「ベンチャー白書 2025」より抜き刷り

第 1 章 5. ベンチャー企業と大企業のコラボレーション・銀行の積極的な投融資活動

【前書き】 ベンチャー企業と大企業のコラボレーション・銀行の積極的な投融資活動

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

あおぞら企業投資株式会社
代表取締役社長 CEO
久保 彰史

スタートアップのデット性資金調達の最近の動向について

株式会社商工組合中央金庫
スタートアップ営業部長
髙橋 幸一

5. ベンチャー企業と大企業のコラボレーション・銀行の積極的な投融資活動

起業を増やすこととグローバル企業への急成長

ベンチャー企業をめぐる課題の中で下記の 2 つが重要点と言えよう。

一つはベンチャー企業を起業する人・ベンチャー企業に参画する人が増えることである。いわばすそ野の拡大である。

そのためにはアントレプレナーシップ教育が不可欠[注 1]だが、大学生・大学院生に対する教育では教育をスタートする時期が遅いのではないか。中学生・高校生に対する教育として「起業力教育」[注 2]の実施・拡充が必要である。

（注 1）本白書の第 3 章「ベンチャー企業向けアンケート調査」でも「日本で起業が少ない最大の要因は」との問いに対して、「学校教育（勇気ある行動への低い評価、課題を探し出す教育の欠如）」が「身近に起業家がいない」と並んで第 2 位である。1 位は「失敗に対する危惧」

（注 2）起業力教育とは「起業」するためのテクニックを教える教育ではなく広義の「起業する力、その情熱を育成する教育」を指す造語

もう一つは、誕生したベンチャー企業がベンチャーキャピタル（VC）・事業法人（コーポレートベンチャーキャピタル＝CVC を含む）による出資・支援、さらには銀行など金融機関による融資等に加え公的な支援も得て急成長を遂げ、ベンチャー企業の中から日本の産業を牽引しグローバルに活躍できる規模の企業が生まれてくることである。ベンチャー企業を買収（M&A）した事業法人がグローバル企業になるルートでも良いだろう。

ディープテック分野への事業法人の投資・M&A

グローバル企業になり得るベンチャー企業としては特にディープテック分野（研究開発型事業分野）が期待できる。この分野は懐妊期間が長くそれだけに資金投下を要する期間は長く、トータルでは大きな資金が必要とされる。

ベンチャー企業のシードステージ・アーリーステージは、ベンチャー企業について広範なソーシング・育成支援機能を持つ VC の活躍する場である。エクスパンションステージ・レイターステージになれば、ディープテック分野のベンチャー企業では必要資金額も大きいので、大手 VC の投資ならびに巨額な内部留保を持つ事業法人による投資さらには事業法人等による M&A が有力な資金供給手段になろう。

大企業を含む事業法人の内部留保は幸い現在では巨額にのぼり、日本の名目 GDP の金額に匹敵するほどにまで至っている（図表 1-46）。この巨額な内部留保の一部を広くベンチャー企業への投資・M&A に振り向ければ、日本の産業界全体のイノベーションに大きく寄与しよう。

(1) 日本国内の資金事情と事業法人のベンチャー投資・銀行の積極的な投融資活動

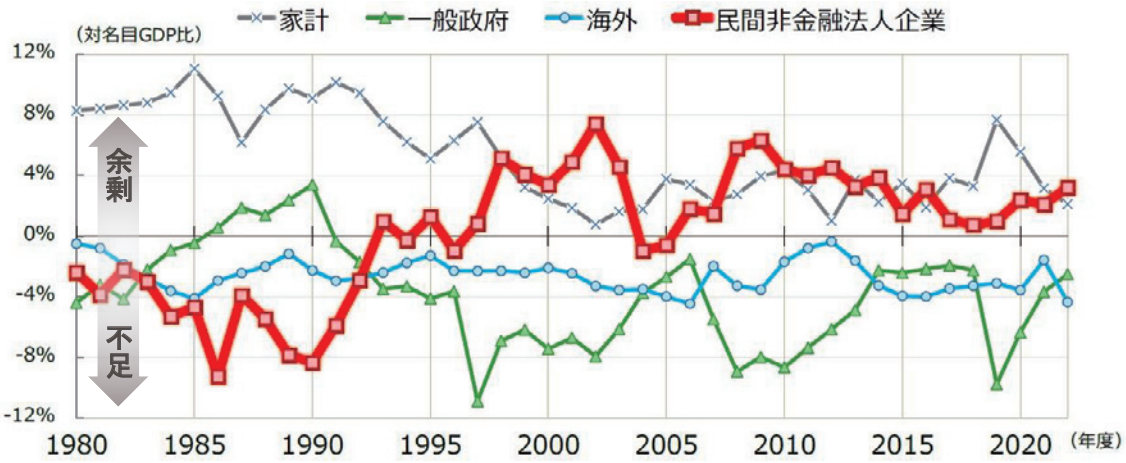
事業法人の内部留保をみるために、まず日本国内の部門別の資金過不足について触れたい。

①国内のベンチャー投資家を部門別にみると、国内 VC とともに民間事業法人（CVC を含む）が有力な投資家である。

（注）事業法人によるベンチャー投資は下記の 2 つがある
事業法人本体・子会社である CVC から直接ベンチャー企業への投資と、ベンチャー投資を行う VC への（LP 投資家としての）投資

②日本国内の部門別の資金過不足状況は日本銀行の「資金循環表」によって明らかになっている。

図表 1- 45　日本の部門別資金余剰と資金不足



（出所）日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」より、VEC 作成

図表 1- 45 をみると、1995 年度以前の民間非金融法人企業部門は趨勢としては資金不足であった。1995 年度頃には資金不足状態が解消され、その後は現在まで一貫して資金余剰の状態が続いている（2020 年度の「家計」部門と「一般政府」部門の急激な増減は、コロナ禍に伴う政府から家計への給付金の影響が出ている）。

③民間非金融法人企業の資金余剰の実額は、財務省の法人企業統計調査で明らかになっている。

図表 1- 46　全産業（金融保険業を除く）の利益剰余金（内部留保）の推移

（兆円）

	2019年度		2020年度		2021年度		2022年度		2023年度		2024年度	
		増加率		増加率		増加率		増加率		増加率		増加率
全産業（注）	**約475.0**	2.6%	**約484.4**	2.0%	**約516.5**	6.6%	**約554.8**	7.4%	**約601.0**	8.3%	**約637.5**	6.1%

（出所）財務省、法人企業統計調査

（注）金融業・保険業を除く

法人企業統計調査（図表 1- 46）によると 2024 年度（令和 6 年度）の全産業（金融保険業を除く）の利益剰余金（一般法人企業の内部留保と呼ばれている）は 2023 年度の 600 兆 9,857 億円から 2024 年度は 637 兆 5,316 億円へ 36 兆 5,459 億円（6.1%）増加している。13 年連続で増えていることになる。

日本の名目 GDP（国内総生産）は 2024 年度約 616.1 兆円であったので、事業法人の内部留保金額は名目 GDP をしのぐ規模に達している。

④また同じ法人企業統計調査によると、2023 年度の現金・預金の期末残高は全産業（金融保険業を除く）では、2023 年度末の 301 兆 8,072 億円から 2024 年度末の 301 兆 439 億円へ 7,633 億円減少（▲0.3%）してはいるがそれでも GDP の約半分に達している。
前出の図表 1- 11 にあるように、2024 年の事業法人＋CVC のベンチャー投資金額は 2,162 億円であり全産業（金融保険業を除く）の 2024 年度の内部留保金額 637 兆 5,316 億円の僅か 0.03%に過ぎない。2024 年度の内部留保の増加額（36 兆 5459 億円）に対比しても 0.59%である。

⑤2024 年度の事業法人の内部留保の仮に 2%がベンチャー投資に向けられただけで、約 12 兆円に達し、「スタートアップ育成 5 か年計画」の目標とする 2027 年度の投資金額（10 兆円）を軽く達成できることになる。

オープンイノベーション促進税制の発展による事業法人のベンチャー投資促進

2020 年度にはベンチャー企業に対する事業法人からの投資に対して「オープンイノベーション促進税制」が創設されている。
ベンチャー企業の新規発行株式を取得すると事業法人は税制上の優遇措置（所得控除）を享受できる制度である。
2023 年度には M&A で取得したベンチャー企業の発行済株式も税制上の優遇措置の適用対象とする制度の拡充がなされた。

東証のグロース市場の低迷と IPO の伸び悩み

2022 年 2 月のウクライナ戦争以降の東証グロース市場の低迷の結果、日本の新興市場での IPO の伸び悩みが目立ち、IPO は 2022 年の 73 社、2023 年の 66 社、2024 年の 68 社、2025 年上半期の 20 社（図表 1- 40）となっている。

グロース市場上場維持基準の変更案への対応

こうした状況に拍車をかける動きとして、2025 年 4 月の「東証グロース市場上場維持基準の変更」の提案があげられる。
ベンチャー企業が東証グロース市場へ上場して 5 年経過後に企業価値（カンパニーバリュー）を（今までの 40 億円ではなく）100 億円にできないと、その企業は東証グロース市場にとどまれないとする趣旨である。この提案が公表されると 100 億円以上のカンパニーバリューのベンチャー企業の上場が歓迎される動きが出てきているようだ。つまり小口の IPO を選択する動きが減る要因となっている。

Exit ルートの M&A・セカンダリー取引へのシフト

Exit ルートとしての IPO の不調を受けて M&A（ロールアップ(注)を含む）あるいはセカンダリー取引による Exit への関心が高まり、そのルートに向けての VC、銀行、ベンチャー企業などの動きが活発化している。

（注）ロールアップ
ロールアップとは、特定の業界内の複数の小規模企業を連続的に買収・統合し事業規模を拡大する M&A 戦略

VC・ベンチャー企業は、Exit ルートとして事業法人等による M&A を目指して、大企業に働きかけるとともに、投資先ベンチャー企業が M&A を受けやすいように支援育成の努力をしている。

メガバンクの中には、ベンチャー企業向けの M&A アドバイザリー企業と業務提携して、大企業によるベンチャー企業の M&A を促す動きも出ている。さらにはベンチャー企業を買収するプライベートエクイティーファンドへ出資するとも伝えられている。あるメガバンクはグループ会社とセカンダリー投資を専門とする運用会社と協力してセカンダリーファンドを設立している。

このような動きは、Exit ルートとしての M&A または、セカンダリー取引を活発化する要因になるだろう。

今までのところは、伝統的な大企業によるベンチャー企業の M&A の動きはまだ少ないと言われており、ベンチャー企業によるベンチャー企業の M&A・ベンチャー企業のロールアップの段階にとどまっているが、これからの躍進が期待できるだろう。

銀行の積極的な投融資活動

従来、ベンチャー企業へ融資を行っている公的機関である日本政策金融公庫の活動に加えて、民間銀行（子会社を含む）によるベンチャー企業への投資・融資活動等がこのところ活発化している。

商工中金、あおぞら銀行（あおぞら企業投資）、一部の地方銀行等を先駆者として民間銀行がベンチャー企業への投融資を実施してきた。

さらに、メガバンクは従来、独立系ベンチャーキャピタルへの LP 投資家として相応の役割を演じてきたが、最近はメガバンク（子会社経由等）がベンチャー投資あるいはベンチャー企業への融資を活発化してきたことである。この動きは単に銀行の将来の融資先の確保・拡大行動にとどまらず、投融資が比較的大規模でかつメガバンクグループの総合力が発揮されるだけに、日本における「産業創設」の動き、すなわち明治期の日本における「殖産興業」を彷彿させるような動きとも言えよう。

あるメガバンクはグループのベンチャーキャピタルへ銀行自らが LP 出資するとともに地方銀行や保険会社を LP 投資家として募り、ベンチャー企業に対して最大 10 億円までの融資を行うベンチャーデットファンドを組成している。

別のメガバンクは子会社であるベンチャーキャピタルへ出資してその子会社が数百億円の投資ファンドを組成し、「産業創出・イノベーション支援」に優先的に取り組むような投資を社会課題として位置付けている。

また、メガバンクとメガバンクの子会社であるベンチャーキャピタルならびに独立系の大手ベンチャーキャピタル 3 社が共同で、ユニコーン創設を目指した大口ファンドを設立してベンチャー投資を実施している。

こうしたメガバンクの積極的な取り組みは日本の大企業を含む事業法人へ大きな刺激を与えるはずである。

(2) デットファイナンスの発展と銀行界における拡大

以下に、デットファイナンスの発展動向についてお二人にご説明いただいた。

まず、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」を設立された、あおぞら企業投資の久保代表取締役社長 CEO に設立に至った経緯・内容について詳しくご説明いただいた。

スタートアップへの銀行融資の先駆者の一つである商工中金の髙橋幸一スタートアップ営業部長に「デット性資金調達の最近の動向」について昨年に引き続き、ご執筆いただいた。

なお、髙橋部長は全国の金融機関を回って、ベンチャー企業向けデットファイナンスについてのアドバイス・助言も行っておられる。

以上

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

あおぞら企業投資株式会社
代表取締役社長 CEO
久保 彰史

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。

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(注1)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、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 とその解決の一助とするため、

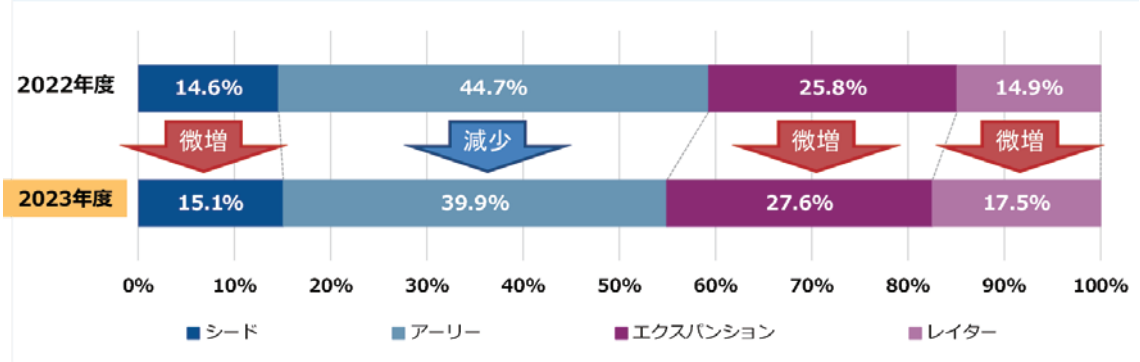
（注1）既存ファンドではベンチャーデットは転換社債、普通社債+新株予約権を指す

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:

昨年の 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）



（「ベンチャー白書 2024」より抜粋）

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 (注2) 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 (注3) 推移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も、期待していたキャピタルゲ

（注2）今回のファンドではベンチャーデットとして転換社債、普通社債+新株予約権に加え、融資を対象としている
（注3）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

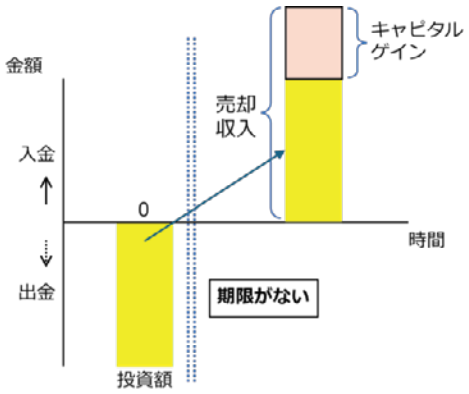
インが得にくい状況になっています。もちろん、マルチプルの軟調だけが、その要因ではなく、SU の業績自体が計画を下回ったり、伸び悩んでいるからではないか？という意見もあります。ですが、私の感覚では、「事業が相応に伸びているレイターステージスタートアップでも、マルチプル(注1)が軟調であるため、バリュエーションが付きづらく、資金調達がしづらい」ということが起こっているように認識しています。実際、事業は順調でもマーケット環境の軟調を理由に IPO を延期する SU もあります。

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ため、リスクマネーの供給がしづらいのです。

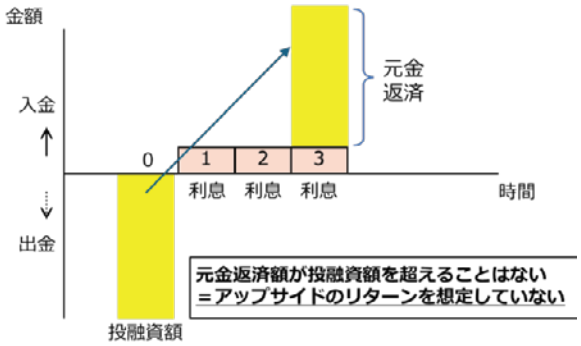
ベンチャーデットのレンダーも、ストックオプション等の売却によるキャピタルゲインが得にくくなる点では、同じ構造なのですが、ベンチャーデットは、キャピタルゲインだけに依存したスキームではなく、デットとしての償還可能性が一定認められる、利息収入が一定確保できる等の評価点が認められれば、事業が着実に伸びている SU に対しては「資金供給が可能」という判断もできる。結果、エクイティと比して、資金提供しやすいケースがある。これが「ベンチャーデット専門」を謳っている理由です。

【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

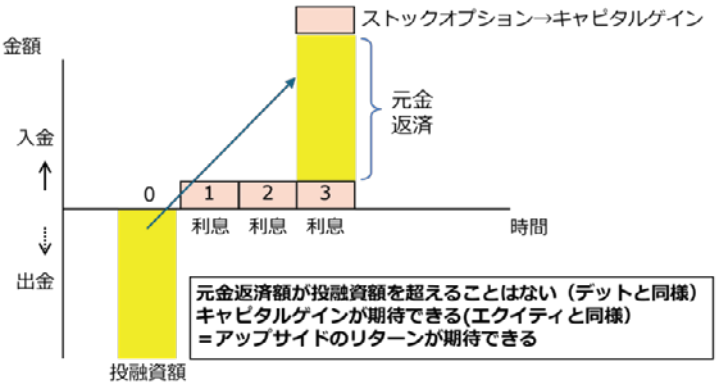
1. エクイティ



2. デット



3. ベンチャーデット



*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**についてお伺いします。

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、元本が回収でき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いとなってきました。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4) と

・成長資金（ランウェイ資金）(注5) が

中心です。

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よいと思います。

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<u>アメリカの「ベンチャーデット」</u>は、

・「<u>ダイリューション（希薄化）の抑制</u>」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、<u>日本の場合には</u>、銀行系を中心に「ストックオプション等のない、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

（注4）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5）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（資金繰りが付かない ）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 万円÷200 万円=5 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）

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かか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よいと思います。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」、と定義してもよいかも知れません（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、最近増えていますが、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、か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、非常によくない。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。当社では、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、次回のエクイティラウンド時期に合わせることとし、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、エクスパン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いただくという EXIT Strategy 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。

久保社長：

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 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 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。

（令和 7 年 7 月 3 日ベンチャーニュース配信分を再掲載）

スタートアップのデット性資金調達の最近の動向について

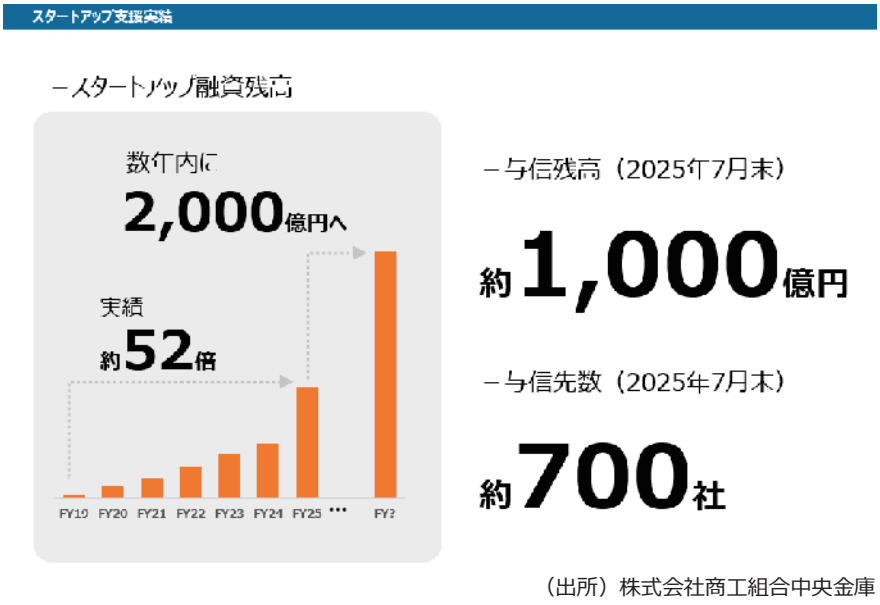
株式会社商工組合中央金庫 スタートアップ営業部長
髙橋 幸一

髙橋 幸一（たかはし こういち）
株式会社商工組合中央金庫 スタートアップ営業部長
メガバンクにて、大企業営業や企業再生、投資銀行業務等を手掛けた後、2018 年、商工中金に入社。ソリューション事業部にてスタートアップ推進事業やプロジェクトファイナンス、不動産ファイナンス、LBO などのストラクチャードファイナンスの立ち上げ、新商品の設計・開発を手掛ける。2020 年より東京支店営業第三部長、約 1,000 社のお客さま担当及び若手社員の育成に従事。現在はスタートアップ営業部長として、スタートアップへのデットファイナンスの提供、ファイナンススキームの構築等を行っている。

昨年度に続き、スタートアップ（以下「SU」と略す）向けデットファイナンスの最新の動向につき、株式会社商工組合中央金庫（以下「商工中金」と略す）の髙橋スタートアップ営業部長にお話をお伺いしました。

VEC:
2024 年度の商工中金における SU 向けデットファイナンスの概況につきお伺いします。

髙橋部長:
・2024 年度末の SU 向け与信残高は約 700 社で 1,000 億円弱。2024 年 3 月末の 590 社、710 億円から、金額で約 300 億円の伸び。
・アメリカでは次回のエクイティ調達ラウンドを返済原資として当て込むケースも多いかと思いますが、商工中金では「事業が着実に進展していれば末永くお取引を継続・拡大していく」というのが基本スタンスです。



（出所）株式会社商工組合中央金庫

VEC：

VC との連携という観点ではいかがでしょうか。

高橋部長：

・有力 VC40～50 社とは常時接点があり、お客さまのご紹介（ソーシング）を受けています。VC からの持込案件は 50 件/月規模のイメージです。

・数十億円ロットの案件もあるなど、近時、1 件あたりの金額が大きくなっているとの印象です。

・最近では（シリーズ A、B、…などの）エクイティファイナンスの調達検討の初期段階から、デットファイナンスを組み合わせた調達を模索するケースが増えているように感じています。実際に、商工中金で検討する案件の 50% 以上はエクイティファイナンスと同じタイミングという印象です。

VEC：

スタートアップ側から見た資金調達についてはいかがでしょうか。

高橋部長：

・デットファイナンスに対するニーズの類型が、拡大・多様化しているとの印象を持っています。

・マーケット環境の変化もあり、SU の資本政策やその時間軸が流動的に多様化する中で、SU によるデットファイナンスの相談も増えています。

VEC：

ステージ別ではどのような動向でしょうか。

高橋部長：

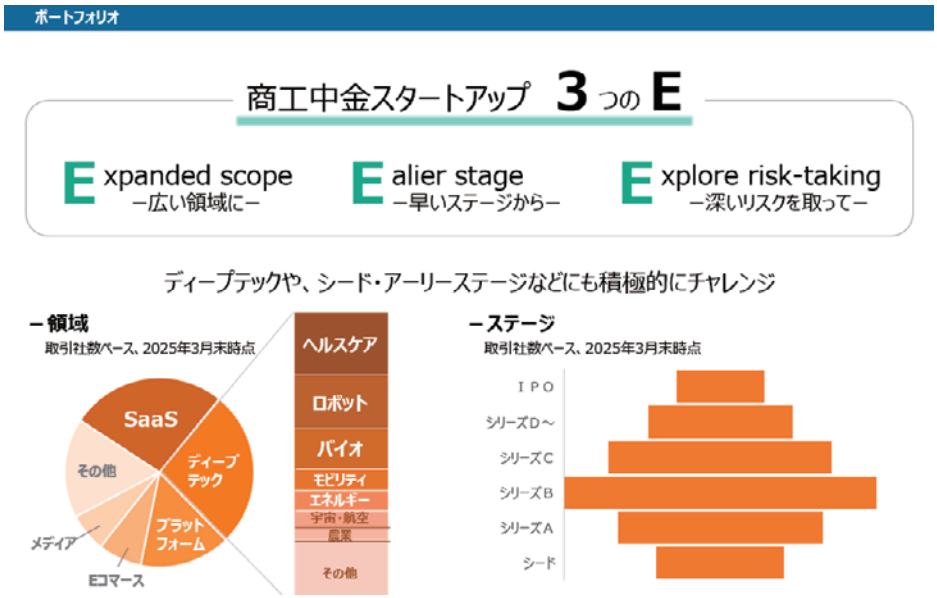
・商工中金としてはシリーズ A と同時かそれ以降のご相談が多い印象です。

・SU 側も「シード段階はグラント（助成金）や日本政策金融公庫の融資を利用する」という考え方が一般的ではないか、と理解しています。

・ただし、従来、シード・アーリー期は「デットは当社には時期尚早」、「期限までに十分なキャッシュフローを得られないからデットは借りられない」という印象を持っている SU が多かったように思いますが、最近では「早い段階からダイリューション（希薄化）を抑えて、デットも上手く使おう」という資本政策の SU も増えており、シードやアーリーステージの会社からのご相談が増えているのも事実です。

・ミドル・レイターステージでは、IPO や M&A に向けて、より資本政策を強く意識した財務戦略を志向する中で、これまで以上にデットを活用する SU が増えている印象です。

・また、M&A の「買い手」企業においても、買収資金の調達にデットを含めるケースが増えているように見受けられます。



（出所）株式会社商工組合中央金庫

VEC:

業種別に見た特徴はいかがでしょうか。

高橋部長:

・マーケット環境的には、数年前と比べてSaaS のバリュエーションが伸び悩んでいる傾向が伺えます。また、デットのご相談案件としては「バーティカル SaaS でニッチ・トップ(注1)」といった戦略の SU からのご相談が増えている傾向にあります。

・商工中金としては以前からバイオ、量子、核融合などをはじめとした Deep Tech に軸足を置いてきたところですが、業界全体としても前述のようなマーケット環境下において、Deep Tech やモノづくりに軸足が向いているように思います。

ただし、商工中金としては業種ごとに偏りが生じることは、サステナブルなマーケットを作っていくうえでプラスにならないと考えているので、特定の業種に特化することなく、全方位で取り組むことを強く意識しています。

・なお、業種に拘らず、社会的意義・インパクトの大きいビジネスや、日本経済の起爆剤となり得る SU を応援することが極めて重要だと感じています。

VEC:

商工中金は全国に拠点網をお持ちですが、地域別の特徴はありますか。

高橋部長:

・現時点では首都圏の SU が 80～90%を占めています。

・ただし、各地域の大学や研究機関に優秀な研究者がいても、事業化に必要な資金・リソースの確保に苦労されているケースも少なくないと考えられるため、商工中金としても社会実装に向けて各地域でのサポートに注力していきたいと考えております。

VEC:

融資形態や融資管理の特徴はいかがですか。

高橋部長:

・融資期間はケースバイケースですが、返済条件は可能な限り、お客さまの事業計画・CF 計画に即した形となるよう心掛けています。ケースによっては、「テール・ヘビー(注2)」の形でご対応しているものもあります。

・資金使途として伝統的な商業銀行業務である「黒字企業への正常運転資金」に対して、SU 向けデットファイナンスは「赤字企業への成長資金（ランウェイ資金）」が多く、リスク・プロファイルとしては正常運転資金に比して相対的にリスクが高くなるケースが多いです。

したがって、コベナンツ（アラーム・ポイント）や、モニタリング条項を設けるなど、個別案件ごとに設計・ストラクチャリングしているケースが多くなっています。

・また、VC、当該 SU のパートナー企業、ユーザー、斯業界の専門家など様々な有識者の知見を収集し、当該 SU の事業性や成長性を分析・検証しています。

VEC:

ファンドに見られるような「ポートフォリオ全体でのリスク・リターン」という管理手法を採用していますか。

高橋部長:

・最近では内部のリスク管理手法として「SU 向けファイナンス全体でのポートフォリオ管理、リスク・リターン管理」にも着手していますが、あくまで原理原則としては「融資」として個社別の管理となっております。

VEC:

ありがとうございました。

（注1）バーティカル SaaS でニッチ・トップ：特定領域に特化し、当該領域でのマーケットシェア（市場占有率）が高い専門 SaaS。特定領域でのシェアは高いが市場の広がりは見込みにくいとの特徴がある。一般的には早期に社会実装が図れ、マネタイズ（資金化）が早いと考えられている

（注2）テール・ヘビー：返済期間の最後に元本を返済する割合が多い返済方式のこと。「バルーン返済」とも呼ばれる。実質的には期限に元本の残額を返済するのではなく、借換えすることを想定している