

国内スタートアップのデット性資金調達の現状

～主にベンチャーデットの広がり と 課題について～

フォースタートアップス株式会社
STARTUP DB 編集者
高橋史弥氏

デットファイナンス、またはベンチャーデットの活用が国内スタートアップの間で広がり始めている。米中央銀行の利上げなどの影響から国内のエクイティファイナンスによる調達環境が冷え込んだことが背景にあるとみられ、株式の希薄化（ダイリューション）を抑えられる点などがメリットと受け止められているようだ。

本稿では、国内スタートアップ20,000社の資金調達動向を網羅するSTARTUP DBのデータと、金融機関・VCへの取材成果を掛け合わせ、デットファイナンス、特にベンチャーデットをめぐる現状を紐解いていく。



本稿ではデットファイナンスとベンチャーデットを明確に区別する。国内ではスタートアップによるデット性の調達を総称して「ベンチャーデット」とするケースも散見されるが、両者はメリットや融資対象などの面でいくつかの差異がある。

デットファイナンスは一般的に返済義務の生じる資金を借り入れることを指し、融資や社債などが該当する。貸し手は利息収入によりリターンを得る。

他方でベンチャーデットは、持株比率に一定程度の希薄化が生じるスキームを指す。具体的には新株予約権付融資・社債や転換社債などがこれにあたる。原則的に返済義務が生じる（転換社債の場合、社債額面が全額株式に転換されることはある）ものの、貸し手側は株式の売却益（キャピタルゲイン）も視野に入れる。

スタートアップにとっては、エクイティに比べて希薄化率を低く抑えながら資金を調達できるメリットがある。エクイティとデット両者の特性を併せ持つため、しばしば「エクイティとデットの間を埋める手法」と紹介される。

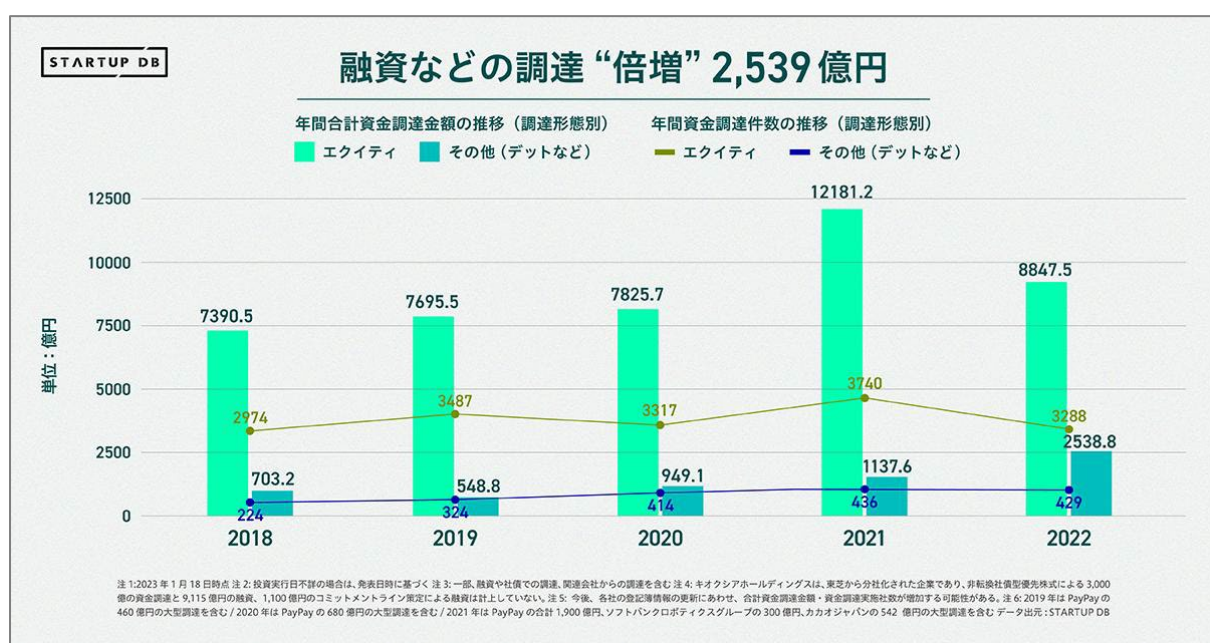


まず、デットファイナンスやベンチャーデットによる調達の増加を示唆するデータを見ていく。

STARTUP DBの調査によると、2022年の1年間で、国内スタートアップが調達した資金は1兆1,386億4,000万円。これはエクイティファイナンスやデットファイナンス、それに各種補助金やクラウドファンディングなどによる調達を合算したものだ。

これをエクイティによる調達と「その他」に分けると興味深い傾向が現れる。エクイティ調達は8,847億5,800万円で、親会社から子会社への大型出資を除けば21年の調達金額と大きな差はない。

対照的にエクイティを除いた「その他」は増加している。21年が約1,137億6,400万円だったのに対し、22年は約2,538億9,000万円だ。件数はほぼ同じだが、金額は1,400億円ほどのプラスとなっている。



この約2,538億9,000万円にはデットファイナンスやベンチャーデット、それにクラウドファンディングや公的機関による補助金などが含まれる。

これらを細分化することは現時点では困難だが、補助金やクラウドファンディングの件数や調達は相対的に見てそこまで多くないとみられるほか、2022年にはUPSIDER (467億円) やタイミー (183億円) など大型のデット調達が相次いだことを鑑みると、デットファイナンスやベンチャーデット調達が増えつつあることを示唆していると考えても良さそうだ。

主な要因は市況の冷え込みだ。グロース株の低迷を受け、特に上場を見据える段階のスタートアップは評価額の算定面で煽りを受けた。例えばSaaS分野のマルチプルでは「10倍から15倍だったのが、今は5倍前後だ」という指摘も聞かれた。

筆者は編集者としてスタートアップ企業の経営者や資金調達の担当者取材しているが、2022年に資金調達活動を実施していた当事者の多くが「自社の希望する評価額と投資家の提示した額が一致しないケースがあった」と振り返っている。

IPO市場の低迷から、IPOそのものの延期を決めたケースもあったとされる。投資家は「ランウェイを24ヶ月分確保しようという動きがあった」と証言する。



こうした状況下で、希薄化を抑えられるデットファイナンスやベンチャーデットへの注目が高まっている。呼応するように、貸し手側の体制強化も進んでいる。

デットファイナンスやベンチャーデットを実施した金融機関などを件数ベースで順位付けした。公開情報をベースとしているため、デットファイナンスとベンチャーデットを完全に区分することは難しく、両者が入り混じったランキングであることに留意されたい。

国内スタートアップ 融資件数ランキング 2022年 2023年5月まで

順位	金融機関・社名	融資件数	順位	金融機関・社名	融資件数
1	日本政策金融公庫	47	1	日本政策金融公庫	33
2	三菱UFJ銀行	25	2	商工組合中央金庫	19
3	みずほ銀行	24	3	みずほ銀行	16
4	商工組合中央金庫	21	4	静岡銀行	8
5	りそな銀行	14	4	三菱UFJ銀行	8
5	三井住友銀行	14	6	あおぞら企業投資	7
7	あおぞら企業投資	7	7	三井住友銀行	6
8	静岡銀行	5	8	りそな銀行	5
9	SDFキャピタル	4	9	山梨中央銀行	4
10	SBI新生銀行	3	9	あおぞら企業投資	4
10	三井住友信託銀行	3	11	SBI新生銀行	3
10	京都銀行	3	11	千葉銀行	3
13	京都中央信用金庫	2	13	Siiibo証券	3
13	Fivot	2	14	名古屋銀行	2
13	あおぞら銀行	2	14	きらぼし銀行	2
13	みなと銀行	2	14	SDFキャピタル	2
13	横浜銀行	2	15	金融機関など23組織	1

注1：2023年6月13日時点
 注2：対象期間中に当該金融機関・企業、もしくはスタートアップから発表された融資件数
 注3：融資・社債だけでなく、新株予約付融資・社債や転換社債などを含む

データ出典：STARTUP DB

STARTUP DB

スタートアップにとって身近な存在である日本政策金融公庫が2022年、2023年5月末時点ともに最上位だった。2022年は、三菱UFJ銀行・みずほ銀行・三井住友銀行のメガバンク3行と、りそな銀行の名前が並んでいる。いずれもスタートアップ向けの融資体制を強化していることで知られ、タイミーの183億円調達にも参加している。

2023年5月末時点では静岡市に本店を置く静岡銀行が8件で4位となった。静岡銀行は2021年6月に都内にベンチャービジネスプロジェクトチーム（現・ベンチャービジネスサポート部）を設置。ベンチャーデットへの積極姿勢が順位にも反映されている。

エクイティ以外の調達が以前よりも一般化しつつあると言えそうだ。一方でデットファイナンスは原則的に元本回収が見込める場合に実施されるものであり、赤字決算が多いスタートアップとは必ずしも好相性とは限らない。

これに対しベンチャーデットは、キャピタルゲインによるリターンを織り込むことにより、赤字を許容しながら非連続的な成長を目指すスタートアップに門戸を開く設計となっており、今後も実施件数の増加が見込まれる。

そこで、ベンチャーデットに注目して現在のスキームや課題について掘り下げていく。



静岡銀行の例からみてみたい。同行からはベンチャービジネスサポート部の恩田雄基・課長と高井康介・課長が取材に応じて頂いた。

静岡銀行は2021年6月に「ベンチャービジネスプロジェクトチーム」を設置。その後現在のベンチャービジネスサポート部に改組し、スタートアップ向け融資を実行している。

静岡銀行は以前からファンドへのLP出資や、オフラインイベント「TECH BEAT Shizuoka」の開催などを通じてスタートアップとの接点を創出してきた。それは静岡の地域経済の活性化やDX推進を見据えてのものだったが、その過程でスタートアップ側から資金調達の相談を受けることも多かったという。

しかしスタートアップは通常、融資対象になりづらい。銀行からスタートアップへ資金を供給する手段として、ベンチャーデットに着目したという。

静岡銀行にとってもメリットは少なくない。大企業向け融資や住宅ローンなどの従来型ビジネスだけでは持続的な成長に限界があるという問題意識があり、スタートアップ向け融資を新たな成長領域の一つと見込む。地域経済への貢献についても、直接融資する立場となることで「関係性がより近くなり、シナジーも生み出しやすい」（恩田氏）と期待を高めている。

融資に際して重視するのは成長性だ。市場規模や経営陣の顔ぶれ、それに次回ラウンドでエクイティ調達ができるだけの潜在力があるかどうかなどを確認しているといい、「VCに近い目線で見ている」と恩田氏は話す。

地元・静岡の企業だけが対象ではない。将来的には静岡県発スタートアップを支援するインフラになりたいとするが、恩田氏は「現在は成長可能性の高いスタートアップと伴走し、知見を高めることを優先している」と話している。



国内でいち早くベンチャーデットに特化したファンドを立ち上げたのが、あおぞら銀行の100%子会社である、あおぞら企業投資だ。2019年11月に20億円規模の1号ファンドを組成した。2022年1月には2号ファンドが立ち上がり、同年11月には当初の30億円から100億円規模にまで拡大。組入は順調で、現在は3号ファンドの設立に向けた準備が進む。

取り扱うスキームは転換社債、もしくは新株予約権付社債だ。転換社債は、転換権を行使し社債額面の全額を株式に転換することをメインシナリオに据える。新株予約権付社債は、社債額面全額の返済義務を伴うが、例えば発行額面の30%分の新株予約権を引き受けるケースならば希薄化率も同様に30%程度に抑えられる点がメリットだ。

取材に応じて頂いた久保彰史・代表取締役社長CEOは、リスクマネーの供給不足というスタートアップの課題と金融機関の豊富な資金力を結びつけるためにベンチャーデットの実装に取り組んできた。2019年～20年からSaaS銘柄のバリュエーションが高騰したいわゆる「SaaSバブル」と呼ばれた状態が終わった2021年頃から、ベンチャーデットに関する問い合わせも増えてきたという。

ベンチャーデットの広まりには手応えを感じる一方で、「私たちのイメージする活用方法と、世の中の受け止め方にはまだギャップがある」と課題も感じているという。

例えば、事業が伸び悩みエクイティによる調達が難しくなったスタートアップが、バリュエーション（評価額）を維持しながら足元の運転資金を確保しようとする「レスキューファイナンス」の相談も増えている。「『エクイティ調達が難しくなってきたところを代替するのがベンチャーデット』という言葉が独り歩きしている側面もあり、ベンチャーデットの返済義務に焦点が当たりにくくなっている可能性がある」と久保氏は話す。

ベンチャーデットの正しい活用方法としては、成長投資のための資金をエクイティと組み合わせて調達するケースが挙げられる。「全てエクイティで調達する必要はなく、一部をベンチャーデットに置き換えることで希薄化を防止できる」と久保氏は解説する。

具体的に例を挙げて考えてみる。調達後（Post）時価総額20億円で5億円を調達（=株式シェアを25%放出）し、2年分のランウェイを確保したスタートアップがいるとする。なおかつ手元資金は調達した5億円のみだと仮定する。

このスタートアップは調達から1年～1年半後をめどに次回の調達に向けた活動を開始する。この時、手元の資金は2億5,000万～1億2,500万円にまで減っていることになる（分かりやすさのために計算を一部単純化している）。

事業の進捗が順調なこともあり、前回評価額が20億円だったことを鑑みて、次回は評価額を40億～50億円に上げ、なおかつ10億円の調達を目指すとする。

ただし、折からの市況の悪化もあり大幅なアップラウンドでの調達は難易度を増していて、調達活動に時間がかかることも想定される。半年でまとまるはずだった資金調達が、1年近くかかることもあるだろう。

こうした事態が起こりやすい環境で、「この時に消化している資金は、元々はどうやって集めたものかよく思い出してほしい」と久保氏は訴える。株式を25%放出してまで得た資金が、長引く交渉のために減っていくことを冷静に捉え直す必要があるというわけだ。

では、ベンチャーデットを併用して調達したケースを考えてみよう。

前回、時価総額20億で5億円の調達をした時に、エクイティ調達を3億7,500万円（75%）に抑え、残りの1億2,500万円（25%）を新株予約権付社債（発行額面の30%分の新株予約権を引き受けるものとする）で調達していたらどうなるか。

この場合の希薄化率はエクイティ（18.75%）とベンチャーデット（1.875%）の和で求められるから、20.625%だ。全額エクイティで調達した場合と比べ希薄化を抑えながらランウェイを確保し、次回の調達活動にも臨める。

新株予約権付社債の1億2,500万円は返済義務を伴うが、①時価総額40～50億円で全額エクイティ調達した資金で返済するほか、②再度、ベンチャーデット（新株予約権付社債）で資金を調達し返済する、という選択もとれる。①②のいずれのケースでも、全額エクイティ調達を行ったケースよりも合計の希薄化率は下回る計算になる。

ベンチャーデットで調達できるかどうかは貸し手側の判断次第という前提はあれども、狙い通りの調達ができれば希薄化を防止できるケースも成り立つというわけだ。

逆に、こうした活用法を理解できていない場合、長引く調達活動に、全額エクイティで調達した「高い」資金を使ってランウェイを費消し、なおかつ希薄化も大きくなってしまうことになる。「これがもったいない、と考えるのがベンチャーデットの原理原則だ」と久保氏は話す。

「1回のラウンドの資金調達を全てエクイティでやるというのではなく、事業成長の状況や資金使途に応じて、エクイティとデットをミックスした最適の調達ポートフォリオを組むのが希薄化防止に効果的、という発想からベンチャーデットは成り立っている」と久保氏。

国内ではいち早く特化型のファンドを組成したことから実績やノウハウも積み重なってきているといい、「どのようなベンチャーデットの提供方法、エクイティとの連携の形が良いのか、などを常に探し求めている。作り方や考え方は日々成長している」と話す。



ここまで、エクイティに頼らない調達が増加傾向にあること、なかでも赤字決算のスタートアップにも門戸を開くベンチャーデットの注目が高まっていることに触れてきた。エクイティによる調達環境もまだ先が見通せない状況なだけに、2023年も需要が落ち着くことはなさそうだ。

一方で、デットファイナンスはその性質上、返済が見込める企業に対し実行されるのが原則であり、一定程度の赤字を許容しながら成長を目指す段階にあるスタートアップにどこまで広がるかは見通せない。

そこで、キャピタルゲインと金利設定により赤字のスタートアップを対象に含めることに成功したベンチャーデットが注目されている。国内の民間プレイヤーでは先駆者的な存在だった、あおぞら企業投資だけでなく、地銀である静岡銀行など、供給サイドも厚みを増しつつある。

しかし、国内では比較的歴史の浅いスキームなだけに課題も残されている。あおぞら企業投資の久保氏のヒアリングからは、借り手であるスタートアップの間で返済義務への意識が十分に広まっていない可能性があることに加え、効率的な活用方法への認知に課題がある点も示唆された。また、多様になりつつある貸し手側も、金利設定や新株予約権の発行数などスキーム構築の面においてまだ模索を続けているのが実情だろう。

ベンチャーデットの重要性は認知されつつあるものの、借り手・貸し手の双方でケーススタディの共有が不足していると言える。スタートアップの資金調達手法は多様化している。この流れを実効性のあるものとし、より多くの成長企業が恩恵を受けるためには、クローズドな場に留まらないナレッジシェアの機会が求められている。筆者としては、本稿がその一助となることを願っている。

###

プロフィール：

高橋史弥

早稲田大学法学部及び復旦大学新聞学院卒業後、2013年に記者として日本放送協会入局。事件・事故報道や選挙報道などに従事したのち、2019年にハフィントンポスト日本版にジョインし中国経済・中国情勢を担当。中国ITや経済安全保障、サプライチェーンの人権保障をめぐる記事やイベントを多数手がける。2022年フォースタートアップス入社。STARTUP DBのアナリスト兼編集者を務める。