

大学発ベンチャー企業の資金調達法について

岡村慶¹・野口拓郎¹・岡村千恵子²

(¹ 高知大学総合科学系複合領域科学部門・² 京都外国語大学外国語学部)

Financing of a Venture from University:

Kei Okamura¹, Takuroh Noguchi¹ and Chieko Okamura²

¹ *Interdisciplinary Science Unit, Multidisciplinary Science Cluster, Research and Education Faculty,*

Kochi University; ² *Faculty of Foreign Studies, Kyoto University of Foreign Studies*

Abstract: Venture companies originating from universities need cash on hand to develop their business. Without cash on hand, it would be difficult to pay fixed costs such as purchasing and rent necessary to make sales. In this paper, as a method of raising funds for university-launched venture companies that will be classified as small and medium-sized enterprises, we will discuss debt finance and equity finance based on actual entrepreneurial experience.

キーワード：大学等発ベンチャー，研究者の起業，資金調達

Keywords: Venture from University, Researcher's Entrepreneur, Financing

1. はじめに

大学等発ベンチャー企業において、事業を展開するためには手元資金が必要となる。手元資金がなければ、売上を立てるために必要な仕入れや家賃などの固定費支払いも困難となる。しかし、ベンチャー企業は社会的な信用が低く、資金調達 (financing, ファイナンス) は容易ではない。中小企業白書 2016 年版によると、国内銀行から企業への貸出金の総量は、1993 年を基準(100%)としたとき、バブル崩壊以降から 2000 年代中盤にかけては、中小企業・大企業ともに貸出金は大きく減少し、2005 年には 70%程度と大きく落ち込んだ。その後、大企業については持ち直し 2015 年には 95%まで回復しているが、中小企業については 2015 年まで 72%と横ばいが続いている¹⁾。このように金融機関からの融資はリスクの少ない大企業に向かい、中小企業には向いていない、という特性がある。本稿では、中小企業に分類されるであろう大学発ベンチャー企業の資金調達の手法として、融資(debt finance, デットファイナンス)と出資 (equity finance, エクイティファイナンス) について、実際の起業経験をもとに見ていく。

2. 融資(debt finance, デットファイナンス)と出資(equity finance, エクイティファイナンス)

広辞苑によると、融資とは「資金を融通すること」である²⁾。これは資金を必要とする法人や個人等に対して、将来における返済の約束のもとに資金を供与し、利用可能にする行為をさす。ベンチャー企業側からみた融資とは、お金を借りることである。借りる相手、すなわち資金提供者としては、銀行などの金融機関や個人が想定される。資金提供者に対しては、借りたお金を返済する必要がある。資金提供者が、直接的に経営に関与することは無い。ただし、返済が滞った場合や、財務状況が悪化した場合には、経営改善のために間接的に関与することもある。通常、残高に応じた利子を支払う必要がある。資金提供者に対して支払った利子は、法人運営時の経費として認められる。資金提供者に対して、基本的には担保や保証人を立てる必要がある。

出資とは、「資金を出すこと」である²⁾。これは、法人や組合が事業を営むために必要な資金として、金銭その他財産等を提供することを指す。ベンチャー企業側からみた出資とは、株式会社の場合は出資比率に応じた株を差し出すこと、すなわち会社の一部 (または全部) を提供することで、資金と交換する行為である。出資される相手、すなわち資金提供者としては、銀行などの金融機関、機関投資家や個人が想定される。資金提供者に対しては、出資されたお金は返却する必要はない。資金提供者は、株主として直接的に経営に関与してくる。株式会社に剰余利益が発生した場合は、資金提供者に配当金を支払うことになる。配当金は、法人運営時の経費としては認められない。資金提供者に対して、担保や保証人を立てる必要はない。

その他、融資、出資とよく似た言葉に投資がある。投資は資金提供者が、何らかの利益を目的として第三者に資金を融通することである。融資と出資の両者とも投資に含まれる (第 1 表)。

第 1 表 融資、出資、投資の関係

	投資	
	融資	出資
受入側の視点	お金を借りる	法人の一部 (株) と資金を交換する
資金提供者	金融機関、個人	機関投資家、金融機関、個人
資金の返済義務	有り	無し
支払	利子 (経費算入可)	配当金 (経費算入不可)
保証人	必要	不要
提供者の経営権	発生しない	発生する

3. 融資(debt finance, デットファイナンス)について

融資における資金提供者としては、金融機関と個人があげられる。金融機関としては、銀行等の民間金融機関と、日本政策金融公庫といった公的な金融機関がある。融資の申し込み窓口は上記金融機関の他に、信用保証協会や、商工会・商

工会議所などが知られている。信用保証協会は、信用保証協会法に基づき、中小企業・小規模事業者の金融円滑化のために設立された公的機関で、事業者が金融機関から事業資金を調達する際に、信用保証協会が公的機関としてその保証人となって借入れを容易にし、金融の円滑化を通じて、中小企業者の支援を行うことを目的としている。万が一、融資を受けた会社が倒産しても、信用保証協会が代わりに返済するため、金融機関側からすると貸倒のリスクが減り、その分、融資の審査基準は緩和される傾向にある。ただし、倒産の場合、最終的には法人債務の連帯保証人（通常は代表取締役）が信用保証協会に弁済する義務がある。信用保証制度は、原則として中小企業信用保険法に定める中小企業・小規模事業者を対象としているため、利用可能な企業規模（資本金・従業員数）、業種（農林漁業や金融業などは対象外）、区域・業歴が定められている。信用保証協会を融資手続きの開始窓口とした場合、信用保証協会は、保証申し込みの許諾を行ったのちは金融機関へ融資のあっせんを行う。その後実際の融資は金融機関を通して行うことになる。商工会や商工会議所は商工業の改善・発展を目的として、市など一定地区内の商工業者によって組織される自由会員制の公益経済団体である。融資の面についてみると、商工会議所や商工会などの経営指導を受けている小規模事業者の商工業者が日本政策金融公庫から経営改善に必要な資金を無担保・無保証人で融資を受けることができる小規模事業者経営改善資金（マル経融資）制度を利用できることや、所属会員が各都道府県の融資について信用保証協会、指定金融機関の三者協調のうえに成り立っている融資制度（高知県の場合では、高知県中小企業等融資制度）を利用する際に金利減免措置などが受けられる、といった特典がある。融資の手続き開始窓口として商工会・商工会議所を利用した場合でも、最終的な融資実行者は、基本的には銀行や日本政策金融公庫といった金融機関となる。以上を踏まえ、金融機関における融資手法についてみていく。

金融機関の融資の一つに貸付の手法がある。貸付には、1)証書貸付、2)手形貸付、3)当座貸越、4)手形割引の4つの種類がある。1)証書貸付とは「金銭消費貸借契約書」に融資金額、金利、返済期間、返済方法などを記載し、会社の署名・捺印、連帯保証人の署名・捺印を行った上で銀行と契約を交わし、融資を受ける方法である。連帯保証人は通常代表取締役が引き受ける。契約書すなわち証書を交わして融資を受ける形態なので、証書貸付と呼ばれる。主に返済期間1年を超える長期融資でこの方法がとられ、返済は毎月や3カ月に1回など、銀行と取り決めた間隔で行う。政策金融公庫による融資もこちらに分類される。融資の申し込みの際には、信用保証協会による保証を付ける「信用保証協会付き融資」と、保証を付けない「プロパー融資」に分けられる。ベンチャー企業の場合、金融機関からの信用が低いためプロパー融資は難しく、信用保証協会付き融資となると考えられる。信用保証協会の信用保証料率は、中小企業・小規模事業者の経営状況に応じた1～9の料率区分から適用される。保証料率は0.5～2%程度となっている。個人ローンの一つの住宅ローンの場合、保証料率は0.3%程度であることから、個人住宅ローンに比べるとやや割高である。災害関係や経営安定関連（セーフティーネット）保証の場合など、保険料率が固定となるケースもある。信用保証協会への申し込みは、融資を受ける側の企業が先に行うということも可能ではあるが、通常は融資を受ける銀行を通して申し込む形となる。その際財務諸表等を提出する必要があるため、経営者は普段から、金融機関に足を運び、会社の状況を説明しておくことや、決算書類が仕上がった際には随時提出することなどに心がけておく必要がある。銀行と金銭消費貸借契約書を作成する際には印紙代が発生する（第2表）。手形貸付と比較すると高額になっている。なお、新型コロナウイルス感染症の影響を受けている事業者（特定事業者）については、消費貸借契約書に係る印紙税の非課税措置が設けられており、令和3年1月31日までに作成される契約書については印紙税が非課税となっている。2)手形貸付とは、借入用手形を銀行に差入れることにより融資を受ける方法である。借入用手形は銀行が用意するため、当座預金口座がなく手形を振り出すことがない会社でも手形貸付で銀行から融資を受けることができる。主に返済期間1年以内の短期融資で手形貸付が行われる。手形貸付では、その銀行ではじめて融資を受ける時に銀行取引契約書と連帯保証人の保証契約書を銀行と交わしていれば、その後の毎回の手形貸付の融資で、借入用手形に会社の署名・捺印を行うだけで済むといった簡便さがある。手形貸付は証書貸付に比べて収入印紙が安くなるといったメリットがある（第2表）。ベンチャー企業で手形貸付を利用するケースとしては、材料費や外注費などのまとまった支払いが先にくて、売上金の入金の後にくるまでの間をつなぐ「つなぎ融資」

がある。この場合、申し込み窓口の金融機関へ売上金の入金が確実である旨の書類（販売契約書や納品書など）を提示することで、融資実行の許可を得るというステップとなるため、経営者は普段から取引銀行へ足を運び、担当者とのコミュニケーションを確保しておくことが、スムーズな融資へとつながる。手形貸付で特に注意する必要がある点として不渡りの問題がある。不渡りとは期日に資金が不足し、振り出した手形の決済ができない状況を指す。6か月以内に2度の不渡りを出すと、自動的に銀行取引停止の処分を受け、実質上の倒産となることは、手形貸付を利用する際には念頭に置かねばならない。3)当座貸越とは融資の限度額を設定し、その限度額まではいつでも借入れ申込書一つで借りたり返したりできる方法で、その融資限度額を極度額と言う。個人向け商品のカードローンもこの当座貸越の一種である。当座貸越には、当座預金と連動する一般当座貸越と、当座預金と連動せず当座預金が無くても利用可能な専用当座貸越の2種類がある。ベンチャー企業の場合当座預金口座をもつことは稀であるため、通常は専用当座貸越を利用する。極度額の設定を一度すれば、個人のカードローン同様に借り入れ返済が自由にできるため利便性は高いが、利用の際はあくまでカードローンであることを念頭におかねばならない。4)手形割引とは、売掛先から受け取った手形を銀行に買い取ってもらい資金化する方法であり、手形の支払期日に手形を取り立てすることで銀行は資金を回収する。そのため、手形割引を行った会社は後で銀行へ返済する必要はない。なお割引した手形が不渡りになった場合、手形割引を行った会社が銀行から手形を買い戻す義務があるため、ベンチャー企業にとっては非常に危険な融資方法であり、是非とも避けるべきものであると筆者らは考えている。筆者らの企業でも、商品販売時において手形取引は行っていない。

第2表 融資時の印紙代³⁾

金銭消費貸借契約書		約束手形又は為替手形	
金額	印紙代	金額	印紙代
1万円未満	非課税		
10万円以下	200円	10万円未満	非課税
10万円を超え50万円以下	400円	10万円以上100万円以下	200円
50万円を超え100万円以下	1千円		
100万円を超え500万円以下	2千円	100万円を超え200万円以下	400円
		200万円を超え300万円以下	600円
		300万円を超え500万円以下	1千円
500万円を超え1千万円以下	1万円	500万円を超え1千万円以下	2千円
1千万円を超え5千万円以下	2万円	1千万円を超え2千万円以下	4千円
		2千万円を超え3千万円以下	6千円
		3千万円を超え5千万円以下	1万円
5千万円を超え1億円以下	6万円	5千万円を超え1億円以下	2万円
1億円を超え5億円以下	10万円	1億円を超え2億円以下	4万円
		2億円を超え3億円以下	6万円
		3億円を超え5億円以下	10万円
5億円を超え10億円以下	20万円	5億円を超え10億円以下	15万円
10億円を超え50億円以下	40万円	10億円を超えるもの	20万円
50億円を超えるもの	60万円		
契約金額の記載のないもの	200円		

金融機関による融資として、社債の手法もある。社債とは、企業が資金調達的手段として、投資家から資金を募る際に発行する有価証券のことを指す。社債には返済期日や利息率が記されており、企業が投資家に対して発行する借用証書の役割を果たす。詳しくは次段落2)の少人数私募債のところで比較解説する。ここまで金融機関による融資をみてきたが、

次は個人による融資を見ていく。

ベンチャー企業による個人からの融資としては、1)家族・知人からの借用書による借入、2)少人数私募債と3)融資型クラウドファンディングがあげられる。1) 家族や知人からの借入の場合、返済期間や返済元金の額、利率について多少の融通が利く傾向がある。お金を借りた相手が両親であれば、その元金が返済できなかった場合に相続財産としてもらうことも可能である。金融機関から自己資本にみなされるため、会社の自己資本比率が上がるといったメリットもある。ただしあくまでも借金であるため、借用書を作成し、トラブルを事前に防ぐ必要がある。2)少人数私募債とは社債の一つである。私募債とは、少数の投資家が直接引き受ける社債を言う。対義語は公募債であり、証券会社を通じて広く一般に募集される社債を指す。私募債には、引受人が銀行である銀行引き受け私募債と、会社関係者である個人が引き受ける少人数私募債がある。銀行引き受け私募債は、社債の引受人（債権者）は銀行となる。社債発行の保証人も銀行となり、社債発行時の担保の要不要は銀行が決める。社債利率も銀行が決定する。発行に際して、銀行が手数料を徴収する。少人数私募債では、引受人は会社関係者個人である。保証人や担保は不要、利率は社債を発行した会社が決定する。会社自らが発行するため手数料は発生しない。少人数私募債であるが、発行のためには、社債購入にあたって声をかける相手先（すなわち募集者）を50名未満とすること、銀行や証券会社等法的に認められた適格期間投資家は募集者に含めないこと、社債総額を社債1口の金額で割った口数が50未満であること、引き受けた社債の転売制限を設けること、発行総額を1億円未満とすることといった条件がある。発行手順としては、募集要項の作成、取締役会または株主総会決議、申込者の募集、社債申込書の受付、社債の割り当て、募集決定通知書の送付、社債申込金の受領、社債申込証拠金預り証の発行、社債原簿の記録作成、社債の償還、といった一連の流れを踏む。発行にあたっては司法書士や弁護士等との相談が必須であるが、筆者らの企業でも発行することができ、現在も運用している。この少人数私募債は、銀行融資とは異なり、償還日が決まっており、会社の申し出で先に償還することはできない。なお、発行時の取り決めによるが、引受人側都合での解約は可能である。次に3)の融資型クラウドファンディングについてみていく。クラウドファンディングには5つの型（購入型・寄付型・融資型・ファンド型・株式型）がある。融資型クラウドファンディングはソーシャルレンディング(Social Lending)ともよばれている。株式会社矢野経済研究所の2018年レポートによると、2017年度の国内クラウドファンディングの市場規模は約1,700億円で、そのうち融資型が90.2%、購入型が5.9%、ファンド型が3.0%、株式型が0.5%、寄付型が0.4%であった⁴⁾。クラウドファンディングにおける個人の取引では、購入型や寄付型が一般の方々に馴染みがあると思われるが、実態は融資型が9割を占めている⁴⁾。融資型クラウドファンディングとは、ファンド業者がインターネットを用いてファンドの募集を行い、資金提供者からの資金を企業等に貸し付ける仕組みを言う。したがって、資金を調達するベンチャー企業の融資申し込み先はファンド業者となり、資金提供者と融資を受けるベンチャー企業とは融資に関して直接コンタクトをとることが無い、というのが前提となっている。なお、投資者が貸付先企業と直接コンタクトをとることは貸金業法違反となる。またファンド業者は、第二種金融取引業の登録を受ける必要がある⁵⁾。融資型クラウドファンディングでは金融機関を通さないことにより、柔軟な融資が可能ではあるが、融資を受ける企業は、資金提供者に支払う利子（5～10%程度）とファンド業者の取り扱い手数料（数%程度）を負担する必要がある。

4. 出資(equity finance, エクイティファイナンス)について

出資における資金提供者としては、金融機関、機関投資家と個人があげられる。株式会社が出資を受ける場合、資金提供者の種別にかかわらず、株式を発行し登記を行う必要があり、以下の手順をとる。事前に司法書士と打ち合わせした上で、株主総会により増資を決定し、出資者が指定日に出資金を会社の口座へ振り込み、入金を確認したのち、法務局へ登記を行う。募集株式の発行による変更登記申請をする際には、登録免許税として「3万円」または「増加した資本金の額に1000分の7を乗じた金額（0.7%）」のどちらか大きい方の金額を納付することになる。その他司法書士への報酬の支払いが発生する。資金提供者として、「投資ファンド」や「ベンチャーキャピタル(venture capital, VC)」といったものがある。投資ファンド(Investment fund)とは、複数の投資家から集めた資金を用いて投資を行いそのリターンを分配

する“仕組み”をいう。投資ファンドには金融商品等に投資する投資型ファンドと、事業に投資する事業型ファンドがある。投資型ファンドは、投資対象の市場性の有無でさらに分類される。上場株式等市場性のある商品に投資するものとして、個人向け投資としてもおなじみの投資信託や商品ファンドの他、ヘッジファンドなどがある。市場性の無い商品とは、主に非上場企業の未公開株である。未公開株式を扱うものとしては、ベンチャー企業を対象としたベンチャーファンド、成熟した企業を対象としたバイアウトファンド、経営不振の企業を対象とした企業再生ファンドがある。これら未公開株を対象としたファンドは、総称としてプライベート・エクイティ・ファンド (private equity fund) と呼ばれる。事業型ファンドとしては、商品投資に係る事業の規制に関する法律 (商品ファンド法) における「現物」が対象の現物ファンド (映画ファンドや競馬の一口馬主など)、「現物」以外を対象とする狭義の事業型ファンド (映画以外の製作委員会方式の著作権ビジネス、設備リースなど) や社会投資ファンド (鉄道や道路など) がある。ベンチャーキャピタルとは、プライベート・エクイティ・ファンドのうちベンチャー企業を対象としたベンチャーファンドを行う投資会社のことを指す。経営コンサルティングなどを提供し、投資先企業の価値向上を図るケースや、担当者が取締役会等にも参加し、経営陣に対して監視・コントロール・指導を行うケースもある。株式会社がベンチャーキャピタルから出資を得た場合、経営における主導権を握られることが多い。これは株主の議決権に依存する。例えば持ち株比率が $1/2$ を超える株主は、株主総会の普通決議 (取締役の選任、解任など、会社の意思決定のほとんど) を単独で可決する権限がある (会社法 309 条第 1 項)。持ち株比率が $2/3$ を超える株主には、株主総会の特別決議 (自己株式取得、募集株式の募集次項、事業譲渡、合併や分割といった組織変更) を単独で可決する権限がある (会社法 309 条第 2 項)。持ち株比率 $2/3$ の裏返しで $1/3$ を超える株主は、特別決議を単独で否決する権限をもつ。持ち株比率は単純に出資比率と比例するため、どこまで出資を得るかは良く考える必要がある。また、ベンチャーキャピタルからの出資を受ける際、株の買取条項が付けられるケースがある。これは、ベンチャーキャピタル側の思惑通り事業が進まない場合に、ベンチャーキャピタルの持ち株の買い取りを、経営者側に迫るものであり、事業が失敗した際に、起業家が失うものも大きくなる。筆者らの企業では独立を保つべく、創業者同士の持ち株方式として、外部からの資本は受け入れない形で運営している。

5. まとめ

内閣府総合科学学術会議の基本政策専門調査会第 8 回 (2010/5/19) の参考資料「日本の大学発ベンチャーが悲慘な失敗をしないためのポイント」では、大学発ベンチャーの取るべき正しい行動として、以下の指針があげられている⁶⁾。

(3) 大学発ベンチャーの取るべき正しい行動

- ・融資(debt)には手を出さない。個人保証もしない。原則として、エクイティ+若干の自己資金。補助金も裏負担・支払時期などの変動リスクに十分留意する。
- ・成功の見込みがなくなった時点で、早期に清算する。(累積赤字を抱え込み、破綻を待つのは愚の骨頂。)
- ・バーン・レート (手元資金量/毎日の出費=残存可能日数) を極力引き下げる。
- ・創業時にマーケットの専門家を参加させる。
- ・できれば、創業メンバーに外国人を入れる。(出身国市場を直接・間接に理解し、パートナーシップやビジネス交渉の際に力を発揮する。資金調達等でもネットワークを利用できる可能性が高い。シリコンバレーでは自然にこうしたチームができる。) これによって、最初からグローバルな発想ができる。

大学教員がベンチャー企業を立ち上げる際について考えると、創業時融資は避けるべきである点は同意する。創業は、あくまで自己余裕資金で開始すべき案件であろう。つなぎ融資は必要となるケースがあり得るが、売掛金の回収不能を避けるために、大口取引は官公庁などに絞ってスタートするのが良いと考える。投資については、ベンチャーキャピタルによる出資を受ける規模になったら、専任できる経営者に事業を引き継ぎ、大学教員の本業に戻るのが良いと考える。0 か

ら 1 を生み出すことのできる研究を行うのが大学教員としての本領の見せ所であろう。後半の外国人参入については、拙稿⁷⁾で指摘した海外武者修行のような雰囲気が出ている。大学教員は、もう少し気楽に、研究成果を自己余裕資金で、研究成果の社会実装を試みる 0→1 付近の起業を行い事業の裾野を広げることで、次の 1→10 や 10→100 といった事業規模でのイノベーションにつなげ、社会貢献を果たしていくことがよいと思われる。

文献

- 1) 中小企業庁，中小企業白書 2016 年版，P273 ページ第 2-5-2 図
- 2) 広辞苑第三版，岩波書店，1987 年
- 3) 国税庁ホームページ，No.7140 印紙税額の一覧表（その 1）第 1 号文書から第 4 号文書まで，令和 2 年 4 月 1 日現在
(<https://www.nta.go.jp/taxes/shiraberu/taxanswer/inshi/7140.htm>)
- 4) 株式会社矢野経済研究所，2018 年版国内クラウドファンディングの市場動向，2018 年
- 5) 金融庁ホームページ，ソーシャルレンディングへの投資にあたってご注意ください，2019 年
(<https://www.fsa.go.jp/ordinary/social-lending/index.html>)
- 6) 内閣府総合科学技術会議第 8 回基本政策専門調査会参考資料 5，日本の大学発ベンチャーが悲惨な失敗をしないためのポイント，2010 年
(<https://www8.cao.go.jp/cstp/tyousakai/seisaku/haihu08/sanko5.pdf>)
- 7) 岡村慶，野口拓郎，岡村千恵子．"米国における研究者向けスタートアップ企業支援策について．" 高知大学学術研究報告，66，89-94 (2017)

令和 2 年（2020）10月14日受理
令和 2 年（2020）12月31日発行