

スタートアップ企業における VC 投資と銀行融資の関係： 資金調達の順序と構造に関する分析

(要旨)

本稿では、本邦におけるスタートアップ企業の資金調達について、ベンチャーキャピタル（以下、「VC」）による投資と銀行による融資の関係に着目し、その関与順序及び資金供給構造の特徴を記述的に分析した。

分析の結果、VC 投資と地方銀行による融資の関係について、VC 投資が先行する企業が過半数を占める一方、約 40% の企業では地方銀行による融資が VC 投資に先行しており、資金調達の順序は一様ではないことが確認された。また、時系列でみると 2000 年代後半には地方銀行による融資が先行する企業が相対的に多かったのに対し、近年では VC 投資が先行する企業が約 80% を占めており、資金供給構造が時系列的に変化している可能性が示された。さらに、地方銀行による融資が先行する企業は若年企業に多く、信用保証制度融資が創業初期段階の資金供給の円滑化の一助になっている可能性が示唆された。資金供給主体別について、銀行系 VC は単独で主導的に関与するというよりも、CVC（Corporate Venture Capital）や独立系 VC と同時、またはそれ以降に関与する傾向が確認された。

1. はじめに

我が国におけるスタートアップ企業は、革新的な技術やビジネスモデルを通じた企業価値の向上を担う存在として、資本市場を通じた成長資金・リスクマネー供給の受け皿となり、持続的な経済成長に向けた重要な役割を果たすことが期待されている。特に、「資産運用立国」の実現にあたって、スタートアップ企業等への資金供給促進は、成長資金の供給と資産運用対象の多様化に向けた重要な一要素であり、デジタル技術の進展等を背景に、スタートアップ企業は新たな価値創造を担い、産業構造の転換を促す存在として、その重要性が一層高まっている。

一方で、スタートアップ企業への成長資金の供給については、米欧と比較して資金調達環境が脆弱であるとの指摘が依然としてあり、投資家基盤の拡大や、非上場株式市場の活性化等を通じて、成長段階に応じた円滑な資金調達環境を整備することが重要となる。

こうした認識の下、金融庁においては、「スタートアップへの成長資金供給に関するラウンドテーブル」等を通じ、市場機能を活用したスタートアップ企業への成長資金供給の強化に取り組むと

もに、金融機関によるスタートアップ支援の促進等を図ることにより、スタートアップ企業の持続的な成長を後押しするための環境整備等を進めているところである。

さらに、従来の不動産担保や個人保証に依存しない資金供給手法として、事業の将来性や収益力といった企業価値全体に着目した融資を可能とする企業価値担保権が導入・施行されている¹。同制度は、企業の総財産を担保としつつ、金融機関が事業の成長可能性やビジネスモデルを評価して融資を行う枠組みであり、スタートアップ企業などの有形資産に乏しい企業に対する融資の可能性が広がることが期待されている。

このような制度環境の変化を背景に、従来中心的役割を担ってきた VC によるエクイティ投資に加え、銀行による融資、銀行系 VC、さらには事業会社による CVC 投資など、多様な主体による資金供給が行われるようになってきている。しかしながら、これらの主体がスタートアップ企業の成長過程において、どのような順序で資金を提供し、どのような役割を担っているのか、また、資金供給主体の構成などの資金供給構造がどの程度多様であるのかについては、十分に明らかになっていないと言いき難い。特に、日本の制度的環境や市場構造を踏まえたマイクロデータに基づく実証分析は依然として限定的である。

以上の問題意識を踏まえ、本稿では、本邦におけるスタートアップ企業に対する投資（VC）と融資（銀行）の関係について、関与の順序及び資金供給構造に着目し、その実態を明らかにすることを目的とする。具体的には、投資と融資の関与タイミングの順序が一様ではなく、多様なパターンを有している可能性を念頭に置きつつ、資金供給主体（銀行系 VC・非銀行 VC・CVC）の役割の違いを分析する。さらに、信用保証制度融資（以下、「制度融資」）や、事業会社主導の投資構造が、資金供給の順序及び構造に与える影響についても考察する。

なお、本稿は、スタートアップへの資金供給状況が、各資金供給主体の目的・方針等によって異なることを前提としたうえで、実態把握に向けた一つの視点を提供するものであり、資金供給主体の適切性等を論じることを意図したものではない。

¹ 金融庁「企業価値担保権（旧：事業成長担保権）について」より。

II. 先行研究

本章ではスタートアップへの資金供給に関する研究を、VC の役割、銀行による融資行動、両者の関係性及び資金調達の手続き及び資金供給主体の異質性の観点から整理し、本稿の位置づけを明確にする。

1. VC の役割

VC は、不確実性が高く有形資産に乏しいスタートアップ企業に対してリスクマネーを供給する主体として、重要な役割を果たしている。Gompers and Lerner (2001) は、VC が高技術を持つ若い企業に対する重要な資金供給主体であり、スタートアップ企業の成長を支える金融仲介機能を果たしていることを論じている²。

さらに、Hellmann and Puri (2002) は、VC が単なる資金提供者にとどまらず、スタートアップにおけるマーケティング担当役員の採用、人事政策、ストックオプション制度、外部 CEO の登用等を通じて、経営の専門化や組織構造の高度化を促進することを示している。このことは、VC が企業の発展過程において、資金供給以外の付加価値提供機能を有することを示唆している³。

Meggison and Weiss (1991) は、VC の関与が IPO 時における企業価値や発行価格に関する認証効果を持ち、情報の非対称性を緩和することを示している。特に、VC 支援企業の IPO では、非 VC 支援企業に比べて初期収益率や引受手数料率が低く、IPO 時の資金調達コストが抑制される傾向が確認されている。このような認証効果は、投資家や引受業者などの市場参加者による企業評価に影響を与えたと考えられる⁴。

日本についても、宮川 (2016) は、未上場企業への VC 投資ラウンドに関するマイクロデータを用いて、VC の共同投資におけるメンバー構成と、IPO を中心とする企業ダイナミクスとの関係を実証的に分析している。同研究は、異なるタイプに属する(銀行系や独立系、事業会社系など)、また、異なる規模を持つ VC による共同投資が早期 IPO と関連することを示しており、VC が投資先企業の成長過程において果たす役割の重要性を示唆している⁵。

² Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 145-168.

³ Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start - up firms: Empirical evidence. *The journal of finance*, 57(1), 169-197.

⁴ Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *The journal of finance*, 46(3), 879-903.

⁵ 宮川大介. (2016).ベンチャーキャピタルの共同投資と企業ダイナミクス—マイクロデータを用いた実証分析—. *日本政策金融公庫論集/日本政策金融公庫総合研究所 編*, (31), 41-70.

2. 銀行による融資行動

銀行は担保、財務諸表、信用履歴及び過去の業績といった客観的情報を加味したうえで融資判断を行うのが一般的である。そのため、これらの情報が十分に蓄積されていないスタートアップ企業への融資は、不確実性の評価が相対的に難しく、結果として慎重な判断がなされる場合があると考えられる。もっとも、Berger and Udell (1995) や Boot (2000) が論じるように、銀行は融資等を含めた継続的な関係を通じて借り手に関するソフト情報を蓄積し、それをスクリーニング、モニタリングに活用することで、情報の非対称性を緩和し得る^{6,7}。

したがって、担保や過去の業績が乏しい企業であっても、銀行が関係性を通じて経営者の能力、事業計画の実現可能性、将来キャッシュフロー及び返済可能性を相応に評価できる場合には、信用保証、コベナンツ、段階的融資、担保・保証の組合せなどの契約設計を通じて、スタートアップ企業への資金供給を担う余地がある。

3. 両者の関係性及び資金調達の手順

VC と銀行の関係については、補完関係やスタートアップ企業による資金調達手段の選択・順序に着目した研究が蓄積されている。Ueda (2004) は、銀行融資と VC ファイナンスの選択を、プロジェクト評価能力、スクリーニング、担保、知的財産の収奪リスク等の観点から理論的に分析し、担保が乏しく、成長性・リスク・収益性の高いスタートアップほど VC ファイナンスを選択しやすいことを示している⁸。

また、Hellmann, Lindsey and Puri (2008) は、銀行が VC 投資を通じてスタートアップ企業との関係を早期に構築し、その後の融資につなげる可能性を実証的に示しており、銀行の VC 投資と貸出活動の間に補完性が存在し得ることを明らかにしている⁹。

さらに、Tagliatela and Mina (2021) は、ベッキングオーダー理論¹⁰の観点から新規企業の資本構成を分析し、R&D、人的資本、製品・プロセスイノベーションなどの企業特性に応じて、内部

⁶ Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of business*, 351-381.

⁷ Boot, A. W. A. (2000), Relationship Banking: What Do We Know?, *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), 7-25.

⁸ Ueda, M. (2004). Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation. *The Journal of Finance*, 59(2), 601-621.

⁹ Hellmann, T., Lindsey, L., & Puri, M. (2008). Building relationships early: Banks in venture capital. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 513-541.

¹⁰ 企業の資金調達（内部留保、負債、株式発行等）の優先順位を説明する理論であり、企業は資金調達的手段として内部留保の活用を最優先し、次に負債、最後に株式発行を選択すると主張している。その背景には、企業内部者と企業外部の資金提供者との間に存在する情報の非対称性があると考えられている。もっとも、スタートアップ企業は一般に情報の非対称性が大きく、内部資金も乏しいことから、

資金、外部エクイティ、負債への依存度や資金調達上の選好が異なることを実証的に示している。この知見は、スタートアップ企業の資金調達順序が一意ではなく、多様なパターンをとり得るという本稿の問題意識と整合的である¹¹。

4. 資金供給主体の異質性

スタートアップ企業に対する資金供給は、単一主体ではなく、エンジェル投資家、独立系 VC、CVC、公的支援、クラウドファンディング等の多様な主体によって担われる点に特徴がある。Chemmanur, Loutskina and Tian (2014) は、事業会社による CVC 投資に着目し、CVC が独立系 VC とは異なり、財務的リターンに加えて親会社の戦略的目的とも結びついた投資主体であることを踏まえ、CVC から投資を受けた起業企業のイノベーション成果を分析している¹²。同論文は、CVC-backed firms が独立系 VC-backed firms よりも、特許数や特許被引用数等で測定されるイノベーション成果において高いパフォーマンスを示すことを報告している。こうした資金供給主体の異質性は、投資タイミング、投資後の関与、リスク許容度、技術的・戦略的支援のありかたに影響を及ぼすと考えられ、スタートアップ金融の構造を理解する上で重要な視点となる。

5. 本研究の位置づけ

以上の先行研究は、多くの重要な知見を提供している。しかしながら、日本における VC 投資と銀行融資の関係を統合的に捉え、その関与の順序及び資金供給構造の多様性を、複数主体の役割の違いと併せて企業レベルデータに基づいて実証的に検証した研究の蓄積は、管見の限りなお限定的である。

本稿は、日本におけるスタートアップ企業の資金調達について、投資（VC）と融資（銀行）の関係を「順序」及び「構造」という観点から分析するとともに、銀行系 VC、独立系 VC、CVC といった資金供給主体の異質性を考慮することで、資金供給の実態を多面的に明らかにすることを目的とする。

同理論は必ずしも強く当てはまるとは限らないとされる。しかし、Taglialatela and Mina (2021) は、特定の企業特性が情報の非対称性を低減する場合、スタートアップ企業においても資金調達行動が同理論と整合的になる可能性を指摘している。

¹¹ Taglialatela, J., & Mina, A. (2024). Innovation, asymmetric information and the capital structure of new firms. *Economics of Innovation and New Technology*, 33(7), 955-978.

¹² Chemmanur, T. J., Loutskina, E., & Tian, X. (2014). Corporate venture capital, value creation, and innovation. *The Review of Financial Studies*, 27(8), 2434-2473.

III. データ概要

本分析では、スタートアップ企業に対するエクイティ投資に関するデータと銀行融資に関するデータを用いる。

スタートアップ企業に対するエクイティ投資の情報として、株式会社ユーザベースが提供する「スピーダ スタートアップ情報リサーチ」のデータ（以下、「スピーダデータ」）を用いる。同データには、資金調達履歴、投資家情報、企業属性、シリーズ¹³等が収録されており、VC 投資の時期や投資主体を把握するために利用する。分析に用いるスピーダデータは、2026 年 2 月 9 日時点の情報に基づく。なお、本稿における「スタートアップ企業」の定義は、スピーダデータにおける分類に準拠する。

銀行融資に関するデータについては、共同データプラットフォーム（以下、「共同 DP」）に蓄積された貸出明細等データを用いる。本分析では、主として 2025 年 12 月末時点の貸出明細等データを利用し、個別企業毎の銀行融資の有無、融資残高、融資実行時期、保全状況等を把握する。なお、銀行融資に関する情報のうち、融資実行時期の分析については、データ制約上、地方銀行¹⁴に関する情報を用いる。

本稿では、これらのデータを企業単位で接合することで、同一企業における VC 投資と銀行融資の関与状況を整理し、両者の関与順序や資金供給構造の特徴を分析する。

IV. 分析手法

本稿では、スタートアップ企業に対する VC 投資と銀行融資の関係について、主に記述統計に基づく分析を行う。

まず、企業毎の初回 VC 投資時点と初回銀行融資時点を比較し、初回 VC 投資が早い企業を「VC 先行」、初回銀行融資が早い企業を「銀行融資先行」、両者が同一月に確認される企業を「同一月」として分類する¹⁵。なお、本稿における初回銀行融資時点及びこれに基づく「銀行融資先行」等の分類については、前章で述べたデータ制約のため、地方銀行で確認された融資に基づくものであり、銀行融資全体を網羅するものではない点に留意が必要である。

¹³ 本データにおけるシリーズとは、スタートアップ企業の成長段階を示す指標である。シリーズの構成としては、シードからシリーズ A、B と続き、最大で G まで存在する。原則として、初回の外部資金調達はシードとする。また、原則として株価が変化していることを前提に、調達後の企業評価額が 5 億円以上の場合をシリーズ A とする。シリーズ B 以降のシリーズ上昇は、対象ラウンドの調達前評価額と前回ラウンドの調達後企業評価額の変化率が 20% 以上ある場合とする。

¹⁴ 本稿において、「地方銀行」は全国地方銀行協会加盟行を指す。

¹⁵ 初回銀行融資時点は月次単位で把握しているため、同一月内の厳密な先後関係は識別できない。

上記の定義のもと、本分析では、以下の観点について分析する。

1. シリーズ毎の資金調達全体に占める銀行融資の割合
2. VC 投資と銀行融資の関与順序について、「VC 先行」及び「銀行融資先行」の構成比
3. 先行する資金供給の実行時点に基づいて企業を期間別に分類し、資金調達の順序が時系列でどのように変化してきたか
4. 業種別及び企業年齢別に、VC 先行企業と銀行融資先行企業の特徴
5. 銀行融資の保全状況、特に信用保証付き融資の割合に着目し、信用保証制度と初期段階の銀行関与との関係
6. 銀行系 VC と非銀行系 VC の関与タイミングや銀行系 VC と初回外部資金調達ラウンドでの共同投資主体の状況

なお、上記観点に関する分析結果を検討するにあたり、制度融資の利用可能性、企業の信用力、事業内容の詳細など、観測困難な要因が分析結果に影響を与えている可能性がある点には留意が必要である。

V. 分析結果

本章では、分析結果について述べる。

1. スタートアップ企業のシリーズ別の銀行融資

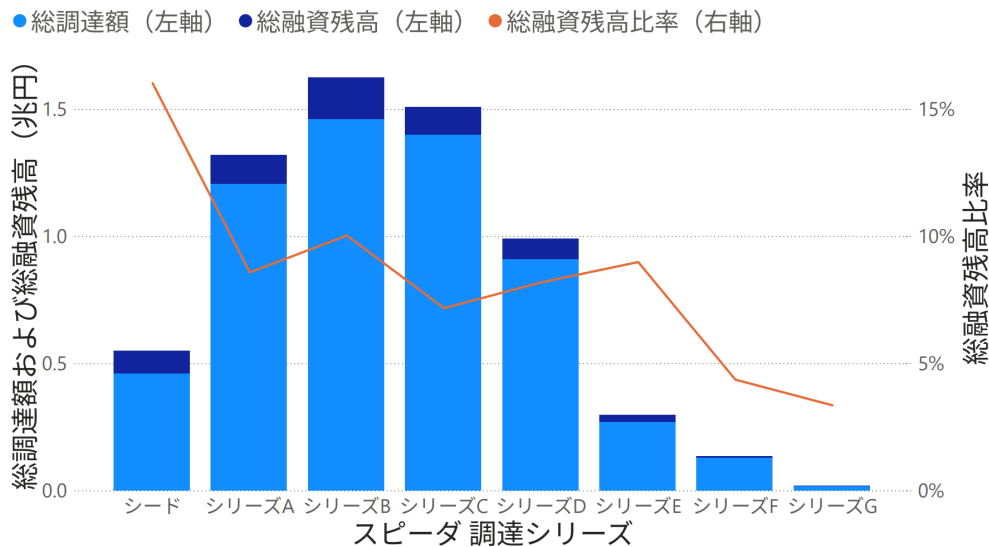
まず、スタートアップ企業の資金調達における銀行融資の位置づけを確認する。図表 1 は 2026 年 2 月 9 日時点に企業が属しているシリーズ別に、総調達額及び融資残高を示している。これを見ると、スタートアップ企業全体では、銀行融資が資金調達に占める割合は平均して約 1 割程度にとどまっており、資金調達の中心はエクイティ投資であることが確認される。ただし、ここでの融資比率は、スピーダデータ上の累積総調達額と、共同 DP 上で確認される一定時点の総融資残高を用いた便宜的な指標であり、資金調達フロー全体に占める融資比率を厳密に表すものではない。

一方で、シリーズ別にみると、融資比率はシード段階で相対的に高く、シリーズが進むにつれて低下する傾向が見られる¹⁶。この結果は、企業の成長に伴って銀行融資の利用可能性が高まるという

¹⁶ シリーズ E～G については、それ以前のシリーズで EXIT や退出する企業も多く、対象企業数自体が少なくなることから、総調達額や総融資残高が相対的に低くなる点に留意が必要である。

一般的な見方とは必ずしも整合的ではなく、本邦では創業初期段階において銀行融資が一定の役割を果たしている可能性を示唆している。

図表 1 スタートアップ企業のシリーズ別の総調達額及び総融資残高

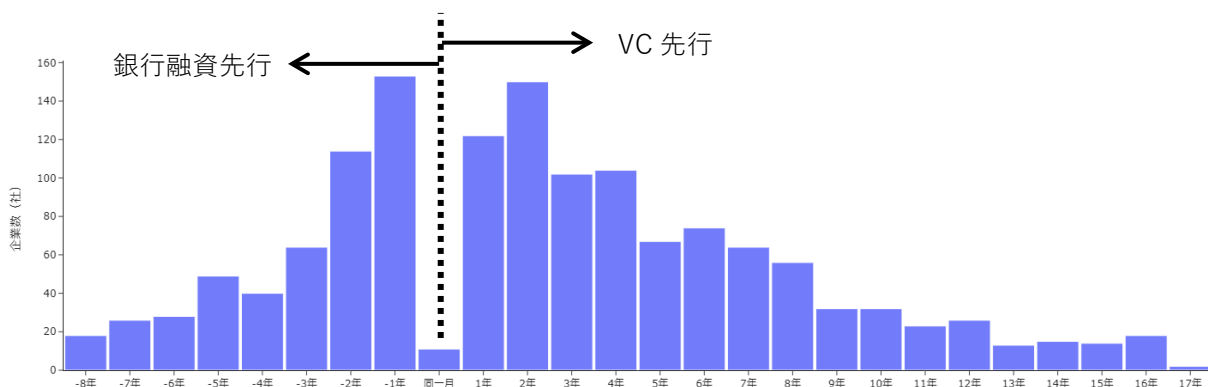


2. VC 投資と銀行融資の関与順序

次に、企業毎の初回 VC 投資時点と初回銀行融資時点を比較し、両者の実行順序を確認した。図表 2 にその結果を示すが、VC 投資が銀行融資に先行する企業が約 6 割を占める一方で、銀行融資が VC 投資に先行する企業も約 4 割存在することが確認された。

この結果は、スタートアップ企業の資金調達が、必ずしも「VC 投資の後に銀行融資が行われる」という一方向の順序に限定されないことを示している。

図表 2 VC による投資と銀行融資の関与開始時期の差



※ 正の値が「VC 先行」、負の値が「銀行融資先行」を表す。

※ x 軸の同-月以外の時点について、正の領域については表示年未満、負の領域については表示年より大きい期間での社数を表す。

例えば、0.5 年差及び-1.5 年差の場合それぞれについて、1 年と-2 年に割り振られる。

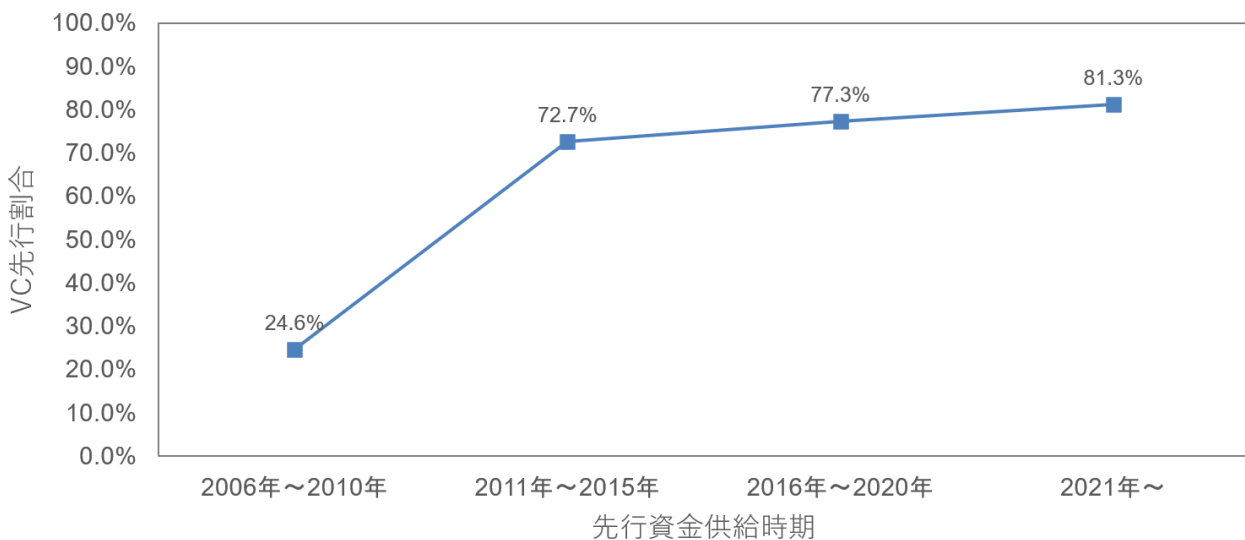
3. 実行順序の時系列変化

前節の融資と投資の順序が時系列でどのように変化してきたかを確認するため、図表3にて先行する資金供給の初回実行時点に基づいて企業を期間別に分類し、各期間におけるVC先行割合を算出した。

その結果、VC先行割合は、2006～2010年には約25%にとどまっていた一方、2011～2015年には約73%、2016～2020年には約77%、2021年以降には約81%まで上昇している。

この結果は、日本のスタートアップ資金調達構造が、銀行融資が先行する傾向の強い構造から、近年ではVC投資が先行する傾向の強い構造へと変化してきた可能性を示している。ただし、本分析はVC投資と銀行融資の双方が確認された企業を対象としているなどのバイアスが存在しており、本邦スタートアップ企業の資金調達について悉皆的に分析するものではなく、結果の解釈には留意が必要である。

図表3 スタートアップ資金調達における投資と融資の順序の時系列変化



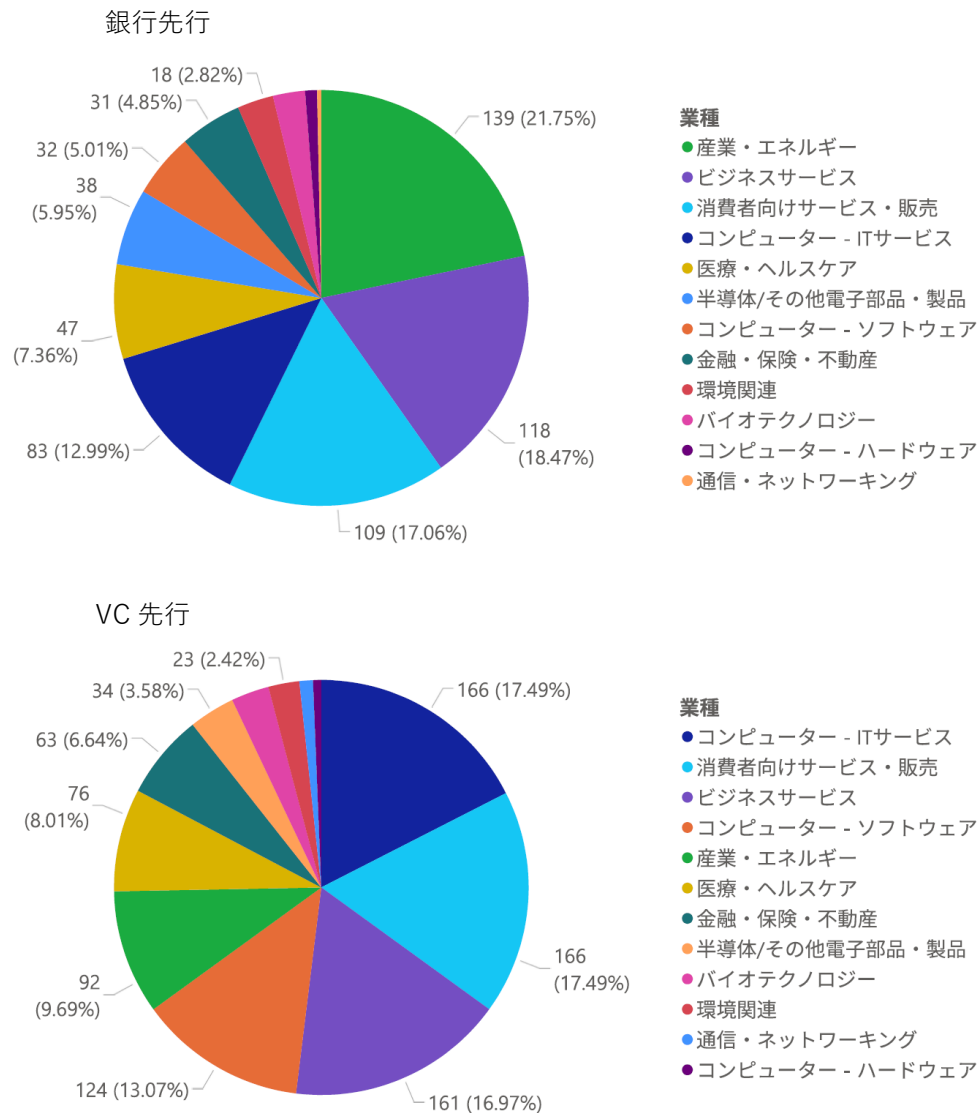
4. 業種特性・企業年齢との関係

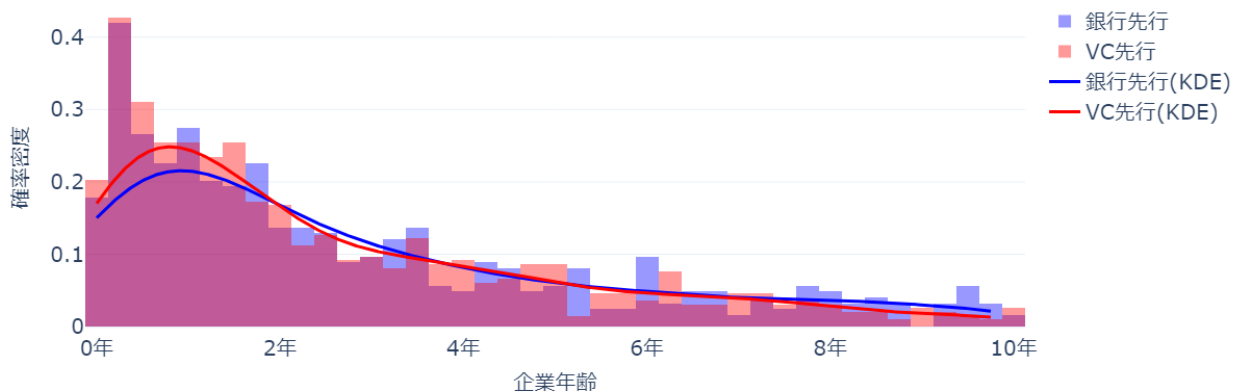
図表4に示すように、資金調達の順序は、企業が属する業種によっても異なる傾向が見られる。銀行融資が先行する企業では、産業・エネルギーの割合が相対的に高い一方、VC投資が先行する企業では、IT・ソフトウェア関連分野の割合が相対的に高い。

この結果は、技術不確実性が高く、将来の成長可能性に対する評価が重要となる分野ではVC投資が先行しやすい一方、比較的収益構造や事業見通しを把握しやすい分野では銀行融資が早期に実行される可能性を示唆している。

また、図表 5 は企業年齢と資金調達の順序の関係を、企業年齢毎の確率密度によって図示しているが、銀行融資が先行する企業の分布は、VC 先行企業と同様に起業から間もない企業（若年企業）にピークが見られる。この結果は、銀行がより成熟した企業に対して資金供給を行うという一般的な認識とは必ずしも一致せず、日本では創業初期段階において銀行融資が利用されている可能性を示している。

図表 4 順序別業種別企業数割合



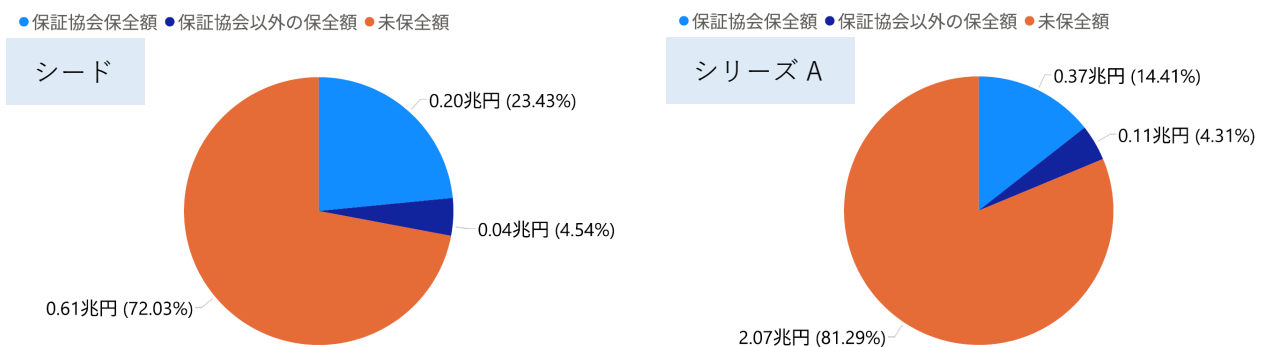
図表 5 順序別関与開始時の企業年齢¹⁷

5. 保全状況との関係

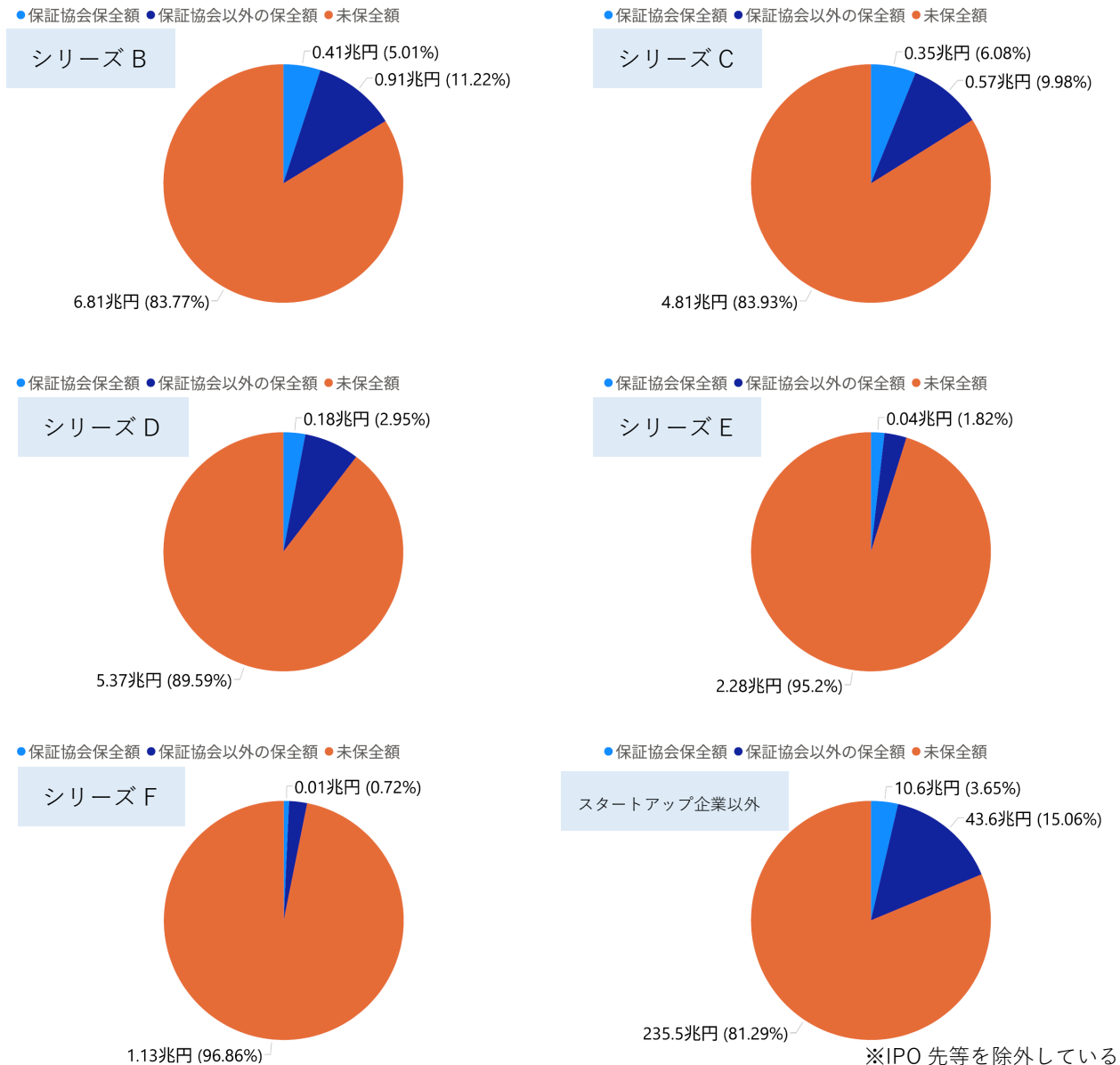
銀行融資の性質を把握するため、融資の保全状況に着目する。分析の結果、図表6のようにシード段階では信用保証制度融資の割合が相対的に高く、シリーズの進行に伴ってその割合は低下する傾向が確認された。一方で、未保全融資の割合はシリーズが進むにつれて上昇する傾向が見られる。

これらの結果は、銀行融資が先行する企業が起業から間もない層に集中していることと合わせて考えると、日本における制度的な信用補完の仕組みが、初期段階の銀行関与に一定の役割を果たしている可能性がある。

図表 6 スタートアップ企業への銀行融資におけるシリーズ別の保全割合



¹⁷ Kernel Density Estimation を使って確率密度を推計した結果を銀行先行(KDE)と VC 先行(KDE)としている。



6. 資金供給主体別の投資構造

最後に、VC の属性に着目し、資金供給主体別の投資構造を確認する。図表 7 は、銀行系 VC による投資と非銀行系 VC による投資の関与開始時期の差を示す。この図が示すように、銀行系 VC については非銀行系 VC に先行して投資を行うケースは限定的であり、多くは他の投資主体と同時、またはそれ以降に関与していることが確認された。

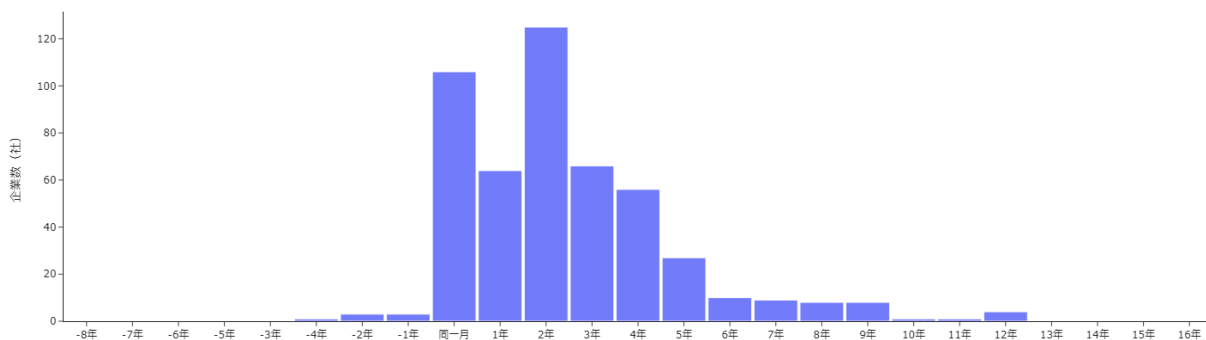
また、図表 8 は、初回外部資金調達ラウンドにおいて、銀行系 VC が投資しているラウンドでの共同投資割合を表す¹⁸。これをみると、銀行系 VC は単独で投資を行うケースが少なく、CVC や独立

¹⁸ 図表 8 において「その他 VC」は図表中に明記された類型以外の VC を指し、「その他」は VC 以外の資金供給主体（個人、官民ファンド等）を表す。

系 VC との共同投資が中心である。このことは、銀行系 VC が、他の投資主体と協調しつつスタートアップ企業への資金供給に参画している可能性を示している。

さらに、日本におけるスタートアップ投資では、図表 9 のように CVC の存在感が相対的に大きいことが確認される。CVC は、財務的リターンに加えて、親会社の事業戦略や技術探索といった戦略的目的を持つ投資主体であるため、より早期から関与するインセンティブを持つ可能性がある。

図表 7 銀行系 VC による投資と非銀行系 VC による投資の関与開始時期の差

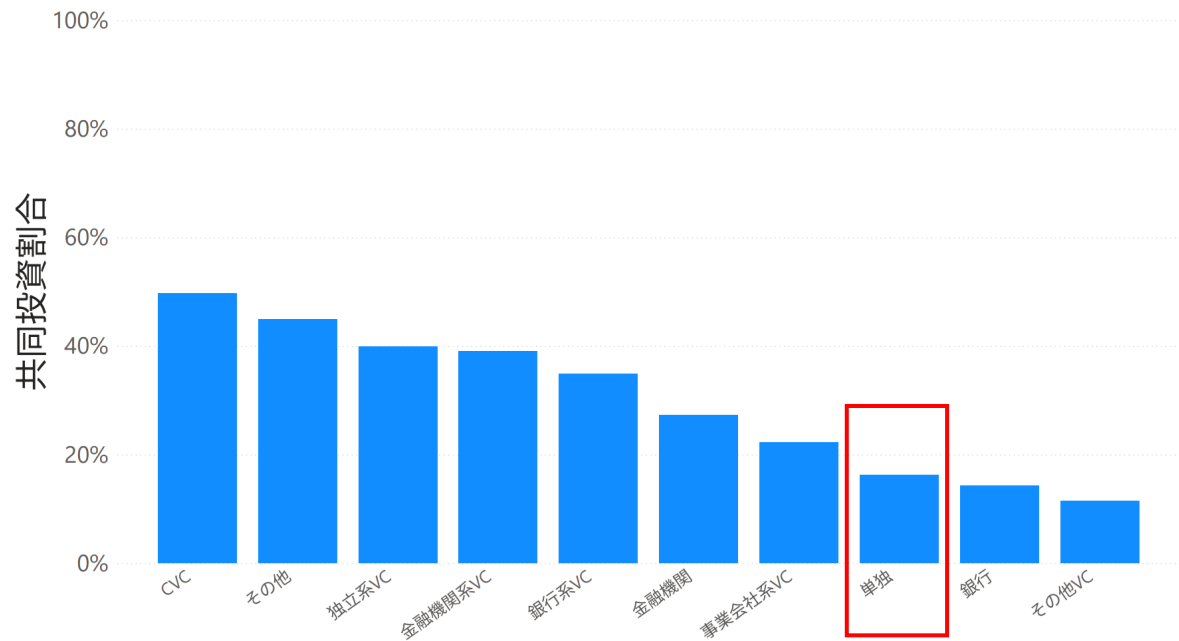


※ 正の値が「非銀行系 VC 投資先行」、負の値が「銀行系 VC 投資先行」を表す。

※ x 軸の同一月以外の時点について、正の領域については表示年未満、負の領域については表示年より大きい期間での社数を表す。

例えば、0.5 年差及び-1.5 年差の場合それぞれについて、1 年と-2 年に割り振られる。

図表 8 銀行系 VC による初回外部資金調達ラウンドにおける共同投資割合

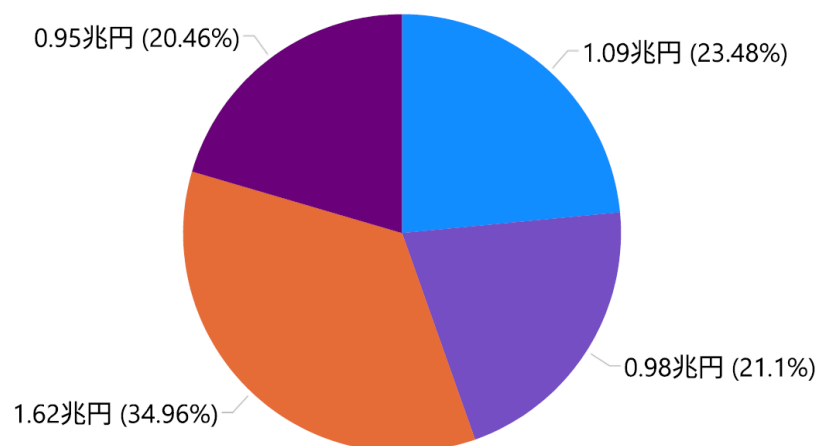


※ 赤囲みは銀行系 VC 単体で投資がなされたケースの割合を表す。

※ 複数の投資主体が共同投資する場合について、同一種類に属する複数の主体が投資している場合は 1 として計上し、異なる種類に属する複数の主体が投資している場合、それぞれの種類に 1 としては重複計上とする。その後総ラウンド数で割ることで割合を算出した。

図表 9 日本における VC/CVC の投資額¹⁹割合

● VC ● 金融機関・金融機関系VC ● CVC（事業法人系） ● その他



¹⁹ ここでいう投資額はスタートアップへの「資本参加」を対象とし、第三者有償割当などによる出資だけでなく、「株式の移動」や「企業買収・子会社化」、その後の EXIT までの投資なども含める。

VI. 結論

本稿では、日本におけるスタートアップ企業に対する VC 投資と銀行融資の関係について、関与順序及び資金供給構造に着目し、記述統計に基づく分析を行った。

本分析の結果、銀行融資が資金調達全体に占める割合は限定的であるものの、シード段階では相対的に高く、創業初期段階において一定の役割を果たしている可能性が確認された。また、VC 投資が銀行融資に先行する企業が過半数を占める一方、銀行融資が先行する企業も一定程度存在しており、資金調達の順序は一様ではないことが示された。ただし、この順序は時系列で変化しており、近年ほど VC 投資が先行する傾向が強まっている。

また、銀行融資が先行する企業は、産業・エネルギーの分野に相対的に多く見られ、VC 投資が先行する企業と同等程度に若年期から関与を開始している。加えて、シード段階では制度融資の割合が、他の段階と比較して相対的に高く、信用保証制度がスタートアップ企業への資金供給の円滑化の一助になっている可能性が示唆された。資金供給主体別には、銀行系 VC は単独で主導的に関与するというよりも、CVC や独立系 VC と同時、またはそれ以降に関与する傾向がみられ、日本では CVC の存在感も大きいことが確認された。

これらの結果は日本の銀行によるスタートアップ企業への資金供給は、創業初期段階において一定の役割を果たしている一方で、比較的事業内容や収益見通しを把握しやすい分野、あるいは既存の与信判断の枠組みになじみやすい企業に対して機能しやすく、結果としてスタートアップ企業の性質に基づき、資金供給の在り方に差異をもたらしている可能性を示唆している。

もっとも、本分析には以下の留意点がある。第一に、本稿は記述統計に基づく実態把握を目的としており、VC 投資や銀行融資の関与が企業成長、追加資金調達、IPO や M&A 等による EXIT 等に与える因果的な影響を識別するものではない。第二に、企業の信用力、経営者属性、事業内容、収益見通し、担保として活用可能な資産の額、制度融資の利用条件といった要因を十分にコントロールできていないため、観察された資金調達順序の違いには、これらの観測困難な要因が影響している可能性がある。第三に、資金調達順序の分析では、VC 投資と銀行融資の双方がデータ上確認された企業を中心に整理しているため、いずれか一方のみを利用する企業や、どちらも利用していない企業については分析対象としておらず、スタートアップ全体の資金調達構造を完全に捉えているわけではない。最後に、初回銀行融資時点は、地方銀行についてのみ考えていること、また、月次単位で把握しているため、同一月内に行われた投資と融資の厳密な先後関係は識別できないことに留意が必要である。

今後の課題としては、主要行等を含むより広範な金融機関について初回融資実行時点を把握し、VC 投資と銀行融資の関与順序をより包括的に検証することが挙げられる。そのうえで、企業属性や業種特性、成長段階等をより詳細に考慮し、VC 投資と銀行融資の関与順序を規定する要因を分析することが考えられる。

こうした課題に関連して、Honjo, Iwaki and Kato (2025) は、日本の新設企業について創業時の外部負債調達構造がその後の退出経路（倒産・自主廃業・M&A）に影響しうることを示している²⁰。こうした示唆を踏まえ、本稿で確認された銀行先行、VC 先行、同時関与といった資金調達パターンについても、追加資金調達、IPO・M&A 等の出口戦略、デフォルト等との関係から検証していくことが本分析の重要な拡張方向の一つとなる。

また、II 章でも触れた Hellmann, Lindsey and Puri (2008) は、米国では銀行が VC 投資を通じてスタートアップ企業との関係を早期に構築し、その後の融資につなげている可能性を示しており、日本についても Sun and Uchida (2016) は、銀行系 VC 投資が、投資先企業の IPO を行う年における親銀行借入と正の関連を有することを示している^{9, 21}。他方で、Morse (2025) は、ベンチャーデットが、安定したキャッシュフローや伝統的担保を欠くスタートアップに対しても成立し得る背景として、特許ローン、ベンチャー・レバレッジ、ブリッジローン等の金融設計上の工夫を整理しており、Chen and Lyu (2025) は、銀行等の貸し手と VC の関係性がベンチャーデットへのアクセス、契約条件、さらにその後の追加調達や退出成果にも影響し得ることを示している^{22, 23}。これらの知見を踏まえると、本稿で観察された銀行系 VC の追随的関与や、独立系 VC・CVC・銀行系 VC の役割分担についても、単なる関与タイミングの差として捉えるだけでなく、それが後続の銀行融資、共同投資の形成、さらには事後的な企業成果とどのように結びついているのかを分析していく余地がある。すなわち、今後は、どの主体の先行関与がその後の資金供給を呼び込みやすいのか、また、特定の銀行と特定の VC・CVC との反復的關係が資金供給行動に影響しているのかといった点についても、実証的な検証を進めていく必要がある。

これらの追加分析を通じて、スタートアップ企業の成長段階に応じた資金供給の実態や、多様な資金供給主体の役割分担について、より理解を深めることが期待される。

²⁰ Honjo, Y., Iwaki, Y., & Kato, M. (2025). Outside or inside the firm? The impact of debt financing on the exit routes of start-up firms. *Small Business Economics*, 64(4), 1877-1900.

²¹ Sun, Y., & Uchida, K. (2016). The Role of Bank - Affiliated Venture Capital for Parent Banks in Japan: New Evidence. *Asia - Pacific Journal of Financial Studies*, 45(6), 864-885.

²² Morse, A. (2025). Venture debt. In *The Palgrave Encyclopedia of Private Equity* (pp. 1303-1308). Cham: Springer Nature Switzerland.

²³ Chen, X., & Lyu, T. (2025). When Lenders Meet Venture Capitalists: Relationship in Venture Debt. *Available at SSRN 5491606*.

本稿分析は総合政策局リスク分析総括課マクロ・データ分析監理官室情報分析専門官 久保宏樹を中心に行った。