

国内初の「レイターステージ特化の大型ベンチャーデットファンド」の設立について

国内初のレイターステージ向けに特化した大型ベンチャーデットファンド：「HYBRID ANNEX1 号投資事業有限責任組合（以下、「本ファンドもしくは ANNEX ファンド」と略す）」を設立したあおぞら企業投資の久保社長にお話を伺いました。

VEC:

あおぞら銀行はベンチャーキャピタル子会社である、あおぞら企業投資を GP として、すでにスタートアップ（以下「SU」と略す）を投資対象とするベンチャーデットファンドを組成していらっしゃいますが、今回、特に日本政策投資銀行（以下「DBJ」と略す）と組まれて、「レイターステージ」向けに特化した大型のベンチャーデットファンドを設立された背景を教えてください。

久保社長：

当社では 2019 年から、デットとエクイティのハイブリッドの商品特性を持つ「ベンチャーデット」を通じて、国内スタートアップエコシステムに貢献することを目的に、ベンチャーデットファンド：「あおぞら HYBRID ファンド（以下、「HYBRID ファンド」と略す）」を組成し、現在、ファンドは 3 号まで、累計 320 億円の規模まで拡大しています。そして、今回設立した ANNEX ファンドでは、これまでの HYBRID ファンドでは、ごニーズにお応えしきれていなかった「レイターステージ向けの大型の資金調達ニーズ」に応えられるようにしました。

一般的に日本を代表するユニコーンを目指す SU は、レイターステージになれば、当然シード・アーリーステージに比べて**大型の資金調達**が必要になります。具体的には数百億円のバリュエーションに対して**数十億円単位の資金供給が必要になります**。しかし、現在の日本には、レイターステージの資金提供者が少なく、エクイティ投資を行うベンチャーキャピタルはもちろん、ベンチャーデットレンダーも同様で、この資金供給力不足は日本の健全なスタートアップエコシステムの発展にとっての大きな課題になっています。そして、同様にこの課題への関心が高かった DBJ さんとその解決の一助とするため、今回のファンドを組成したという経緯です。

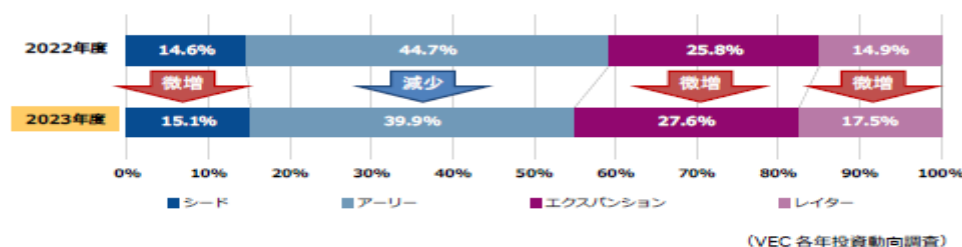
本ファンドはあおぞら銀行と DBJ という 2つの「銀行」 が連携してのプロジェクトですので、このファンドを橋頭堡として、多くの銀行をはじめとする金融機関が単独もしくは連携して大型ベンチャーデットを組成し、結果、業界全体にレイターステージ向けの資金供給体制が整っていくことを期待しています。

VEC：

VEC ベンチャー白書 2024 でも、以下の図表 1-19 の通り、2023 年度のベンチャー投資のステージ別金額比率で、レイターステージは 17.5%とほぼシードステージ (15.1%) 並でアーリーステージ (39.9%) の 4 割程度と、レイターステージへの VC 投資金額が少ないことが

見て取れます。

図表 1- 19 投資先ステージ（国内向け：金額比率）



VEC：

1 件あたりの投融資金額（チケットサイズ）はどのくらいの想定でしょうか。

また、ファンドの組成金額、対象とする SU の時価総額規模もお伺いします。

久保社長：

1 件あたり **10 億円以上**を想定しています。

ファンドの組成金額は当初 50 億円ですが、取組実績に応じて、近い将来に 100 億円規模に増額していくことも視野に入れています。

また、投融資対象については、時価総額 100 億円以上の規模を有する SU をターゲットとしています。

VEC:

今回「ベンチャーデット専門」のファンドとされたのはどのような背景でしょうか。

久保社長：

一言で申し上げますと、「ベンチャーデットは、エクイティとの比較で、現在のような株価が上がりづらい軟調なマーケット環境においても、事業がしっかりと成長していれば、資金供給を継続することが一定程度可能」と考えているからです。

では何故、一定程度可能と考えているのか。ここで簡単に説明できればと思います。

昨今、東証グロース市場は軟調な状況が続いており、回復の兆しが見えないと言われることが多いです。詳細は、割愛しますが、この市場の軟調は、PER、PSR 等が代表例に挙げられるマルチプル推移(注)を過去から追って見ると、現在の軟調なマーケット環境がよく分かります。つまり現在は VC 等の投資家は、リスクマネーを投じて、期待していたキャピタルゲインが得にくい状況になっています。もちろん、マルチプルの軟調だけが、その要因ではなく、SU の業績自体が計画を下回ったり、伸び悩んでいるからではないか？という意見もあります。ですが、私の感覚では、「事業が相応に伸びているレイターステージスタートアップでも、マルチプル(注)が軟調であるため、バリュエーションが付きづらく、資金調達

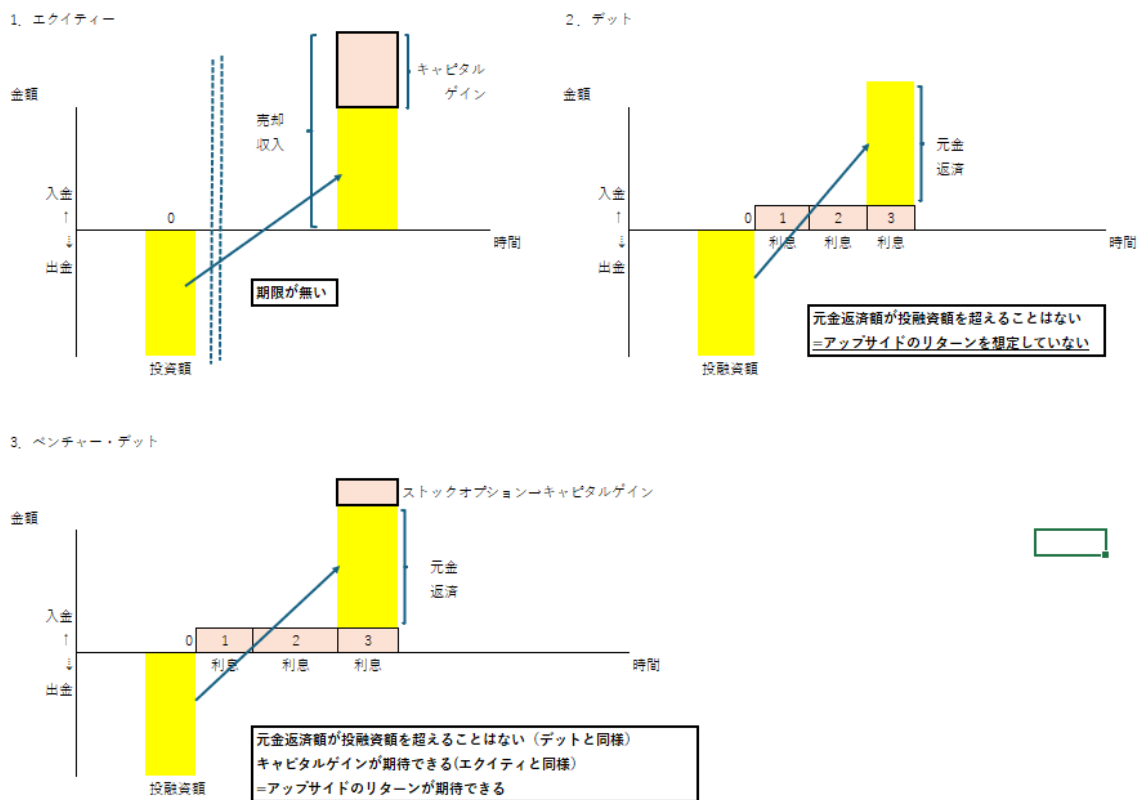
しづらい」ということが起こっているように認識しています。実際、事業は順調でもマーケット環境の軟調を理由に IPO を延期する SU もあります。

つまり、マーケットが軟調な時には、特にレイターステージで投資活動を行っている投資家は、キャピタルゲインが得にくいいため、リスクマネーの供給がしづらいのです。

(注) マルチプル：類似した上場企業の評価倍率を元にして、対象となる企業をバリュエーションする方法をマルチプル法（類似企業比較法）と言う。PER、PBR、EV/EBITDA などが指標として使われる。

ベンチャーデットのレンダーも、ストックオプション等の売却によるキャピタルゲインが得にくくなる点では、同じ構造なのですが、ベンチャーデットは、キャピタルゲインだけに依存したスキームではなく、デットとしての償還可能性が一定認められる、利息収入が一定確保できる等の評価点が認められれば、事業が着実に伸びている SU に対しては「資金供給が可能」という判断もできる。結果、エクイティと比して、資金提供しやすいケースがある。これが「ベンチャーデット専門」を謳っている理由です。

【イメージ図】資金の出し手(VCや金融機関)から見たデットとエクイティの比較



(注) エクイティ、デット、ベンチャーデットを比較するための簡略化したイメージ図。

実際には各種のパターンがある。

VEC:

デットファイナンスであれば、親会社 2 行による直接融資という枠組みもあり得るかと思いますが、**ファンド形式とした狙い**について伺います。

久保社長：

ベンチャーデットでその成果、リスク・リターンを考えるにあたっては、個別案件毎で考えるのは適切ではなく、個別案件の集まりであるポートフォリオ全体で考えるのが適していると考えています。そして、その考え方で着実に運営できるのがファンド形式であると判断したからになります。

一般的に商業銀行業務における融資は、黒字で事業が安定している企業向けの「正常運転資金(経常運転資金)」の融資が中心です。そして、与信判断は、個社毎・案件毎に行ってきたという伝統的背景があります。万一、元本が回収出来ない事例が発生した場合には、個社毎・案件毎に償却・引当等を検討する運営になっています。

ですので、赤字で事業が安定しているとまでは言いづらい SU への融資を、一般的な黒字の融資先と同じ考え方で個社毎・個別案件毎に考えると、比較においてリスクが高いと整理せざるを得ず、結果、銀行では対応が難しくなってきました。そして、この考え方は今も多くの銀行で根強く残っています。

一方、ベンチャーデットは、最初から投資対象が SU であると認識し、個社・個別案件単位では、デフォルト（債務不履行）が一定発生することを前提に考えますので、一般的な VC ファンドと同様にポートフォリオ全体でリスク・リターンをベンチマーク（基準）とする運営が必然になります。

つまり、個別の案件について仮にデフォルトになることがあったとしても、「ポートフォリオ全体としてリターンが出ているか」で、パフォーマンスを判断する考え方が安定します。これによりこれまでの個社毎・個別案件毎で考えやすい商業銀行業務の考え方から脱却し、ベンチャーデット提供を実施しやすくしたというのがファンド形式を採用した理由になります。

VEC：

タームシート（商品概要）をご開示ください。

久保社長：

概略以下の通りです。

項目	概要
正式名称	HYBRID ANNEX1 号投資事業有限責任組合

ファンドのタイプ	ベンチャーデットに特化した有責組合 →エクイティへの換価性があるストックオプション等が付与されているデット。金利のみのプレーンな一般デットは原則、想定外。
無限責任組合員（運営会社/GP）	・ あおぞら企業投資 ・ DBJ 地域投資 (2 社による共同 GP)
有限責任組合員（投資家/LP）	・ 株式会社あおぞら銀行 ・ 株式会社日本政策投資銀行（DBJ）
投融資対象	事業が軌道に乗り始めたミドル期や経営が安定して新規株式公開を控えるレイター期の「原則、時価総額 100 億円以上」の大型資金調達ニーズがある SU（案件金額：10 億円以上を想定）
ファンド総額	50 億円 ※近い将来に 100 億円に増額することを検討
資金使途	正常運転資金、成長資金（ランウェイ資金）
ファンドの運用期間/投融資期間	運用期間 10 年/投融資期間 5 年
投融資分野	特定分野を定めず
1 案件あたりの投融資期間	期間 2 年～5 年の期限一括返済・分割返済
投融資形式	原則バイラテラル（相対取引） ※更に大型の場合は、本ファンドを起点としたクラブディールアレンジも検討可能。

VEC：

主な資金使途を教えてください。

久保社長：

資金使途は

- ・ 正常運転資金（経常運転資金）（注 1） と
- ・ 成長資金（ランウェイ資金）（注 2）

が中心です。

（注1） 正常運転資金（経常運転資金）：

売掛金と買掛金の資金ギャップを補うファイナンス。

伝統的な商業銀行業務の分野でもある。

算式：正常運転資金＝〔売上債権（売掛金＋受取手形等）＋棚卸資産〕－仕入債務（買掛金＋支払手形等）。経常的に発生する仕入コスト等の支払い資金を指す。

(注 2) 成長資金 (ランウェイ資金) :

成長資金 (ランウェイ (Runway) 資金) とは、主に赤字のスタートアップが日々支払う運営コスト (人件費・家賃・広告宣伝費等の経費性資金) を資金使途とする資金。既存の資金で企業が事業を継続できる残り期間を示す指標である「ランウェイ」の元になる資金。ランウェイとは、手元の資金が尽きるまでの猶予期間 (月数) を表し、ファッションショーの花道や滑走路の長さ (ランウェイ) に例えられている。

資金が枯渇する (資金繰りがつかない) と事業が継続できなくなることからランウェイは、スタートアップにとって非常に重要な指標である。

例えば、毎月 200 万円の赤字を出している企業が、手元に 1,000 万円の資金がある場合、「 $1,000 \text{ 万円} \div 200 \text{ 万円} = 5 \text{ ヶ月}$ 」となり、5 ヶ月後に資金が尽きる計算になる (この場合ランウェイ 5 ヶ月と言う)。

先述しましたが、銀行の一般的な商業銀行業務における「融資」は、黒字企業向けに「正常運転資金」を供給するのがその業務の中心になります。少しずつ変わってきてはいますが、SU は赤字が基本ですから、赤字企業向けに「正常運転資金」を融資するのは、まだまだハードルが高く、ベンチャーデットが活用されています。

ですが、もう一つの資金使途である「成長資金」に活用でき、エクイティを代替しダイリューション (希薄化) を防止できるのが、本ファンドも然りですが、やはりベンチャーデットの醍醐味と理解いただくのが良いと思います。

ベンチャーデットは、最近こそ、その定義がやや曖昧になってきていますが、本来は「ストックオプション等のワラントが付与されているデット」を指すもので、であるからこそエクイティの役割を一定代替することができるのです。

VEC :

シリコンバレーバンクに代表されるような アメリカの「ベンチャーデット」 は

- ・「ダイリューション (希薄化) の抑制」という **資本構成の論点** がメインの目的で
- ・対象先は VC の投資先に原則限定し、VC が組成したファンド期間に合わせて投融資するものが一般的と理解しておりますが、

日本の場合には、銀行系を中心に「ストックオプション等の無い、金利だけのプレーンなデットファイナンス」に応じているケースもあり、必ずしも資本構成の論点ではなく、**資金調達**が主な目的となっている事例も多いように見受けられますがいかがでしょうか。

久保社長 :

私の認識では、ベンチャーデットの狙いについては、アメリカも日本も「ダイリューション (希薄化) の抑制」、「資金調達目的」の両方を重要な目的として利用されている認識なのは変わりません。ですが、改めて考えますと、異なるのはアメリカのベンチャーデットは、先

述の通り「エクイティの代替手段としての利用」としての性格が強く、日本のベンチャーデットは、「資金調達目的」という性格がより強いということかも知れません。

アメリカではベンチャーデットはエクイティより調達コストが安いのが当然と多くの SU が認識しているので、日本と比べてかなりの高金利でも、最大限ベンチャーデット調達を実施する傾向がある印象です。

一方、日本はここ数年で一気に調達コストの最適化意識が高まり、ベンチャーデットの活用が増えました。ですが、まだまだエクイティしか考えていない SU も多い印象です。正しく理解し、使いこなしてもらうには CFO の深い理解も必要で、特に起業後初期の段階ではエクイティのみでは負担が大きくなってしまう印象です。

おっしゃっている、金利だけのデットファイナンスが相応に存在するのは、本質的にはエクイティの代替としてはリスク・リターンが合っていないのでは？という考え方を別にすれば、こういった CFO の負担を減らす目的を優先しているからと言えるのだと思います。また、特に銀行視点では、日本では長い間「カネ余り」の状況が続いており、貸出先が少なかった影響もあり、例えば資金使途を「正常運転資金」に限った支援については、リスクが「成長資金」よりは低いため、表面コストを下げて資金供給しているケースがあるとも理解しています。

ただやはり、ベンチャーデットは、本来、①ストックオプション等のワラントが付与されており、だからこそ、②正常運転資金の資金使途だけでなく、「成長資金」にも充てられるものが本質と理解いただくのが良いと思います。個人的な意見としては、「ベンチャーデット」と呼べるのは、「成長資金に充てられるものに限る」、と定義しても良いかもしれません（狭義のベンチャーデット）。

なお、ストックオプションの代わりに、特に高金利をもらって支援するデットも、最近増えています。そういう風潮が日本にも生まれてきているのはユニークだなと思っています。それでも、アメリカのベンチャーデットは日本の高金利デットより、もっと高い金利で、且つストックオプションも取得しているケースが多いのでこのあたりどう整理するかは悩ましいところです。ではありますが、従来の日本の金融システムと溶け合ってローカライズしてきているのも、独特の進化をしている最中と認識していますので、この先どのように進化していくのか。大変興味深く思っています。

健全なベンチャーデット市場の発展のために、関係者全てが意識して気を付けていきたいことは、SU とレンダー間で、活用している・提供しているベンチャーデットの商品理解の齟齬を失くすことです。

具体的には、最近の傾向として、SU の経営陣がベンチャーデットを「ランウェイを伸ばすために借り入れたはずが、伸ばすために利用できず返済を求められた」という話をよく聞きます。これは、非常に良くない。背景は先述した通りですが、レンダー側の説明不足、また、経営陣や経営陣をサポートする VC の皆さんの理解不足等、要因は様々だと思いますが、ベンチャーデットを活用した経験が悪い経験になってしまわないように、SU もレンダーも注

意を払い、共通認識を持って上手く活用、また提供して欲しいと思います。

VEC：

ファンドのスキームとしては本ファンドとSUとの2者でのバイラテラル（相対取引）契約が基本で、限定的に同一条件での参加者を招聘するクラブディールも検討するとお伺いしています。

大型調達にあたり、シンジケーションなどを実施するご予定はないのでしょうか。

久保社長：

シンジケーションについては予定がないのではなく、正しくは適切な形式での実施を模索している状況とご理解いただければと思います。ベンチャーデットは、相応にリスクの高い金融商品であることを理解し、だからこそ一定の分散も必要と理解することが重要です。当社は、本ファンドはDBJと共同出資ファンド形式にしたり、投融資先も複数社確保する分散ポートフォリオを組むようにもしています。

ですので、シンジケーションは、参加行候補の方々にもこれらの共通概念をまず持ってもらうことが重要で、業界的にその理解がもう一段階深まるのを待っていたという状況でした。ただ、ここ最近は、随分とその環境は整ってきたとも思いますので、今後はポジティブに検討していきたいと思っています。

VEC：

東証グロース市場が軟調な中、レイターステージのVCファンドでは、IPOに加えてM&Aやセカンダリー取引など多様な**EXIT Strategy**（出口戦略）を検討されているかと思いますが、本ファンドは「デット」で、「期限に返済を受ける」スキームのため、特別なEXIT Strategyは検討していないという理解でよろしいでしょうか。

久保社長：

EXIT Strategyは、まず提供しているスキームからの説明になりますが、当社で以前から取り扱っているHYBRIDファンドと同様、デットの返済期限を、原則、次のエクイティラウンド時期に合わせることで、それまでは返済が発生しないようにして、調達資金をランウェイに着実に充てていただけるようなスキームになっています。

つまり、「（シリーズB・Cなどの）ラウンドファイナンスの一環」で、ラウンド間をブリッジする商品設計が基本です。結果的に、期間2年～5年の期限一括返済・分割返済で設計していきます。

そして、例えば、エクспанションステージでベンチャーデットを実行した場合で、レイターステージで期限が到来、ラウンドを行うことになった場合には、SUがベンチャーデットでリファイナンス（借換え）をされたいということであれば、応じる方向で検討しますし、業績が好調で全額エクイティでファイナンスされるのであれば、本件のデットは償還頂くというEXIT Strategyになります。

また、本ファンドは LP が銀行ですので、「中長期的に企業の発展に貢献する」という考え方が「DNA」として色濃くありますので、IPO 以降も、デット取引を銀行（=LP）による一般融資に移行し、取引関係が永続する、というような形を目指すというのが基本思想になります。

VEC：

今回 LP（投資家）としてあおぞら銀行単独でなく、DBJ をパートナーとする 2 行スキームとされたのはどのような背景でしょうか。

久保：

両社の想いが一致したということに尽きますが、個別投融資先 1 社に対する与信が偏らず、かつ大型投融資が柔軟にできるように、また、国内産業の基盤となる「ユニコーン」となる SU・事業を数多く育成し支えていくための最適なパートナーの観点で、DBJ さんとパートナーシップを結び、ジョイントファイナンスをすることになった次第です。

DBJ さんはこれまで、日本の根幹を担う産業育成に取り組んで来られた実績が豊富にあり、また、ベンチャーキャピタル業務の実績も多数あり、パートナーとして最適だと思いました、

VEC:

注目の業種はありますか。

久保社長：

SaaS、B2C も含め、バランスよく多くの業種に投融資する方針です。

VEC：

本日はありがとうございました。

久保 彰史（くぼ あきふみ）

あおぞら企業投資株式会社 代表取締役社長 CEO

1997 年現三井住友銀行入行。法人 RM 担当。2005 年リクルート入社。大企業向け採用・教育等の HR コンサル営業に従事。2008 年サイバーエージェント入社。VC 子会社にて国内ベンチャー投資マネジャー・管理部長を兼任。2013 年あおぞら銀行入行。2015 年インターネット銀行設立準備室(現 GMO あおぞらネット銀行)、2018 年あおぞら企業投資設立と共に取締役就任、2019 年 10 月代表取締役社長就任。