

欧州の成長企業支援策とベンチャーデット — 欧州投資銀行の取り組みを中心に —

加藤 貴大、神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 欧米のベンチャー企業の資金調達では、ベンチャーデット（VD）と呼ばれる手法が活用されている。VD は通常の融資と異なり、キャッシュフローや担保に依存せず、企業の将来的な返済能力の有無に着目して融資の可否を判定するため、新興成長企業にとって利用しやすいものと考えられる。また、VD の場合、経営権の希薄化を抑えられるため、経営の支配権を保ちながら資金調達を行うことができる。
2. 欧州の VD 市場では、民間のファンドや金融機関に加え、公的な役割を担う欧州投資銀行（EIB）の存在が目立つ。EIB が提供する VD は、比較的、融資額が大きく、金利は低く、返済期間は長く設定されている。また、欧州の新興成長企業に EIB が VD を提供するプログラムである欧州成長金融ファシリティ（EGFF）と、欧州における研究・開発事業への資金供給を促す InnovFin プログラムを通じて、民間の資金供給を促す側面も持つ。加えて、EGFF を通じて提供される VD では、欧州戦略投資基金（EFSI）が債務保証を付与しており、よりリスクが高い事業等に対する VD の提供が可能となる。
3. 日本において、ベンチャーキャピタルや通常の融資では支援が難しいような企業や事業に対する資金供給を促すうえで、VD は有効な手段となるだろう。VD の提供にあたっては、債務保証等を活用することで VD 提供者のリスク許容度を高めつつ、政策的意義を持った事業を行う成長企業などに対して VD による支援を行うことや、官民一体で VD の利活用を進めていくことが重要と考えられる。その際、欧州における EIB の取り組みは参考になるものと思われる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・北野陽平「シンガポールにおいて活性化するベンチャー育成に向けた取組み」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号。
- ・岡田功太「米国の私募市場の発展を支える包括的な制度改革」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号。

I ベンチャーデットの概要

米国や欧州のベンチャー企業の資金調達においては、ベンチャーデット（Venture Debt、以下「VD」）と呼ばれる手法が活用されている。VD とは、ベンチャーキャピタル（Venture Capital、以下「VC」）などから資金を調達しており、かつ将来的に追加の資金調達が見込まれるような新興成長企業が、市況の変化への対応や、販売チームの採用、マーケティングの強化、研究開発投資や設備投資といった新たな取り組みを推進するなどの目的で利用する融資型の資金調達手法の一つである¹。

VD を通じて資金調達を行う場合、通常、企業は金融機関やファンドなどの VD 提供者から融資を受けるのと同時に、VD 提供者に対して、将来的にあらかじめ設定された金額で発行体の株式を購入することができる権利（ワラント）を付与する。VD による資金調達の場合、企業は VC からの出資と比べて経営権の希薄化を抑えられるため、経営の支配権を保ちながら資金調達を行うことができる。

また、一般的な融資とは違い、VD 提供者はキャッシュフローや担保に依存せず、企業の将来的な資金調達の可能性などの返済能力の有無に着目して融資の可否を判定し、足元の企業価値評価が行われることもないため、事業が軌道に乗る前の新興成長企業にとって利用しやすいものと考えられる。加えて、VD を利用する企業にとっては、資金不足により望まないタイミングでエクイティラウンドに臨み、企業価値が低く評価されてしまうということがないよう、VD を通じて自らの事業の数値目標を達成するための運転資金を確保する狙いもあるとされる。

一般的な VD の条件について、米国のシリコンバレー銀行（Silicon Valley Bank、以下「SVB」）²は、英国の VC である Atomico が行った調査の中で、資金調達額は直近のエクイティラウンドで調達した金額の 20～35%ほどの水準であり、3～9 ヶ月分の運転資金などに利用されることが多いと指摘している。また、金利は 8～12%で、3～4 年間程度で返済されると説明している。金利については、通常の融資と比べて高いとの評価も散見されるが³、その要因はベンチャー企業への融資に係るリスクの高さを補うためとされる。VD はアーリーステージからグロースステージの企業を中心に提供されているが、VD 提供者によっては株式市場への上場を視野に入れたレイターステージの企業に VD を提供している場合もあり、個々の VD 提供者によって融資の対象は異なると考えられる（図表 1）。

VD は主に米国と欧州を中心に利活用が進んでいる。市場規模では後述するとおり米国が抜きん出ているものの、欧州では、公的セクターが積極的に VD に取り組んでいるという特徴がある。VD が萌芽段階にある日本においては、公的セクターによる取り組みが

¹ Silicon Valley Bank, “Extend Your Startup’s Runway: How venture debt works”.

² シリコンバレー銀行は 1983 年創業の新興成長企業向けビジネスに特化した銀行であり、銀行サービスや VD を含めた資金調達手段を提供する。詳細は、Silicon Valley Bank, “Facts at a Glance”を参照。

³ Obson Capital Management, “Venture debt is a bright spot in a low interest rate world”, April 14, 2021. LegalVision, “Venture Debt: A Legal Guide for Founders”, November 16, 2020. Tom Mohr, “Funding & Exits – Chapter 12: Venture Debt”, CEOQuest, February 6, 2019.

図表 1 VD の一般的な条件のイメージ

項 目	概 要
対象企業	アーリーまたはグロースステージ
資金使途	<ul style="list-style-type: none"> ・ 3～9 ヶ月分の運転資金の確保 ・ 企業の成長促進 ・ 目標達成のための時間の確保
期間	3～4 年
金額	100 万～1,000 万ユーロ (直近のエクイティラウンドで調達した資金の 25～35%に相当)
返済	貸付期間および利子のみを返済する期間 (6～12 ヶ月) を経て 24～36 ヶ月程度での返済
金利	8～12%
ワラント	有
特約条項 (コベナント)	無
経営権の希薄化	ごくわずか

(出所) Atomico, “The State of European Tech 2020”, December 8, 2020 より野村資本市場研究所作成

VD の発展に有効となる可能性があるため、欧州の取り組みは参考になると考えられる。

そこで、本稿では、欧州における VD 市場の現況について概観したうえで、公的金融機関である欧州投資銀行 (European Investment Bank、以下「EIB」) が提供するファイナンス手法等の紹介を通じて、日本への示唆を探ることとしたい。

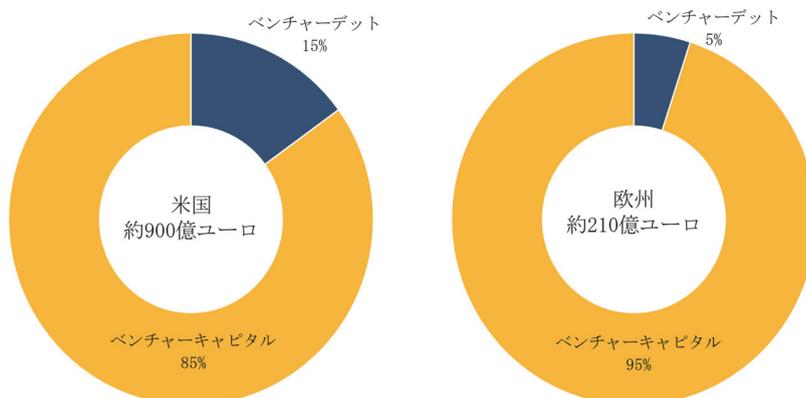
II 欧州におけるベンチャーデットの現況

米国と欧州それぞれのベンチャーファイナンスの市場規模は、図表 2 のとおり 2018 年において米国が約 900 億ユーロ、欧州が約 210 億ユーロであり、そのうち VD が占める割合は米国において約 15%、欧州においては約 5%である。SVB が行った試算によると、2015 年から 2020 年までの欧州における VD の取引実績は、6～8 倍程度増加したとされ⁴、欧州において直近 5 年間で VD の利用が大きく進んでいる様子が伺える。

欧州における VD の主な提供者には、EIB のほか、クレオス (Kreos Capital)、ブーストラップ (Bootstrap Europe)、ハーバート (Harbert Management Corporation) や SVB などが挙げられる。図表 3 は、VD 提供者ごとの融資額を表したものであるが、欧州では民間企業に加え、公的な役割を担う EIB が VD の提供において重要な役割を担っていることが見て取れる。ここが米国と異なる点であり、また、VD が萌芽の段階にある日本にとって欧州がベンチマークになり得る点でもある。

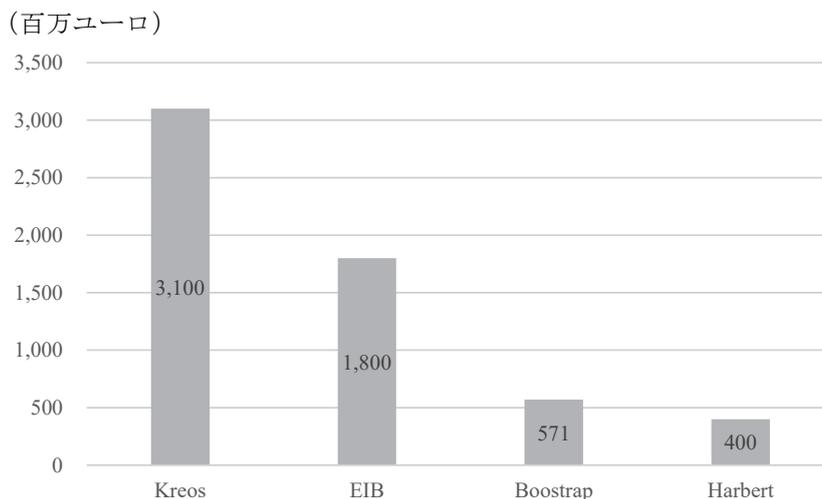
⁴ Atomico, “The State of European Tech 2020”, December 8, 2020.

図表 2 米国および欧州におけるベンチャーファイナンスの市場規模（2018年時点）



(出所) EIB より野村資本市場研究所作成

図表 3 提供者別の VD による融資額



(注) Kreos および Bootstrap については 2021 年 7 月 26 日時点、EIB については 2018 年 12 月 31 日時点、Harbert については 2020 年 10 月 29 日時点の融資額を表す。

(出所) 各種ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

なお、図表 3 にあるように、欧州における民間の VD 提供者では、クレオスの存在が目立つ。クレオスは 1998 年という早い段階から欧州およびイスラエルの成長企業に対して VD の提供を行っており、欧州における VD 提供者のパイオニアとして位置付けられる。クレオスがここまでの地位を築いた要因としては、他の VD 提供者とは異なり、業種を問わずアリーステージからレイターステージに至るまで、あらゆる成長企業に対して VD を提供してきたことが考えられる⁵。

⁵ Kreos Capital, “Kreos Capital has launched, €700m(\$800m) Kreos Capital VP”, February 6, 2019.

III 欧州投資銀行（EIB）グループの取り組み

1. 欧州投資銀行（EIB）の概要

EIB は、ルクセンブルクに本拠を置く、欧州連合（European Union、以下「EU」）加盟国を共同出資者とする EU の公的金融機関であり、EU が掲げる課題に即した事業への資金提供を行う。EIB は、欧州加盟国の雇用創出や成長促進に加え、欧州加盟国以外の人々も含めた生活の質の向上を目指しており、公的機関・民間企業を問わず、気候・環境問題、イノベーションやインフラなどの分野への経済的支援を行っている。EIB の意思決定は、欧州委員会（European Commission、以下「EC」）から選出された EU 加盟国の経済担当大臣等で構成され、基本的な貸出基準等に関する意思決定を担う「理事会（Board of Governors）」、EIB 総裁が議長を務め、EU 加盟国および EC の代表者により構成され、融資・貸付業務に関する意思決定を担う「役員会（Board of Directors）」、EIB の役員により構成され、日々の業務を取り扱う「運営委員会（Management Committee）」により行われる。

EIB の主な業務として、①貸付業務、②EIB と他の金融機関等との共同融資業務、③アドバイザー業務の3つが挙げられる。貸付業務においては、直接的に企業に提供する場合に加え、金融機関に対して融資枠（クレジットライン）を提供する場合がある。

これらの EIB の取り組みに対して EU 予算からの拠出はなく、すべて資本市場からの資金調達により賄われている。EIB は EU の掲げる課題に即した事業に対して、VD を含めた様々な手法を用いて投融資を行っており、その対象は EU 加盟国以外の事業等にも広がっている（投融資全体の約 10% 程度）。

EIB は中小企業への支援を行う欧州投資基金（European Investment Fund、以下「EIF」）とともに EIB グループを形成しており、EIB グループと EC は欧州戦略投資基金（European Fund for Strategic Investments、以下「EFSI」）の運営を行っている。

1) 欧州投資基金（EIF）

EIF は、1994 年に設立された EIB グループ傘下の組織であり、欧州における中小企業に対して資金調達の機会を提供することを目的としている。具体的な取り組みとしては、中小規模の成長企業に対して支援を行う VC ファンドやメザニンファンドへの投資および金融機関への債務保証の付与が挙げられる。これらの取り組みを通じて、民間のファンドや金融機関による成長企業への投融資を促進する役割を担っている。

EIF は 2021 年 6 月 9 日に、スペインのプライベートエクイティ及び VC 運用会社 Riva Y Garcia Gestión に対して債務保証を提供すると発表しており、これによりスペインの新興成長企業に対する VD 提供を強化するとしている⁶。このように EIF は、ファンドや金融機関への債務保証を通じて VD の普及にも貢献している。

⁶ European Investment Bank, “EIF and Riva Y Garcia Gestión back digital SMEs in Spain with €35 million”, June 9, 2021.

図表4 EFSIの支援先事業の選定基準

・事業への官民からの支援および協調融資（co-finance）の可能性を考慮した、EUの標準的な費用対効果分析で経済的に実行可能であることが示されていること
・「スマートで持続可能、包摂的な成長」や、質の高い雇用の創出、経済・社会・地域的な連帯など、EUの政策に適合していること
・「EFSIでなければ実行できなかった、もしくはEIBやEIFなど既存のEUの資金援助だけでは実行できなかった、市場の失敗や適性を欠く投資水準を穴埋めする投融資事業に対するEFSIによる支援」（付加性）があること
・民間資本を可能な限り活用すること
・技術的に可能であること

（出所）日本貿易振興機構「欧州戦略投資基金（EFSI）の概要」2016年2月より野村資本市場研究所作成

2) 欧州戦略投資基金（EFSI）⁷

EFSIは、ECが2014年に打ち出した「欧州投資計画」に基づいて2015年7月に設立された組織である。EFSIは、EUとEIBの予算を元手に支援対象のプロジェクトに対して債務保証を付与することで、官民からの投資を促進することを目的としている。また、EUからの債務保証が付与されることにより、EIBにはリスクが高すぎると思われるような事業に対しても資金提供を行うことが可能となる。

EFSIの主な支援対象には、戦略的インフラ（交通、エネルギー、デジタル等）、教育・研究開発・イノベーション、再生可能エネルギー・省エネルギー、中小企業や中堅企業が含まれる。支援先事業の選定にあたっては、EFSIの規則において図表4の基準を設けており、EFSIの投資委員会が選定を行う。特に、民間資本の活用を選定基準として掲げている点は注目に値しよう。

2. 欧州投資銀行（EIB）のベンチャーデット

EIBが提供するVDは、グロースステージからレイターステージの企業を中心に、技術開発やイノベーションの促進といったEIBが掲げる優先課題に沿った事業を対象としている。一般的に、EIBのVDを通じた1件当たりの融資額は750～5,000万ユーロ、金利は3～10%であり、ワラントが付与され、返済期間は5～7年とされる（図表5）。民間のVD提供者と比べて1件当たりの融資額が大きく、金利は低く、返済期間は長いという特徴がある。また、EIBからVDの融資を受けるにあたっては、企業は健全なコーポレート・ガバナンス体制を具備していること、実行可能なビジネス・プランを有していること、持続可能な資本構造を有していることを証明する必要がある。

EIBのVDは、主にEFSIが運営する欧州成長金融ファシリティ（The European Growth Finance Facility、以下「EGFF」）を通じて提供されるものとInnovFinプログラムを通じて

⁷ EFSIの取り組みは、2020年末をもって終了しており、2021～2027年においては、EFSIを含めた欧州の投資促進のための14の組織を統合する形でInvestEUと呼ばれるプログラムに移行している。詳細は、Council of the EU, European Council, “European fund for strategic investments (EFSI)”を参照。

図表 5 EIB の VD の条件

VD 提供者	EIB	(参考) SVB
対象企業	グロスまたはレイターステージ	アーリーまたはグロスステージ
期日	5～7年	3～4年
金額	750～5,000 万ユーロ	100 万～1,000 万ユーロ
金利	3～10%	8～12%

(出所) European Investment Bank, “InnovFin EU Finance for Innovators – InnovFin Infectious Disease Finance Facility”, November 22, 2018 および Atomico, “The State of European Tech 2020”, December 8, 2020 より野村資本市場研究所作成

提供されるもの（詳細は後述）に大別される。

InnovFin プログラムを通じて提供される VD は研究開発事業への支援を目的として提供されているところ、EGFF を通じて提供される VD にはそのような制約は見られない。他方、EGFF を通じて提供される VD は、EFSI が債務保証を付与するため、通常、リスクが高すぎるために EIB では融資できないような事業等に対しても融資を可能とし、なおかつ民間の金融機関等からの資金の呼び込みを促すことができるという利点がある。

3. InnovFin プログラムを通じたベンチャーデット

InnovFin は EC と EIB グループ（EIB、EIF、EFSI）の協働によって、研究・開発を行う企業に対して資金供給を行うプログラムである。InnovFin は、Horizon2020 に基づいて EC および EIB グループを中心に運営されている。

Horizon2020 は、1984 年から開始された EU の研究・イノベーションを支援・促進するための資金助成に関する枠組計画の第 8 期（2014 年～2020 年）に相当し、EU からの資金を元手に 800 億ユーロの予算が設定されている。Horizon2020 の柱の一つに「産業界のリーダーシップの確保」があり、その中で掲げられている「リスクファイナンスへのアクセス向上」の目標達成の一環として InnovFin が運営されている⁸。

InnovFin においては、図表 6 で示すプログラムが提供されており、EIB、EIF および EFSI がそれぞれ協働しながら企業への株式や債券等による直接的な資金援助に加え、金融機関等に対する債務保証の付与を通じた間接的な資金援助を行っている。

InnovFin エクイティでは、革新的と考えられる事業を展開するアールリーステージの企業への投資を行うファンド（VC、ファンドオブファンズ）などに EIF が投資することで、間接的に成長企業への支援を行っている。また、中小企業向け保証においては、デューデリジェンスを経て認定された金融機関（銀行、リース会社、保証機関など）が提供する債務やリース等において生じた損失を EIF が保証することで、金融機関が中小企業に対して積極的に融資を行うことを可能としている。

⁸ Horizon2020 の枠組みは、2021 年から第 9 期（2021～2027 年）の Horizon Europe に移行しており、InnovFin は、テーマ別ファイナンスおよびアドバイザーのみが引き継がれている。詳細は、European Commission, “Horizon Europe” および European Investment Bank, “InnovFin – EU Finance for Innovators” を参照。

図表 6 InnovFin のプログラム一覧

分類	InnovFin エクイティ	InnovFin コーポレート	InnovFin サイエンス	InnovFin テーマ別 ファイナンス	InnovFin アドバイザー
プログラム	<ul style="list-style-type: none"> ・技術移転 ・ビジネスエンジェル ・ベンチャーキャピタル ・ファンドオブファンズ <hr/> <ul style="list-style-type: none"> ・中小企業向け保証 	<ul style="list-style-type: none"> ・新興イノベーター ・中・大企業向け保証 ・コーポレート・リサーチ・エクイティ 	<ul style="list-style-type: none"> ・科学技術 	<ul style="list-style-type: none"> ・エネルギーデモ事業 ・感染症関連 ・テーマ別投資プラットフォーム 	<ul style="list-style-type: none"> ・アドバイザー（注）
対象者	従業員 500 人未満の 中小企業	中・大規模 企業	研究・教育 機関	—	—
提供主体	EIF	EIB			

(注) InnovFin アドバイザーは、企業が融資等を受けやすくなるよう、事業戦略やビジネスモデル、ガバナンスなどに関する助言を行う。

(出所) EIB より野村資本市場研究所作成

InnovFin テーマ別ファイナンスの感染症関連プログラムでは、EIB による VD の提供が行われている⁹。その有用性について EIB は、同プログラムに基づく VD は資金の提供から返済終了までの期間が長く設定されており、通常の VD と比べてコストが抑えられることや、EGFF を通じて提供される VD よりも高いリスクを許容できること、と説明している¹⁰。また、同プログラムに基づく VD では、資金提供のみならず、デューデリジェンスなどを通じて融資先企業への助言も行われている。加えて、EIB は、自らが公的機関であるため、自身の利益だけでなく融資先企業や既存の投資家の利益を考慮した意思決定が可能であることも同プログラムの利点の一つとして挙げている。

IV 結びにかえて

日本においても、あおぞら銀行とあおぞら企業投資が 2019 年 11 月 22 日にベンチャー企業向けのデットファンドの設立を発表している¹¹。また、野村ホールディングスも、2021 年 4 月 7 日に米国において VD ファンドを設立すると発表しており¹²、徐々に日本企業でも VD への取り組みが進みつつある。

⁹ European Investment Bank, BioVersys, “Switzerland: BioVersys receives €20 million in EU financing to support development of new antibiotics”, April 14, 2021.

¹⁰ European Investment Bank, “InnovFin EU Finance for Innovators – InnovFin Infectious Disease Finance Facility”, November 22, 2018.

¹¹ あおぞら銀行、あおぞら企業投資「あおぞら HYBRID1 号投資事業有限責任組合を設立しました。」、2019 年 11 月 22 日。なお、あおぞら銀行とあおぞら企業投資は、米国の SVB Capital と東南アジアの VD ファンド (Genesis Alternative Ventures) とそれぞれベンチャー投資等に関する業務提携の覚書を締結している。詳細は、あおぞら銀行、あおぞら企業投資「SVB Capital との業務提携について」2021 年 4 月 30 日、および「東南アジアベンチャーデットファンド Genesis Alternative Ventures との業務提携について」2021 年 6 月 4 日を参照。

¹² 野村ホールディングス「米国におけるベンチャー・デット・ファンドの立ち上げとオサロ Inc.への融資について」2021 年 4 月 7 日。

また近年、非上場株式市場の活性化については、金融庁や経済産業省などの省庁等を中心に議論が進められている。金融審議会市場制度ワーキング・グループは、「企業の資金ニーズに応じて、資本金と負債性資金のそれぞれが適切に活用されるよう、上場企業及び非上場企業にとって多様な資金調達手段が用意されている必要がある」と指摘している¹³。非上場企業への成長資金の更なる供給を図るという文脈の中で、今後、一層、VDの促進に向けた検討が進むことが期待される。

前述のとおり、VDは一般的な融資とは異なり、支援先企業の将来における資金調達の可能性などの返済能力の有無をもとに融資の可否を判定するため、VD提供者にとって一般的な融資とは異なる能力が求められる。経済産業省は2019年に公表した報告書の中で、日本のVD提供者においては、VD特有の融資審査の能力が限定的であるとの課題を示している¹⁴。欧州において、EIBは、成長企業への支援やEIBが優先課題として掲げている事業を行う企業の研究開発支援を目的とするInnovFinプログラムを通じて、VDを提供している。また、EFSIによる債務保証は、EIBが融資を行うことが難しいような事業に対してもVD等を通じた融資を可能としている。日本においても例えば債務保証などを活用することで、VD提供者のリスク許容度の向上やVD特有の融資審査能力の醸成を図りつつ、政策的意義を持った事業を行う成長企業などに対してVDによる支援を行うことは有効な手段として考えられよう¹⁵。

また、前述の経済産業省による報告書において指摘されているように、日本ではアーリーステージ企業を対象とした民間企業によるVDの供給が必ずしも十分ではない。InnovFinおよびEGFFを通じたVDのように、ファンドや金融機関と協働して企業への支援を行っている点を参考にしつつ、公的な主体が民間企業を巻き込んでVDの利活用を進め、事例を蓄積していくことは有用であろう。

これからの日本が持続的な成長を図るうえで、多様な成長企業への資金供給支援は必要不可欠であろう。その際、VCや通常の融資では支援が難しいような企業や事業に対する資金供給を促すうえで、VDは有効な手段と考えられる。今後、日本においても欧州のように、政策面での後押しも含めたVDの利用の推進が行われることが期待される。

¹³ 金融庁「金融審議会 市場制度ワーキング・グループ（第1回）事務局説明資料」2020年10月12日。

¹⁴ 経済産業省「令和元年度 戦略的基盤技術高度化・連携事業（ユニコーン創出に資する中小企業・スタートアップの海外展開及び資本政策のあり方に関する調査事業）最終報告書」2020年8月25日。

¹⁵ 経済産業省は、2021年8月2日に大規模研究開発型（ディープテック）のベンチャー企業への金融機関からの融資に対して中小企業基盤整備機構が債務保証を行う制度への申請受付を開始している。詳細は、経済産業省「ディープテックベンチャーへの民間融資に対する債務保証制度」を参照。