

中小企業における資金 調達の方策について

立命館大学 経営学部 経営学科

三谷ゼミナール チーム A(岩崎班)

目次

はじめに

第 1 章 中小企業の意義

5 第 1 節 中小企業の定義

第 2 節 中小企業の資金調達の方法

第 3 節 中小企業の支援政策について

第 2 章 トランザクションバンキングによる資金調達

第 1 節 トランザクションバンキングの現状

10 第 2 節 クレジットスコアリングモデルについて

第 3 節 トランザクションバンキングの問題点

第 3 章 リレーションシップバンキングの資金調達

第 1 節 リレーションシップバンキングの現状

第 2 節 リレーションシップバンキングの問題点

15 第 4 章 クラウドファンディングによる資金調達

第 1 節 クラウドファンディングの現状

第 2 節 米国データによるクラウドファンディングの考察

第 3 節 クラウドファンディングの問題点

第 5 章 新たな資金調達の方法

20 第 1 節 企業の格付制度とは

第 2 節 クラウドファンディングを応用した格付制度

第 3 節 想定される課題

おわりに

参考文献

25

・はじめに

日本の中小企業は、全企業数の 99.7 パーセントを占めており、雇用の約 70 パーセントを担うなど、新産業の創出や地域の活性化などの様々な役割を果たしており、我が国の経済的基盤を形成する上で重要な存在である。しかし、
5 これらの中小企業には解決すべき課題もまた多くあるのが現状である。その中でもよく挙げられるのは、中小企業が必要とする資金を円滑に調達することが難しいということである。

近年の経済は、サブプライムローン問題、リーマン・ショックの余波で 100 年に 1 度の大不況と呼ばれることもあるほどである。これらの世界的金融危機
10 の影響や我が国で起こった東日本大震災の影響などにより、最も難航しているのは、中小企業であることは言うまでもない。その結果、中小企業の業況・資金繰りは大幅に悪化してしまったのが現状である。この状況の対策として 2009 年に金融庁は、中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時処置に関する法律として、中小企業支援円滑化法を施行した。しかし、2012 年度末にこ
15 の法律が期限切れとなったことで、今後、中小企業の資金調達への影響が懸念されており、より効果的な中小企業の資金調達の方策が必要とされている。

では、このような経済状況の中で中小企業が資金調達を行うにはどうすればよいのだろうか。そこで本稿では、中小企業金融の定義と現状を見た上で、現在行われている支援政策や貸付体制などの資金調達方法では十分な資金調
20 達を行うことが難しいことを指摘する。そこで、クラウドファンディングと各付け制度の考え方をもとに新たな資金調達方法を提案する。

具体的には第 1 章から第 5 章の第 1 節にかけて、それぞれ、政府の行っている支援政策、リレーションシップバンキング、トランザクションバンキング、クラウドファンディング、格付制度の概要と問題点を指摘する。最後に、新
25 々な資金調達方法としてクラウドファンディングを応用した格付制度を提案し、それに伴う課題と解決策も述べる。

・第1章 中小企業の意義

第1節 中小企業の定義

5 中小企業とは、以下の図（図1）のように中小企業基本法第2条で定められている。この中小企業基本法上の中小企業の定義は、中小企業政策における基本的な政策対象の範囲を定めた原則であり、法律や制度によって中小企業として扱われている範囲が異なることがある。

10 また、1999年の中小企業基本法改正によって中小企業の定義が改正されただけでなく、中小企業政策の理念も大幅に変更された。それまでは、大企業と中小企業との間にある生産性や賃金等の格差を訂正するという理念を掲げていたが、現在では、独立した中小企業の多様で活力のある成長発展へと方向性を転換した。

図1

業種分類	中小企業基本法の定義	
製造業 その他	資本金の額又は出資の総額が3億円以下の会社 常時使用する従業員の数が300人以下の会社	15
卸売業	資本金の額又は出資の総額が1億円以下の会社 常時使用する従業員の数が100人以下の会社	
小売業	資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社 常時使用する従業員の数が50人以下の会社	20
サービス業	資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社 常時使用する従業員の数が100人以下の会社	

25 （注）株式会社日本セ作金融公庫法等の中小企業関連立法においては、政令によりゴム製品製造業は、資本金3億円以下または従業員900人以下、旅館業は、資本金5円万円以下または従業員200人以下、ソフトウェア業・情報処理サービス業は、資本金3億円以下または従業員300人以下を中小企業としている。

（注）上記の業種分類は第10回改訂版日本標準分類に基づく。

30

出所「中小企業庁」より筆者作成

第 2 節 中小企業の資金調達方法

一般的に企業が資金調達を行う場合には、大きく 2 つに分類される。1 つは、企業が事業活動を通じて調達した資金である内部資金で、もう 1 つは、外部から調達した資金である外部資金である。内部資金は、さらに内部留保や減価償却費に分けられる。これらの内部資金は、最も安定した資金調達先だと言える。

5

しかし、内部資金は企業活動の結果として発生する資金であるため、多くの中小企業では不足している場合が多い。そのため、外部資金に頼らなければならない。その外部資金は、直接金融と間接金融、企業間信用、助成金などに分けられる。直接金融は、株式や社債、コマーシャル・ペーパーなどを使って金融

10

市場から直接資金を調達する方法だ。間接金融は、企業が金融機関を通じて資金調達をする方法である。その相手は、主に銀行であり、他には信用金庫や信用組合が挙げられる。そして企業間信用は、上記 2 つとは異なって、資金の融資を受けるものではなく、商業取引上で支払の猶予を受けることだ。買掛金や支払手形などがある。次のページの図（図 2）を見てもらえばわかるだろう。

15

図 2



出所「中小企業金融入門第2版」より筆者作成

5

これらの外部資金の中でも中小企業の資金調達は、間接金融に多くを依存している。その原因としては、株式や社債の発行などにより市場から直接資金を調達する手段である直接金融が中小企業には利用しにくいからである。なぜなら、直接金融の場合は、不特定多数の投資家が資金提供者になるのだが、投資家は配当や利子、値上がり益を期待して投資を行うため、投資家の利益につながる

10 期待される選ばれた企業でなければ直接金融で資金を調達することが難しい。実際、中小企業は労働市場において平均値よりも劣った企業が数の上では多く、そのような企業のイメージが中小企業全体のイメージを下げているのである。また、投資家にとってもコストや時間のことを考えると、質の良い中

15 小企業を見つけるのは難しいというのも理由に挙げられる。

さらに、直接金融の場合には企業財務情報開示のための資料作成や株式公開のために専門的な知識やこれらを実施するための人材が必要となるのだが、中小企業ではそのような余裕はない。そのため、直接金融で資金を調達できるの

はごく一部の企業に限られるのが実情である。近年では、マザーズやヘラクレスなどの新興市場が創設されるなど、中小企業の資金調達環境が整備されてきてはいるが、それでも直接金融で資金を調達できる中小企業はごく一部である。しかし、直接金融で資金調達ができなくとも、間接金融における資金調達が円滑に行うことができればまだよい。だが現実としては、中小企業は間接金融において資金調達は難しいところがある。

その大きな原因としてまず情報の非対称性の問題がある。これは、貸し手である金融機関が借り手である中小企業の情報を借り手と同レベルに把握することが難しいということである。大企業の場合だと、企業情報を広く開示しているため、金融機関が融資判断するに際して情報が入手しやすく、しかも、会計監査が会社法上義務付けられていることから、財務状況の把握が比較的容易である。しかし、中小企業の場合、一般的に企業情報があまり開示されておらず、また、財務データを整備していない企業もあり、企業の状態が不透明でリスクが高いとみなされがちである。その結果、金融機関がリスクを恐れ融資に消極的になってしまうのである。

第2の原因として、担保の問題がある。金融機関では情報の非対称性が強く、借り手に関する情報が入手できない場合や将来的な事業動向を不透明とみなす場合に、これらのリスクの埋め合わせのために担保提供を要求する。中小企業は金融機関から融資を受ける際、不動産を担保とすることが一般的である。しかし、中小企業には不動産を十分に保有していない企業も少なくない。また、担保とする不動産を保有している場合であっても、地価が地方圏を中心に低迷している中で中小企業が十分に資金を調達することは難しくなっている。

また、中小企業においては資金調達を銀行などの金融機関からの借入金に大きく依存しているため、銀行の不良債権問題は中小企業に対する「貸し渋り」や「貸し剥がし」と呼ばれるような社会問題も引き起こしたのだ。

第3節 中小企業の支援政策について

そこで注目したいのが、政府が行っている支援政策だ。現在(平成26年度)、厚生労働省が行っている中小企業支援政策には様々なものがあり、重点施策、経営サポート、金融サポート、財務サポート、商業・地域サポートといった面から行われている。特に重点施策では、東日本大震災復興特別貸付など、被害にあった人々を対象に行っているものが目立った。例えば、事業復旧に取り組む方への支援や復興・復旧や設備投資など新陳代謝を促進する投資を支援するものなどがあり、多岐にわたって様々な支援を行っている。

震災以外のものとしては、事細かく対象が決められており、条件が多く設けられている。ここで1つ例を挙げると、「創業又は経営多角化・事業転換等による新たな事業活動への挑戦を行いたい」方への支援がある。これは、中小企業経営力強化資金融資事業である。その内容は、経営革新又は異分野の中小企業と連携した新事業分野の開拓等により市場の創出・開拓(新規開業を行う場合を含む)を行おうとする者で、経営革新等支援機関の経営支援を受けている者を対象に日本政策金融公庫が低利融資を行うというものである。ここで言う経営革新等支援機関の認定制度とは、税務、金融及び企業財務に関する専門的知識や支援に係る実務経験が一定レベル以上の個人、法人、中小企業支援機関等を、経営革新等支援機関として認定することにより、中小企業に対して専門性の高い支援を行うための体制を整備するものことである。これに認定されている機関は、日本全国で平成26年10月3日の段階で22,746機関とされており、日々様々な機関が認定されつつある。ここで経済産業省が2012年に公表した中小企業・小規模事業者の日本全体に占める企業数をみてみたい。次のページの図(図3)で見てわかるように中小企業・小規模事業者は全国で385万者であるのに対し、経営革新等支援機関は日本全国で22,746機関しかなく、まだまだ少ないのが現状である。

図 3

	2009年（企業全体に占める割合）	2012年（企業全体に占める割合）	増減率（率）
中小企業・小規模事業者（全産業）	420万者（99.7%）	385万者（99.7%）	▲35万者 （▲8.3%）
うち小規模事業者（全産業）	366万者（87.0%）	344万者（86.5%）	▲32万者 （▲8.8%）
全規模（大企業と中小企業・小規模事業者の合計、全産業）	421万者	386万者	▲35万者 （▲8.3%）

（注）公表する企業数は、2012年2月時点のもの。

出所「経済産業省 中小企業・小規模事業者の数」より筆者作成

5

また、他の支援政策でも同じようなことが言える。支援政策の対象としての必要条件としてその他に挙げられているものは、経済産業大臣の認定を受けた方や経営革新等支援機関の確認を受けている方など、実際に支援を受けられる企業はごくわずかであり、まず対象としてあてはまる企業すらも少ないのである。これでは、日本の中小企業全体の支援政策と呼ぶことはできない。しかし、対象が限られているものだけではないのも事実である。対象が中小企業者等などといったように非常に広く設けてある政策も存在する。だが、これについての支援は、相談窓口を設けて相談に乗る、セミナーを開催するといったような対策である。これでは、効果が全くないことはないだろうが、目に見える形での支援政策に比べると明らかに影響力が小さいのだ。窓口を大きく設けるとそれだけ、支援される者、社会への影響力が小さくなっている現状だ。

10

15

20

以上のことからわかるように、厚生労働省が行っている中小企業支援政策は、様々な方面から支援を行っているが、影響力を持つ支援政策は、実際の中小企業数と比較して考えると支援を受けている企業はごくわずかで、対象にも当てはまることのできない場合も多い。影響力が小さい支援政策では、多くの中小

企業が対象になることができるのだが、それほど大きな成果は上げられないのが現状だと言える。よって、現在行われている支援政策では、まだまだ不十分であると言える。

5 ・第2章 トランザクションバンキングによる資金調達

第1節 トランザクションバンキングの現状

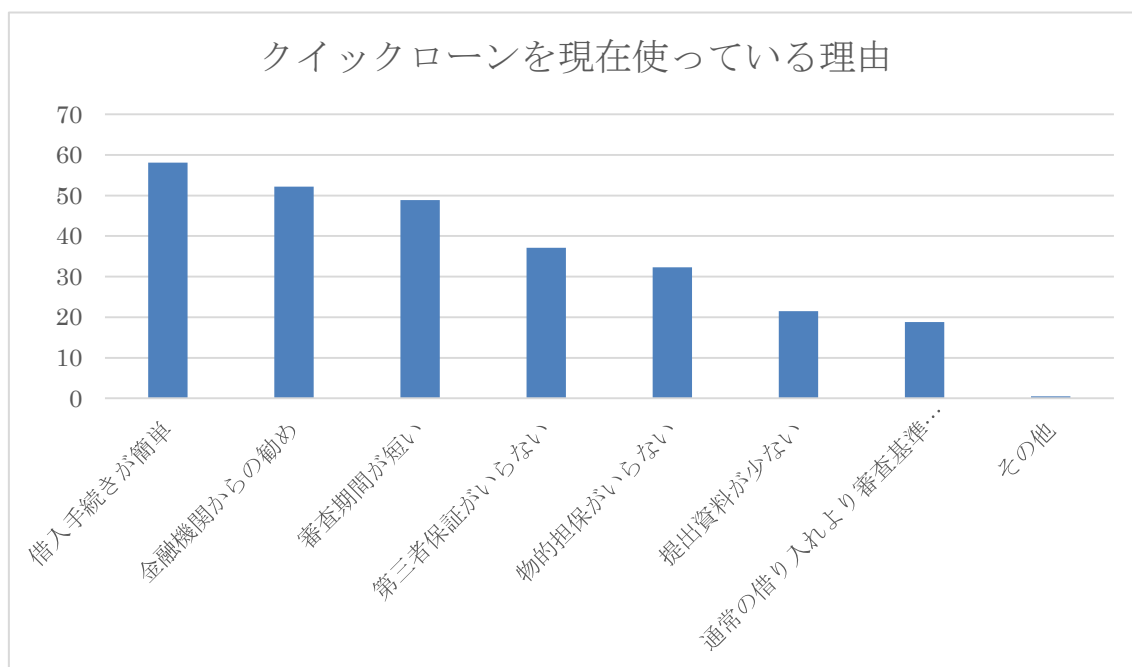
通常、銀行の貸出形態を大きく2つに分類すると、1つはリレーションシップバンキングであり、もう1つはトランザクションバンキングである。トランザクションバンキングはリレーションシップバンキングが長期継続的な取引に基づく定性情報を重視して融資するのに対して、財務諸表等の定量情報に基づき、
10 一時点かつ個々の取引の採算性を重視して融資する手法のことである。本章ではトランザクションバンキングの活用方法について上げた後にトランザクションバンキングの問題点について見ていく。

トランザクションバンキングは短期間で融資審査ができ、実行件数、実行残
15 高ともに順調に推移している。トランザクションバンキングの具体的な形態は大きく分けて3つに分けられる。1つ財務諸表をみて融資を判断する財務諸表貸出である。2つ目が固定資産を担保として金融機関が融資を行う資産担保貸出である。3つ目がクレジットスコアリングを利用した融資である。クレジットスコアリングモデルを利用した融資は1990年代にアメリカの大手銀行による小企業
20 向け融資の中心的な手法として定着したものであり、日本では1998年には東京都民銀行が取り扱いを開始して以降、大手銀行に導入され急速に浸透していった。このクレジットスコアリングモデルの特徴として1つは母集団となるデータから統計的に算出した倒産確率等によって融資審査を行うことである。2つ目に貸出案件ごとにリスク管理するのではなく大数の法則に基づき貸出債権をポ
25 ートフォリオ全体でリスク管理することである。3つ目が短期間で融資審査を行えること。4つ目が貸出額に限度制限があること。最後が審査の大部分が自動化されるため、審査のコストの削減が図れる等があり金融機関側もそのような特徴に関心を持っているようである。また、日本のスコアリングモデル型融資は、原則無担保、第3者保証が不要な商品スキームとなっていて、担保不足等のた
30 めに融資を受けられなかった企業でも融資を受けられる可能性がある。

では、クレジットスコアリングモデルを利用した貸出商品、いわゆる短期間での融資である「クイックローン」を実際に使っている企業はどのような企業であるのだろうか。ここからは実際にクイックローンを使っている企業の特徴について検証する。

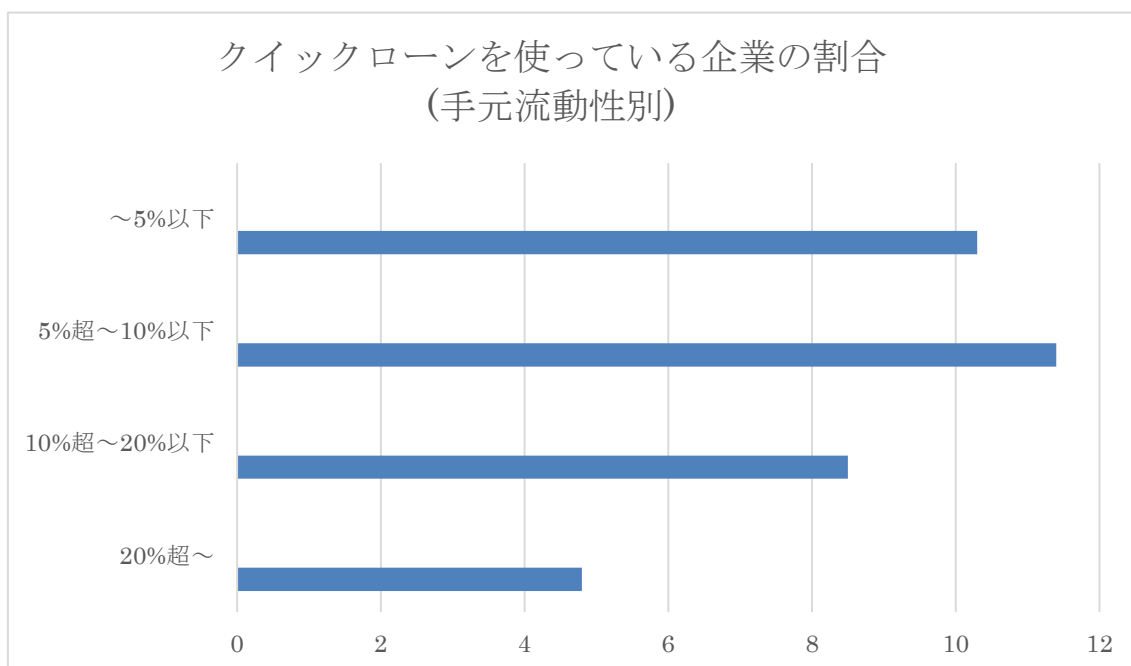
- 5 まず、クイックローンを使っている理由としては、「借入手続きが簡便」(58.1%)、「審査期間が短い」(48.9%)という割合が高く、企業には必要なときにすぐに借入れができることが大きなメリットとして認識されているようである。図 4 から、手元流動性別の利用状況を見ても、手元流動性が低く短期的な資金が不安定な企業ほどクイックローンを使っていることが分かる。逆にクイックローンを使っていない理由としては「通常の借入れで十分であるから」という理由が 1 番多く、実際に使用していない企業には通常の借入れとは違った種類の貸出商品であると認識されているようである。

15 図 4



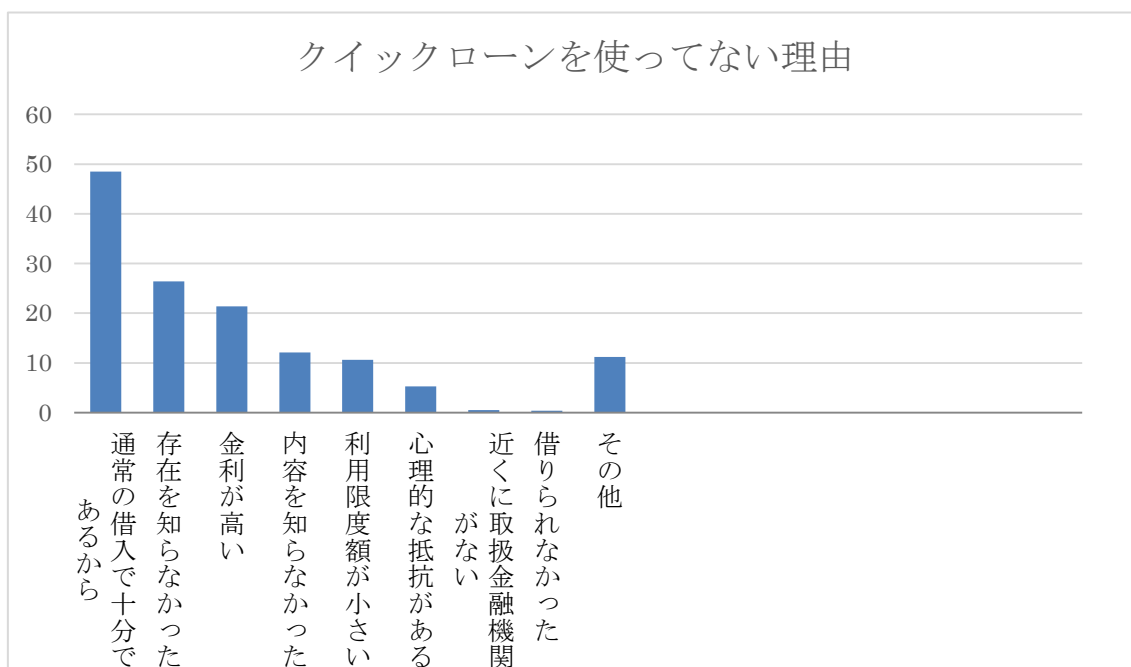
出所「中小企業庁」より筆者作成

図 5



出所「中小企業庁」より筆者作成

図 6

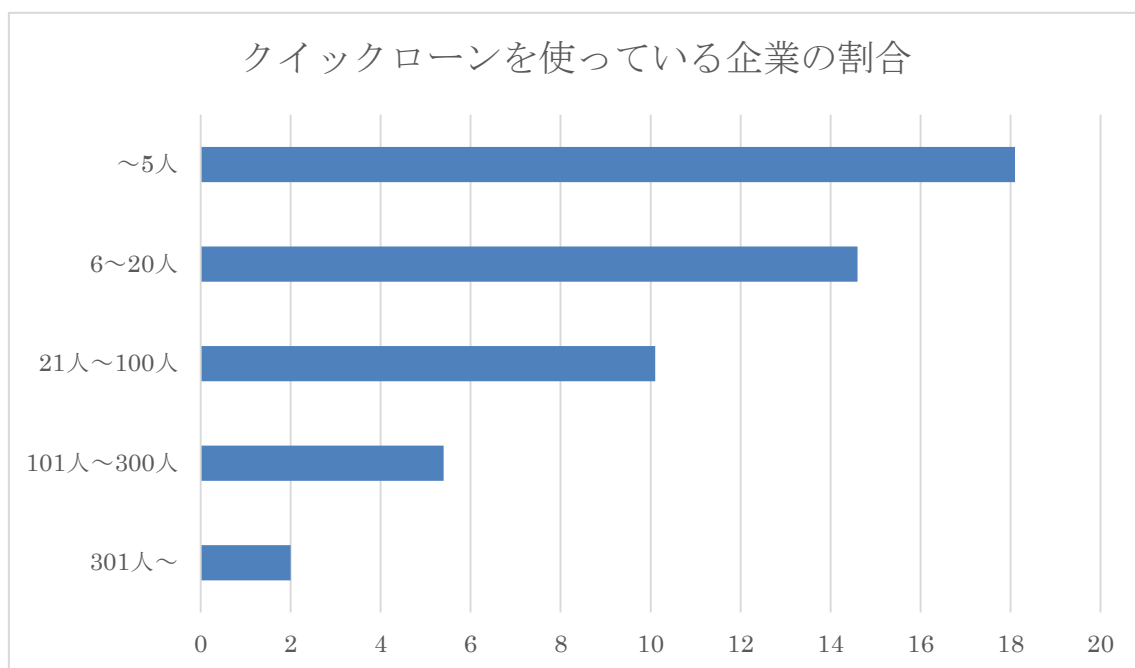


出所「中小企業庁」より筆者作成

次に、従業員規模別にクイックローンを使っている企業の割合を見てみると従業員規模が小さい企業ほど使っている割合が高くなっており、中小企業向け融資の促進に一定の役割を果たしていることが分かる。これは、担保となる不動産がないために金融機関から借入れができなかった中小企業でも、金利は高いが、無担保での融資を前提としたクイックローンにより資金調達が行えていることや、金融機関の中にはクイックローンで情報の非対称性のため審査コストのかかる新規取引を始め、その後リレーションの構築がされた後で、通常の融資に切り替えている金融機関があること等が要因として考えられる。

10

図 7



出所「中小企業庁」より筆者作成

15

第2節 クレジットスコアリングモデルについて

クレジットスコアリングモデルは、低コストかつ迅速であること、ならびに中小企業特有の情報の不透明性リスクを回避することが可能であること等、中小企業金融の拡充において一定の意義が認められる。また、クレジットスコアリングから得られる情報を定性情報とともに活用することによって、リレーションシップバンキングの補完的な役割を担いうる。

しかしながら、過去の実績の表れである財務諸表に基づき審査をする、1件あたりの貸出金額が少額であるという特徴上、中小企業のすべての資金ニーズに必ずしも対応できない。特に中小企業が新しい事業活動を行う際の設備資金ニーズや過去の実績のない創業期の企業の資金ニーズへの対応は困難であることが推測される。

イノベーションに優位性を持つと考えられている小規模の企業は、企業としての質的な差異が大きい上に、その事業や財務状況の情報開示が進んでない傾向があり、どうしても資金の貸し手が持ち得るそれらの借り手企業に関する情報量、具体的には債務不履行やモラルハザードに走る可能性がどのくらいあるのかに関する情報量は限定的となる。よって、資金の貸し手がこれらの情報を集めるには、貸出審査を行い、借り手の信用リスクをしっかりと検討・分析するとともに、貸出後には借り手が適切に事業を進めているかなどを監視（モニタリング）する必要がある。当然ながらそれには金銭的ないし時間的コストがかかり、特に貸出額が比較的小さい小規模企業に対しては、その単位当たりのコストは高くなり、貸出実行が困難になる。しかし、クレジットスコアリングなどの金融技術が発達してきたことにより、事情が大きく変わりつつある。上でも言及したが、クレジットスコアリングとは、単位当たりの貸出額が小さい小規模企業に対して、たとえば企業属性や財務状況等の「ハード」情報をもとに、一定の方法（統計モデル）の下でそれら企業の信用リスクをスコアリング化し、貸出実行の可否を迅速にかつ中立的に判断する手法である。これはもともと米国の消費者ローン審査のために開発されたのだが、その後の技術発達を受けて、小規模企業向けの貸出にも幅広く活用されるようになった。

このクレジットスコアリングの主要なメリットは貸出審査の大部分を自動化するために審査を効率化できることである。Allen, Delong, and Saunders (2004)

によれば、の手法を導入した Hibernia 銀行では、融資申請の処理件数が 10 倍以上に跳ね上がり、事業向け貸出額も 2 年間で 6 倍まで増加したという。そして 1997 年には約 70%以上の銀行などが中小企業向け貸出にクレジットスコアリングの手法を活用していることが報告されている。

- 5 日本においても金融庁が 2003 年に「リレーションシップバンキング強化に向けたアクションプログラム」の中において、不動産担保・保証に過度に依存しない形でのクレジットスコアリングの活用を呼び掛けて以降、融機関に幅広く普及してきた。しかしながら、審査の効率化・コスト削減を主な狙いとし、借り手の外形的・定量的なハード情報に基づいて信用リスク評価をおこなうクレジットスコアリングは、リレバンというよりもトラバンの一形態以外の何ものでもない。また無担保・無保証（第三者保証）を代名詞にしているようだが、
- 10 2005 年に行ったアンケートでは、クレジットスコアリングを活用している銀行の 90%以上が代表者保証を求めていると報告されている。

15 第 3 節 トランザクションバンキングの問題点

- 日本におけるクレジットスコアリングの手法を用いた貸出額の上限を数千万円程度に設定している金融機関が多いことから考えても、この代表者保証でもかなりの程度の担保となり、不動産担保・保証から脱却した融資とは到底いえるものではない。そして何よりも、外形的・定量的なハード情報を基に信用
- 20 リスク評価する以上、日本の小規模企業向け貸出において最も基本的な手法である財務諸表貸出とそう変わりあるものにはならず、むしろクレジットスコアリングを補完的に活用して信用リスク評価をおこなわれると考えるほうが自然である。よって、バブルが崩壊し、土地を始めとした不動産の価格の持続的な下
- 25 レジットスコアリングのような効率化を目的とした貸出審査の自動化が進められていくと、ハード情報として組み込まれた不動産の価格が上昇基調に乗った場合には、以前にも増して不動産担保に依存した貸出がおこなわれる危険性があり、クレジットスコアリングのような手法は、こうした動きを助長する可能性
- 30 がある。

- クレジットスコアモデルにより貸出審査が行われた場合、収益力が低い借り

手ほど、より担保力（不動産や動産といった資産）が要求される。当然ながら、借り手企業が実行する投資が社会的に有益なものであるか否かは、保有資産などの担保力には依存せず、収益力を測る能力で決まるはずである。このクレジットスコアモデルによる貸出は、借り手のハード情報をもとに貸出実行の可否を決めるトラバンの 1 形態である。そもそも借り手のソフト情報（経営者能力や投資の将来的な可能性など）は考慮に入れられない。例えば担保力の無い、また実績がないためハード情報上では収益力を低く評価されてしまう傾向にある新企業や小規模企業が将来性のある投資計画を持っていたとしても、それが日の出を見ないものになってしまう可能性が常につきまとう。その一方で、貸し手が社会的に無意味な投資計画しか持たない質の悪い借り手に対しても、担保力さえ持っていれば資金を提供し、本来ならば見送るべきはずの投資を実行させてしまうことを示している。つまり、この手法による貸出は、貸し手にとっては利益になるが社会的には損失を生むような資金供給がなされる可能性が高まることになる。

15

・第 3 章 リレーションシップバンキングの資金調達

第 1 節 リレーションシップバンキングの現状

第 1 章の第中小企業がかかえる資金調達における課題の要因の 1 つとして情報の非対称性があげられている。この課題を緩和したのがリレーションシップバンキングである。リレーションバンキングは金融機関が借り手との間で親密な関係を長く維持することにより、借り手に関する情報を蓄積し、その定性情報をもとに融資等の金融取引を行うことで展開するビジネスモデルである。つまり、金融機関は企業と長期継続的な関係であるので借り手の経営能力や事業の成長性など具体的な量や数値で表すことが困難な信用情報を蓄積することが可能であるとともに、借り手は親密な信頼関係を有する金融機関に対しては開示したくない情報についても提供しやすいということがあるため、情報の非対称性が緩和できるのである。また、金融庁がリレーションシップバンキングを定着させるために行った取り組みとして 2003 年に「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」と 2005 年に「地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム」があり、これらによりリ

30

レーションシップバンキングの機能の強化を行っている。

第2節 リレーションシップバンキングの問題点

リレーションシップの問題点としてホールドアップ問題とソフトバジェット

5 問題とコミットメントコスト問題がある。

まずホールドアップ問題とは契約の不完備性により取引相手である金融機関が自己に有利な行動をとるということであり、金融機関の借り手情報の独占に関わるものである。例えば、取引金融機関が独占的地位にあることを利用して不当な価格を設定する条件を付けることや、金融機関に情報の独占を許しているため他の金融機関からの借入をしにくくなり、新規投資による収益機会を逃すという問題がある。このような問題の原因が貸し手による独占であるのならば、借り手は多数の金融機関と取引し関係を築いていけばこのホールドアップ問題が解決できる。だが、多数の銀行と取引することによって、借入額の縮小を示しているという問題が生まれる。多数の金融機関と取引しているということは、1つ1つの企業との信頼関係が薄いということであり、借り入れの申し込みを受けた金融機関は、貸出に消極的になる可能性が高い。これは、レーションシップバンキングの価値の低下につながる。

次にソフトバジェット問題とは金融機関と借り手企業の関係において、借り手企業に問題が起こった時に追加融資をするという追い貸しが行われる問題である。つまり、借り手企業が業績悪化に陥っても金融機関が将来の業績向上を信じて融資を行うのである。この問題の対応には、金融機関が借り手企業に多くの担保を要求するなど優位性の確保が必要である。だが、それは借り手企業に圧力をかけ、すぐれた技術を持ちながら破綻させる可能性がある。本来なら退出すべき企業に対して、追加融資をし、存続させると、いわゆる「ゾンビ企業¹」が発生するのである。ゾンビ企業が発生すると経済活動に与える影響と

¹ ゾンビ企業とは経営が破綻しているが、銀行などの支援を受けて存続する企業のこと

星（2006）によればゾンビ企業は収益性が低い、負債比率とメインバンク依存度がともに高い、大都市圏以外に多い、非製造業に多い、という4つの特徴

して、将来高い生産性を見込むことができる新規企業の参入の妨げになることにより、産業の新陳代謝を低下させることである。また、生きながらえるために採算を度外視した価格をつけることにより同じ産業内の他の優良企業のシェアを奪ってしまうことや、製品の市場価格が下落することなどが生じる。

- 5 ゾンビ企業の存在そのものに加えて、金融機関が行う金融支援の経済への悪影響になる支援政策として、上でも述べた追い貸しと金利減免²がある。金利減免は通常ならば市場から退出することを選択する企業が市場に停滞するのを助けることになり、新陳代謝の効果を減退させることへとつながっていくのである。
- 10 最後にコミットメントコスト問題である。コミットメントとは「他に良い利益を与えてくれる相手に簡単に乗り換えるのではなく、その他の相手から得られる利益を犠牲にしてもこれまでの相手との関係が続けること³」であり、このコミットメントのコスト負担が大きくなってきているのではないかという問題がある。具体的に次の3つが問題である。
- 15 1つ目は金利水準からは正当化できない信用リスクの負担である。これには貸出の実行にあたっては信用リスクに応じた適正金利よりも低い金利での貸出しかなすべき方法がなかったり、経営状況が悪化した企業に対して従来の金利水準のまま追加的な資金供給を引き続き実施することが求められたりするようなことがある。
- 20 2つ目は地域における悪評（レピュテーションリスク）を恐れた問題の先送りである。このことは、地域によるガバナンスが働くといったメリットが期待できる反面、地域での評判を気にするあまり、過大なリスク負担を行ったり、再生が困難な企業との取引を継続したり、不採算店舗であっても撤退することなく営業を提供するといったことにつながる可能性がある。
- 25 3つ目は採算性を離れたサービスの提供である。地域社会からの期待は、長期的に見ても地域社会にとってはプラスであるが、金融機関にとってはマイナス

を持つことを明らかにした

²金利減免とは銀行などの債権者が、経営難の企業など返済困難な債務者に対して、貸付金の金利を契約時より軽減したり免除したりすることをいう

³ 山岸俊男「信頼の構造」（1998）

となる取引を金融機関に求めることにつながりかねない。さらに、金融機関でも自らにとって長期的にプラスとなる取引となるか否かの峻別が十分に行われてこなかったことで、そうした傾向が助長されてきた可能性がある。

5 こうしたコミットメントコストの負担は、避けることが困難なことがあるのは否定できないが、健全性の確保が求められるのは当然なことであり、金融機関の経営に対する適正で有効な規律付けにより、適正な金利や手数料を確保しつつコミットメントコストの発生を抑制していく必要がある。

10 ・第4章 クラウドファンディングによる資金調達

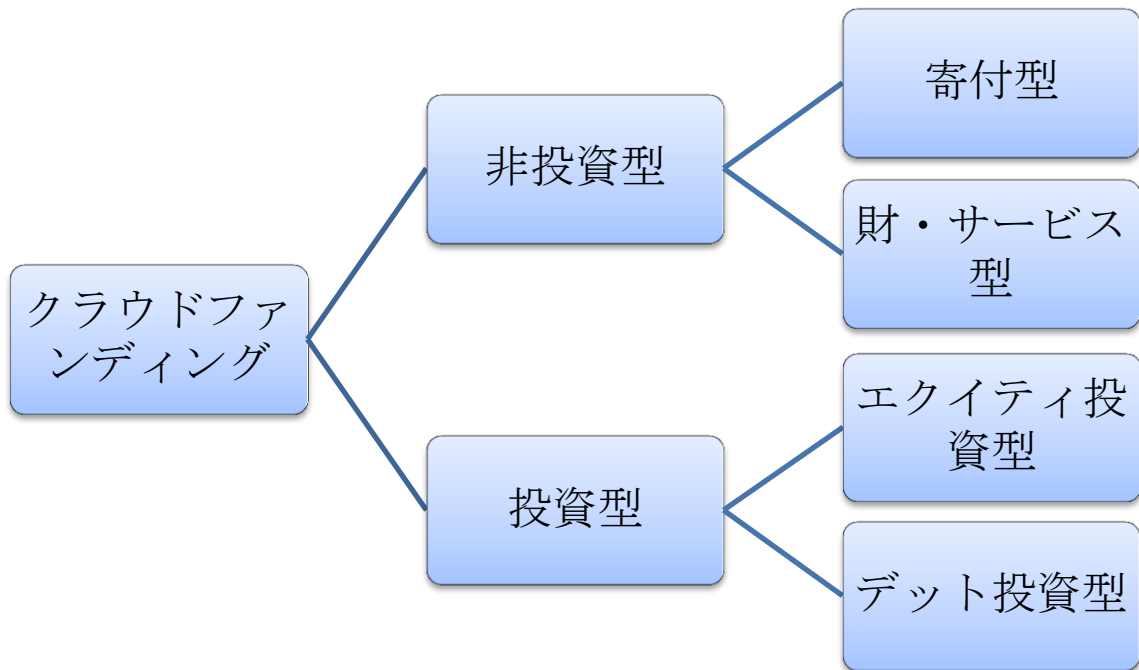
クラウドファンディングの明確な定義はなく、法律上初めてクラウドファンディングについて規定した米国 JOBS 法 (Jumpstart Our Business Startups Act) でも定義はいない。しかし JOBS 法でクラウドファンディングについて規定した第 3 章では詐欺および非論理的な情報開示を抑止しつつ行われるオンラインで
15 の資金調達に関する法律とあり、その中で投資額の制約を設けている。

更に、実態として個人投資家に分散投資の機会を提供するのではなく、多数個別・小規模事業についてウェブ・ポータルを通じて個人から小額資金を調達するものと言えるだろう。なお、投資信託との違いとしては、投資家がファンドマネージャーに個別銘柄の選定をゆだねるのではなく、自ら個別事業を選択
20 して投資することにある。

第1節 クラウドファンディングの現状

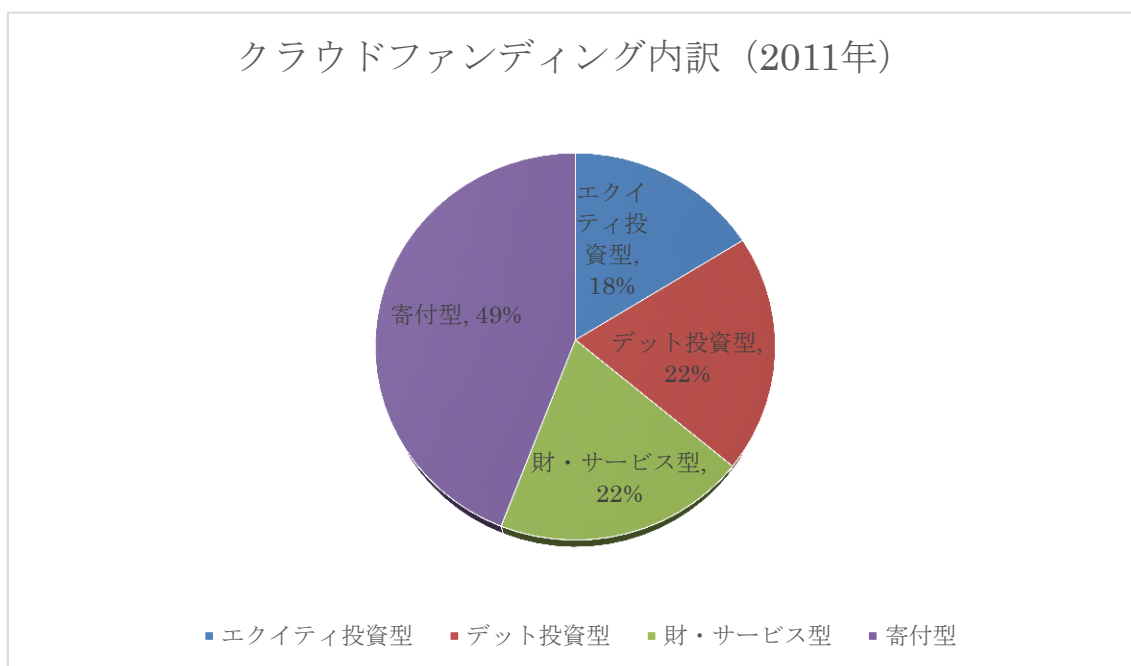
クラウドファンディングには金銭的なリターンを伴わない非投資型クラウドファンディングと金銭的なリターンを伴う投資型クラウドファンディングに分けられる。さらに非投資型は、寄付型クラウドファンディングと事業の成果物を資金拠出の見返りに入手できる財・サービス型クラウドファンディングに分けられ、投資型は株式投資によるエクイティ投資型クラウドファンディングと債権や融資によるデット投資型クラウドファンディングに分けられる。

10 図8 クラウドファンディングの分類



出所「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」より筆者作成

図 9



出所「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」より筆者作成

5

クラウドファンディングという用語はビデオブログ関連プロジェクトの資金調達を目的としたファンダブログをマイケル・サリバン氏がファンダブログを群集からの資金調達として形容するために、2006年8月にブログで用いたのが最初とされる。

10

インターネットを通じて、ロックバンドのツアー費を賄うことや、映画の製作費用を賄うといった事例は従来からあった。また、政治家がインターネットを通じて選挙資金を募るのも、群集からのインターネットを通じた資金調達ではある。しかしそれらは単一の事業や個人のための資金を調達するものであり、多数の事業を紹介するクラウドファンディングのウェブ・ポータルとは異なる。

15

複数の主体の小額資金調達をウェブ・ポータルで紹介した最初のものは、歌手や俳優などのアーティストにファンが資金支援を行うアーティストシェアとされる。その後、キックスターやインディーゴーゴーなど、次々と同様のウェブサイトが立ち上がった。2011年に入り、インディーゴーゴーやクラウドファンダー、ロケットハブといった群集とプロジェクト主唱者を引き合わせる組織

であるクラウドファンディング・プラットフォームの運営者などによるロビイング活動が活発化し、新法を求めて議会公聴会で証言することもあった。

第2節 米国データによるクラウドファンディングの考察

- 5 日本ではあまりクラウドファンディングの実証データがないため米国のデータを考察していく。下の表のデータから財・サービス型クラウドファンディングが最も人気を博していることがわかる。クラウドファンディングは従来、非投資型を中心に拡大してきた。資金拠出者からすると自分が応援したいと思える事業を直接支援できること、そうした事業の成果物を入手できること、小額
- 10 をオンラインで拠出できる気軽さなどがその理由に挙げられる。一方、資金調達者からすると銀行融資やベンチャーキャピタルの投融資対象とならないほど小規模な事業でも資金調達が可能であること、自らの事業がどれだけ世間に受け入れられるかを試すことができることなどが理由に挙げられる。

15

図 10 ウェブ・トラフィック数上位のクラウドファンディング・プラットフォーム

	名称	創設	類型	対象事業
1	Kickstarter	2009年	財・サービス型	各種プロジェクト
2	Indiegogo	2008年	財・サービス型	各種プロジェクト
3	GoFundMe	2010年	寄付型	事故・疾病、冠婚葬祭、学業等の支援
4	ChipIn	—	—	InMobi Technologies による買収後、閉鎖
5	RockerHub	2010年	財・サービス型	各種プロジェクト
6	GiveFoward	2008年	寄付型	医療費支援
7	Fundable	2012年	財・サービス型	各種プロジェクト

出所「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」より筆者作成

非投資型クラウドファンディングでは、資金拠出者は寄付金となるか、見返りとして映画の上映前鑑賞券や CD、ライブの年間指定席などの財もしくはサービスを受け取ることとなる。クラウドファンディングは音楽や映画の分野でファンから活動費を募るものであったこともあり、認知度や普及度においては上の図にあるように財・サービス型が主流だと言える。なお非投資型では金銭的なリターンが伴わないため、ブローカー・ディーラー登録等の金融仲介業者としてのライセンスは原則不要である。しかし一般商行為や消費者保護に関する法規制は適用される。資金調達的手法としては目標額に達さなくても資金調達者に資金が渡されるモデル、目標額に達さなくとも資金調達者に資金が渡るモデルがある。

投資型クラウドファンディングについては証券法の適用除外を設けた JOBS 法の制定を受けて注目が高まっている。エクイティ投資型、デット投資型があるが特に JOBS 法を受けて関心が高まっているのはエクイティ投資型である。JOBS 法のクラウドファンディング関連規定を施行する SEC 規則が策定されていないため、投資型クラウドファンディングはまだ米国には存在しないと言える。米国においてインターネットを通じて非公開の証券の募集を行うにはブローカー・ディーラー登録をするか、証券法の適用除外を受ける必要がある。ブローカー・ディーラー登録は、元々クラウドファンディングプラットフォームの運営会社は小規模の資金調達をオンライン上に低コストで実現したいため避けたところである。

第 3 節 クラウドファンディングの問題点

では日本におけるクラウドファンディングについて考察していく。特徴として初めに、寄付や、メールマガジンなどのサービスの購入等、金融ではないが、資金調達するためのインターネットサービスとして語られることが多い。たとえばクラウドファンディングを用いて寄付を募るように日本においてクラウドファンディングというと、資金調達手法と資金の性質の両方の概念を含んでいるイメージがある。次にマイクロ投資に似た方法での資金調達である。匿名組合を使った資金調達が行われていて、個人の小口投資による匿名組合により資本性借入金を供給している。そして株式形態での資本調達は取り扱われていな

いという3つの点が日本のクラウドファンディングの特徴である。

寄付型・購入型によるクラウドファンディングのメリットは運営会社にとって規制がなく参入しやすい、調達側にとってはインターネットで気軽に申請ができ審査などがない場合が多く取組みやすい、資金の出し手はクレジットカード

5 で簡単に資金拠出が可能でソーシャルメディアを通じて拡散しやすい、第三者によるデューデリジェンスやバリュエーションが必要ないという点である。デメリットは調達した資金が課税対象になる、手数料が15~20%かかる、資金の出し手にとって規制がないので分別管理や情報開示が適正に行われているかわからないという点である。

- 10 マイクロ投資による匿名組合のメリットは一定条件を満たせば資本性借入金とみなせる、すでに多くの投資家と事業者が利用している、売上に連動した分配が行われているので投資家が顧客になりやすいという点である。しかし、WEBシステム利用料や監査費用などマイクロ投資プラットフォームを利用するインシヤルコストがかかることや投資家は他の金融商品と税制上損益の通算ができないといったデメリットも挙げられる。

- 15 そこでマイクロ投資を活用し発展形としてのクラウドファンディングの手法を用いたクラウドファンディングを用いたエクイティファイナンスが注目されつつある。メリットとして資本金になる、株主として経営に関与する、大きな金額の資金調達が期待できることが挙げられる。デメリットとしては株主として
- 20 経営に関与することや、未上場の企業にとって見知らぬ個人が株式になることに不安感があるということ、また情報を開示していないことによる株主側の不安感が挙げられる。

・第5章 新たな資金調達の方法

第1節 企業の格付制度とは

企業の資金調達の方法の1つとして、第3者である企業に自らを評価してもらうことで投資家との間に生じる情報の非対称性をなくし、融資を受けやすい環境を整える格付制度というものがある。

格付性度とは格付会社が発行体からの依頼により、または依頼を受けずに、経営陣とのミーティング、財務分析、業界分析などを行い、金融商品または企業・政府などの信用力をある一定の基準に基づいて、「Aa3」「AA-」などの記号や数字を用いて表示した等級で評価する制度のことである。この「Aa3」「AA-」などと付けられた評価を信用格付といい、投資家が債券などの金融商品への投資を行なう際の参考データとなるほか、株価などに大きな影響力を持っている。

また、日本では金融庁に登録を受けた格付会社は信用格付業者と呼ばれ、2013年1月31日現在、7社存在する。その中でも、特に中小企業向けであると言えるのが、日本スタンダード&プアーズ株式会社が行っている日本SME格付⁴である。日本SME格付けは、日本の中堅・中小企業に付与するナショナル・スケールの信用格付けであり、中堅・中小企業、およびその信用力に関心のある貸出機関、取引先などに向けて提供するものであり、中堅・中小企業が金融債務を期日通りに履行する総合的な能力（信用力）に関するスタンダード&プアーズの意見を日本の中小企業間の比較において示したものである。また、その他の企業が行う格付けの規準とは大きく異なり、個々の企業に対するアナリストの主観的な評価や判断は勘案されないのが特徴である。

しかし、この制度には、売上が5億から100億の間でなければならない、最低でも5期分の財務データが必要などの前提条件や、金融債務を期日通りに履行できるのかを重視し、その企業の持つ将来性を考慮しないなどの特徴も存在する。そのため、企業の持つ真価が財務データに反映されにくいだけでなく、財務データの整備すら行っていない企業すら存在する中小企業にとってはあまり使い勝手が良いものであるとは言えないことがわかる。

⁴ SME(Small & Medium Sized Enterprise)格付けは、スタンダード&プアーズと日本リスク・データ・バンクが共同開発を行ったものである。

第2節 クラウドファンディングを応用した格付制度

これまでの内容より、現在行われている中小企業向け支援政策や金融機関による貸付制度及びその他の資金調達の方策には様々な問題点や制約があり、中小企業のかかえる資金調達においての課題を解決できているとは言い難いことがわかる。しかし、現在行われている中小企業向け支援政策や金融機関による貸付制度及びその他の資金調達の方策にももちろんメリットは存在する。では、それぞれのメリットをうまく取り入れた新たな資金調達の方策はないのであろうか。そこで私たちは、それぞれのメリットを生かしつつ、現在中小企業が抱える資金調達においての課題を解決するには、第4章で紹介したクラウドファンディングを応用した中小企業の格付制度が有効であると考えます。

この制度では、まず銀行と中小機構が主体となって会社を立ち上げ、その会社がインターネット上にサイトを立ち上げる。そこで、登録を行った企業の財務状況や企業概要及びアピールポイントを同じく登録を行った投資家に対して紹介する。そこで、銀行や投資家たちはその情報を元に投資を行うか判断をする。その後、融資を受けた企業には銀行や投資家たちに利益還元を行ってもらおう。そして、銀行や投資家たちはその還元の内容を考慮して、それぞれの企業を評価するためにレビューを書いてもらう。さらに、起業したばかりの企業や実力はあるが資金調達を十分に行えていない企業への救済策として数ヶ月に1度、各々の今後の事業計画をテーマにプレゼン大会を行い、その結果を公表することでそのような企業でも融資を受けやすくなる環境を整える。

このサイクルを繰り返すことで、企業と投資家たちとの間にある情報の非対称性を緩和することができ、投資家たちはこれまでのように時間とコストをかけることなく投資に値する企業を見つけ出すことが可能になる。加えて、中小企業にとってもこれまでのように、実力はあっても自身の規模や創業年数のせいでうまく信頼を勝ち取ることができず、十分な資金を調達することができないというような状況に陥ることを防ぐことができるようになる。

また、投資家たちはこのサイトを通じてプレゼン大会の結果や他の投資家たちのこれまでのレビューを参考にすることで、これまでは銀行がリレーションシップバンキングを長い時間をかけて行うことで手に入れてきた各中小企業の将来性などの信用情報を瞬時に把握することができる。これは企業にとっても

良いことで、これまでのような財務データには反映しづらかった自らの強みもアピールすることができるようになり、その信憑性も投資家の生の声でもあるレビューを通じて証明できるようになる。

さらに、この格付制度を利用すればこれまではトランザクションバンキングのように財務データなどの会計数値でしか判断を行えなかったリスク管理も企業の将来性や投資家たちのレビューなどの新たな判断材料が加わることで多角的に行うことが可能となる。

そして、投資家たちによる中小企業の評価件数が増え、格付の精度が増せば増すほど不良企業は自然と淘汰され、質の良い企業は効率的に銀行や投資家たちから融資を継続的に受けることができるようになるのである。

第3節 想定されうる課題

しかし、この制度を実施するには、あらかじめ解決しておくべき課題がいくつかある。

1つ目は、この制度を整備するにあたっての初期費用と維持費である。まずは、初期費用について考えていきたい。この課題については日本公庫に協力を仰ぐことで解決できる。日本公庫とは、一般の金融機関が行う金融を補完することを旨としつつ、中小企業事業をはじめとする機能を担うことで国民生活の向上に寄与することを目的とする政策金融機関である。よって、中小企業の発展を目指すという点ではこの制度も同じであるため、初期費用をまかなうための融資を受けることのできる可能性は十分にあると言える。

次に、維持費について考えていきたい。この課題については楽天市場⁵を例にあげて説明を行う。通常、メーカーなどが楽天市場に出店を希望する際、出店することで得られる広告効果やコンサルタントによるサポートを受けられるようになるための代償として出店料を支払っている。よって、この制度においても各中小企業の宣伝及び投資家との仲介を担うなどのサポートを行っていることから、各中小企業から代償として登録料を支払ってもらうのが妥当である。また、投資家たちにおいても、この制度を新たな融資先をこれまでのように時

⁵日本国内最大級のインターネットショッピングモールのことである楽天株式会社が運営を行っている。

間やコストをかけずに見つけることができるようになるサービスというふうに位置づければ、こちらもその代償として登録料を支払ってもらうのが妥当である。

5 このように、日本公庫からの融資と登録料という体制を取れば初期費用と維持費は十分にまかなえるはずである。

2つ目は、財務データを整備していない企業の取り扱いについての課題である。この課題については、経営革新等支援機関の認定制度を利用することで解決することができる。第1章の第3節でも述べた経営革新等支援機関には各地方銀行をはじめとする金融機関が数多く登録されているため、それらを通じて各中
10 小企業に人材を派遣するなどして、財務データの整備に取り掛かることが可能である。また、財務データを整備することで会計数値的には不利になる企業がいたとしても、企業概要を公表する際に自社にどれだけの強みがあるのかを明記したり、プレゼン大会で優秀な結果を残すことができれば、投資家にも融資に値すると判断され、十分に資金を調達することができるはずである。

15 3つ目は、さくらによる偽りの評価が行われてしまう可能性があるという課題である。この課題については、サイト上のシステム及び運営方法を工夫すれば解決できる。まず、このサイトに登録を行ってさえいれば、企業に対して投資を行っていなくとも評価を行うことができるという事態を発生させないためにも、実際に投資を行った投資家だけが企業を評価できるようにサイトのシステム
20 を整備する。

さらに、企業が自らの評価を上げるために投資家を買収したり、自らの社員などの関係者にわざと投資を行わせ、実際に行われた利益還元以上の評価をつけさせないためにも、企業にはあらかじめ利益還元をどれだけ行うのかという
25 目標と実際にどれだけの利益還元を行うことになるのかという報告をサイトを通じて公表してもらう。また、万が一そのような不正を行おうとした投資家並びに企業の存在が発覚した際には、このサイトの利用を停止するなどの罰則を設けることで事前に予防することができるはずである。

最後に、この格付制度の格付にはどれだけの信憑性があるのかという課題がある。この課題については、一般的に格付会社はどのようにして企業の格付を行
30 っているのかを参考にしながら説明していきたい。主に、企業の格付けは主

観ではなく公平・中立なものでなければならぬため、個人ではなく複数のアナリストを用意して行うように工夫が施されている。つまり、評価を行う投資家の数が多ければ多いほど、個人の主観ではなく投資家全体の総意となるため、情報としての質が上がり、格付の信憑性も保証されるはずである。

5

・おわりに

中小企業は 2009 年において日本全体の事業所数の 99.7%、常用雇用者数の 62.8%を占めるなど日本経済にとってなくてはならない経済基盤となっている。しかし、中小企業はその規模や力のなさから満足に資金調達を行うことができず

5 ずにいた。この状況を打開すべく、政府が中小企業向けの支援政策を行ったり、銀行によるリレーションシップバンキングなどが行われていた。しかし、今回の考察で中小企業は、政府による支援政策を満足に受け取ることができておらず、また、現在行われている銀行による貸付制度でもスムーズに資金調達を行うのは難しいことがわかった。

10 そこで現在行われている支援政策や貸付制度のメリットを残し、かつデメリットを克服するためにはクラウドファンディングを応用した格付制度が有効であると考える。この制度により、現存する企業はもちろんだが、スタートアップ企業やベンチャー企業のような新興企業でも実力さえあれば、すぐに銀行や投資家たちから融資を受けることが可能になる。

15 今回の考察は、机上の空論であるためどこまでうまく機能するかは憶測の域を出ないが、新たな可能性を見いだせたことに意義があると考えている。

・参考文献

- ・ 薮下 史郎、武士俣 友生 [編] (2006)「中小企業金融入門 (第2版)」東洋経済新報社
- 5 ・ 大久保 豊、稲葉 大明 [編] (2007)「中小企業格付け取得の時代 中小企業専用日本 SME 格付けの効用とその実際」社団法人金融財政事情研究会
- ・ 筒井 義郎、植村 修一 [編] (2007)「リレーションシップバンキングと地域金融」日本経済新聞出版社
- ・ 渡辺 努、植杉 徹一郎 [編] (2008)「中小企業金融 根拠なき通説の実証分析」日本経済新聞出版社
- 10 ・ 吉野 直行、藤田 康範 [編] (2007)「中小企業金融と金融環境の変化」慶應義塾大学出版株式会社
- ・ 清田 匡 [編] (2006)「中小企業金融をどう理解するか」創風社
- ・ 吉野 直行、渡辺 幸男 [編] (2006)「中小企業の現状と中小企業金融」慶應義塾大学出版株式会社
- 15 ・ 由里 宗之 (2003)「リレーションシップ・バンキング入門」株式会社太平印刷社
- ・ 神山 哲也 「米国におけるクラウドファンディングの現状と実態」
- ・ 秋山 太郎 「トランザクションバンキングの問題点およびリレーションシップバンキングの優位性についての一考察」
- 20 ・ 安楽城 大作 「日本経済における中小企業の役割と中小企業政策」
- ・ 柳川 範之 「クラウド・ファンディングとこれからの金融市場」
- ・ 井上 貴文 「金融機関における貸出手法の決定要因 なぜ地域金融機関でリレーションシップバンキングが機能しないのか」
- ・ 経済産業省 「中小企業・小規模事業者数の数」
- 25 <http://www.meti.go.jp/press/2013/12/20131226006/20131226006.html>
- ・ 中小企業庁 「中小企業事態基本調査」
- <http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/kihon/index.htm>
- ・ 中小企業庁 「平成 26 年度中小企業施策利用ガイドブック」
- http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/g_book/h26/index.html
- 30 ・ 中小企業庁 「中小企業白書」

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/index.html>

- ・ 中小企業庁 「経営革新等支援機関」

<http://www.chusho.meti.go.jp/keiei/kakushin/nintei/index.htm>

- ・ 金融庁 「中小企業等に対する金融円滑対策について」

5 <http://www.fsa.go.jp/policy/chusho/enkatu.html>

- ・ 金融庁 「地域密着型金融」

<http://www.fsa.go.jp/policy/chusho/index.html>

- ・ スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ 「日本 SME 格付け」

<http://www.standardandpoors.com/ratings/smeratings/jp/jp>

10 ・ 楽天株式会社 「楽天市場出店」

<http://art-f-s.com/rakuten/>

- ・ 中小機構

<http://www.smrj.go.jp/about/>

- ・ 日本政策金融公庫 「業務の概要」

15 <http://www.jfc.go.jp/n/company/summary.html>