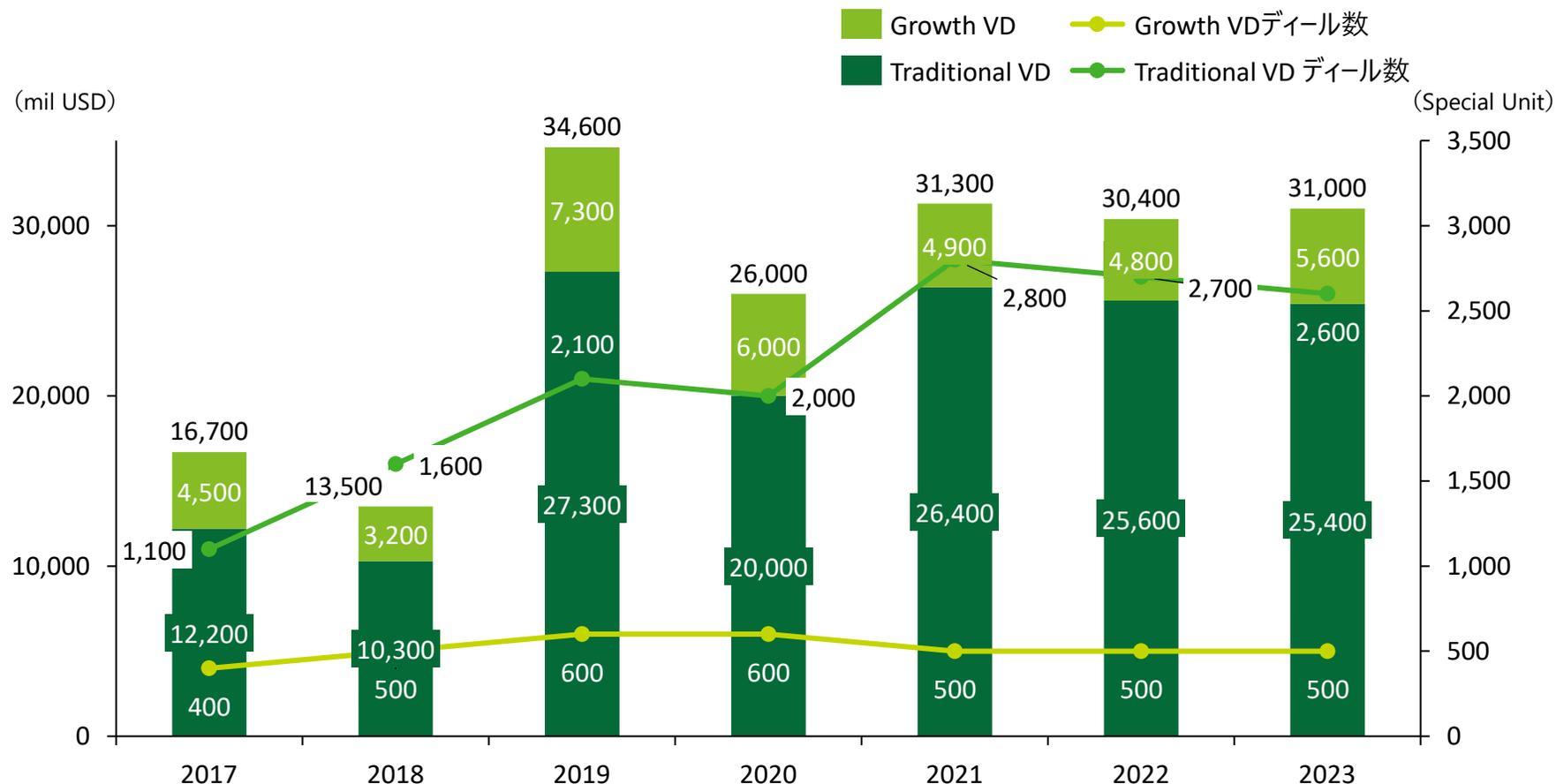
④さらにAIが関連事業内容、協業先、補助金、専門家等の情報も表示

出所: デロイト トーマツ リスクアドバイザー

定量調査

スタートアップ企業向けデットファイナンスの規模の推移 | 米国

米国の負債調達総額は2019年をピークに2020年に減少。2021年には一定回復したものの横ばい傾向にある

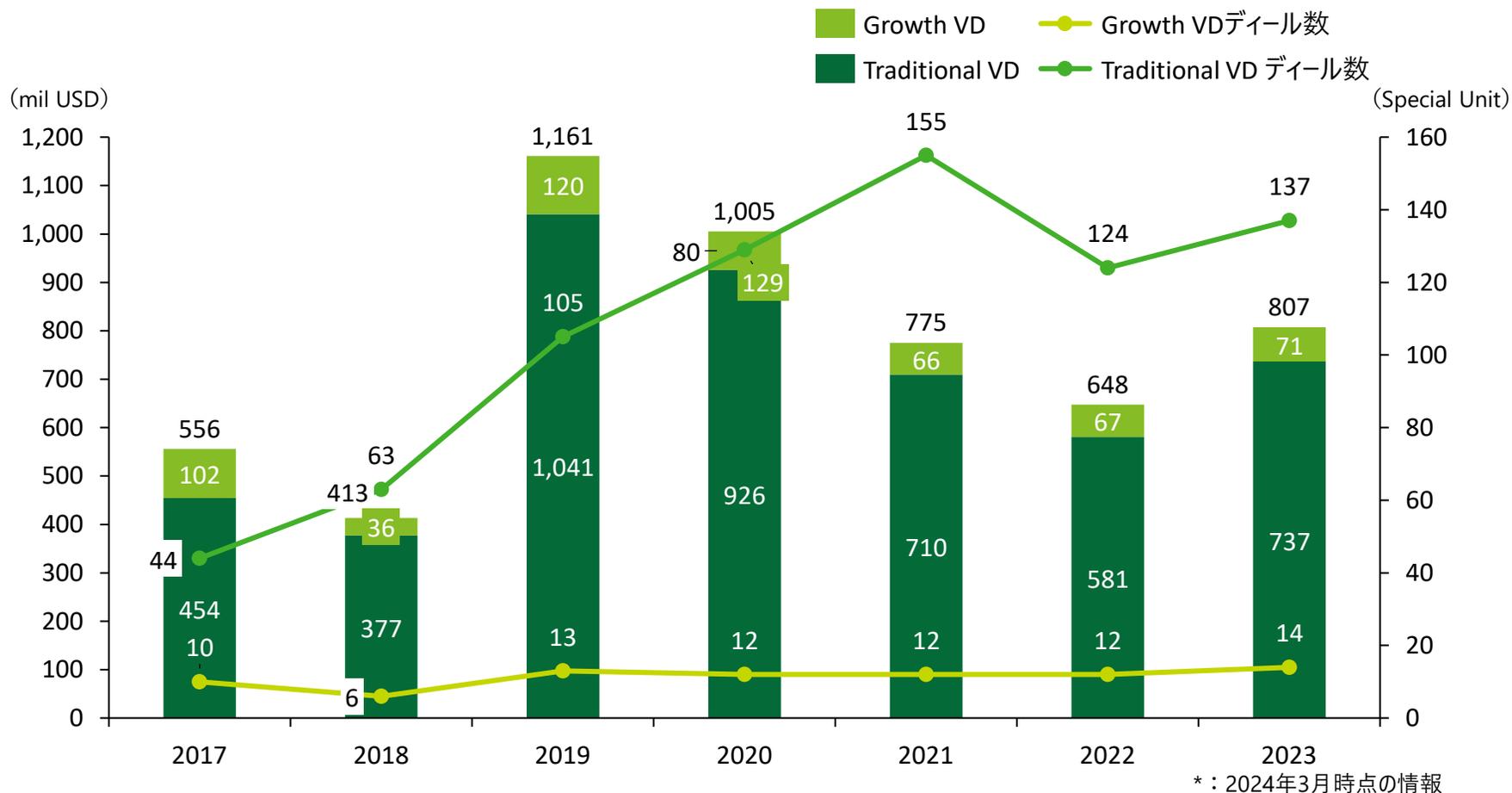


* : 2024年3月時点の情報。Growth Venture Debtは事業拡大のための長期融資。Traditional Venture Debtは新規設備導入等の短期融資

出所：Statistaを基に作成

スタートアップ企業向けデットファイナンスの規模の推移 | 英国

英国の負債調達総額は2019年をピークに、その後は減少傾向であったものの、2023年には一定持ち返しV字回復となっている

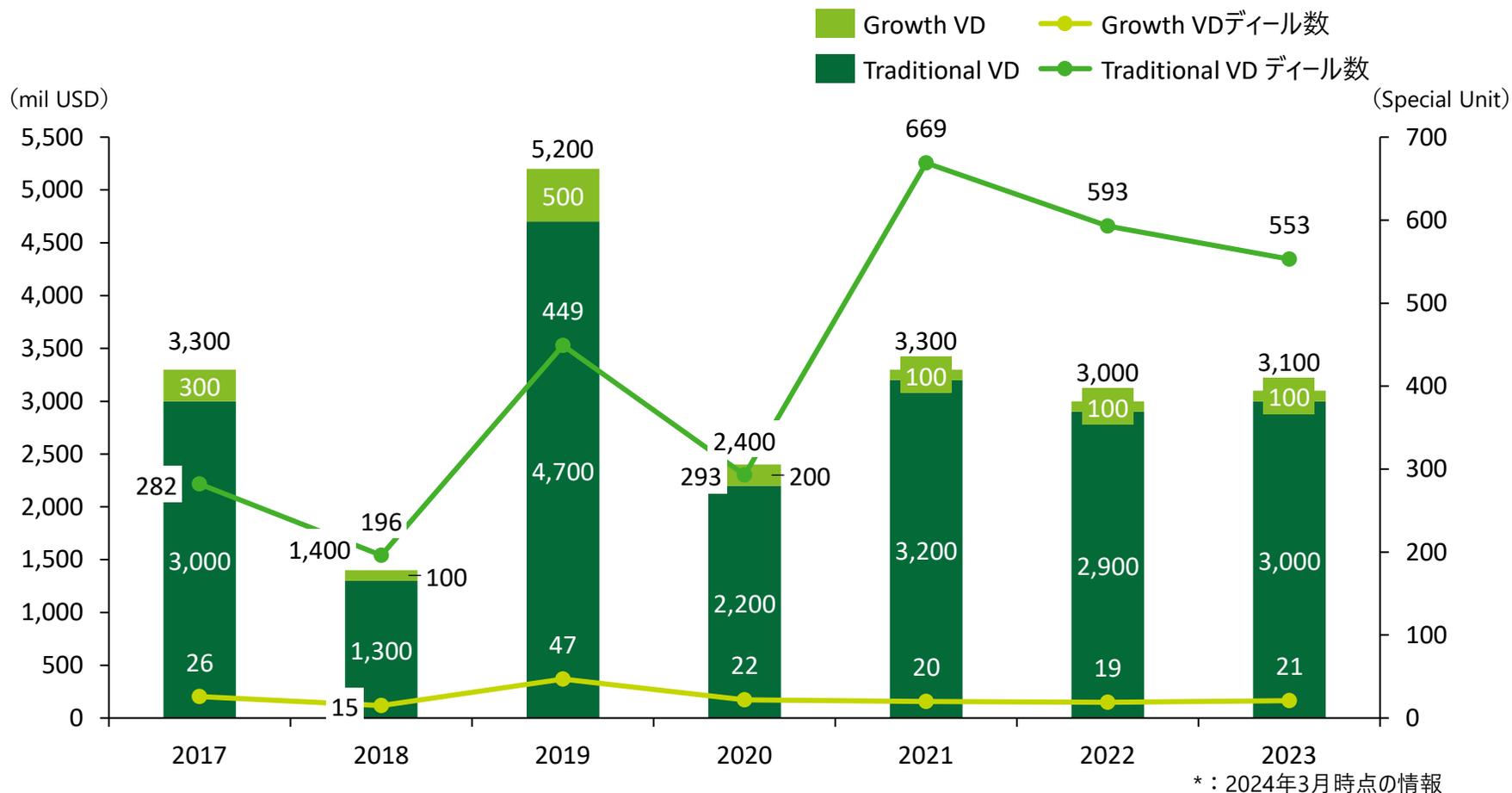


* : 2024年3月時点の情報。Growth Venture Debtは事業拡大のための長期融資。Traditional Venture Debtは新規設備導入等の短期融資

出所 : Statistaを基に作成

スタートアップ企業向けデットファイナンスの規模の推移 | シンガポール

シンガポールの負債調達総額2020年に大幅に減少。2021年には一定回復したものの横ばいの状態が続いている

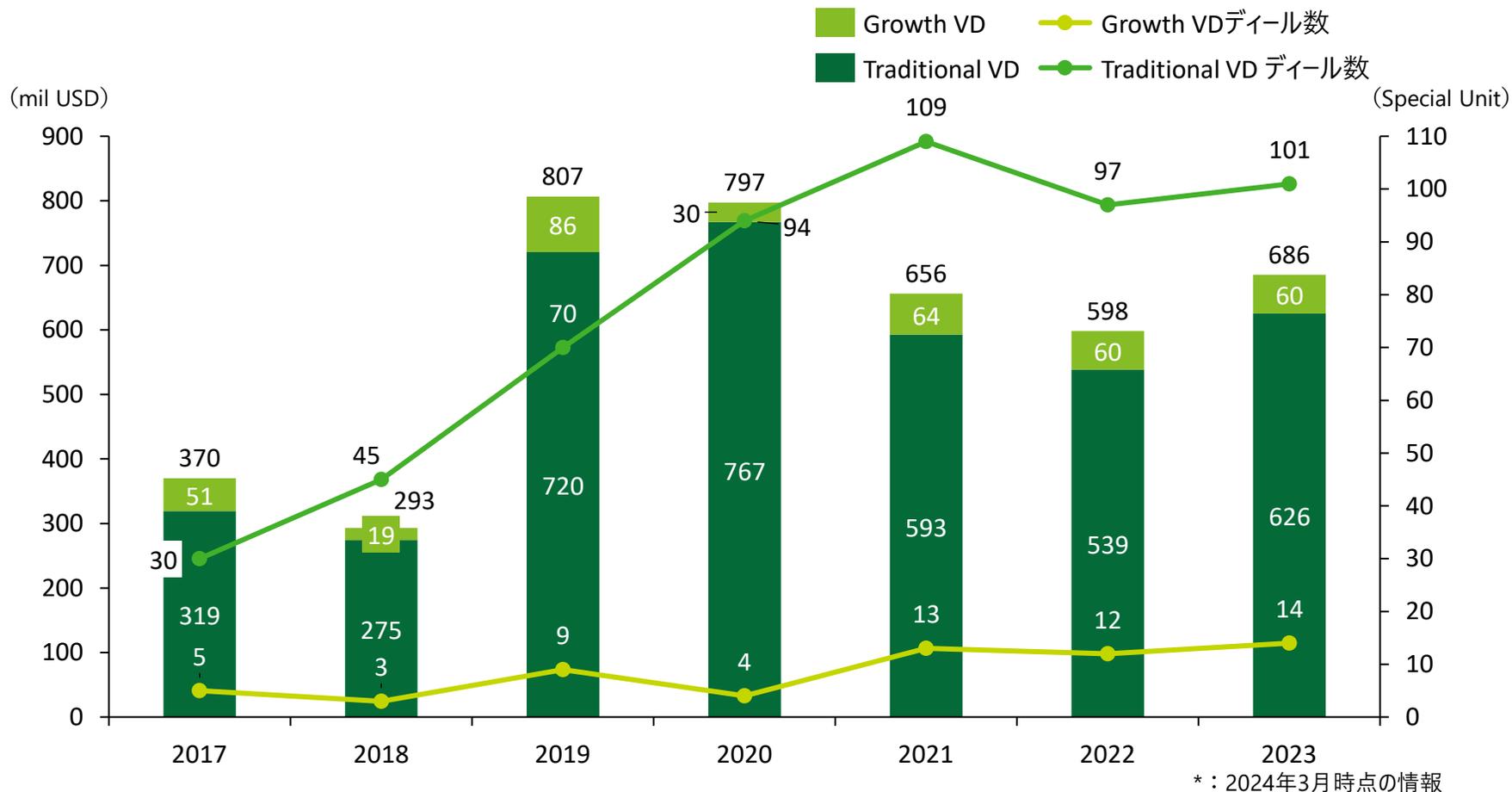


* : 2024年3月時点の情報。Growth Venture Debtは事業拡大のための長期融資。Traditional Venture Debtは新規設備導入等の短期融資

出所：Statistaを基に作成

スタートアップ企業向けデットファイナンスの規模の推移 | ドイツ

ドイツの負債調達総額は2019年をピークに、その後は減少傾向であったものの、2023年には一定持ち返しV字回復となっている

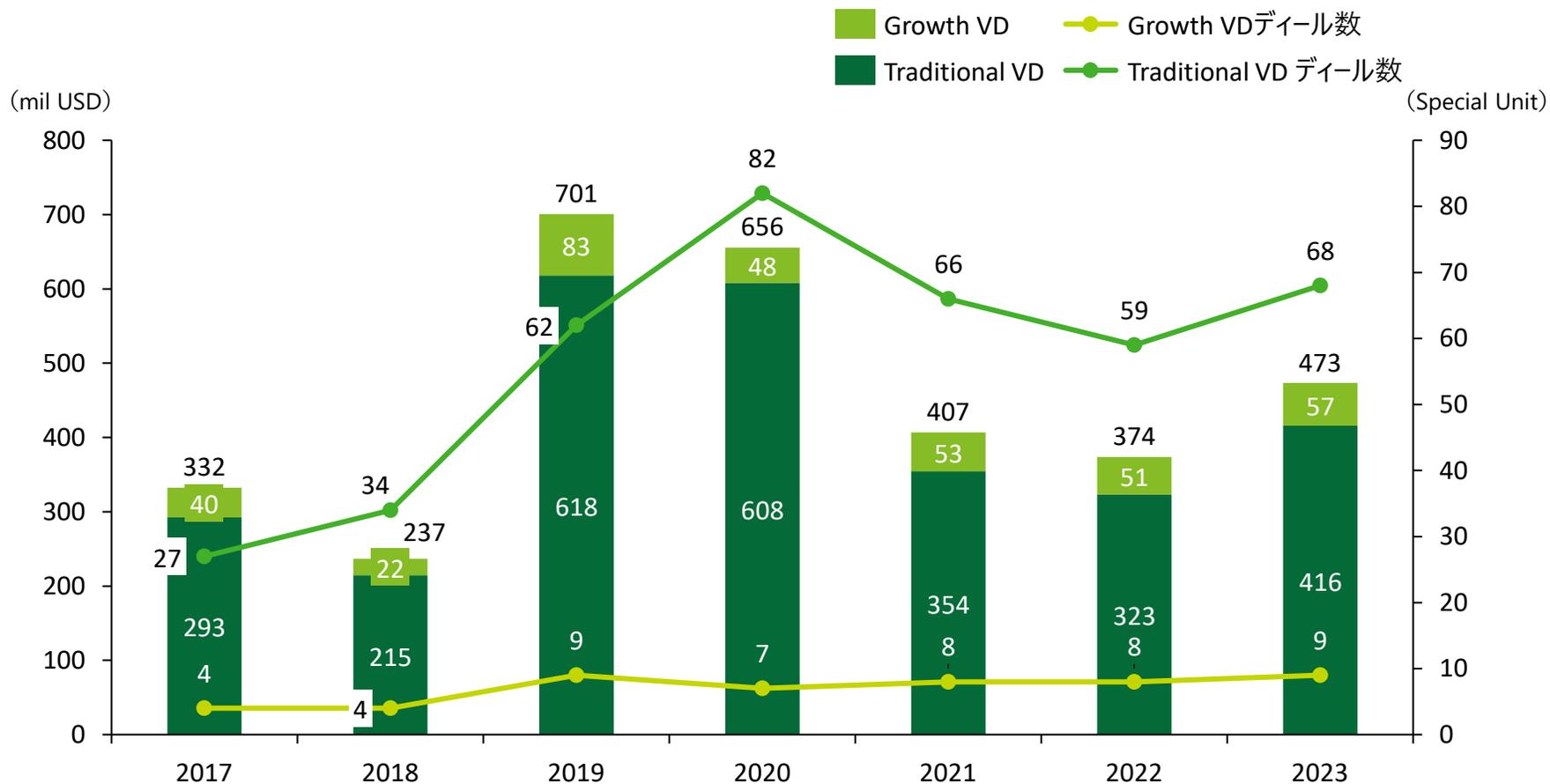


* : 2024年3月時点の情報。Growth Venture Debtは事業拡大のための長期融資。Traditional Venture Debtは新規設備導入等の短期融資

出所 : Statistaを基に作成

スタートアップ企業向けデットファイナンスの規模の推移 | フランス

フランスの負債調達総額は2019年をピークに、その後は減少傾向であったものの、2023年には一定持ち直しV字回復となっている



* : 2024年3月時点の情報

* : 2024年3月時点の情報。Growth Venture Debtは事業拡大のための長期融資。Traditional Venture Debtは新規設備導入等の短期融資

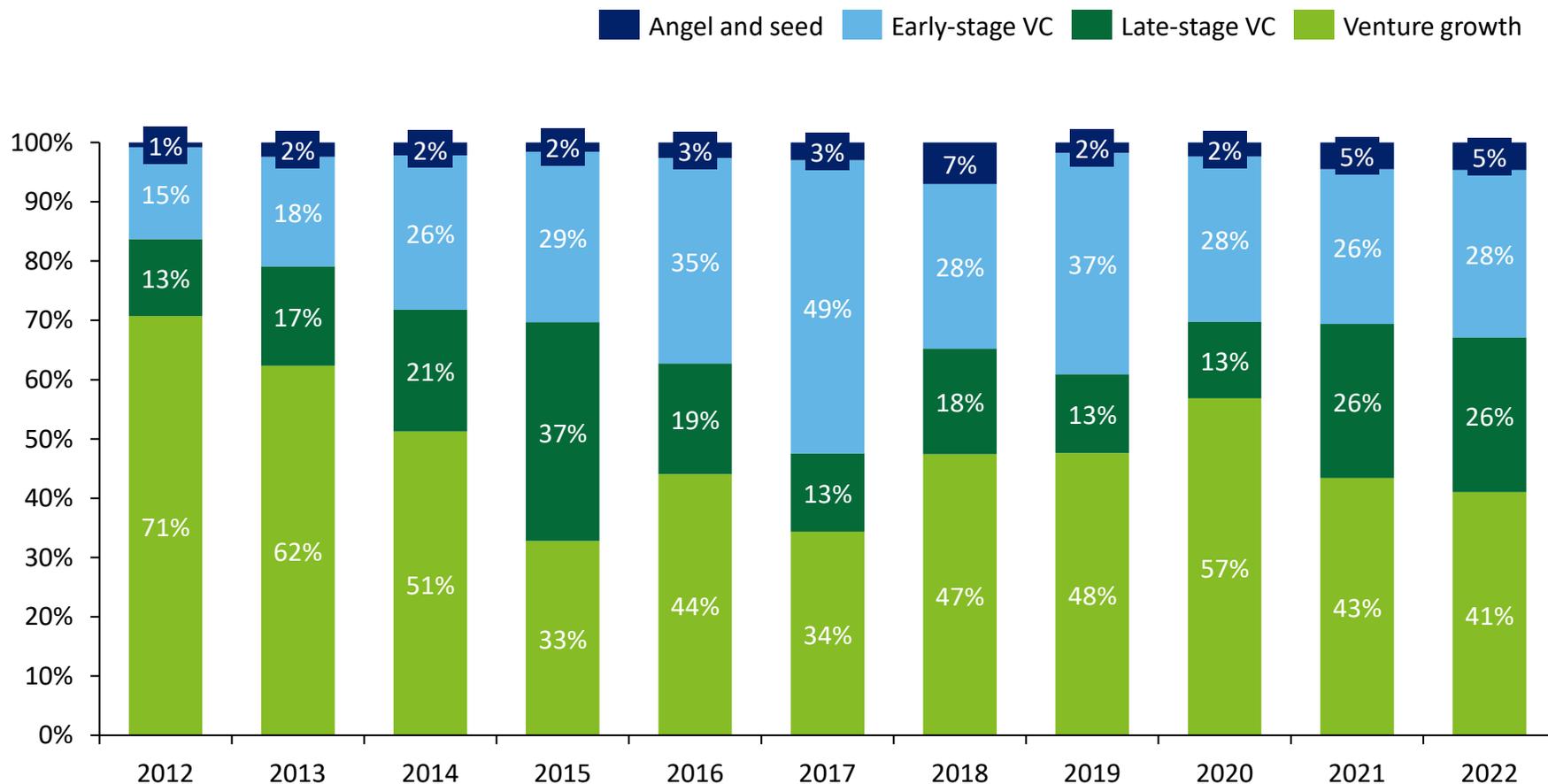
出所 : Statistaを基に作成

70 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

(ご参考) ベンチャーデットの各ステージ割合の推移 | 米国

VDによる資金調達は、アーリー以降の企業によるものが大半を占めている一方、市場の発展がアーリーステージのテクノロジー企業の長期的なより安定した成長を築くよう促す可能性がある



* : 2023年3月末時点の情報

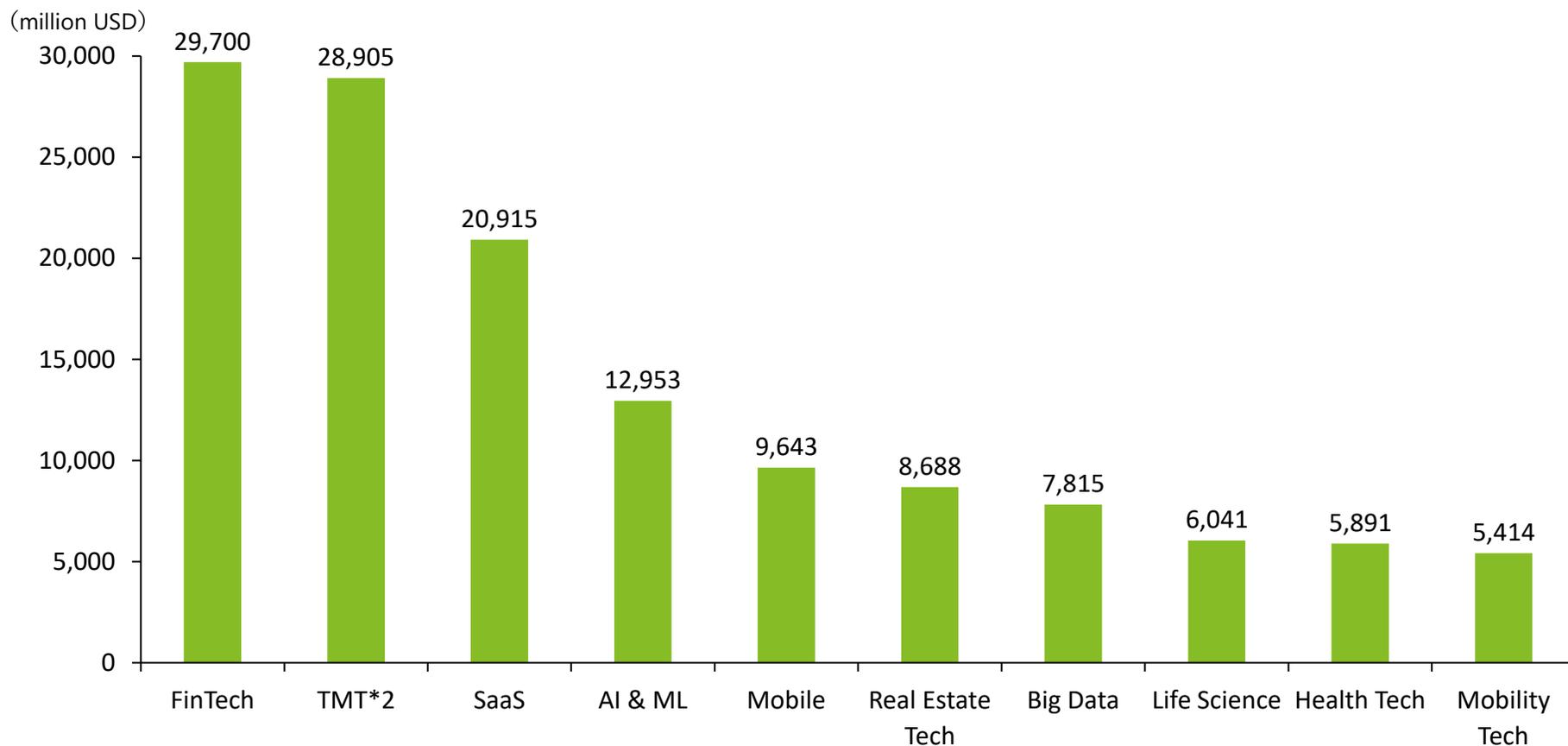
出所 : Pitchbook、社内ネットワークを基に作成

71 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

(ご参考) スタートアップ企業向けデットファイナンスの規模 | インダストリー別 | 米国

米英でDebt調達が多いインダストリーはほぼ同じであり、特に上位3位は共通している



* : 対象期間: 2017/1/1～2022/12/31。直接融資のみを対象に集計。TMTはTechnology, Media, Telecommunication

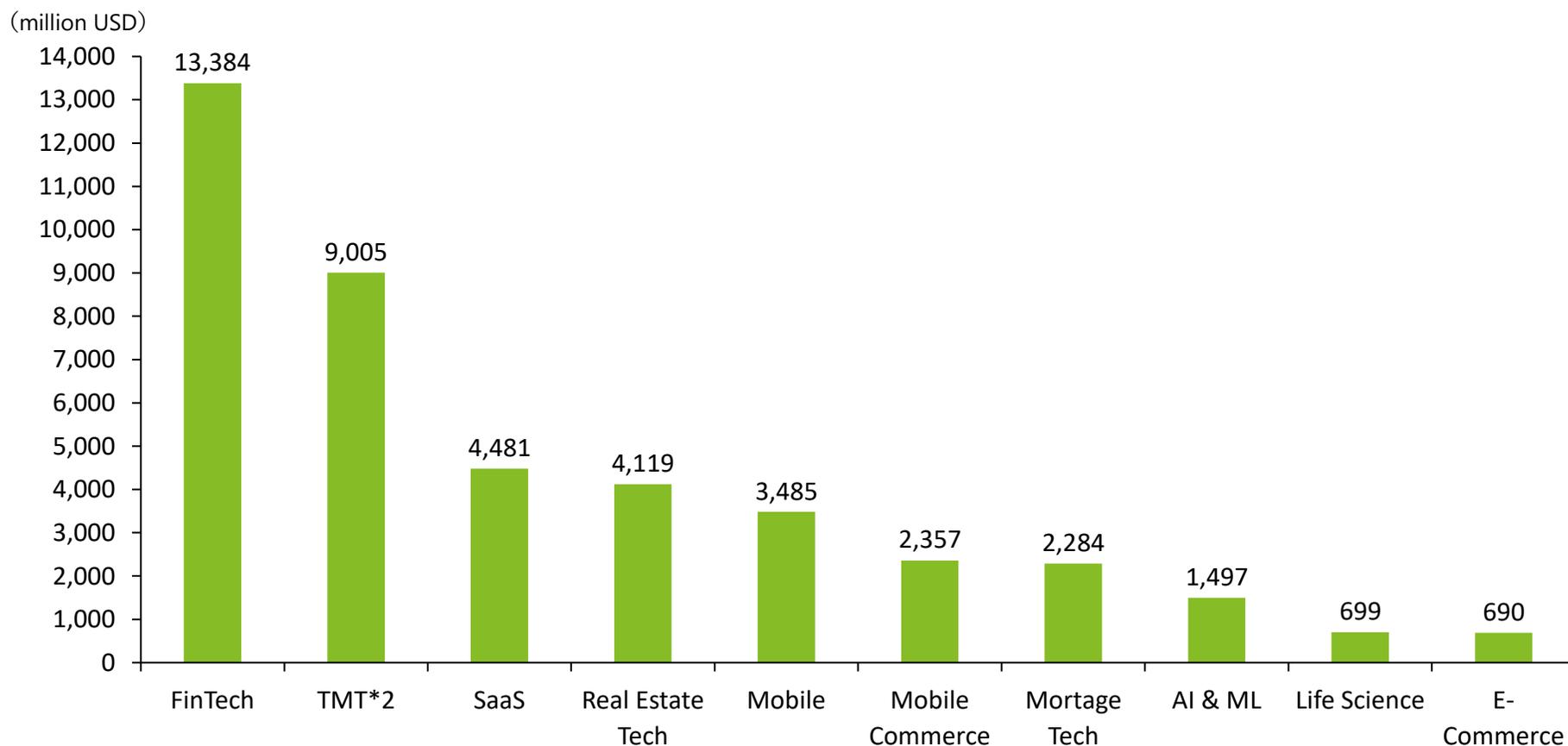
出所: Pitchbookを基に作成

72 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

(ご参考) スタートアップ企業向けデットファイナンスの規模 | インダストリー別 | 英国

米英でDebt調達が多いインダストリーはほぼ同じであり、特に上位3位は共通している

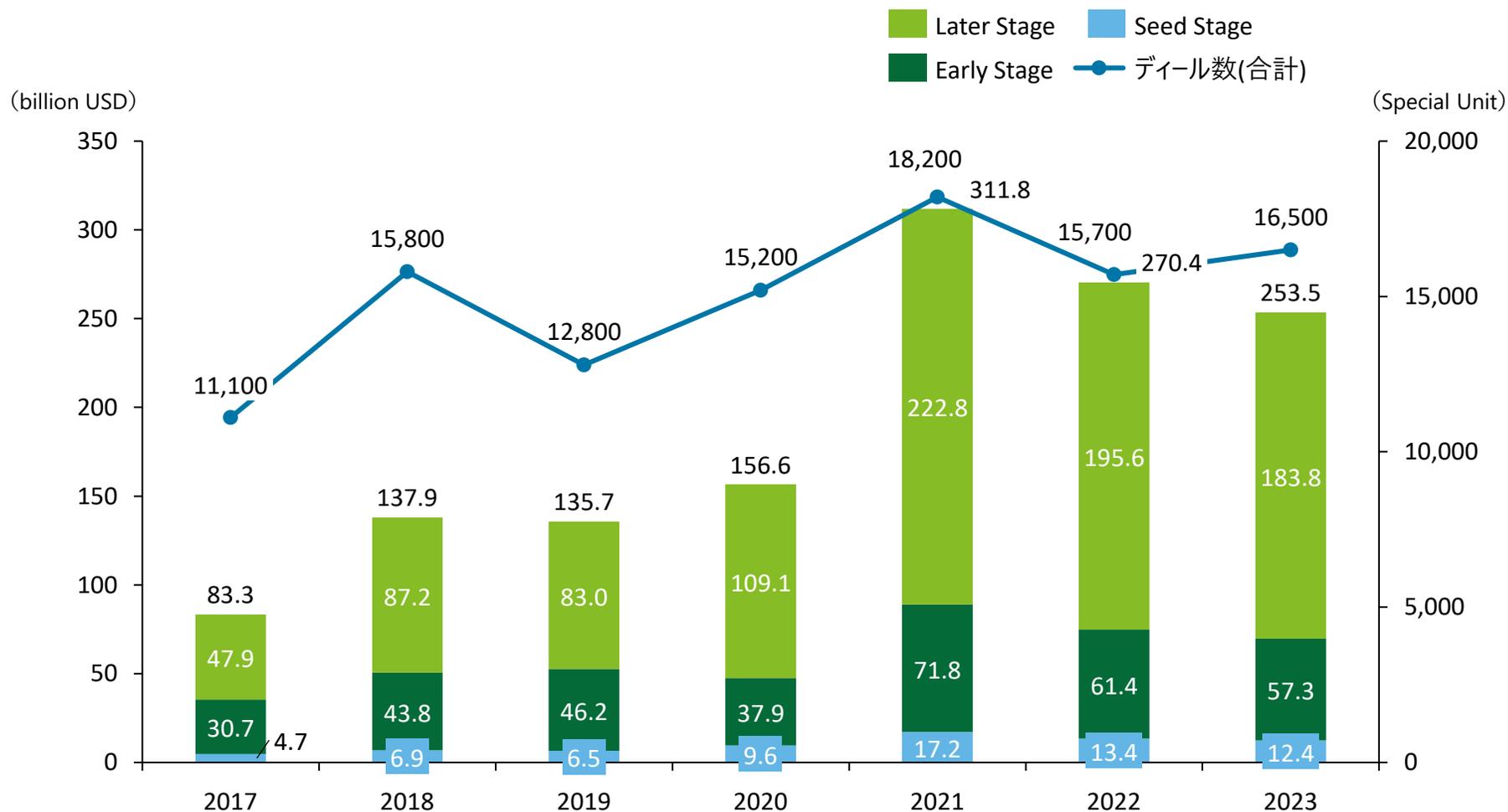


* : 対象期間: 2017/1/1~2022/12/31。直接融資のみを対象に集計。TMTはTechnology, Media, Telecommunication

出所: Pitchbookを基に作成

スタートアップ企業向けエクイティファイナンスの規模の推移 | ステージ別 | 米国

米国では一貫して、エクイティファイナンス総額の最も大きい投資先はレイターステージとなっており、2021年以降急増している



* : 2024年3月時点の情報

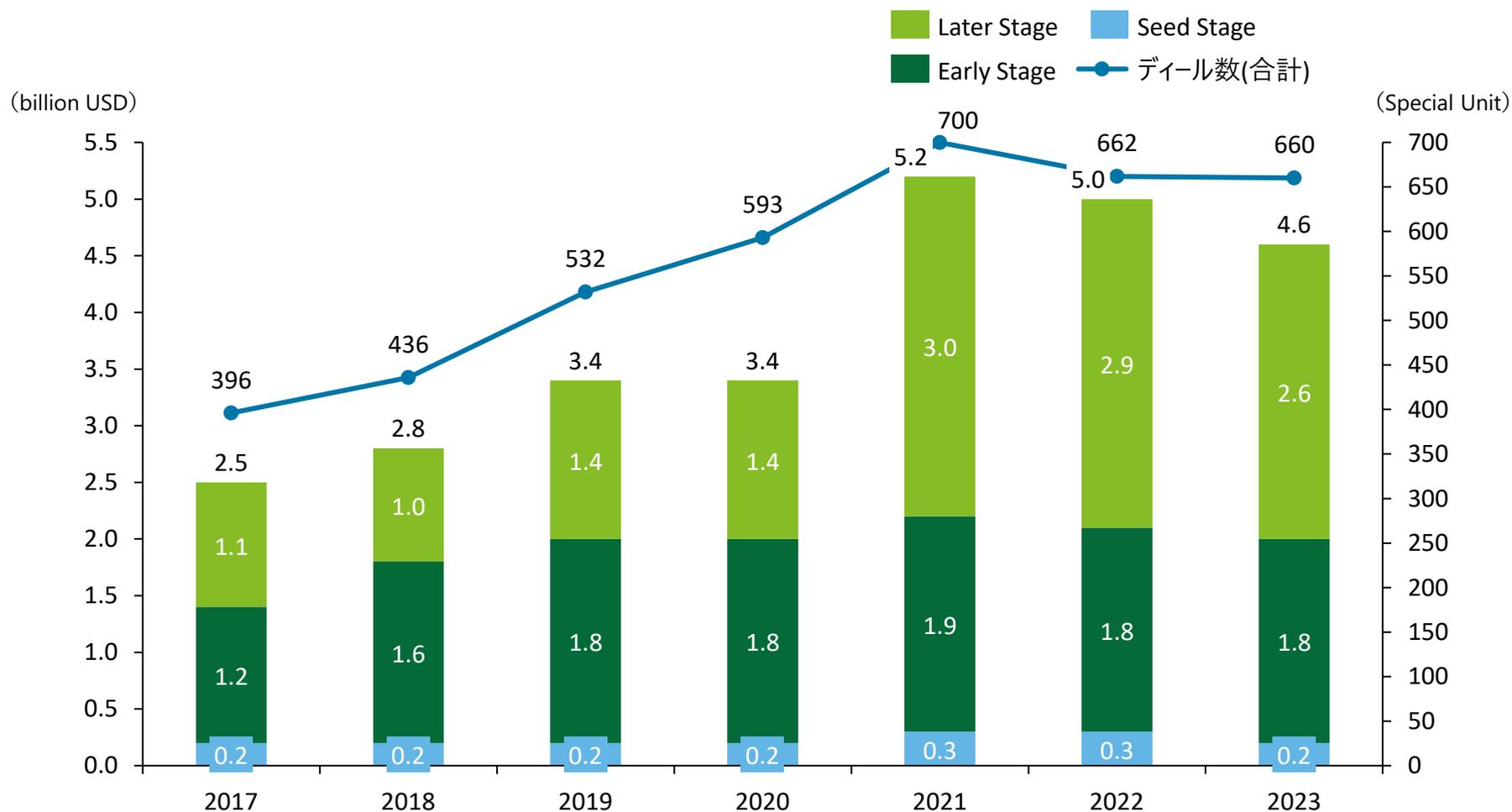
出所 : Statistaを基に作成

74 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

スタートアップ企業向けエクイティファイナンスの規模の推移 | ステージ別 | 英国

英国ではエクイティファイナンス総額の最も大きい投資先はアーリーステージだったものの、2021年以降はレイターステージが急増している



* : 2024年3月時点の情報

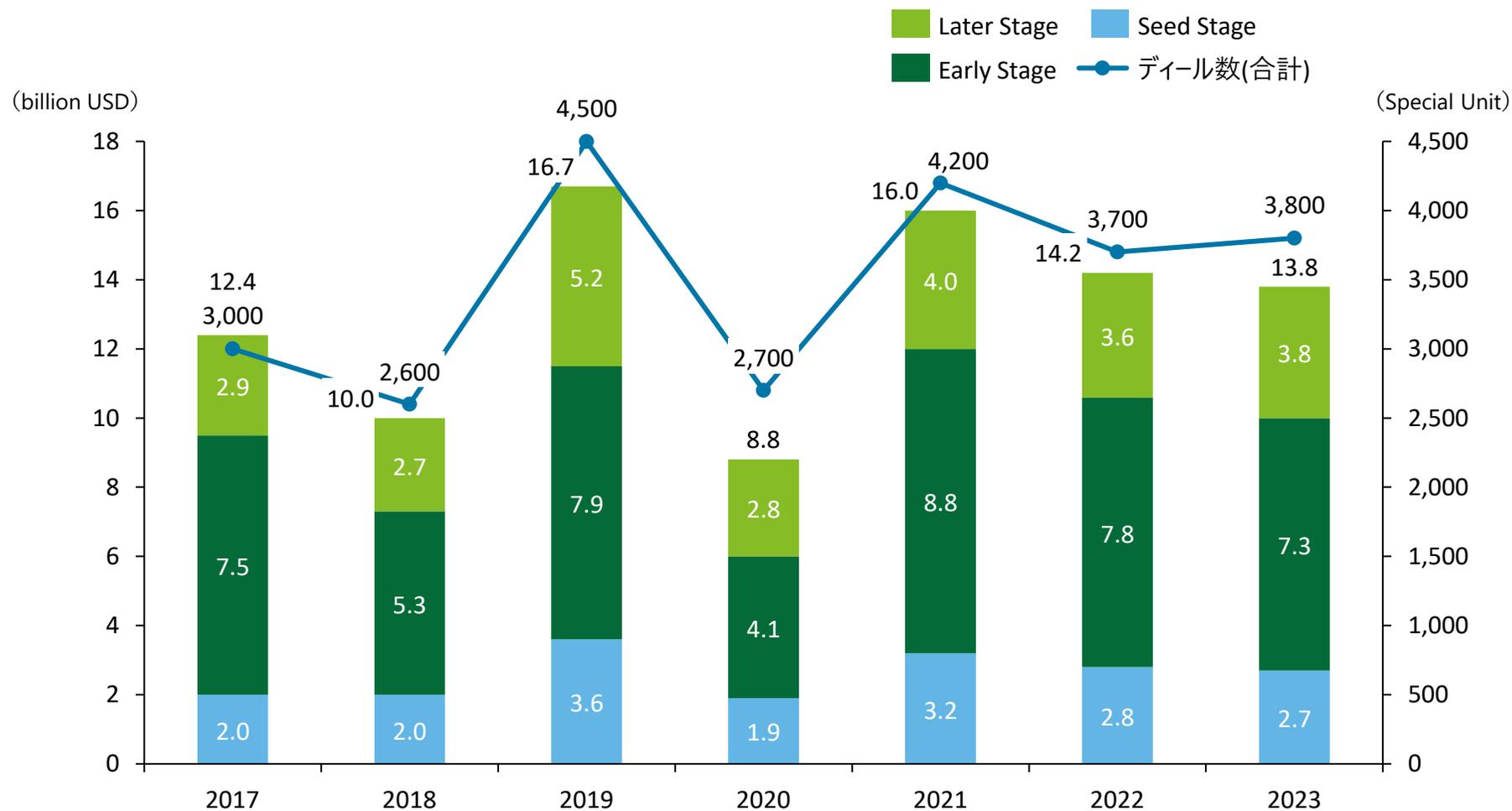
出所 : Statistaを基に作成

75 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

スタートアップ企業向けエクイティファイナンスの規模の推移 | ステージ別 | シンガポール

シンガポール政府によるスマートネーション戦略およびSU支援が功を奏し、2021年にはコロナ渦以前のエクイティ規模水準に戻ったと見料する



* : 2024年3月時点の情報

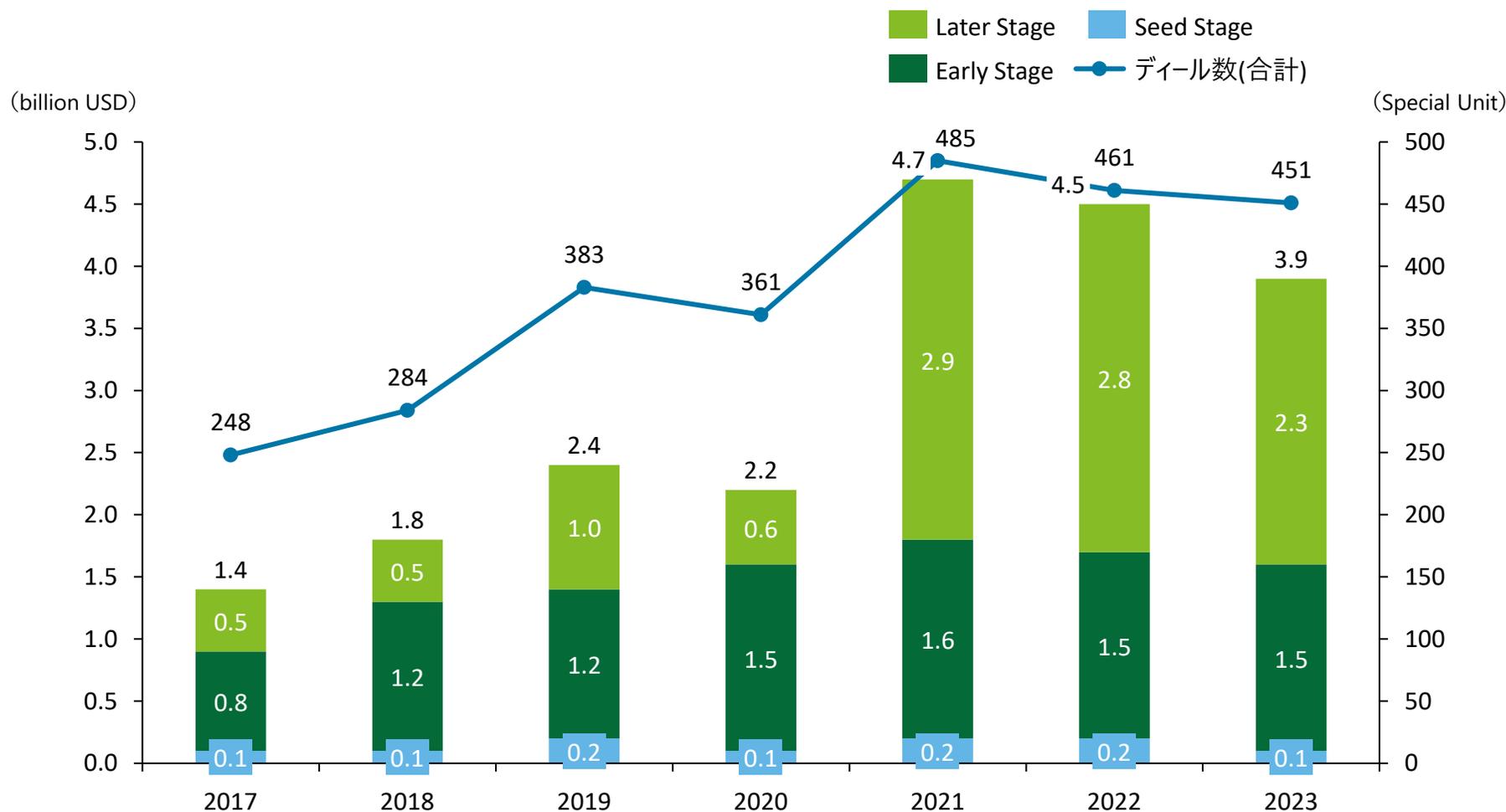
出所 : Statistaを基に作成

76 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

スタートアップ企業向けエクイティファイナンスの規模の推移 | ステージ別 | ドイツ

ドイツでは英国同様に、エクイティファイナンス総額の最も大きい投資先はアーリーステージだったものの、2021年以降はレイトーステージが急増している



* : 2024年3月時点の情報

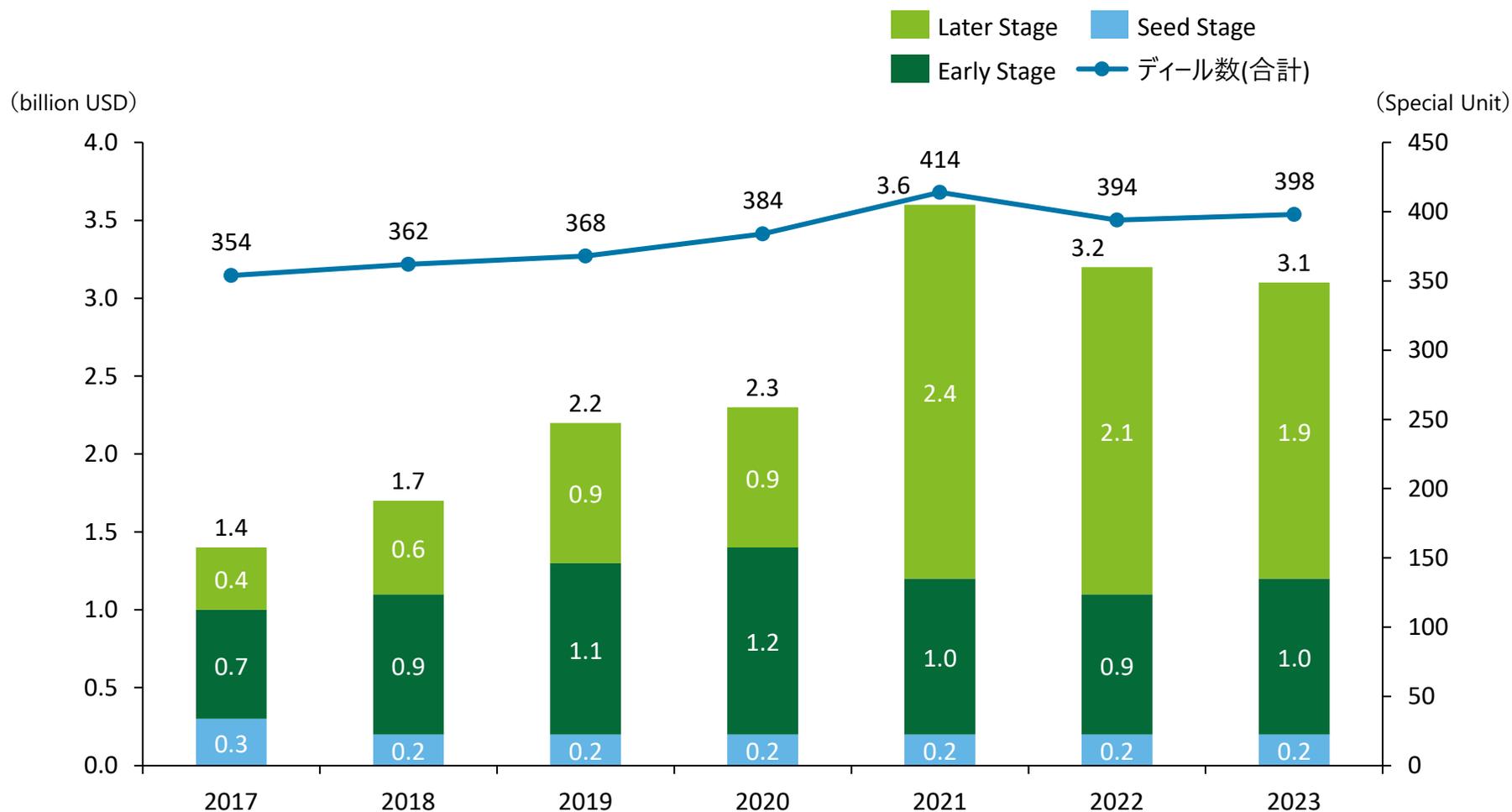
出所 : Statistaを基に作成

77 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

スタートアップ企業向けエクイティファイナンスの規模の推移 | ステージ別 | フランス

フランスでは英国同様に、エクイティファイナンス総額の最も大きい投資先はアーリーステージだったものの、2021年以降はレイターステージが急増している



* : 2024年3月時点の情報

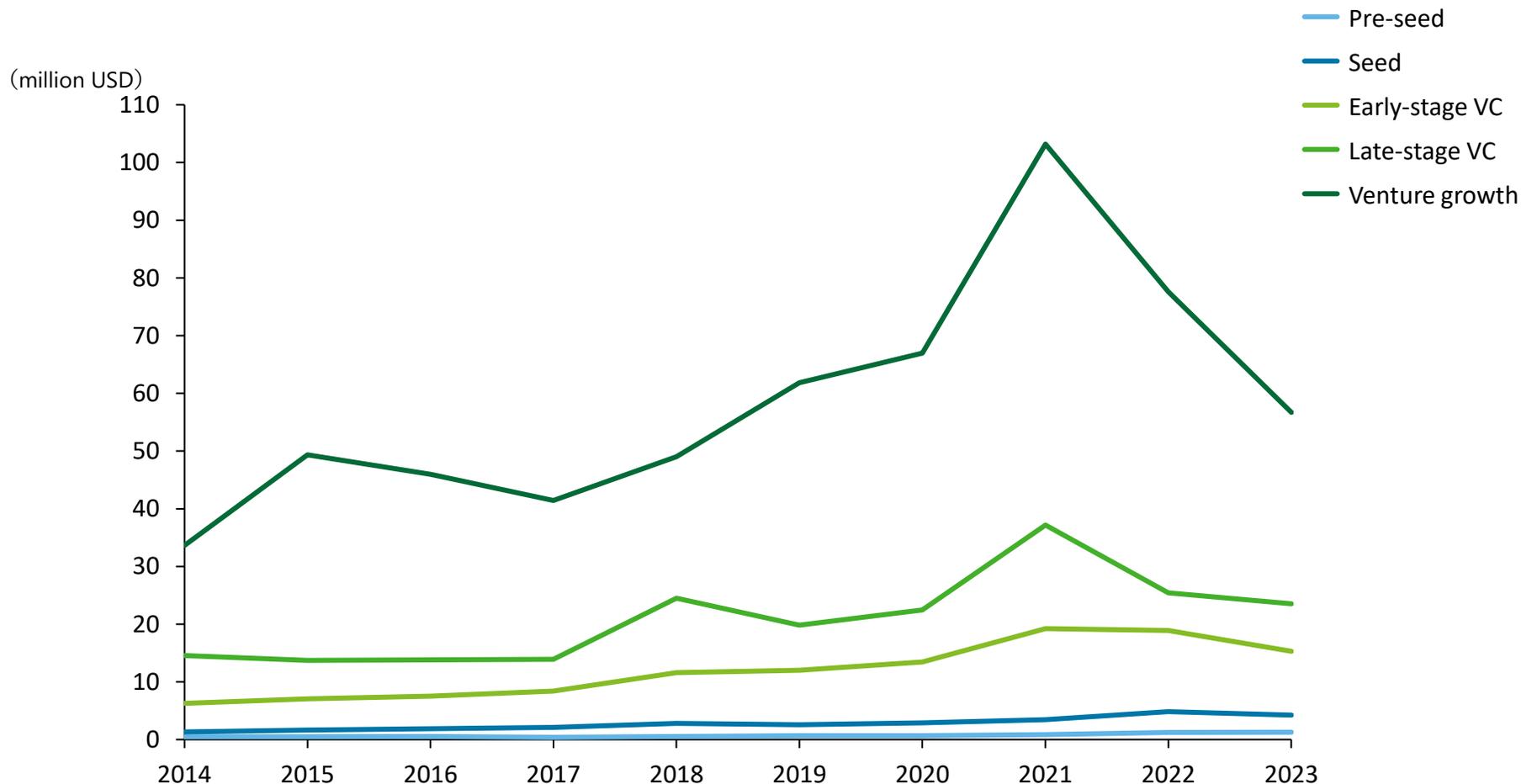
出所 : Statistaを基に作成

78 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

(ご参考) スタートアップ企業向けエクイティファイナンス平均額の推移 | ステージ別 | 米国

米国では一貫して、エクイティファイナンス総額の最も大きい投資先はグロースステージとなっている



* : 2024年6月時点の情報

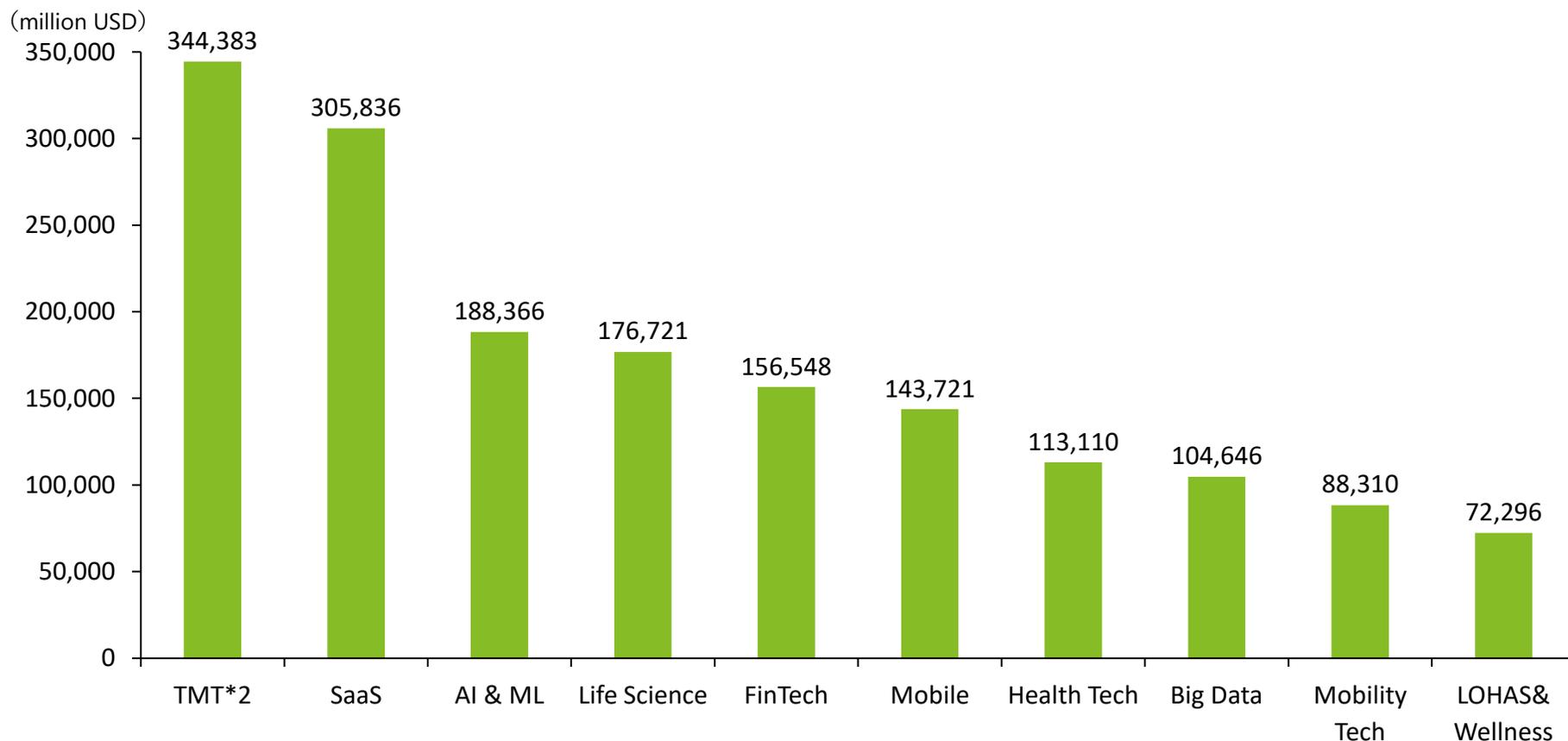
出所 : Pitchbookを基に作成

79 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. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.

(ご参考) スタートアップ企業向けエクイティファイナンスの規模 | インダストリー別 | 米国

Equity調達上位のインダストリーは、Debt調達上位と概ね同様であり、Equity調達が大きいところにDebtも供給される傾向が推察される

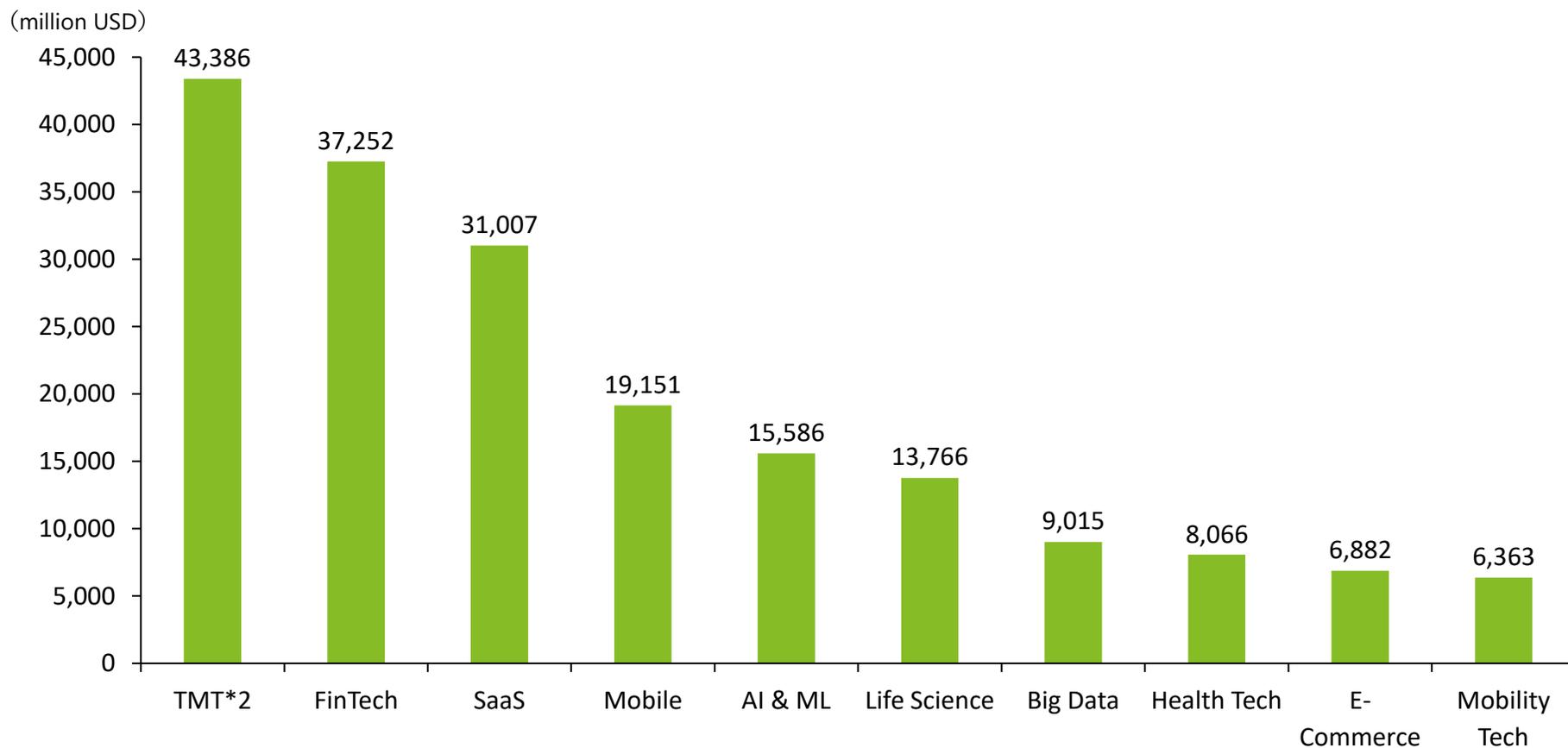


* : 対象期間: 2017/1/1~2022/12/31。Angel、Seed、アーリー~レイト出資を対象に集計。TMTはTechnology, Media, Telecommunication

出所: Pitchbookを基に作成

(ご参考) スタートアップ企業向けエクイティファイナンスの規模 | インダストリー別 | 英国

Equity調達上位のインダストリーは、Debt調達上位と概ね同様であり、Equity調達が大きいところにDebtも供給される傾向が推察される



* : 対象期間: 2017/1/1~2022/12/31。Angel、Seed、アーリー~レイター出資を対象に集計。TMTはTechnology, Media, Telecommunication

出所: Pitchbookを基に作成

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイト ネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人 トーマツ、デロイト トーマツ リスク アドバイザリー 合同会社、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、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、デロイト トーマツ 税理士 法人、DT 弁護士 法人およびデロイト トーマツ グループ 合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスク アドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市に約2万人の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト、www.deloitte.com/jpをご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュート マツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー ファーム およびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）のひとつまたは複数 を指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバー ファーム および関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバー ファーム ならびに関係法人は、自らの作為 および 不作為 についてのみ責任を負い、互いに他のファーム または 関係法人の作為 および 不作為 について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、リスク アドバイザリー、税務・法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約9割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来175年余りの歴史を有し、150を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの45万人超の人材の活動の詳細については、www.deloitte.comをご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュート マツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー ファーム およびそれらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。



IS 669126 / ISO 27001



BCMS 764479 / ISO 22301

IS/BCMSそれぞれの認証範囲はこちらをご覧ください

<http://www.bsigroup.com/clientDirectory>

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited