

スタートアップ向け融資での 「企業価値担保権」活用の勘所

ビジネスへの理解を深め、 「究極の事業性融資」の実現を

2024年6月に成立した「事業性融資の推進等に関する法律」は、新たに「企業価値担保権」を創設する。この制度は、担保として提供できる有形資産に限られるスタートアップでの活用が期待されている。当社は21年2月からスタートアップへの融資を開始し、これまで200社以上に対して80億円超の融資を実行してきた。融資は原則として、企業が持つ価値を評価し無担保・無保証で行っている。本稿では、当社がこれまでの実務で得たノウハウを紹介しつつ、企業価値担保権の活用について考える足掛かりを提供したい。

決算書では評価できない スタートアップの真価

スタートアップは一般的に、ソフトウェアやノウハウ、顧客基盤などの無形資産を価値の源泉としており、会計上で認識さ

れていない無形資産も少なくな
い。また、テクノロジを活用
しながら仮説検証を繰り返し成
長していくビジネスモデルが多
いため、事業投資を先行させ、
創業初期から当面の間は赤字と
なることが通常である。ベンチ

ヤーキャピタル（VC）等のエ
クイティ投資家も、それを許
容していることが多い。
従って、スタートアップへの
融資では、将来予測を含む企業
の成長性を見据えた事業性評価
が非常に重要だと考えられる。

しかし、その評価手法は確立し
ておらず、いくつかの金融機関
が独自の審査モデルを試行錯誤
しながら構築しているのが現状
である。
スタートアップの事業性評価
を行うために必要なのは、①事



Fivot
代表 安部 匠悟

スタートアップ向け融資と企業価値担保権

業の実態を表す細かなデータを
②自動でリアルタイムに収集し、
③スタートアップに合わせた指標や定性情報で分析をすること
だと筆者は考えている。そこで
当社では、API等を活用して、
会計システムや銀行口座、ウェブ
サイトなどから粒度の細かい
データを直接、収集している。
その上で、これら複数のリソー
スから収集したデータを横断的
に分析し、情報の信頼性を高め
ながら、決算書等だけでは測れ
ない実態を多角的に評価できる
システムを構築している。

また、リアルタイムに近いか
たちで企業のデータを継続的に
収集することで、変化の激しい
スタートアップの状態を詳細に
モニタリングし、融資後の管理
に活用している。収集したデー
タを機械学習や生成AIで分析
・予測することで、将来キャッ
シュフローの推定や信用スコア
リング、定性情報の収集と推論
を自動化し、審査の高度化と効
率化を同時に実現している。

例えば、無形資産である顧客
基盤を評価する際、決算書等を
ベースとする場合には、「勘定

科目内訳明細書」等の資料から
売掛金の内訳を分析することに
なると思われる。それにより、
売掛金が大口顧客へ依存してい
ないか、どれだけ分散をしてい
るかなどについて判断をするの
ではないだろうか。しかし、こ
れでは期末の一時点の状態しか
評価ができず、取引先の継続性
や回収状況などの重要な実態を
正確に把握し、判断することは
できない。

スタートアップは浅い業歴で
急成長することが多く、判断に
活用できる決算書が直前期のみ
しかない場合も多い。足元で大
きく成長している場合には、そ
の直前期の決算書すら現在の実
態を表していない場合もある。
そうした場合には、決算書を活
用する分析の有効性は低く、ス
タートアップの実態を評価する
に至らない。

スタートアップの ビジネスへの理解が不可欠

スタートアップの事業性評価
を行う上では、企業の実態の詳
細な把握とともに、審査のリソ
ースや工数の最適化も重要な観

点である。

スタートアップに融資を行う
金融機関では、決算書等のみで
は評価が困難であることから、
対象企業から別途、社内資料を
徴求していることが多い。例え
ば、詳細な事業計画書や社内管
理しているKPI、その他の内
訳資料等である。

これらの資料は対象企業ごと
にフォーマットが異なっている
ため、分析は必然的に手作業と
ならざるを得ない。人間が時間
をかけて1社1社をつぶさに分
析し、都度、必要な資料を追加
徴求していけば、十分な分析と
事業性評価は可能だと思われる。
しかし、これでは審査に時間と
コストがかかり金融機関側の負
担が増大し、結果としてスター
トアップ融資の拡大に躊躇する
要因となり得る。

スタートアップというビジネ
スマデルや、そのエコシステム
全体への理解・知見も重要であ
る。先行投資による継続的な赤
字を計画しているスタートアッ
プに融資を行う場合には、VC
を中心としたエクイティー投資
家による継続的なサポートが必

要不可欠だ。

こうした背景から、融資審査
においてもエクイティー投資家
が重視する指標を参照する必要
がある。例えば、CPA（注
1）やLTV（注2）、チャーン
レート（注3）など、スタート
アップに合わせた指標や審査基
準が必要となる。どのような指
標をどれだけ重視するかは金融
機関次第であるが、少なくとも
スタートアップや周辺のエコシ
ステムに対する深い理解が不可
欠である。

コストを踏まえて 外部機関との連携強化も

新設される「企業価値担保
権」は、融資を行おうとする企
業の将来キャッシュフローを含
む事業全体の価値を担保とする
制度である。スタートアップの
価値の源泉である無形資産を含
めて包括的に担保設定できる点
が画期的である。

企業価値担保権を伴う融資を
実行しようとする金融機関の立
場からは、いくつか考慮すべき
ポイントがある。例えば①企業
価値担保権を設定するために加

かるコストとそれによるメリットの比較、②スタートアップの企業価値をどのように把握し、モニタリングを細やかに行うことができるか、③スタートアップにとって意味のある支援を行うための知見やネットワークがあるか——といった点である。

企業価値担保権では信託契約を用いることから、信託報酬を含む取引コストが通常の融資よりも多く発生することが懸念される。こうしたコストを許容しながら、企業価値担保権設定のメリットを享受するには、融資額は一定以上のボリュームが必要になると思われる。そのため、日本のスタートアップ市場において、どれだけのスタートアップが実際に利用の対象となり得るのかは不透明である。

また、前述したように、スタートアップの企業価値を把握するためには、一般的な融資審査とは異なるデータや視点、ノウハウが必要である。新たな審査モデルを開発しようとする場合や、従来とは異なる細かなモニタリングを個別に実行しようとする場合には、相応のコストが

追加発生しよう。

加えて、企業価値担保で重要なのは回収フェーズではなく、いかに企業価値を金融機関とともに継続して高めることができるかであり、融資にとどまらない支援が不可欠と考えられる。これらを踏まえたノウハウの蓄積やネットワーク構築、システム開発を各金融機関が個別に行うことはコストが高く非効率だと思われ、適切な外部機関との連携を考える必要もあるだろう。

スタートアップ側では 投資家の理解も重要に

スタートアップの立場からは、①複数の金融機関との融資取引に支障をきたさないか、②VC等の投資家の理解が得られるかが考慮すべきポイントになる。

企業価値担保権では、スタートアップの将来キャッシュフローを含む事業全体の価値を担保とする。すでに企業価値担保権が設定されている企業に対して無担保での貸付は行いづらいため、海外事例においても1行取引が多いことが指摘されている。

日本では制度上は極度額の設定を通じて、複数の金融機関との取引も可能とされているが、実務上どのような運用がなされていくかは未知数である。

当社が観測する範囲では、現在のスタートアップ向け融資は単独行で実行されるケースが少なく、複数の金融機関がエクスポージャーを分け合っている状態が多い。現状、スタートアップ向け融資における金融機関側の実務はまだ十分に確立しておらず、試行錯誤を続けている黎明期にある。そうしたなか、1行単独では大きなエクスポージャーを引き受けにくく、結果として融資が分散している可能性があるかとみている。

従って、スタートアップ側としても、企業価値担保権を設定する銀行を安易に決めることはできない。信頼ができて、かつ1行で十分な融資額を提供してくれる、もしくはシンジケートを組成可能な金融機関を選んでいくことになると思われる。

また、VCなどの投資家から出資を受けているスタートアップでは、株主間契約などにより、

重要な契約を締結する際に投資家の事前承諾を得る必要がある場合が多い。企業価値担保権に関する契約が該当するかは、個別の株主間契約次第ではあるが、該当する場合には投資家からの理解と賛同が必要となる。

成長に必要な資金を融資で得られることは、通常であればポジティブに捉えられ、反対する必要はないように思われる。しかし、当社が実務を行う中でも、融資に反対する投資家は少なからず存在する。例えば、企業の将来的なIPOの可能性を高く見積もり、投資家自身の出資比率を高めたいと考えているなど、特有の事情が背景にある場合がある。投資家側が企業価値担保権制度を十分に理解しておらず、担保実行に伴う事業譲渡時に自らのリターンが下がることを懸念する場合もあると思われる。

新たな融資手法の確立を

筆者は今後、日本において企業価値担保権がスタートアップ向けの融資に活用されるようになるには、いくつかのポイント

スタートアップ向け融資と企業価値担保権

があると考えている。

1点目は、金融機関側におけるスタートアップの「目利き力」と支援機能の強化である。

変化が激しく、テクノロジーが多用されるスタートアップの事業を評価するには、評価者も同様にテクノロジーを活用してデータを収集・活用し、通常よりも細かく多角的に分析をする必要がある。スタートアップ向けの融資は、企業の価値を把握し、有形資産担保や保証に頼らない融資であり、いわば「究極の事業性融資」である。継続した細かなモニタリングを通じて、経営が悪化する前に必要な支援を提供することが重要である。

2点目は、コストの低減と使いやすさの向上である。制度利用そのもののコストがかかりすぎたり、使い勝手が悪かったりするようでは、金融機関・スタートアップの双方から求められる制度とならない。前述のとおり、コストが高い場合には、メリットを享受するために必要となる融資額が高額となりかねない。結果として、利用できるスタートアップはレイターステー

ジの大型化したスタートアップのみとなり、範囲が限定的となってしまう。

3点目は、金融機関側の体力と胆力である。企業価値担保権の活用は、多くの金融機関との分散取引ではなく、1行取引を誘起する可能性がある。金融機関が企業価値担保権を活用した融資を行う場合には、そのスタートアップをメインバンクとして支え切ることが前提となり、それだけの覚悟が必要となる。債権譲渡やシンジケート団の組成等によって複数の金融機関でエクスポージャーを分担することは可能であるが、その場合でもメインバンクとしての役割は大きい。起業家、金融機関、投資家などの各ステークホルダーにおける制度への理解と賛同も不可欠だ。

特に、1点目の目利き力と支援機能の観点は、これまで金融機関が伝統的に積み上げてきた融資手法をそのまま流用するだけでは、スタートアップにとって十分でない可能性が高い。テクノロジーを有するノンバンクや支援機関と協働して、データ

の収集や分析・モニタリングを実行し、必要に応じて外部ネットワークへのアクセスを容易としておくことも不可欠であろう。

(注) 1 Cost Per Acquisitionの略。見込顧客獲得にかかった投資額を示す指標。

- 2 Life Time Valueの略。顧客が取引を開始してから終了するまでの期間に、どれだけの利益をもたらすかを表す指標。
- 3 顧客離脱率や解約率を指す指標。

あべ しょうご

一橋大学経済学部を卒業後、 Merrill Lynch日本証券(現BoFA証券)入社。投資銀行部門にて金融法人グループを担当し、銀行・保険会社向けのM&A助言および引受業務に従事。19年10月、「新しい金融を創る」という思いからFivotを設立。代表取締役就任。