

スタートアップ企業における デットファイナンスの役割と展望

—ベンチャーデットを中心に—

The Role and Prospects of Debt Financing in Startups —Focusing on Venture Debt—

平 田 博 紀

〈論文要旨〉

ベンチャーデットについて、資本構成に関する理論や中小企業金融の先行研究に基づき、その特徴を考察した。そして、ベンチャーデットには、税と債務不履行のトレードオフを解消する機能や、ベンチャーキャピタルと起業家のエージェンシーコストを引き下げる機能があることを論じる。

〈キーワード〉

スタートアップ、デットファイナンス、ベンチャーデット、ベンチャーキャピタル、ベンチャーレンダー

1. はじめに

諸外国のスタートアップ企業にとって外部資金を調達する市場は、ほとんどの場合プライベート・エクイティ市場である。その理由として、多くの先行研究では、事業実績がなく、担保資産も限られており、また事業の継続に対する高い不確実性を有することから、スタートアップ企業は従来の融資が受けられないことを挙げている (Gompers and Lerner, 1999; Carpenter and Petersen, 2002; Ibrahim, 2010; Lehnertz, Plagmann and Lutz, 2022)。こうした中、一般的な金融機関による融資とは異なるデットファイナンスの仕組みとして、ベンチャーデット (Venture Debt) が注目を集めている。

コーポレートファイナンスにおいて、資本構成は重要なテーマである。Modigliani & Miller (1958, 1963) によるMM理論をはじめ、資本構成に関する研究の中で発見された理論において、デットファイナンスは特徴的な役割を担っている。Ibrahim (2010) は、ベンチャーデットに関する検討を行う中で、多くの企業にとって非常に重要な資金調達先である負債は、急成長

のスタートアップ企業の特に初期段階に利用する資金としては重要視されておらず、ほぼ独占的にエンジェル投資家やベンチャーキャピタル (以下、VC) やベンチャーキャピタリストからの資金に頼る傾向にあり、借入金は最後の調達先であると述べている。これは、Myers (1984) が示したペッキングオーダー理論 (Pecking Order Theory) とは異なる見解である。

アントレプレナーシップファイナンスの領域では、異なる資本提供者間の関係性の解明と理解にますます関心が集まっている (Manigart, Lockett, Meuleman, Wright, Landström, Bruining, Desbrières, and Hommel, 2006; Hesse, Lutz, and Talmor, 2016; Tykvová, 2017; Bertoni, Colombo, Quas, and Tenca, 2019; Park, LiPuma, and Park, 2019)。

本稿では、先行研究に基づき、一般的に認知されている金融機関による企業向け融資とは異なる仕組みにあるベンチャーデットの特徴を検討する。資本構成に関する理論的研究のサーベイから始め、次に日本の起業家の資金需要に関する研究の蓄積である中小企業金融領域の議論とベンチャーデットの定義や役割に関する研究を概観する。最後に、本稿のまとめとして、ベンチャーデットという資金調達手段に理論的考察を加える。

2. デットファイナンスに関する理論

2-1. 資本構成とデットファイナンス

完全資本市場において企業価値が資本構成の選択の影響を受けない、つまり最適資本構成は存在しないことを示した Modigliani and Miller (1958, 1963) による MM 理論の登場以降、コーポレートファイナンスでは、資本構成と企業価値の関係について議論が展開されている。ここでは主に資本構成・企業価値の議論における負債の役割を中心に、トレードオフ理論、エージェンシー理論、そして、ペッキングオーダー理論を概観する。

負債に係る利子は、税法上、損金算入され課税の対象にならない。そのため、利子が多いほど企業が負担する税金は減少するいわゆる節税効果が発生し、負債コストは低下する。これは、企業が負債を多く抱えるインセンティブになると考えられる。ただし、活動規模以上の負債は債務不履行 (倒産) の確率 (デフォルトリスク) を上昇させる。フリーキャッシュフローを獲得できない企業の価値は低下していくため、節税効果というメリットとデフォルトリスクの上昇というデメリットを踏まえ、どの程度の負債を組み込むことが最適資本構成となるのかを検討する必要がある。トレードオフ理論 (Trade-off theory of capital structure) は、MM 理論が想定していなかった国や地方などへ支払う税金や債務不履行 (倒産) という事象は、負債のあり方が現実の企業の資本構成・企業価値に大きな影響を与えることを示した ((Kraus and Litzenberger, 1973 など)。

MM 理論が想定した完全資本市場に存在しないこととして、株主や債権者、経営者間の利害対立がある。Jensen and Meckling (1976) が確立したエージェンシー理論 (Agency Theory) では、資本構成に関与するこれらのステークホルダー間の情報の非対称性に起因する利害の調

整に係るコストが最小になる点が企業価値を最大化する資本構成であると考え。たとえば、株主と債権者間の利害対立としてある資産代替問題 (Asset Substitution) では、事業投資が成功するとその成果のほとんどを獲得できる株主に対し、債権者はどんなに事業が成功しても元本と利子しか受け取れない中で、株主がローリスクの投資機会に目を向けず、ハイリスク・ハイリターンの事業投資を企業経営者に促すことを意味する (Jensen and Meckling, 1976)。また、一定の負債を抱えている企業の場合、たとえ企業価値の向上が見込める機会があっても、株主がその投資により得られるリターンがすべて債権者への返済に充てられると考え、経営者に投資をしない選択を迫る可能性がある。このような企業価値を損なうような過少投資問題 (Underinvestment Problem) も、負債のもたらすエージェンシー問題であり、負債の水準に比例しコスト (エージェンシーコスト) が発生する (Myers, 1977)。

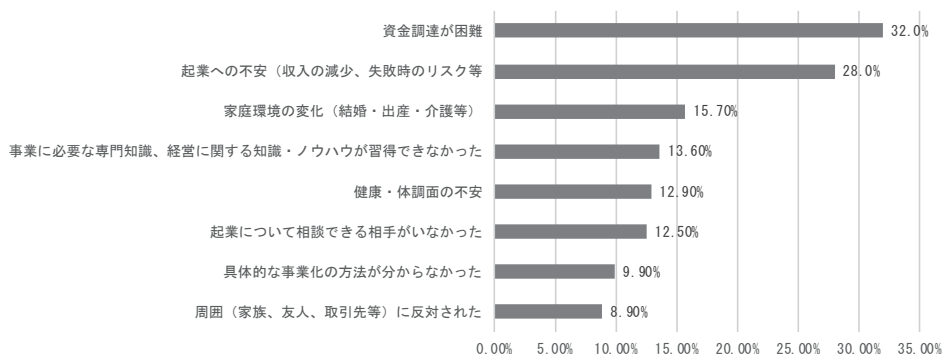
エージェンシー理論と同様、株主や債権者といった資金提供者と経営者間の情報の非対称性に注目し、経営者 (企業) が最小のエージェンシーコストで資金調達方法を選択する場合、序列が生まれるという考えを示したのがペッキングオーダー理論である (Myers and Majluf, 1984; Myers, 1984)。情報の非対称性下において、投資家は経営者 (企業) の保有する資産と新たな投資機会の価値がわからないため、新たな投資機会の獲得に発行される株式の価値を正確に評価することができない。投資家は逆選択であることを想定し、新たに発行される株式は過大評価されているものばかりであると考えようになる。その結果、投資家が増資に応じようとせず、新規発行に伴い株価は下落する。情報の非対称性下にある債権者も投資家と同様に経営者 (企業) に対して懐疑的な態度をとるものの、固定返済と倒産時における優先的返済権を有することから、引き受けた際リスクが投資家に比べ軽微なものとなる。したがって、ペッキングオーダー理論では、資金調達の際、経営者 (企業) はまず貯蓄や内部留保といった内部資金 (自己資金) の利用を考え、その後、借入金、転換社債 (転換社債型新株予約権付社債) の発行、最後に株式による増資の順で選択するとしている。このように、資金調達手段の序列に従い資本構成が決定するため、ペッキングオーダー理論では最適資本構成を前提に議論をしていない。

2-2. 起業とデットファイナンス

起業関係者にとって大きな課題は資金調達である (中小企業庁, 2007) (図表1)。デットファイナンスは、日本の起業家にとって身近な資金調達手段であった。その理由について植杉 (2022) は「中小企業では、大企業よりも相対的にパフォーマンスが低くかつそのばらつきも大きいために、資金の出し手は投資を躊躇する。また、多くの中小企業では、バランスシートをはじめとする財務情報が開示されておらず、信用リスクを評価するための様々な情報を資金の出し手側は知ることができない。資金を需要する側と供給する側の間で企業の信用リスクに関する情報が非対称だと、中小企業は、株式市場や社債市場での資金調達を行って広く一般投資家から資金を集めることができない」と述べている。本庄 (2023) は、創業時の資金調達において金融機関からの借入金が重要な位置を占める背景について、家計の金融資産が株式や投資信託

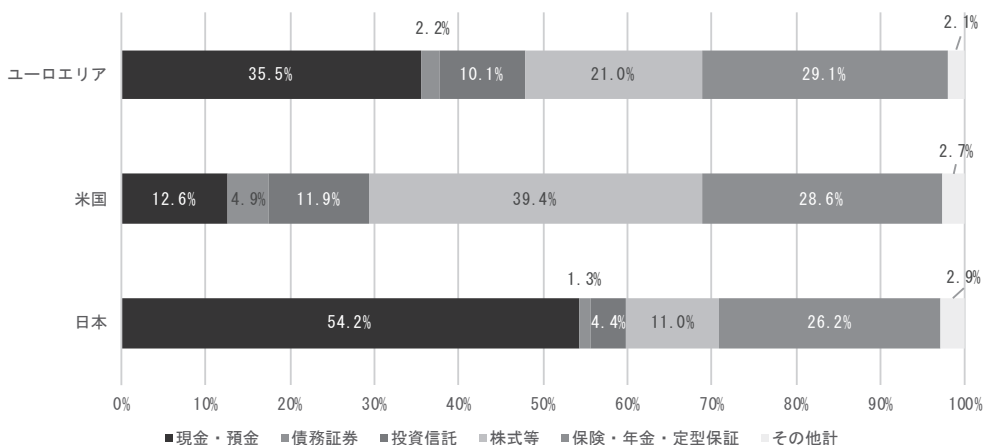
に循環する米国とは異なり、日本の家計の金融資産の多くが銀行預金に流れており、その資金が銀行から企業へ循環していることが下支えとなっていると指摘している (図表2)。

図表1 過去の起業関心者が、過去に起業を諦めた理由



出所：中小企業庁 (2017) 137頁掲載、三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)/中小企業庁委託「起業・創業に対する意識、経験に関するアンケート調査」(2016年12月)

図表2 家計の金融資産構成



注1：データは2023年3月末現在のものとなる (2023年8月25日発表)。

注2：「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差である。

出所：日本銀行調査統計局 (2023)「資金循環の日米欧比較」を基に筆者作成。

資金制約を受ける中で、日本の多くの起業家はデットファイナンスを活用しながら企業を成長させることが求められてきた。こうした中、日本の起業家による資金需要に応えるべく、自治体や政府系金融機関の制度融資や、信用保証協会による信用保証といった公的支援も実施されている。たとえば、根本・深沼・渡部 (2006) は、政府系金融機関が民間金融機関と比して資

産・担保力が脆弱、事業経験のない起業家に融資をする傾向にあることを確認するとともに、政府系金融機関からのみ融資を受けた企業の雇用成長率が創業年数の経過とともに緩やかに成長していくことを明らかにしている。忽那(2005)は、1990年代後半の日本の新規開業企業1,067社を対象に民間金融機関と政府系金融機関の融資の認可の決定要因を分析した。その結果、民間金融機関の融資の認可に起業家の開業前の所得がプラスに作用し、開業者が自己資金を拠出することにはマイナスの作用があること、政府系金融機関の融資の認可については、東京所在の場合はプラス、開業時に経営メンバーがいる場合はマイナスに作用することを確認している¹。このように、金融機関による創業資金の融資判断は、対象企業の事業活動の内容およびその実績以外の情報を手掛かりに実施される傾向にある。

デットファイナンスの手法には、企業の財務情報や担保資産の評価に基づき融資判断を行うトランザクションバンキングと、経営者の性格や信頼性のような、定量化、検証、金融機関の通常の経路を通じた伝達が困難な情報に基づき融資判断をするリレーションシップバンキングがある(Berger and Udell, 2002)。情報の非対称性下では、エージェンシー問題(逆選択、モラルハザード)の発生が危惧されるわけだが、多くの中小企業金融に関する先行研究では、金融機関(プリンシパル)と中小企業経営者(エージェンツ)の長期的なりレーションの構築が、この問題を抑制すると指摘する(Petersen and Rajan, 1994; Angelini, Di Salvo and Ferri, 1998; Berger and Udell, 2002; 忽那, 2005・2008; 根本, 2005)²。

中小企業と金融機関の長期的なりレーションに基づいた借入(リレーションシップ・レンディング)の重要性について、根本(2005)は、融資契約の条件改善、特に金利の軽減、担保・個人保証条件の緩和、融資額の拡大、経営状態が悪化した場合にも安定的な資金供給を受けられるという可能性を先行研究の整理に基づき指摘している³。では、金融機関と深いリレーションを築くことが可能な中小企業とはどのような企業なのだろうか。小野(2008)やOno and Uesugi(2009)は、担保や保証を提供している企業ほど頻繁にモニタリングを受ける機会があるとともに長期的なりレーションを金融機関と構築していると述べており、担保・保証とリレーションシップバンキングが補完的に機能することを示唆している。米国のスタートアップ企業の創業初年度に行う資本構成の選択に関する研究では、多くが銀行借入といった負債に依存していること、その負債を起業家個人の資産を通して調達していることを確認している(Robb and Robinson, 2014)

先行研究に従うと、創業時に特定の金融機関より借入を行い、その後も当該金融機関との取

¹ Timmons(1994)は、起業活動が活発な地域(たとえば、東部マサチューセッツ州やシリコンバレーなど)では、ベンチャーキャピタルや金融機関などの緊密な人脈が、スタートアップによる借入資金の調達を容易にしていると指摘している。

² もちろん、忽那(2008)260頁では、併せて、エージェンシー問題の防止策として、中小企業経営者と取引をする金融機関によるスクリーニングやシグナリング、モニタリングの方法についても触れている。

³ 根本(2005)154-156頁参照。忽那(2005)は、中小企業と金融機関の長期的な関係構築が両者の情報の非対称性の低減に寄与するため、根本(2005)が整理したような点がリレーションシップレンディングの特徴として確認できると述べている。

引関係を維持することで、資金調達環境は起業家・企業にとって好ましいものとなる。しかし、深いリレーションの結果、他の金融機関に対して自社の優れた業績に関する情報を伝達するのが困難となり、代替不可能な関係が構築され、金融機関が厳しい借入れ条件を押し付けても企業がそれを受け入れざるを得なくなってしまうといった報告もある (Sharpe, 1990)。

このように、リレーションシップレンディングには、情報の非対称性の緩和によるエージェンシー問題の解消という利点があるものの、融資に対して担保や起業家個人による保証を求める場合がほとんどであるため、資金調達後の起業家の活動に様々な影響を与えられ⁴。起業家が利用できるデットファイナンスの手段として金融機関からの融資という選択肢しかなかった中、最近、我が国においても欧米諸国のスタートアップ企業が頻繁に利用している「ベンチャーデット」(Venture Debt) による資金調達が活発化している⁵。次章では、長期的な関係性を求められる中小企業金融とは異なるデットファイナンスの手法であるベンチャーデットの特徴と役割について議論する。

3. ベンチャーデットの機能

3-1. ベンチャーデットに関する先行研究

「ベンチャーデット」とは、スタートアップ企業に対してベンチャーレンダー (以下、VL) と呼ばれる主要な金融機関や民間企業が実施する融資である (Ibrahim, 2010)⁶。スタートアップ企業におけるベンチャーデットの役割は、ランウェイを延長し、起業家や投資家が次回の資金調達ラウンドでより高い評価額で資本を調達できるようにすることで、資本の希薄化を抑制することに貢献することにある (De Rassenfosse and Fischer, 2016)⁷。したがって、中小企業金融にあるような貸し手と借り手の長期的な関係を前提とせず、スポット的な資金ニーズに対応す

⁴ たとえば、日本政策金融公庫では「新たに営もうとする事業について、適正な事業計画を策定しており、当該計画を遂行する能力が十分であると認められ」「創業時において創業資金総額の10分の1以上の自己資金を確認できる」者を対象に原則、無担保無保証の融資制度「新創業融資制度」等を設けている。

⁵ あおぞら銀行が出資するあおぞら企業投資株式会社による「あおぞらHYBRID1号投資事業有限責任組合」の設立 (2019年11月) を皮切りに、日本でもベンチャーデットビジネスに乗り出す金融機関が増加している。現状、日本のベンチャーデットの多くはエクイティキッカー (新株予約権や普通株転換権) 付きの融資として運用されている。

⁶ Ibrahim (2010) pp.1170-1171 や De Rassenfosse and Fischer (2016)、Tykvořá (2017) では、ベンチャーデットは通常、エンジェル投資家やVCから株式に転換される負債ではなく、また金融機関によって従来行われてきた魅力的な段階まで発展したスタートアップに対する貸付金を指すものでもない⁷と述べている。Lehnertz, Plagmann and Lutz (2022) は、転換社債とは対照的に、ベンチャーデットは所有するための貸付ではなく、現在または将来の株式投資家によって提供されるものでもない⁸と述べている。

⁷ Lehnertz, Plagmann, and Lutz (2022) では、ベンチャーデットを融資と新株予約権という2つの主要な構成要素から成ると定義している。De Rassenfosse and Fischer (2016) は、新株予約権がVLのビジネスにおいて中心的な役割にあると述べている。しかし、Hesse, Lutz, and Talmor (2016) は、新株予約権はVLによる融資判断において役割を果たすものではないとしている。また、Ibrahim (2010) p.1183-1184 では、インタビュー調査を通して、成功しているスタートアップ企業の新株予約権は成功していないスタートアップ企業のデフォルトリスクを補うことになるものの、新株予約権で利益を上げることがVLビジネスに参入する主な理由ではないことを確認している。

るための資金調達手段と言える。

VLとして活動する米国の4つの銀行と9つのノンバンクに対するインタビュー調査を通して、Ibrahim (2010) は、多くの場合、VC等からのエクイティの調達後にベンチャーデットが実施されていることを確認した。そして、融資の判断基準がスタートアップ企業の返済能力や担保に依存するのではなく、VCのIDにあると述べている⁸。55の米国のVLの融資決定基準を分析したDe Rassenfosse and Fischer (2016) においても、ベンチャーデットによる調達時におけるベンチャーキャピタリストの支援の重要性が示されている。Lehnertz, Plagmann and Lutz (2022) は、ベンチャーキャピタリストの資金的コミットメントが強いスタートアップ企業はVLを惹きつけること、独立系VCのような業績志向の投資家は、非財務的な目的を主とする企業や政府系VCよりも、内部収益率を高めるためにベンチャーデットを利用していることを明らかにしている⁹。

これらの先行研究を踏まえると、どのVCが投資をしているかを融資判断上のシグナルとして活用しているVLとベンチャーデットを自身のスタートアップ企業に対する投資の収益率向上のために利用しているVCは相互補完関係にあり、この枠組みの中でベンチャーデットが実施されているということと整理できる。したがってVLにとって重要な存在は融資の対象であるスタートアップ企業ではなく、VC等スタートアップ企業へ投資をしている投資家であるといえる¹⁰。しかし、Ibrahim (2010) は、ベンチャーデットを通して銀行VLが、獲得する預金口座の残高を追跡しており、スタートアップ企業の手元資金が許容レベルを下回ったり、減りすぎたりする時期を確認することに活用していると述べている¹¹。貸し手である銀行VLと借り手であるスタートアップ企業の間にはエージェンシー問題が発生する可能性を指摘できるが、Ibrahim (2010) を踏まえると、銀行LVはスタートアップ企業の預金口座へのモニタリングを通して、情報の非対称性を緩和することが可能となる。したがって、銀行VLは、スタートアップ企業の経営権を掌握し、成長を促進するというVCのような上向きの可能性に焦点を当てるのではなく、スタートアップ企業が抱える下向きのリスクをモニタリングするという目的の下を持って活動していると考えられる (Ibrahim, 2010; Lehnertz, Plagmann and Lutz, 2022)。

一方、ノンバンクのVLでは、大きな収益源とするために、ベンチャーデットの金利を企業のジャンク債と同様の2桁に設定していたり、成功したスタートアップ企業は多くの現金を銀行

⁸ Ibrahim (2010) pp.1190-1191では、VLは融資返済のために必要な追加投資をVCに依存しているため、VCが誰であるか(これまでの取引関係があるか、一般的な評判、VCファンドの資金状況等)が何よりも重要であると述べている。

⁹ Lehnertz, Plagmann and Lutz (2022) では、2009年から2020年の間にベンチャーキャピタルの資金調達ラウンドを実施した米国企業に限定し、55,045の資金調達ラウンドのうち907件のベンチャーデットを対象に分析を試みている。そして、担保として提供できる有形資産および(または)プラスのキャッシュ・フローをより多く持っている業歴の長いスタートアップ (older startups) とベンチャーデットが関連していることや、医療、健康、ライフ・サイエンスのような明確に観察可能で検証可能なマイルストーンを示す産業において頻繁にベンチャーデットを利用していることなどを確認している。

¹⁰ Ibrahim (2010) pp.1191-1192やDe Rassenfosse and Fischer (2016) は、スタートアップ企業が保有する特許がベンチャーデットにおけるシグナルとなる可能性を指摘している。

¹¹ Ibrahim (2010) p.1195参照。

に預け、(銀行にとって) 有利なサービスの顧客になる可能性があるため、銀行LVが金利をプライムレートのプラス1~2%程度に設定しているといった指摘もある (Ibrahim, 2010)。また、2009年から2020年の間にベンチャーキャピタルの資金調達ラウンドを実施した米国企業に限定し、55,045の資金調達ラウンドのうち907件のベンチャーデットを分析したLehnertz, Plagmann and Lutz (2022) では、担保として提供できる有形資産および(または) プラスのキャッシュ・フローをより多く持っている業歴の長いスタートアップ (Older startups) とベンチャーデットが関連していることや、医療、健康、ライフ・サイエンスのような明確に観察可能で検証可能なマイルストーンを示す産業のスタートアップ企業において頻繁にベンチャーデットが利用されていることなどを確認している。

3-2. 資本構成とベンチャーデット

1970年代に米国で誕生したと言われるベンチャーデットは、現在では先行研究にあるように多様化し、資金調達手法として独自の様々な特徴を持つようになってきている (Iyer, 2020)。ここでは、中小企業金融研究の中で議論されてきた融資とは異なるベンチャーデットの特徴をコーポレートファイナンス理論に基づき検討する。

2-1.において確認した通り、負債には節税効果と債務不履行のリスクという二つの側面を持ち、資本コストに影響を与えると考えられている。しかし、スタートアップ企業は、ほとんどが赤字であり、節税効果による恩恵はない (Ibrahim 2010)。また、スタートアップ企業の場合、植杉 (2022) が中小企業金融の文脈において指摘した通り、その信用力から融資判断に至らない可能性の方が高い。Ibrahim (2010) や De Rassenfosse and Fischer (2016)、Lehnertz, Plagmann and Lutz (2022) によるVLがVCに依存するという指摘も、そもそもスタートアップ企業が負債を調達できるほどの信用を持ち合わせていないことに起因すると考えられる。ゆえに、スタートアップ企業の資本構成においては、負債を巡るトレードオフはない (Ibrahim 2010)。換言すると、エクイティファイナンスに依存せざるを得ない構造にあると整理できる (Gompers and Lerner, 1999; Carpenter and Petersen, 2002; Ibrahim, 2010; Lehnertz, Plagmann and Lutz, 2022)。なお、現在の日本においては、国内の事業会社やコーポレートベンチャーキャピタルが、設立10年未満のスタートアップ企業の株式を取得する場合、取得価額の25%を課税所得から控除(損金算入)できるオープンイノベーション促進税制などを導入している(経済産業省, 2023)¹²。このような公的な支援により、これまで融資への依存が高と言われてきた日本の起業家やスタートアップ企業が、エクイティファイナンス市場からの調達がより円滑に実施できるようになることが期待される。

Ibrahim (2010) や De Rassenfosse and Fischer (2016) は、VLがVCの存在を融資判断のシ

¹² 詳細は、経済産業省「オープンイノベーション促進税制(新規出資型)申請ガイドライン(C)」https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/open_innovation/openinnovation_guideline_C_230626_vF.pdfを参照。

グナルとして認識していると述べている。これは、VLがVCを追従しながら活動していることを意味している。そして、融資実施後は対象となったスタートアップ企業のランウェイの延長のために預金口座残高のモニタリングを行ったり、資本の希薄化を抑制するようブリッジローンとして機能することで、VLはVCのエージェンシーコストの低減に貢献している (Ibrahim, 2010; De Rassenfosse and Fischer, 2016)。このような中で、ベンチャーデットを利用するスタートアップ企業においては、エージェンシー理論が指摘する資産代替問題や過少投資問題のような債権者と株主間の利害対立は発生しにくいはずである。

エージェンシー理論と同様、資金提供者と経営者間の情報の非対称性から発生するエージェンシーコストに基づき資金調達の手配を提案したペッキングオーダー理論についても、上述のような補完関係にあるVLとVCの存在がその予測を変えてしまう (Manigart, Lockett, Meuleman, Wright, Landström, Bruining, Desbrières, and Hommel, 2006; Hesse, Lutz, and Talmor, 2016; Tykvová, 2017; Bertoni, Colombo, Quas, and Tenca, 2019; Park, LiPuma, and Park, 2019)。ペッキングオーダー理論では、投資家が経営者(企業)を適切に評価することができないために逆選択を恐れ、新規に発行される株式の価値を見誤り、増資を引き受けないという状況を説明する。一方、VCは、起業家の持つ人的資本等をシグナルとして受け、出資するか否かを決定する (Hsu, 2007; Gompers, Kovner, Lerner and Scharfstein 2010; Nahata, 2019; 平田, 2020など)。そして、出資後は、投資先のスタートアップ企業が将来的に成長を果たして市場で評価されるためにできる限りの手を尽くす (MacMillan, Kulow and Khoylian, 1989; Sapienza and Gupta, 1994など)。VCは出資先スタートアップ企業に対する経営支援活動を通して高いエージェンシーコストを負担することになると考えられる。しかし、上述した通り、LVが融資をしている場合、出資先スタートアップ企業の預金口座に対する強力なモニタリング等が実施される。これは、VCが負担すべきだったエージェンシーコストの一部をLVが肩代わりしているということを意味する。同時に、LV単独で融資をする場合のエージェンシーコストと比較すると、VCによる経営支援があることでそれは格段に低下することになる。これらのVLとVCの活動は、情報の非対称性の緩和につながるとともに、互いのエージェンシーコストの抑制に貢献していると整理できる。ただし、そもそもスタートアップ企業に対する融資は非常にリスクが高く、貸し手は、それを担保や起業家の個人保証で補う傾向にある (小野, 2008; Ono and Uesugi, 2009)。Lehnertz, Plagmann and Lutz (2022) によれば、VLも中小企業金融における金融機関と同様に、多くの場合、担保を確保したうえでベンチャーデットを実施しているという。このような状況であるために、スタートアップ企業を力強い成長へ導く力があるVCの存在が、VLによる融資判断のシグナルとして機能すると言える (Ibrahim, 2010)。ペッキングオーダー理論で指摘される固定返済と倒産時における優先的返済権は債権者へのエージェンシーコストを軽微なものにするだろう。しかし、それよりもVCの存在の方がエージェンシーコストの低減に寄与すると考える。起業家はこうした資金調達環境の中で、実質、エクイティファイナンスを利用している。デットファイナンスは、エクイティファイナン

スによる調達実績があつて初めて調達の選択肢となる。このように、ほとんどキャッシュのないスタートアップ企業においては、ペッキングオーダー理論の提案は当てはまらず、最優先される資金調達手法はエクイティファイナンスであり、それに追随するようにベンチャーデットがブリッジローンとして、シードラウンドやシリーズAラウンドのエクステンションラウンドの資金調達先として機能する。

4. おわりに

資金調達は多くの起業家の頭を悩ます問題である。それは、事業実績もなければ、もちろん資産もない中で、以下に素晴らしいアイデアであるかを外部に訴え、必要な資金を獲得しなければならないためである。資金の提供者である投資や金融機関は、起業家による説明を手掛かりに出資や融資の判断をする。日本では、起業家が選択できる資金調達手法は主に長期的な取引関係の構築を念頭に置いた金融機関による融資があるが、最近、VLによるベンチャーデットというデットファイナンスの手法が広まっている。

資本構成に関する理論は、不完全な現実の世界にある税金や債務不履行、経営者と株主、そして債権者の利害対立を前提に展開する。本稿では、この議論に基づきベンチャーデットの特徴を把握しようと試みた。赤字であることが多いスタートアップ企業にはデットファイナンスによる節税効果への期待がなく、また、不履行になるほどの負債を調達する力(信用)がない。つまり、スタートアップ企業の資本構成においては、負債を巡るトレードオフは生じないのである(Ibrahim, 2010)。海外のスタートアップ企業の資金調達がエクイティファイナンスに依存する理由についてはデットファイナンスに手が届かないためと説明できる。一方、VLは、融資対象の預金口座のモニタリングを実施するなどして、起業家との間にあるVCのエージェンシーコストの低減に貢献している。また、VLは、VCによる出資を融資判断のシグナルとして利用していることも含め、エージェンシー理論において描かれる株主と債権者間の利害対立に起因する諸問題はベンチャーデットの利用時には生じていないと考える。併せて、VLとVCが補完関係にあり、互いのエージェンシーコストの低減に寄与する行動を取っていることを確認し、ベンチャーデットを利用するスタートアップ企業においては、ペッキングオーダー理論が提唱する資金調達の序列は変更されると説明した。

先行研究のサーベイを通して見えたベンチャーデットという資金調達手法の特徴を挙げた。Ibrahim (2010) は、ベンチャーデットの対象となったスタートアップ企業の成功は、資金調達先としてのVLにポジティブな評判を提供し、将来的により多くのクライアントの獲得を促すだろうと述べている。融資により起業家の資金需要を支援することが一般的であった日本において、今後、ベンチャーデットが他の資金調達手段との比較の中でどのような役割を担い、スタートアップ企業の成長にどのように貢献していくのだろうか。VLとVCの補完関係の詳細について、未だに明らかとなっていない部分も多くある。これらの課題の検証が望まれる。

参考文献

- Angelini, P., Di Salvo, R. and Ferri, G. (1998) "Availability and Cost of Credit for Small Businesses: Customer Relationships and Credit Cooperatives," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp.925-954.
- Berger, A. N., and Udell, G. F. (2002) "Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organizational Structure," *Economic Journal*, Vol.112, pp.F32-F53.
- Bertoni F, Colombo MG, Quas A, and Tenca F (2019) "The Changing Patterns of Venture Capital Investments in Europe," *Journal of Industrial and Business Economics*, Vol.46, pp.229-250.
- Carpenter, R. and Petersen, B. (2002) "Capital Market Imperfections, High-tech Investment, and New Equity Financing," *The Economic Journal*, vol.102, pp. F54-F72.
- 中小企業庁 (2017)『中小企業白書2017』日経印刷
- De Rassenfosse, G., and Fischer, T. (2016) "Venture Debt Financing: Determinants of the Lending Decision," *Strategic Entrepreneurship Journal*, Vol.10, pp.235-256.
- Gompers, P. and Lerner, J. (1999) *The Venture Capital Cycle*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. and Scharfstein, D. (2010) "Performance Persistence in Entrepreneurship," *Journal of Financial Economics*, Vol.96, pp.18-32.
- Hesse, M., Lutz, E., and Talmor, E. (2016) "Liquidity Runway and Horizon of Disappointment: Business Model of Venture Lending," *The Journal of Alternative Investments*, Vol.19, pp.28-37.
- 平田博紀 (2020)「日本のスタートアップのPre-Money Valuationの決定—最初のエクイティファイナンスにおける起業家と投資家の交渉力に関する分析—」『VENTURE REVIEW』, No.36, 45-58.
- 本庄裕司 (2023)「スタートアップ企業の資金調達」『商工金融』, 2023年4月, 5-28頁.
- Hsu, D. (2007) "Experienced Entrepreneurial Founders, Organizational Capital, and Venture Capital Funding," *Research Policy*, Vol.36, pp.722-741.
- Ibrahim, D. M. (2010) "Debt as venture capital," *University of Illinois Law Review*, pp.1169-1210.
- Iyer, V. S. (2020) "Venture debt : a catalyst for Indian entrepreneurship", *Venture Capital*, Vol. 22, pp. 215-238.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- 経済産業省 (2023)「オープンイノベーション促進税制(新規出資型)申請ガイドライン(C)」. https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/open_innovation/openinnovation_guideline_C_230626_vF.pdf, 最終閲覧日 2023年10月23日.
- 忽那憲治 (2005)「新規開業時の資金調達」忽那憲治、安田武彦編著『日本の新規開業企業』, 127-152頁, 白桃書房.
- _____ (2008)「中小企業の金融」安田武彦、高橋德行、忽那憲治、本庄裕司『テキスト ライフサイクルから見た中小企業論』, 235-294頁.
- Kraus, A. and Litzenberger, R. (1973) "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, Vol.28, pp.911-922.
- Lehnertz, N., Plagmann, C. and Lutz, E. (2022) "Why Deep Pockets make Great Borrowers: An Empirical Analysis of Venture Loans," *Journal of Business Economics*, Vol.92, pp.1431-1453.
- MacMillan, I., Kulow D. and Khoylian, R. (1989) "Venture Capitalists. Involvement in Their Investment: Extent and Performance," *Journal of Business Venturing*, Vol.4, pp.27-47.
- Manigart, S., Lockett, A., Meuleman, M., Wright, M., Landström, H., Bruining, H., Desbrières, P., and Hommel, U. (2006) "Venture Capitalists' Decision to Syndicate," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.30, pp.131-153.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *The American Economic Review*, Vol.48, pp.261-297.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *The American Economic Review*, Vol.53, pp.433-443.
- Myers, S. (1977) "The Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp.147-75.
- Myers, S.C. (1984) "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol.39, pp.575-592.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol.13(2), pp.187-221.
- Nahata, R. (2019) "Success is Good but Failure is not So Bad Either: Serial Entrepreneurs and Venture Capital Contracting," *Journal of Corporate Finance*, Vol.58, pp.624-649
- 根本忠宣 (2005)「メインバンクの形成」忽那憲治、安田武彦編著『日本の新規開業企業』, 153-184頁, 白桃書房.
- 根本忠宣・深沼光・渡部和孝 (2006)「創業期における政府系金融機関の役割」独立行政法人経済産業研究所, RIETI Discussion Paper Series, 06-J-004, 1-24頁.
- 日本銀行調査統計局 (2023)「資金循環の日米欧比較」2023年8月25日発表, <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq>.

pdf, 最終閲覧日 2023 年 10 月 23 日 .

日本政策金融公庫「新創業融資制度」<https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/04shinsogyom.html>, 最終閲覧日 2023 年 10 月 23 日 .

小野有人 (2008) 「担保や保証人に依存した貸し出しはやめるべきか」 渡辺努・植杉威一郎編著『検証中小企業金融』, 137-167 頁, 日本経済新聞出版社 .

Ono, A. and Uesugi, I. (2009) “Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan’s SME Loan Market,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.41, pp.935-960.

Park, S., LiPuma, J.A., and Park, S.S. (2019) “Concentrating too Hard? Foreign and Corporate Venture Capital Involvement in Syndicates,” *Journal of Small Business Management*, Vol.57, pp.327-342.

Petersen, M. and Rajan, R. (1994) “The Benefits of Lending Relationships Evidence from Small Business Data,” *Journal of Finance*, Vol.49, pp.3-37.

Robb, A. M., and Robinson, D. T. (2014) “The Capital Structure Decisions of New Firms,” *Review of Financial Studies*, Vol.27, pp.153-179.

Sapientza, H. J. and Gupta, A. K. (1994) “Impact of Agency Risks and Tasks Uncertainty on Venture Capitalist-Entrepreneur Relations,” *Academy of Management Journal*, Vol.37, pp.1618-1632.

Sharpe, S.A. (1990) “Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships,” *Journal of Finance*, Vol.45, pp.1069-1087.

Timmons, J. A. (1994) *New Venture Creation*, 4th ed., Richard D. Irwin(千本幸生・金井信次訳『ベンチャー 創造の理論と戦略』,1997, ダイアモンド社).

Tykrová, T. (2017) When and Why Do Venture-capital-backed Companies Obtain Venture Lending? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.52, pp.1049-1080.

植杉威一郎 (2022)『中小企業金融の経済学 金融機関の役割 政府の役割』日本経済新聞出版 .