

2019 年度 証券ゼミナール大会

5

第 1 テーマ

「国内非上場企業の資金調達について」

10

立命館大学 三谷ゼミナール B 班

目次

	はじめに	4
	第 1 章 企業規模をふまえた資金調達手段の現状と課題	5
	第 1 節 中小企業及び小規模企業の定義	5
5	第 2 節 中小企業及び小規模企業の位置づけ	5
	第 3 節 中小企業及び小規模企業の現状	5
	第 4 節 中小企業及び小規模企業の課題	7
	第 2 章 企業の規模に応じた資金調達手段	8
	第 1 節 直接金融	8
10	第 2 節 間接金融	9
	第 3 章 企業の性質をとらえた資金調達の現状と課題	10
	第 1 節 ベンチャー企業	10
	第 1 項 ベンチャー企業について	10
	第 2 項 ベンチャー企業の資金調達の現状	11
15	第 3 項 ベンチャー企業の資金調達の課題	16
	第 4 章 ベンチャー企業の資金調達手段	17
	第 5 章 公的金融・公的支援のあり方	20
	第 6 章 非上場企業の資金調達環境の更なる改善に向けた具体的方策	24
	第 1 節 ベンチャー企業への提言	
20	第 2 節 中小企業への提言	
	第 3 節 小企業への提言	
	おわりに	32
	参考文献	33

5

10

15

はじめに

日本経済の今後の持続的な成長において、雇用者数の 70%を創出し国内の企業数の 99.7%を担う中小企業の活性化は最も重要な議論のひとつであることは
5 想像に難くない。それは裏を返せば、少子高齢社会による労働人口の減少や地方からの人口流出など、もはや中小企業の経営課題は日本経済全体の社会課題と密接に関連しているとも言える。したがって、そのような社会背景の中にあ
りながらも革新的な財やサービスを創出する中小企業の資金調達環境を改善し、
10 継続的に資金が集まる仕組みを構築することが更なる価値の創造につながり経済の活性化につながる。しかしながら、企業規模も性質もそれぞれ大きく異なるため普遍的な資金調達環境の改善の提言は難しい。また、大半の中小企業は財務的な経営体力に余裕がないため「規模の経済性」や「担保不足」など様々な問題が存在する。そこで今回の論文の執筆にあたっては対象とする中小・ベンチャー企業の定義や現状・課題、調達手段などを主に「規模」と「性質」の
15 2つを議論の切り口として場合分けを行い、それぞれを議論する。

本稿では、まず第 1 章において非上場企業を規模の面から議論するため中小企業と小企業の資金調達環境の現状と課題について整理する。そして第 2 章においてその調達手段に着目する。同様に第 3 章で企業を性質の面から分析し主にベンチャー企業について資金調達環境の現状や課題を検討し、そして第 4 章
20 ではその調達手段について着目する。続く第 5 章では公的金融や公的支援が中小企業の資金調達に果たす役割や意義を整理し、現状の調達手段について分析する。最後に第 6 章で、資金調達環境の改善に向けた方策を中小企業・小企業・ベンチャー企業のそれぞれにおいて提言する。具体的にはベンチャー企業へは
25 「VC による融資型クラウドファンディング」中小企業へは「アメリカ型リレーションシップバンキング」や「地域金融機関と提携しているクラウドファンディングの活用」、小企業へは「日本公庫の国民生活事業の拡大」である。

第1章 企業規模をふまえた資金調達手段の現状と課題

第1節 中小企業及び小規模企業の定義

- 5 第1章では非上場の「中小企業者」と「小規模企業者」を対象とした資金調達方法における現状と課題について分析を行う。中小企業及び小規模企業の定義は、中小企業基本法第2条第1項において規定されている。中小企業庁によると、中小企業は業種ごとに資本金と従業員の数、小規模企業に関しても業種ごとに従業員の数で定義している。それをまとめたものが以下の表である。本稿では、これを中小企業の定義とする。

10

図表1 中小企業及び小規模企業の定義

業種	中小企業者		小規模企業者
	資本金の額又は出資の総額	常時使用する従業員の数	常時使用する従業員の数
製造業、建設業、運輸業 その他の業種	3億円以下	300人以下	20人以下
卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
サービス業	5,000万円以下	100人以下	5人以下
小売業	5,000万円以下	50人以下	5人以下

出所：中小企業庁『FAQ「中小企業の定義について」』に基づいて作成。

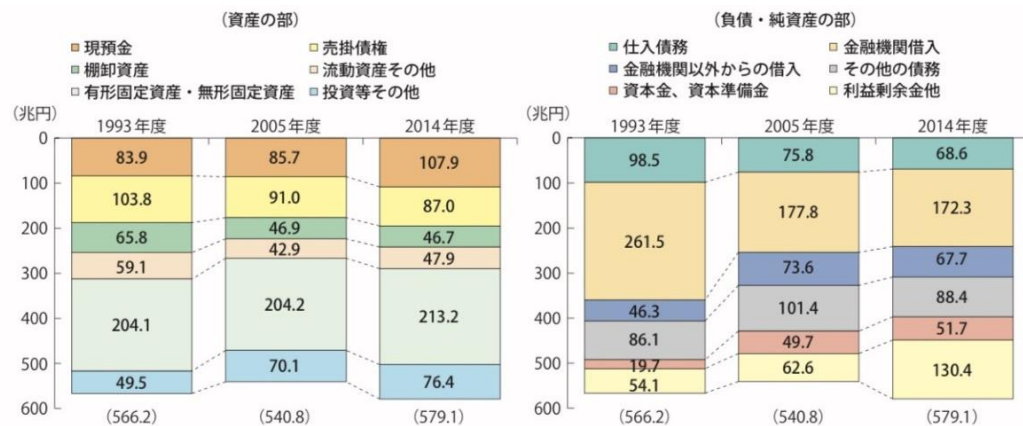
15 第2節 中小企業及び小規模企業の位置づけ

中小企業庁によると、2016年6月時点の大企業と中小企業・小規模企業の合計359万社のうち中小企業が358万社で99.7%を占める。そのうち小規模企業は305万社、84.9%である。このことから、どちらも日本経済社会のなかで極めて重要な存在であることがわかる。

20

第3節 中小企業及び小規模企業の現状

図表 2 中小企業の貸借対照表の推移



出所：中小企業庁「中小企業白書 2016 年版」より引用。

- 5 図表 2 より、中小企業の資金調達は自己資本の割合が低く、金融機関からの借入金の割合が高いことがわかる。株式を公開するためにはかなりの事業規模と収益力が必要とされ、ベンチャーキャピタルから出資を受けることができる企業も数少ない。そのため、直接金融で資本を調達することは難しく、金融機関の融資が最も身近な資金調達方法となっている。これらのことから、資金調達の選択肢が限られた中小企業は、金融機関からの借り入れによって支えられているといえる。

図表 3 金融機関別中小企業向け貸出残高

		2016年				2017年				2018年				(単位:兆円)
		3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月	
金融機関	国内銀行銀行勘定合計	184.7	181.9	185.0	188.3	191.9	190.9	194.6	196.9	199.5	198.3	200.1	202.2	
	国内銀行信託勘定他	1.2	1.2	1.4	1.4	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	
	信用金庫	42.7	42.4	43.3	44.0	43.9	43.7	44.8	45.3	45.2	45.0	45.7	46.1	
	信用組合	10.3	10.3	10.4	10.5	10.6	10.6	10.8	11.0	11.1	11.1	11.3	11.4	
民間金融機関合計		238.9	235.8	240.2	244.2	248.2	246.9	251.8	254.7	257.5	256.1	258.8	261.4	
民間金融機関合計(信託勘定他を除く)		237.6	234.6	238.8	242.8	246.5	245.2	250.2	253.1	255.9	254.4	257.2	259.7	
	(株)商工組合中央金庫	9.5	9.5	9.4	9.4	9.3	9.0	8.9	8.8	8.6	8.5	8.4	8.4	
	(株)日本政策金融公庫(中小企業事業)	5.9	5.9	5.8	5.8	5.7	5.7	5.6	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	
	(株)日本政策金融公庫(国民生活事業)	6.1	6.1	6.1	6.2	6.1	6.2	6.2	6.3	6.2	6.2	6.2	6.3	
政府系金融機関等合計		21.5	21.5	21.4	21.4	21.1	20.9	20.7	20.7	20.3	20.2	20.0	20.0	
中小企業向け総貸出残高		260.4	257.3	261.6	265.6	269.3	267.7	272.5	275.4	277.8	276.3	278.9	281.4	
中小企業向け総貸出残高(信託勘定他を除く)		259.1	256.1	260.2	264.2	267.6	266.1	270.9	273.8	276.2	274.6	277.2	279.8	

- 15 出所：中小企業庁「中小企業白書 2019 年版」より作成。

図表 3 より、借入先は銀行のほか、信用金庫や信用組合、政府系金融機関があることがわかる。信用金庫や信用組合は、地域の人々が利用者・会員となって互いに地域の繁栄を図る相互扶助を目的とした協同組織の金融機関である。

規模が小さい分金利は高く、融資額も少ない。その一方で地方銀行は、信用金庫よりも金利が安く、融資額も企業規模に応じて変化する。したがって、中小企業は一般的に信用金庫や信用組合からも融資を受けているが、いわゆる地方銀行までが資金調達先だといえる。一方で小規模企業は、地方銀行も資金調達先として考えられるが、融資の割合からすると、それよりも規模の小さい信用金庫や信用組合がメインとなることがわかる。しかし最近、「地銀がこれまで信金の顧客だった中小企業や個人事業者に対し、営業攻勢を強めている。」という動きがある¹。信用金庫が強みを持っている領域に地方銀行が融資し、進出しているのである。

10

第4節 中小企業及び小規模企業の課題

(1) 情報の非対称性

第一の要因は情報の非対称性である。情報の非対称性とは、借り手と貸し手がもっている情報のレベルが異なるという非対称の状態を指す。融資取引の場合、顧客である借り手企業の信用が問題になる。また、中小企業の多くは会計監査が義務付けられていないことや、個人経営の企業では決算書自体が存在しないこともある。そのため、中小企業の決算書には信頼性があまり無く、銀行側は融資を躊躇せざるを得ない。

また、情報の非対称性は、情報劣位者である銀行側に、逆選択・モラルハザードの2つの問題を引き起こす。通常、貸し倒れになるリスクが低い借り手には低金利、リスクが高い借り手にはそれだけ高い金利が設定される。しかし、情報の非対称性が大きいと、本来選択すべきでない相手を選択してしまう。その結果、銀行側は損失を被るだけでなく、信用状態の良くない借り手が集まってしまう逆選択が起こる。つぎに、モラルハザードとは、情報優位者が情報劣位者の期待を裏切る行為に出るという問題である。モラルハザードによる失敗は、個人の資産や保証人を含むコミュニティでの信頼を失うことにつながる。

¹ 『日本経済新聞』2019年8月10日 地方経済面 九州。

(2)規模の経済

第二の要因は規模の経済である。情報の非対称性から引き起こされる逆選択やモラルハザードは、貸し手がスクリーニングやモニタリングなどの対策を行うことによって緩和することができる。しかしながら、これらの対策には、

5 様々なコストがかかる。このコストの多くは固定費用であるため、融資金額が大きいほど取引コストは安くなる。そのため、貸し手側に規模の経済が働く。そして需要があるのにもかかわらず、金融機関は採算が合わないため、一定金額以下の融資を行わず、供給者がいない不完備市場を招く場合もある。また、規模の経済は借り手側においても問題となる。逆選択を防ぐために、借り手自
10 らが財務諸表や事業計画を作成して金融機関に提出するというシグナリングにもコストがかかる。

(3)担保不足

第三の要因は担保不足である。企業に金融機関が融資する際、不動産担保が
15 多く利用される。担保はモラルハザードを抑止するだけでなく、情報の非対称性の下においても融資を促す効果がある。しかし、企業規模の小さい企業では十分に担保を提供できない企業が多いということが現状である。そのため、中小企業は担保に頼らない事業性評価を望んでいる。

20

第2章 企業の規模に応じた資金調達手段

第1節 直接金融

直接金融とは、有価証券を発行して投資家から資金を調達することである。

25 具体的には、株式の発行や社債券の発行、コマーシャルペーパーの発行がある。しかし、第1節第3項において述べたように、中小企業では直接金融で資本を調達することは不可能である。また、新しい資金調達手段としてクラウドファンディングが挙げられる。クラウドファンディングとは、不特定多数の支援者からインターネットを經由して、他の人々や企業に財源の提供や協力など
30 を行い、資金調達を図る制度である。金融庁は、新規・成長企業への、リスク

マネー供給促進を目的として、2014年に金融商品取引法等を改正し、クラウドファンディングの環境整備を実施した。クラウドファンディングの最大の特徴は、インターネット上のプラットフォームを通じて、多数の人々に出資してもらうことによって、一人一人の出資額は少なくても、資金を調達することができる。これは、信用力が乏しく金融機関からの借入れが難しい中小企業にとって有効な手段だと考えられる。

第2節 間接金融

間接金融とは、資金供給者と資金需要者を媒介する機関からの借入れで資金を調達することである。本項では、リレーションシップバンキングとトランザクションバンキングについて述べる。

(1) リレーションシップバンキング

リレーションシップバンキングとは、長期継続する関係の中から、借り手企業の経営者の資質や事業の将来性等についてのソフトな情報を得て、融資を実行するビジネスモデルである。借り手との継続的な接触を通じて、決算書の情報だけでなく、経営者個人に関する情報もこまめに蓄積し、貸倒れが生じないようできるだけ正確な融資判断を行うことによって、情報の非対称性を緩和することができる。しかし、その一方で情報生産のコストが高くなってしまいうという問題も生じる。そのため、このコストを貸出金利に転嫁することが求められる。また、リレーションシップバンキングでは地域とのつながりも重要となる。日本ではリレーションシップバンキングはあまり浸透していない。一つの企業が複数の金融機関に担保を提供し、複数の金融機関から融資を受けることが一般的で、フリーライダー問題が起こりやすい環境にあることが要因の一つだと考えられる。

(2) トランザクションバンキング

トランザクションバンキングとは、顧客との継続的な取引を前提とせず、比較的簡単に収集できるハードな情報に基づき、単発な取引を基本とするビジネスモデルである。この手法のうち、よく利用されるものがクレジットスコアリ

ングである。これは借り手の信用度を定型的な情報を用いて統計的手法で点数化することにより、融資の可否や条件を決める審査手法である。

5 クレジットスコアリングのメリットは3つあると考えられる。一つ目は、信用リスクに応じた金利を設定しやすい点である。債務不履行の危険性に応じて金利を設定することにより、銀行は適正な利ざやを確保することができる。二つ目は、担保や保証に依存しない融資が可能になる点である。三つ目のメリットは、機械的処理で判断することによって、審査コストを削減することができる点である。

10 また、トランザクションバンキングの一つに資産担保融資がある。これはABL(Asset Based Lending)とも呼ばれ、在庫や機械設備、売掛債権などを担保にとる融資方法である。借り手の信用力より担保の価値や処分性が重視されるため、情報の非対称性や信用リスクが大きい企業でも融資を受けやすくなるというメリットがある。その一方で、日本で普及するには、担保評価が困難であることや担保の管理などといった問題がある。

15

第3章 企業の性質をとらえた資金調達の現状と課題

企業の性質面からは、ベンチャー企業と中小零細企業の2つに区別し、資金調達の現状と課題について述べていく。

20 第1節 ベンチャー企業

第1項 ベンチャー企業について

25 そもそもベンチャー企業の定義は、明確に定められていない。そこで、平成30年度証券ゼミナール大会第6テーマ「日本における中小・ベンチャー企業の資金調達について」の主旨文から、「創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」をベンチャー企業の定義とする。また、昨今では「スタートアップ企業」という言葉も多く用いられているが、これは英語で、開始や始動、操業開始の会社などを意味する「startup」に由来するもので、元々はアメリカのシリコンバレーで用いられていたものである。スタートアップ企業という言葉の解釈には様々なものが

30

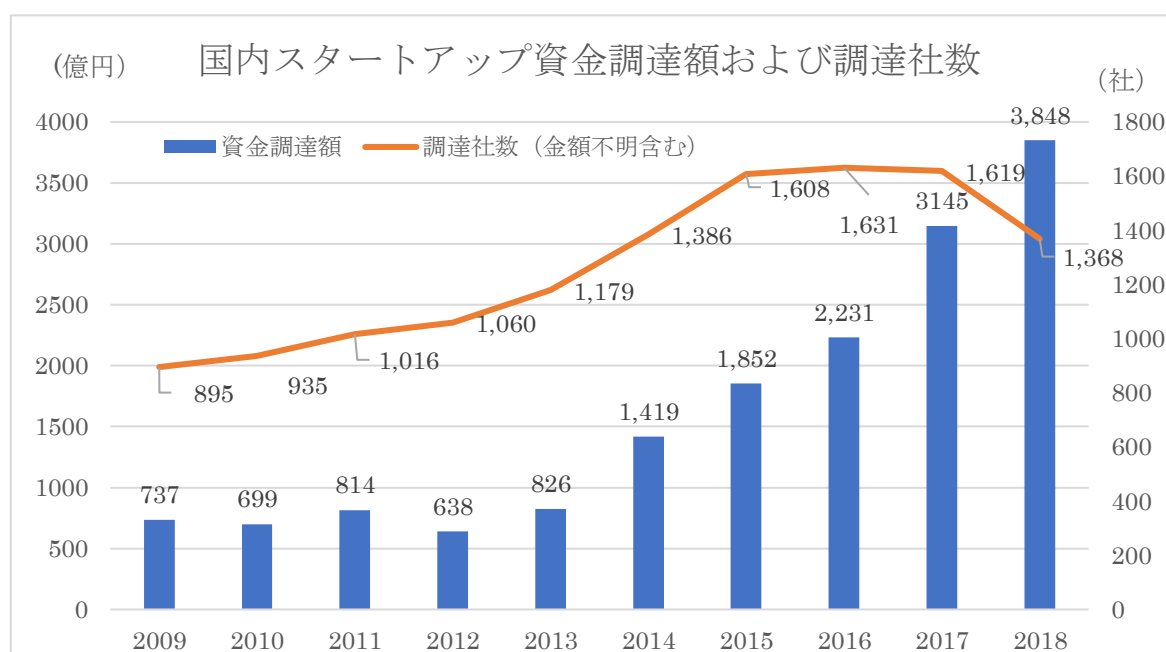
あるが、本稿では、「新しいビジネスモデルで急成長を目指す、市場開拓フェーズにあるベンチャー企業²」として扱う。

ベンチャー企業は、革新的な技術や独創的なビジネスモデルを生み出す原動力として、日本経済全体のイノベーションの重要な源泉の一つ³であり、既存企業が持つ技術・ビジネスモデルに大きな変化や革新をもたらす可能性がある。さらに、新しい技術・ビジネスモデルによって、新たなマーケットが作り出され、日本経済の成長や雇用創出につながるのである。ベンチャー企業は、日本経済のイノベーションと雇用創出において重要な役割を果たしているのである。

10 第2項 ベンチャー企業の資金調達の現状

(1) 資金調達額の現状

図表4 国内スタートアップ資金調達額および調達社数

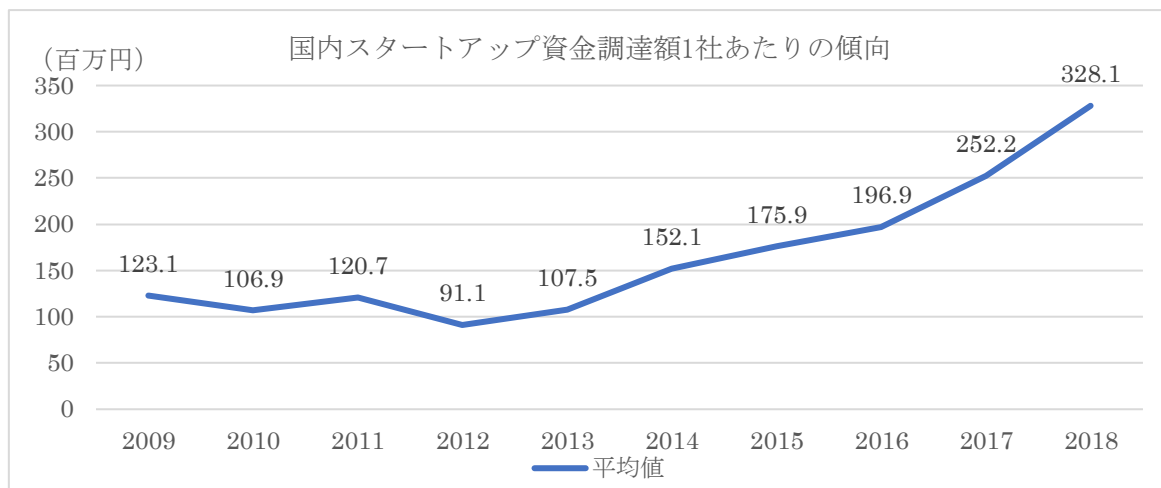


(出所) 株式会社ユーザベース (2019) をもとに筆者作成。

² iFinance-金融経済サイト「金融経済用語集」

³ 経済産業省 (2008) 「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究最終報告書」

図表 5 国内スタートアップ資金調達額 1 社あたりの傾向

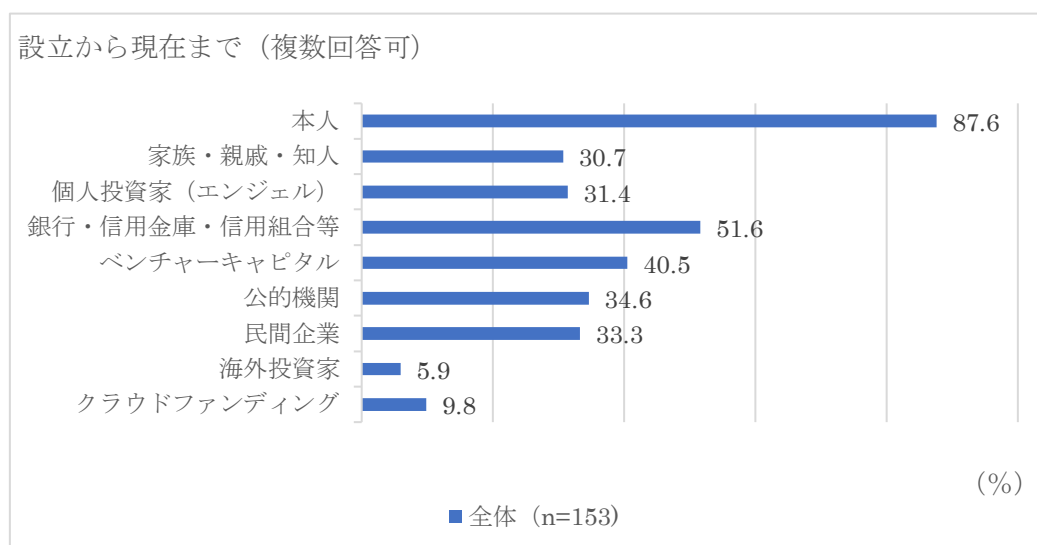


(出所) 株式会社ユーザベース (2019) をもとに筆者作成。

- 5 図表 4 から、2018 年の国内スタートアップ企業における資金調達額は、前年を上回る 3,800 億円超と過去 10 年で最高額を更新したのである。2013 年以降は右肩上がりになっており、2014 年には初めて 1,000 億円を超えた。一方、調達社数では、2015 年までは順調に伸びていたが、その年を境に鈍化傾向にある。
- 10 また、2018 年においては、前年よりも 200 社近く減少した。しかし、1 社あたりの資金調達額の平均値は上昇しており、ここ数年では資金調達の「大型化」が続いている。

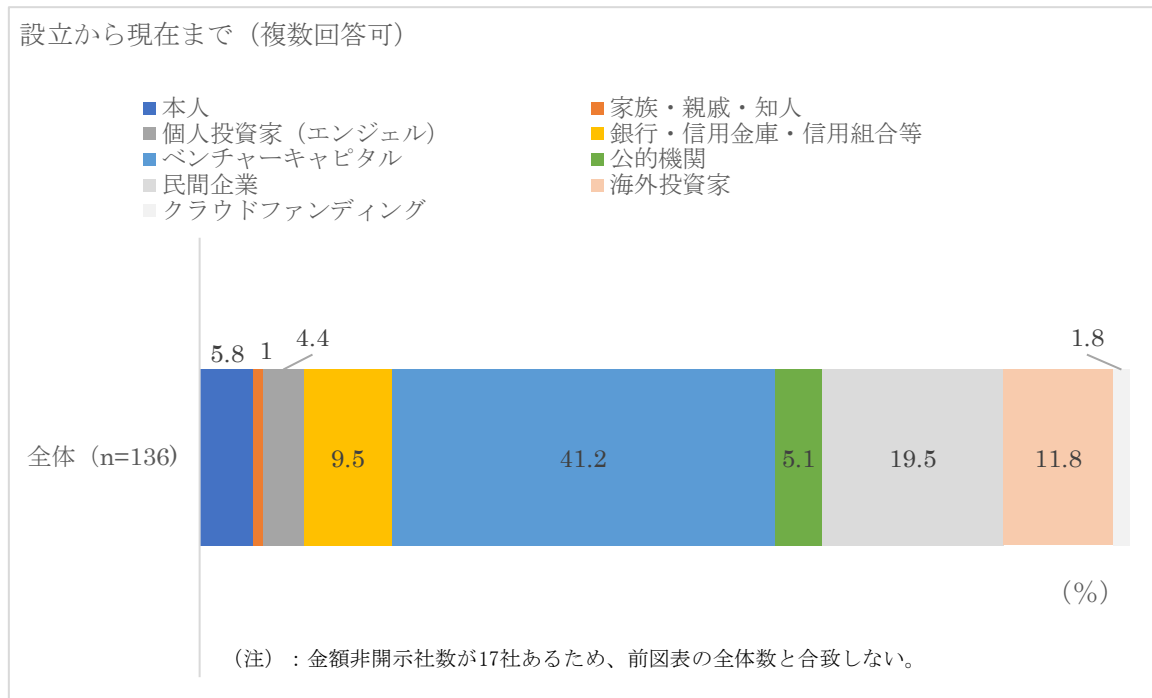
(2) 資金調達状況の現状

図表 6 設立から現在まで(設立から 5 年以内)の資金調達元の件数比率



(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2018」を
もとに筆者作成。

図表7 設立から現在まで(設立から5年以内)の資金調達元の金額比率



5

(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2018」を
もとに筆者作成。

上記の図表 6、7 は、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターが
2018 年に実施した、設立から 5 年以内のベンチャー企業の資金調達状況に関
するアンケート調査によるものである。資金調達元を件数比率でみると、資金
を「本人」が用意しているベンチャー企業は、90% 近くまで上っている。次に
多い調達元は「銀行・信用金庫・信用組合等」であり、50% を超えている。し
かし「個人投資家(エンジェル)」、「ベンチャーキャピタル」などから調達し
ているベンチャー企業は、いずれも 50% を下回っており、「海外投資家」と
「クラウドファンディング」を除いてはあまり差がないことがわかる。

15

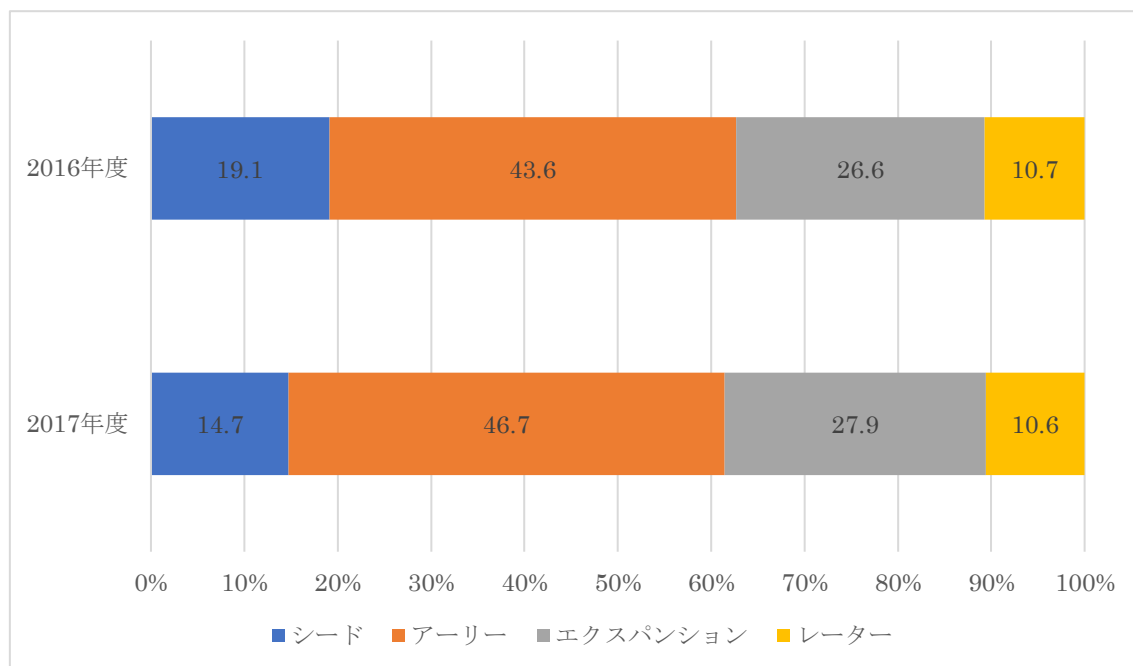
また、金額比率でみると、「ベンチャーキャピタル」からの調達が 41.2% と
もっとも多く、次に「民間企業」19.5%、「海外投資家」11.8% と続いてい
る。件数比率では 87.6% ともっとも多かった「本人」は、金額比率において

は 5.8% と非常に小さくなっている。

(3) 国内向け投資および Exit の現状

5

図表 8 国内向け投資先ステージ別の金額比率



(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2018」を
もとに筆者作成。

10

図表 9 各ステージの定義

シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業
アーリー	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動を始めた企業
エクспанション	生産及び出荷を始めており、その在庫または販売活動が増加しつつある企業
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPO 直前の企業等

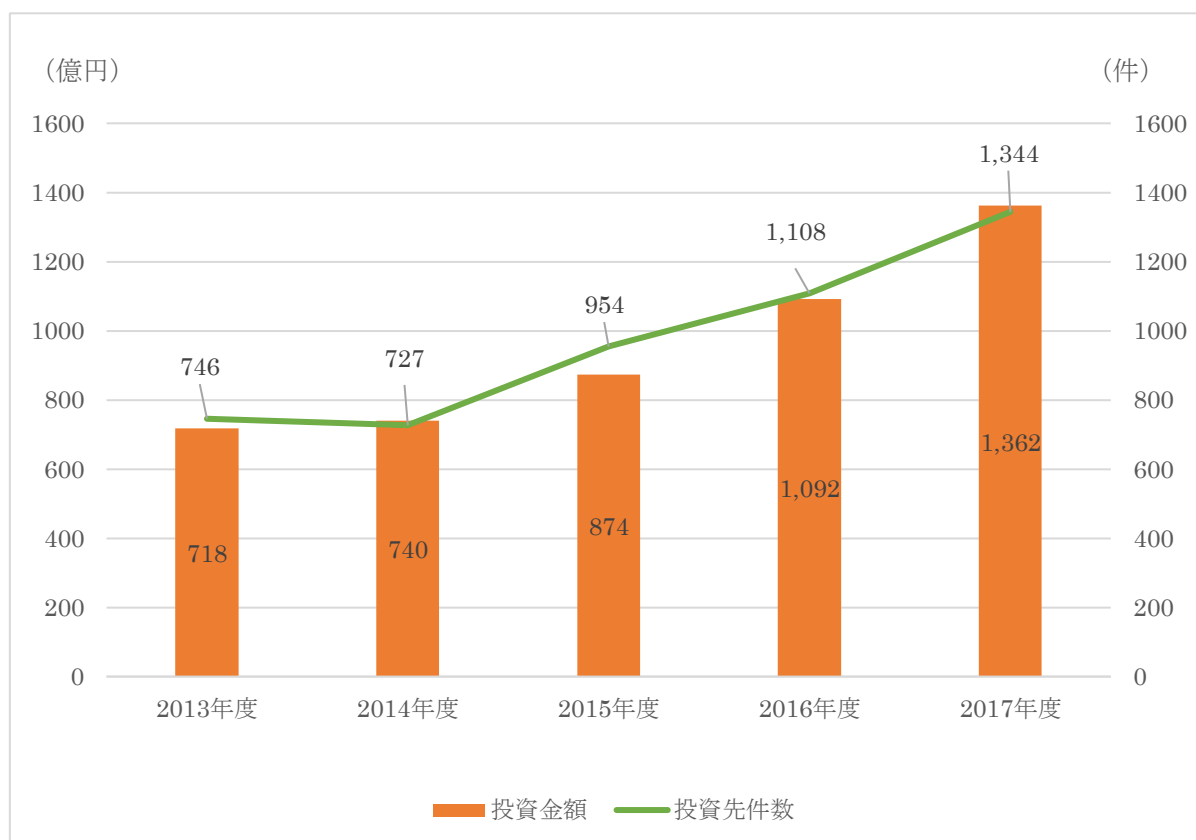
(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2018」を
もとに筆者作成。

図表 8 は、国内向け投資先ステージ別の金額比率を表している。この表によると、2017 年度の国内向け投資先企業のステージの金額比率は、「アーリー」が 46.7% ともっとも高い比率を占めており、2016 年度と比べると 3.1 ポイント増加した。次に高い比率を占めているのが、「エクспанション」の 27.9% であり、こちらも 2016 年度の 26.6% から 1.3 ポイント増加している。

一方、「シード」においては、2017 年度は、2016 年度の 19.1% から 4.4 ポイント減の 14.7% となっており、4 つのステージの中ではもっともポイントの変化量が大きかった。

10

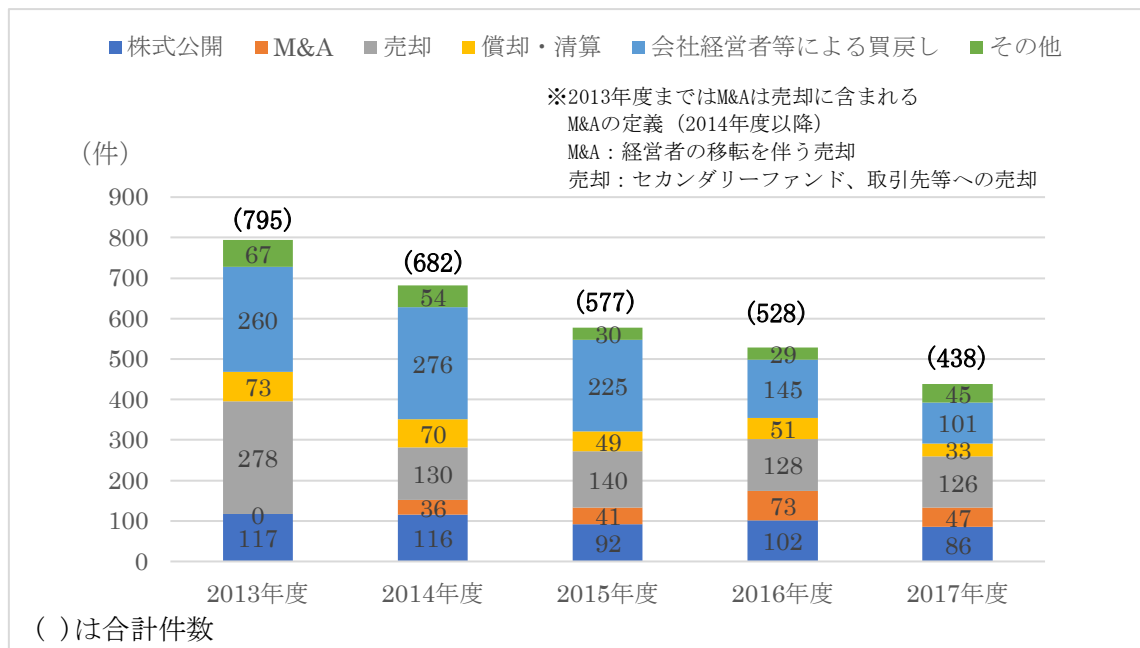
図表 10 国内向け投資金額と投資先件数の推移



(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2018」をもとに筆者作成。

15

図表 11 Exit 件数の推移



（出所）一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2018」をもとに筆者作成。

5

国内向け投資金額は、2013年度以降、一貫して堅調な伸びを示している。2017年度は1,362億円となっており、2016年度の1,092億円と比べて、24.7%増加した。また、2年度連続で1,000億円を突破している。投資件数においても、2015年度以降は順調に件数を伸ばしている。2,017年度は1,344件となっており、2016年度の1,108件と比べて21.3%増加した。

10

しかし、Exitの件数は2013年度以降減少傾向にある。2017年度のExit件数は438件となり、2016年度の528件と比べると、90件減少した。中でも、「会社経営者等による買戻し」が44件減少（145件→105件）、「M&A」が26件減少（73件→47件）、株式公開が16件（102件→86件）減少した。

15

第3項 ベンチャー企業の資金調達の課題

これまで述べたベンチャー企業の資金調達の現状を踏まえ、我々はベンチャー企業が、「創業（シード）期の資金調達が困難」「投資に対してExit件数が減少傾向」という2つの課題を抱えていると考えた。

20 (1)創業（シード）期の資金調達が困難

これから事業を大きくしていくベンチャー企業の創業（シード）期において、資金の調達は重要である。起業後あまり時が経っていない企業にとっては、担保となる資産が不足しているため、借入能力が十分にあるとはいいがたい。その結果、融資を受けることが困難になるのである。

5 また、第2項図表8で示したとおり、シード期における投資の金額比率は20%未満である。さらに2017年度は、2016年度に比べて減少し、15%を下回った。投資（家）側との広いネットワークや信頼関係が築かれているとも考えにくいため、投資を受けることも少なくなるのである。

10 融資も投資も受けることが難しいとなると、自分で資金を用意せざるを得ないのである。実際のところ、ほとんどの企業では、資金を創業者本人が用意しているが、その金額は微々たるものであり⁴、限界があるのである。

(2)投資に対して Exit 件数が減少傾向

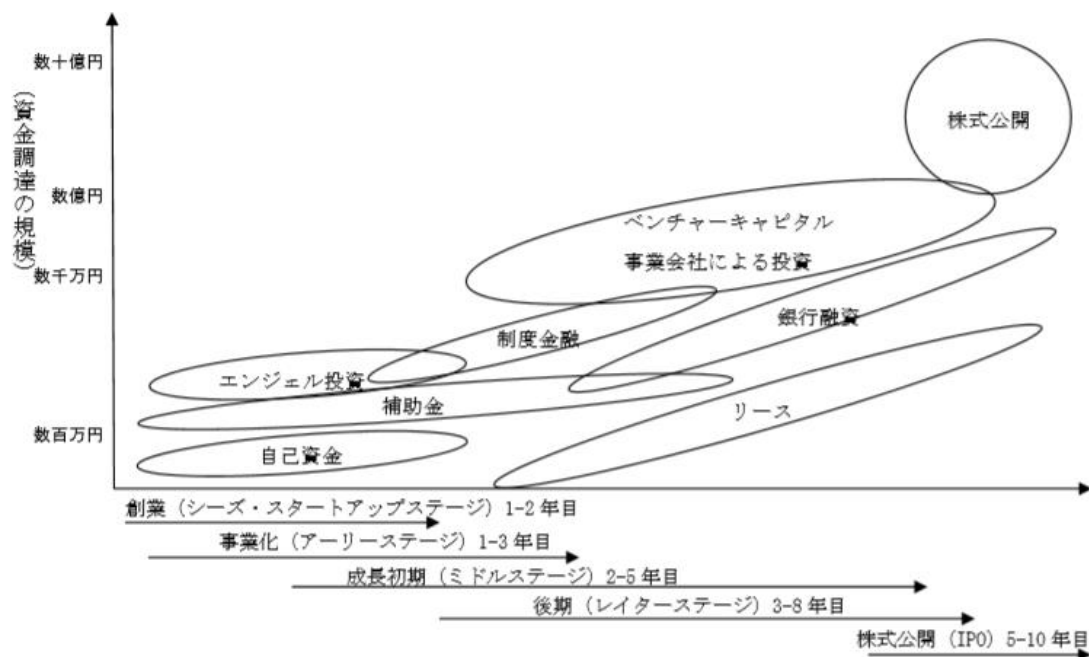
15 近年、ベンチャー企業に対する投資が金額、件数共に増加している。しかし、Exit 件数は年々減少しているのである。Exit 件数の少なさは、十分に資金を回収できているとは考えにくく、新たな企業の誕生も減少すると考えられ、日本経済に大きく影響する。ベンチャー企業の M&A 件数も2017年度には初めて減少した。M&A の活性化により、ベンチャー企業の事業拡大や業界の発展が見込まれるのである。また、AI やキャッシュレス決済などの新技術の需要が高まりつつあるため、ベンチャー企業のもつ技術力は重要になってくるの
20 である。

第4章 ベンチャー企業の資金調達手段

25 ベンチャー企業の資金調達手段は、企業の成長段階によって様々な手段が考えられる。成長段階は「シードステージ」「アーリーステージ」「ミドル（エクспанション）ステージ」「レイターステージ」の4つに分けることができる。以下では、主な資金調達手段の内容について述べる。

⁴ 第2項図表6、7を参照

図表 12 ベンチャー企業の資金調達に応じた資金調達手段



(出所) 大和総研 (2012) より引用。

5

(1) 自己資金

自己資金は 3F (Founder, Family, Friends) と呼ばれる、起業家や配偶者、親族、知人からの借入金や出資金である。創業期においては、金融機関などと比べると、リターンに関する要求が厳しくない自己資金をできるだけ多く確保

10

(2) エンジェル投資家

創業から間もないベンチャー企業に対して、資金を提供する個人投資家のことである。ベンチャー企業は経営基盤が弱く、信用力に乏しいため、銀行などからの資金調達が難しいのが一般的であるため、こうした企業をバックアップ

15

するために資金を提供し、その企業の成長を配当や株式で受け取ったりするのである。また、エンジェル投資家には元企業家や経営者が多いため、単に私財を投じるだけでなく、その企業の経営にも積極的に関与して、経営ノウハウも伝授していく場合もある。

20

(3)ベンチャーキャピタル

未上場の新興企業（ベンチャー企業）に出資して株式を取得し、将来的にその企業が株式を公開（上場）した際に株式を売却し、大きな値上がり益の獲得を目指す投資会社や投資ファンドのことを指すのである。一般的なベンチャー

5 キャピタルは、企業への出資と同時に経営コンサルティングを行い、その企業価値の向上を図る。

(4)コーポレートベンチャーキャピタル

事業会社が自己資金でファンドを組成し、主に未上場の新興企業（ベンチャー企業）に出資や支援を行う活動組織をさすのである。自社の事業内容と関連

10 性のある企業に投資し、本業との相乗効果を得ることを目的として運営されるのである。あらゆる分野のベンチャー企業に投資する一般的なベンチャーキャピタルとは異なり、あくまで自社の事業内容と関連性があり、本業の収益につながるとされるベンチャー企業に投資するのである。

(5)銀行融資

15 銀行の融資は事業化に成功し、成長段階に入った企業にとっては一般的な資金調達手法である。融資の場合は、経営権への関与は少なく、自由度の高い経営が可能である。融資には土地・建物等の担保や保証人を必要とする場合が多く、また担保の設定に伴い融資額には上限がある。融資の担保となる資産をあまり持っていない創業期のベンチャー企業にとって、多額の融資を受けること

20 は難しいのである。

(6)クラウドファンディング

群衆、人々（crowd）と資金調達（funding）をつなぎ合わせた造語であり、あるプロジェクトを実行するため、インターネットを通じて不特定多数の人から比較的小額の資金提供を募る活動、または資金集めのために利用できるサー

25 ビスのことである。クラウドファンディングの種類は、主に購入型・寄付型・融資型・株式型・ファンド型の5つである。

購入型は、起案されたプロジェクトに対して支援者がお金を支援し、支援者はそのリターンとしてモノやサービスを得る仕組みのクラウドファンディングのことである。モノやサービスがリターンとして設定されているため、金銭的な見返りがリターンとなることはないのである。

30

寄付型は、起案されたプロジェクトに対して支援者がお金を寄付する仕組みのクラウドファンディングである。リアルな場でおこなう寄付と同様で、商品やサービスなどのリターンは基本的に発生しないのである。

融資型は、事業者が仲介し資産運用したい個人投資家から小口の資金を集め、大口化して借り手企業に融資する仕組みのクラウドファンディングのことである。個人から集めた資金を「融資」という性質を持っているため、購入型や寄付型とは異なり支援者は金銭的なリターンを得ることができる。日本では、「融資型クラウドファンディング」よりも「ソーシャルレンディング」として認知されていることが多いのである。

株式型は、個人の起案者ではなく企業がおこなう資金調達の一つで、個人投資家へ未公開株を提供する代わりに資金を募る仕組みのクラウドファンディングである。2015年より、株式投資を扱う第一種金融商品取扱業に、少額の特例ができたことで、日本にも2017年頃からサービスが出てきているのである。ただし、借り手企業側は年間1億円未満、投資家は1社につき50万円までと投資金額に制限があり、事業者には、第一種少額電子募集取扱業の資格が必要となる。

ファンド型は、株式型と同じく企業がおこなう資金調達の一つで、特定の事業に対して個人投資家から出資を募る仕組みのクラウドファンディングである。投資家は、売上等の成果や出資額に応じた金銭的なリターンを受け取ることができる。それと合わせて、その事業で作られたモノやサービス、その割引券等が受け取れることもあり、金融商品としてだけでなく社会貢献性の要素が強いことが特徴である。事業者は、第二種金融商品取引業の登録が必要になり、投資する人は匿名組合契約などの出資契約を、事業者を通しておこなうことになるのである。

第5章 公的金融・公的支援のあり方

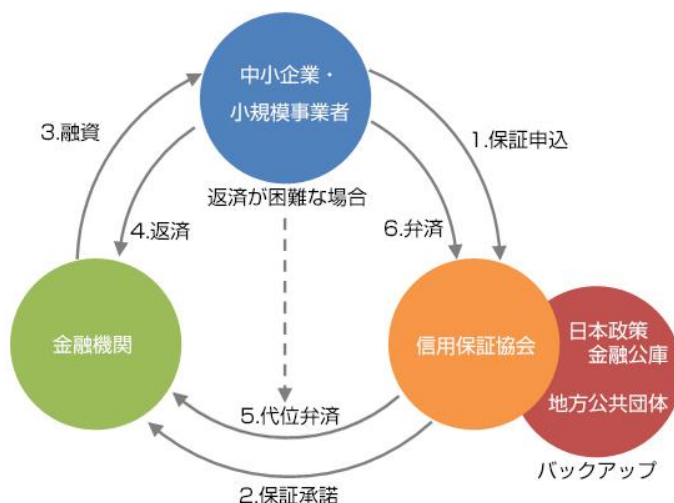
中小企業の資金調達環境において公的金融の担う役割と意義は非常に大きく重要であり不可欠なものとなっている。なぜなら逆選択や規模の経済性によっ

でもたらされる「市場の失敗」に対して何らかの方法によって政府が介入しそれらを是正する必要があるからである⁵。優れた技術や革新的なアイデアをもつ企業が資金不足による市場競争に参加すらできないような状態を防ぎ、公正な競争を確保することが公的金融の主な目的である。代表的な公的金融に信用保証制度、公的支援に補助金などがある。以下、それぞれの制度に関して利点と課題点を個別に検証する。

第1節 公的金融・公的支援の手段

「信用保証制度」とは中小企業が民間の金融機関から事業資金を調達する際に、全国の各都道府県に存在する信用保証協会が保証人となり融資を受けやすくなるよう支援する制度である。具体的には、借り手企業が融資を返済できなくなった場合に協会が金融機関に「代位弁済」することで民間の金融機関のリスクを軽減し、中小企業への融資を促進させる。各取引先企業から保証料を徴収し代位弁済の原資としているため、仕組みとしては多数の加入者から保険金を集め、事故や病気の際に保険金が支払われる一般的な保険と同じである。

図表 13 信用保証の仕組み



（出所）香川県信用保証協会「信用保証制度のしくみ」より引用

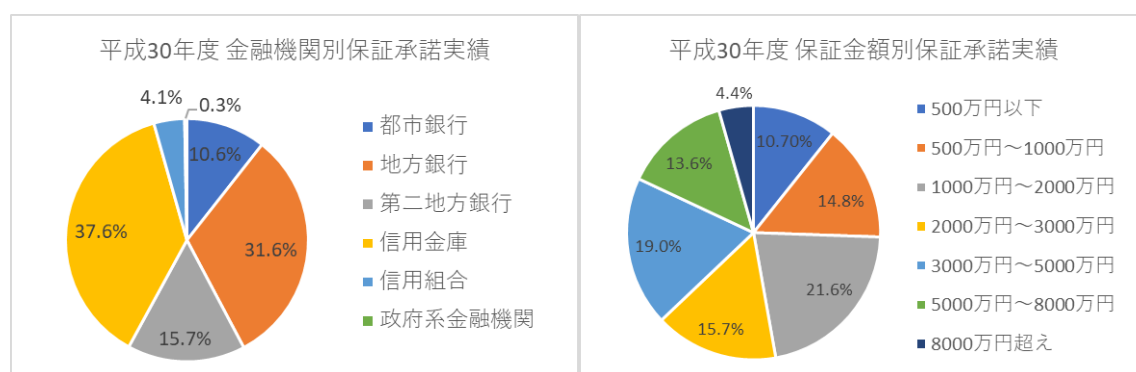
利点としては、信用保証によって金融機関の貸し倒れリスクを防げる。実際間

⁵ 「市場の失敗」・・・市場原理に委ねていては最適な資源配分が行われない状態。市場が効率よく機能したとしてもなお残る問題。小企業読本 p.70

題、民間の金融機関の融資において信用保証付き融資が最も評価されており、企業に対して融資が行われるための意思決定に非常に効果的であることがわかる。⁶しかしながら課題として規模の経済、モラルハザード、企業側の負担などの以下の課題点が残る。

- 5 ① 規模の経済性：融資審査のコストを削減できるわけではないため、金融機関側としては依然として規模の経済の問題を完全に解消できない。すなわち審査コストの割に金利収入が少なく採算の合わない融資になる可能性がある。
- 10 ② モラルハザード：借り手企業が債務不履行となった場合でも信用保証協会が代位弁済するため、金融機関は十分に審査コストをかけずに融資を実行する可能性がある。これは融資する者と貸し倒れリスクを負担する者が異なることに起因している。対策として保証額を融資額の 80%に引き下げる制度改正が 2007 年に行われた。
- 15 ③ 企業の負担：代位弁済の原資となるのは各利用企業から徴収する保証料のため、金利に加えて借り入れコストは多少大きくなる。一般的に保証料率は一般社団法人 C R D 協会のリスク評価モデルにより 9 段階にランク分けされた後、保証付き融資額の多寡によって 0.30%以上 1.90%以下の間で決定される。⁷

図表 14 保証協会による保証実績



(出所) 一般財団法人全国信用保証協会連合会「平成 30 年度信用保証利用状況」をもとに筆者作成

次に公的支援の一つである補助金についてである。「補助金」は政府から企業

⁶ 中小企業庁「中小企業白書 2016 版」p.324

⁷ 東京信用保証協会「信用保証料率の体系」

へ無償で提供される資金なので返済義務はない。そのため資金提供を受けるには審査や条件があり、その企業の特定の業務や事業が社会への公益性があると判断される必要がある。必然的に資金提供を享受することができる企業の割合は全体の数から見ると良くも悪くも一部の優良企業となる。利点として、返済

5 義務がないため資金力の弱い中小企業にとって非常に魅力的な資金源となる。また、資金提供側にとっては返済能力に関する審査コストもかからない。しかしながら課題点は融資と違い政府による財政的な負担が大きいため、資金提供を受けることができる企業は少ない。優良企業のみが資金提供を受けることができると仮定すれば、同時にそれら企業の金融機関からの借り入れはさほど難
10 しくない場合が多い。とすれば財政負担してまで支援する必要性が弱くなるとも考えられる。

第2節 政府系金融機関

公的金融の担い手として政府系金融機関が果たす役割も非常に大きく、現在
15 「日本政策金融公庫」、「商工組合中央金庫」、「日本政策投資銀行」、「国際協力銀行」の4つがある。ここでは主に中小企業を対象とする日本政策金融公庫と商工組合中央金庫を紹介する。

➤ 日本政策金融公庫（日本公庫）

日本政策金融公庫は民間の金融機関では補いきれない資金需要を補完する役
20 割があり、中小企業・小規模事業者政策などに基づく政府 100%出資の政府金融機関である。⁸中小企業向けの政策金融は国民生活事業と中小企業事業から成る。

① 国民生活事業では小規模事業者や創業企業（創業前及び創業後 1 年以内）を対象としている。融資先 88 万件のうち約 9 割が従業者 9 人以下の小規模
25 事業者であり、かつその約半数が個人企業である。1 社あたりの平均融資残高は 702 万円と小口融資が主体となる。⁹

② 中小企業事業の融資業務では過半数が期間 5 年超の長期固定金利で融資を行うことで企業の長期資金ニーズに応え、民間金融機関による資金供給を

⁸ 日本政策金融公庫 HP

⁹ 日本政策金融公庫 HP「業務の概要」

補完している。また、融資以外にも信用保険業務や証券化業務、事業承継の支援等も行っている。

➤ 商工組合中央金庫（商工中金）

1936年、同業者組合を通じた各企業への資金供給を行う金融機関として、政府と組合の共同出資によって設立された。長期・短期運転資金や設備資金のための融資を行っている。また、政府系金融機関として唯一フルバンキング機能という特徴を持ち、全都道府県に店舗を展開している。

第6章 非上場企業の資金調達環境の更なる改善に向けた具体的方策

10 中小企業の資金調達において現在顕在化している課題として規模の経済性による不利や情報の非対称性、それらに付随する様々なモラルハザードなどを挙げた。これらに対応する資金調達手段の方策をベンチャー企業・中小企業・小企業の観点から論じる。

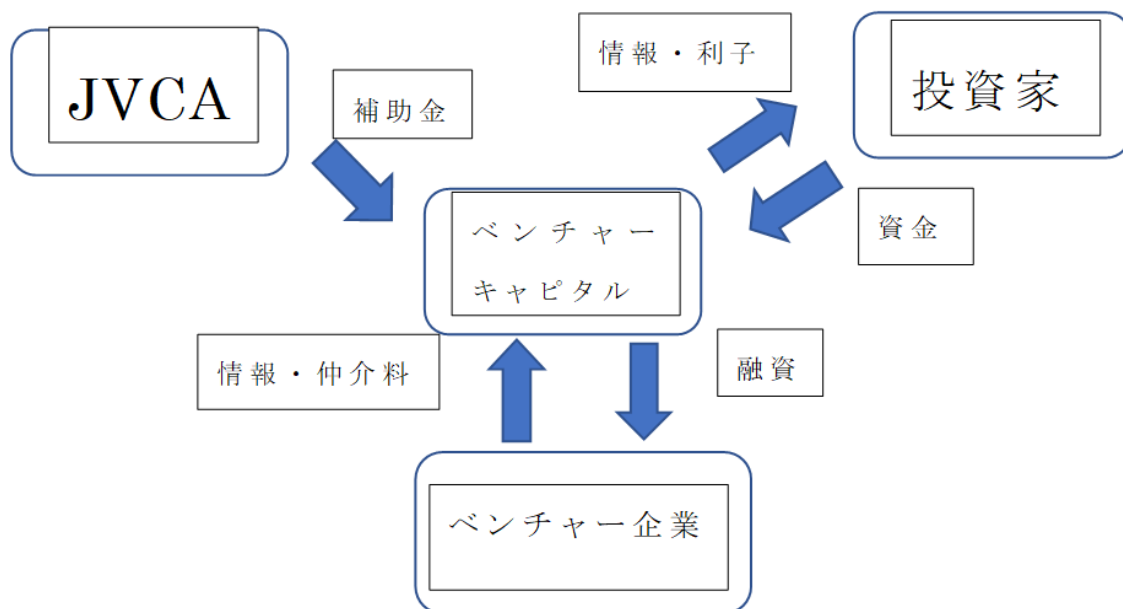
15 第1節 ベンチャー企業への方策

ベンチャー企業の資金調達環境の改善として、「ベンチャーキャピタルによる融資型クラウドファンディング」を提案する。第3章でも述べた通り、ベンチャー企業は、「新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」である。特に創業（シード）期の段階では、その企業の将来性が予想し難い。さらに、企業に対する情報が少ないため融資のリスクが高く、金融機関からの借入れが難しいのである。既存の融資型クラウドファンディングにおいても、同様に企業の将来性や情報量の少なさから、資金調達は難しいと考えられる。そこで、ベンチャーキャピタルによる融資型クラウドファンディングを提案する。

25

30

図表 15 ベンチャー企業への方策の仕組み



5

（出所）筆者作成

仕組みとしては、ベンチャーキャピタルが投資家とベンチャー企業をつなぎ、融資の仲介を行うものである。企業は、企業名や事業計画書などを公開することで、投資家は融資を行いやすくなる。さらに、ベンチャーキャピタルが持つ情報力を駆使することで、投資家はより詳しい情報を得ることができると考えられる。そして、その情報をもとに投資家が資金を提供することで、企業はベンチャーキャピタルを介して融資を受け取ることができるのである。このように、企業の事業計画に賛同・期待した投資家をターゲットとして事業を行うことで、ベンチャー企業の資金調達を支援できると考える。

10

15

しかし、ベンチャーキャピタルはクラウドファンディングの運営に対するノウハウや金銭的余力があるとは限らない。そこで、一般社団法人ベンチャーキャピタル協会（以下 JVCA）がベンチャーキャピタルに対して支援を行うのである。JVCA は将来性のある未公開企業の起業・成長・発展を支援するために投資等の形で資金提供し、経営支援等も行うベンチャーキャピタルを中心とし

た組織¹⁰であり、利益を目的にしているとは考えがたい。ベンチャーキャピタルはJVCAから支援を受けることで、この事業のノウハウや金銭面を補助できると考えられる。

5 この提案によって、ベンチャー企業が創業期においても融資を受けられる可能性が高くなると考えられる。また、投資家、ベンチャーキャピタルにもそれぞれにメリットがあると考えられる。

投資家にとっては、企業名や事業計画など借り手企業の情報を知ることができるというメリットがある。これまでの融資型クラウドファンディングでは、投資家は借り手企業の詳細な情報を知ることができなかったのである。情報を知ることができないというリスクが減少することで、以前よりも安心して融資
10 を行うことが可能となると考えられる。

ベンチャーキャピタルにとっては、まずクラウドファンディングを運営するファンドとして仲介料を取れるというメリットがある。さらに、支援しているベンチャー企業が円滑な資金調達を行うことができるということは、ベンチャー
15 キャピタルにとって魅力的であると考えられる。また、ベンチャー企業が資金調達を行えるということは、企業の成長が見込まれ、Exitの可能性を高めることにつながる。Exitによる利益の獲得を目指すベンチャーキャピタルにとって、その可能性が高まることも魅力的であると考えられる。

本提案を行うにあたって、課題点も生じる。ベンチャー企業は他の企業と比べると不安定であり、そのような企業に投資家が必ずしも融資をするとは限らないということである。しかし、これまでの融資型クラウドファンディングと比べると、投資家自ら借り手企業の事業計画などを精査することができるため、リスクは低いと言える。さらに、クラウドファンディングを運営するベン
20 チャーキャピタルは、融資以外にもベンチャー企業の育成支援や情報提供を行う。こうしたアフターフォローは、投資家にとっても以前より安心して融資を行うことが可能となる要因にもなる。

¹⁰ 一般社団法人ベンチャーキャピタル協会 HP

以上のことから、ベンチャーキャピタルによる融資型クラウドファンディングは、ベンチャー企業の創業期における資金調達状況の改善につながるのではないかと考える。

5 第2節 中小企業への方策

第1章第4節において述べたように、中小企業は主に情報の非対称性・規模の経済性・担保不足といった問題がある。中でも、規模の経済性は情報の非対称性から引き起こされる逆選択やモラルハザードの対策をすることによって生じるコストの問題であると考えられる。そして、担保とは情報の非対称性
10 性の下において融資を促すためのものであるといえる。したがって、本節では主に情報の非対称性の課題に対する以下の2つの方策を提案する。

(1) リレーションシップバンキング

第2章第2節において述べたように、リレーションシップバンキングは日本
15 本で十分に浸透しているとはいえない。もともとリレーションシップバンキングは日本がアメリカから取り入れたものである。そこで、日本で普及しない原因をアメリカとの比較によって検証する。

アメリカには日本と比べ、規模が小さい銀行が多数存在している。その背景
20 には、州をまたがる店舗を展開することが難しく、規制されてきた歴史があることが考えられる。世界的規模の銀行が存在する一方で、市町村やより小さなエリアで営業する「コミュニティバンク」が大多数存在している。平均的な貸出規模は日本の信用金庫や信用組合の方がはるかに大きく、行員一人当たりの貸出件数も日本の方が多い。そのため、日本は融資先と緊密な関係を築くことが
25 厳しい状況となっている。

またアメリカでは一行取引が基本となっている。これは、企業が保有する動
産全体に簡単な手続きで包括的な担保を設定できるという制度が定められているからだと考えられる。企業と緊密な関係を構築し、資産全体を担保に押さえてしまえば、他の銀行が融資をすることは困難である。その一方で、日本では一つの企業が複数の銀行に担保を提供し、複数の銀行から融資を受ける複数行

図表 16 「Makuake」の連携金融機関



出所：Makuake 「『Makuake』と連携する金融機関が 100 社を突破～全国の金融機関

約 4 分の 1 と連携！地域経済活性に貢献～」より引用。

5

取引先企業は「Makuake」を活用することで、ファンの獲得・プロモーション・マーケティング・資金調達をすることが可能となる。「Makuake」での資金調達実績にあわせて融資額を決定する融資制度によって、情報の信頼性は高まり、容易に情報を提供することができる。一方で、金融機関側のメリット

10 としては、本業支援・地域活性化・事業性評価に基づく融資判断につなげることができる点である。「Makuake」でプロジェクトを実施することで、支援者数や支援金額、支援コメントなどの有益な情報を得ることができ、融資の判断材料につなげることが可能となる。また、クラウドファンディングの実施により、金融機関に求められている取引先企業の本業支援にもつながる。また、一

15 定の評価を得ているため、継続的な連携の取り組みにもつながると考えられる。そのため、このクラウドファンディングサービスは情報の非対称性の低減だけでなく、新たなリレーションシップバンキングへつながるのではないで

あろうか。したがって、地域金融機関と連携したクラウドファンディングが最も望ましい資金調達手段であるとして提案する。

第3節 小企業への方策

5 小企業の最も望ましい資金調達手段は公的金融による直接融資の拡張である
と考える。具体的には「日本政策公庫の国民生活事業による融資」を提案す
る。そもそも小企業の低い経営体力という厳しい前提条件を考慮に入れた際、
これまでに論じてきた資金調達方法では企業あるいは金融機関の双方にとって
10 少なからず非合理的な取引が行われることは避けられない。その場合、大半は
小企業が不利な立場となり「市場の失敗」の被害者となる。したがって地域社
会にとって存在意義のある小企業を支援し市場を補完することがまさに公的金融
の使命となる。小企業への直接融資では以下のそれぞれの点において利点がある
と考える。以下の3点において利点があると考ええる。

① 規模の経済性への対処

15 審査コストの割に融資額が中小企業と比べ小口なため金融機関からすると金利
収入が見込めず、借入れが難しい要因となる。逆に言えば、小企業の相対
的に見て低い融資額は貸し倒れの際のダメージも低くなる。つまり、多少融資
事業で赤字がでてでもやむを得ないという政策金融の特性を活かすことができる
立場を比較的とりやすい。

20 ② モラルハザード

信用保証のように融資する者と貸し倒れリスクを負担する者が異なることに
起因して民間の金融機関がコスト節約のために審査を十分に行わずに融資する
モラルハザードが発生する可能性が高まる。しかし政策金融機関が直接融資を
行いリスクをとる構造上、融資審査やその後の債権管理が十分に行われなくな
25 る可能性はより低くなる。

③ 企業の負担軽減

小企業が民間の金融機関から資金調達する場合、信用保証を利用しているか
否かが最も重要視される判断軸の一つとなるが、より一層資金に余力がないため
保証料の負担は無視することはできない。一方、公的金融による多くの直接
30 融資は一般的に政策的な面から意図的に低い水準で金利を設定されている。ま

た、信用保証協会と金融機関による融資審査のダブルチェックが不必要になるため経済的な面以外でも効果が期待できる。

● 課題点

- 5 利潤の追求を優先しない政策金融が民間よりもかけ離れすぎた水準でサービスを行ってしまえば民間で対応できたはずの企業すら過剰に保護することになり、結果的に社会に悪影響を与えかねない。また、情報の非対称性の問題は依然として存在し、政策金融がその企業にとって最適な資金調達であると正確に判断することも難しいため逆選択も起こり得る。

10

何事にも一長一短が存在するため完全な資金調達は存在しない。しかし経済合理性に任せるべきところは民間に委ね、より一層効果的にその補完の役割に徹底するという目的のもと政策金融改革が行われてきた。その集大成として2008年に国民生活金融公庫は日本政策金融公庫に引き継がれた。それは「情

- 15 報の非対称性は大きい資金需要が小さい」小企業特有の資金調達が民間の金融機関には難しく、政策性の高いものであると判断された結果と言える。

おわりに

日本経済の成長には、中小企業とベンチャー企業の活性化が不可欠であり、資金調達環境の更なる改善が必要である。そこで、国内非上場企業を「規模」と「性質」の切り口に分け、中小企業とベンチャー企業における資金調達の現状と課題について分析を行った。加えて、公的金融・公的支援の手段および役割を整理し、分析を行った。

中小企業では、資金調達の現状と課題を分析して、資金調達手段を確認した。そして、中小企業への方策として、「リレーションシップバンキング」と「クラウドファンディング」を提案した。さらに小企業への方策として、「日本政策公庫の国民生活事業による融資」を提案した。この提案により、「規模の経済性への対処」、「モラルハザードが発生する可能性の低下」、「企業の負担軽減」につながると考えた。

ベンチャー企業では、資金調達の現状と課題を分析して、資金調達手段を確認した。そして、ベンチャー企業への方策として、「ベンチャーキャピタルによる融資型クラウドファンディング」を提案した。この提案により、ベンチャー企業の資金調達の課題である「創業期の資金調達」が改善されると考えた。

中小企業・ベンチャー企業の資金調達環境の改善は日本経済の課題ではあるが、企業規模も性質も異なる中で、継続的に資金が集まる仕組みを構築することが最重要課題である。

参考文献

書籍

- ・ 薮下史郎・ 武士俣友生 (2006)『中小企業金融入門 (第 2 版)』東洋経済新報社。

5 資料集

- ・ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2018」。
- ・ 小企業読本。
- ・ 日本経済新聞「貸出残高増でも補えず」(2019 年 8 月 10 日)。

10 インターネット論文/記事

- ・ 中小企業庁「中小企業・小規模事業者の数(2016 年 6 月時点)の集計結果を公表します」

https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/chu_kigyocnt/2018/181130chukigyocnt.html (参照: 2019 年 9 月 4 日)。

- 15 ・ 中小企業庁「FAQ」https://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq01_teigi.htm (参照: 2019 年 9 月 4 日)。

- ・ 一般社団法人全国信用金庫協会「信用金庫と銀行・信用組合との違い」

<http://www.shinkin.org/shinkin/difference/> (参照: 2019 年 9 月 5 日)。

- ・ 信金中金 地域・中小企業研究所「2018 年度信用金庫概況」

- 20 https://www.scbri.jp/PDFgaikyousassi/gaikyou18/2018_03.pdf (参照: 10 月 9 日)。

- ・ 金融庁「中小企業金融特集」

<https://www.fsa.go.jp/access/15/200308b.html> (参照: 2019 年 10 月 9 日)。

- ・ 中小企業庁「中小企業白書 2016」

- 25 https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf#search=%27E4%B8%AD%E5%B0%8F%E4%BC%81%E6%A5%AD+%E8%B3%87%E9%87%91%E8%AA%BF%E9%81%94+%E3%83%93%E3%82%B8%E3%83%8D%E3%82%B9%E3%83%AD%E3%83%BC%E3%83%B3+%E3%82%B0%E3%83%A9%E3%83%95%27 (参照:

2019 年 10 月 9 日)。

- 30 ・ 中小企業庁「付属統計資料」

https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/10Hakusyo_fuzokutoukei_web.pdf#search=%27%E6%B3%95%E4%BA%BA%E4%BC%81%E6%A5%AD%E7%B5%B1%E8%A8%88%E8%AA%BF%E6%9F%BB%E5%B9%B4%E5%A0%B1+%E8%B2%B8%E5%80%9F%E5%AF%BE%E7%85%A7%E8%A1%A8%E4%B8%AD%E5%B0%8F%E4%BC%81%E6%A5%AD%27

5 (参照：10月9日)。

- ・ 中小企業庁「付属統計資料」

https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2019/PDF/chusho/09Hakusyo_fuzokutoukei_web.pdf (参照：2019年10月9日)。

- ・ 一般社団法人全国信用保証協会連合会 HP「もっと知りたい信用保証」(参照：

10 2019年10月12日)

<http://www.zenshinhoren.or.jp/guaranteesystem/index.html>

- ・ 一般社団法人東京保証協会「信用保証料率の体系」(参照：2019年10月12日)

https://www.cgc-tokyo.or.jp/business/guarantee_fee/system.html

15 ・ 日本政策金融公庫 HP

<https://www.jfc.go.jp/n/company/summary.html#n1> (参照：10月12日)

- ・ 株式会社ユーザベース「【速報】2018年の国内スタートアップの資金総調達額は昨年を上回り、3,800億円を突破」

<https://www.uzabase.com/company/news/japan-startup-finance-2018/> (参

20 照：10月14日)

- ・ 野村証券「証券用語解説集」

<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ko/A02735.html> (参照：10月14日)。

- ・ ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会(2008)「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書」

25 <https://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80509a02j.pdf#search=%27%E3%83%99%E3%83%B3%E3%83%81%E3%83%A3%E3%83%BC%E4%BC%81%E6%A5%AD+%E5%BD%B9%E5%89%B2%27> (参照：10月14日)

- ・ 大和総研(2012)「ベンチャー企業の資金調達」

<https://www.dir.co.jp/report/research/capital->

30 <mkt/securities/12030201capital->

- [mkt.pdf#search=%27%E3%83%99%E3%83%B3%E3%83%81%E3%83%A3%E3%83%BC%E4%B](#)
[C%81%E6%A5%AD+%E8%B3%87%E9%87%91%E8%AA%BF%E9%81%94%27](#)（参照：10月14日）
- ・立教大学 亀川ゼミナール 川上班（2018）「日本における中小・ベンチャー企業
5 企業の資金調達について」 [shougakuren.jp/mwbhwp/wp-content/uploads/ff39f5272ff63b283b1abd0278b66ce82.pdf](#)（参照：10月14日）
 - ・大和証券「金融・証券用語解説集」<https://www.daiwa.jp/glossary/>（参照：10月14日）
 - 10 ・SMBc 日興証券「初めてでもわかりやすい用語集」
<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/index.html>（参照：10月14日）
 - ・iFinance 金融情報サイト「金融業務用語集」
<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/finance/>（参照：10月14日）
 - ・CAMPFIRE（キャンプファイヤー）「クラウドファンディングとは？」
15 <https://camp-fire.jp/crowdfunding>（参照：10月14日）
 - ・日本公庫総研レポート「米国銀行における中小企業金融の実態」
https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/soukenrepo_14_03_25.pdf#search=%27%E3%83%AA%E3%83%AC%E3%83%90%E3%83%B3+%E3%82%A2%E3%83%A1%E3%83%AA%E3%82%AB+%E6%B3%95%27（参照：2019年10月22日）。
 - 20 ・三菱UFJ信託銀行「クラウドファンディングとその特性」
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf#search=%27%E6%83%85%E5%A0%B1%E3%81%AE%E9%9D%9E%E5%AF%BE%E7%A7%B0%E6%80%A7+%E3%82%AF%E3%83%A9%E3%82%A6%E3%83%89%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%87%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0%27（参照：2019年10月22日）。
 - 25 ・Makuake「プレスリリース」
<https://www.makuake.com/pages/press/detail/171/>（参照：2019年10月22日）。