

2019 年 「証券ゼミナール大会」

第 1 テーマ

「国内非上場企業の資金調達について」

東北学院大学 伊鹿倉ゼミナール C 班

目次

	はじめに	3
5	第1章 非上場企業の資金調達	4
	1.1 非上場企業の定義と経済社会における役割、取り巻く環境	4
	1.2 非上場企業の資金需要	10
	1.3 非上場企業の資金調達手段	12
	1.3.1 伝統的な資金調達手段	12
10	1.3.2 新たな資金調達手段	15
	第2章 非上場企業の資金調達の現状と課題	19
	2.1 非上場企業の資金調達の現状	19
	2.2 非上場企業の資金調達問題の原因	23
15	2.3 非上場企業の資金調達問題の伝統的解決策	29
	第3章 非上場企業の資金調達環境の改善に向けた新たな方策	34
	3.1 知的財産担保融資	34
	3.2 事業性評価の向上	36
20	3.3 クラウドファンディング	38
	おわりに	46
	参考文献	47

はじめに

日本全体の株式会社のうち上場企業は1%にも満たず、そのほとんどが非上場企業である。本稿ではテーマにある非上場企業のうち、比較的資金調達が容易である大企業と区別し、中小企業に焦点を当て提言する。

- 5 2019年9月、内閣府が発表した2019年4月～6月期のGDPは年率1.3%のプラスであり、3四半期連続のプラス成長となった。また、財務省が発表する法人企業統計によれば、日本企業全体の経常利益は2010年度から9年連続で増加しており、2013年度以降、過去最高を更新し続けている。以上を踏まえ
- 10 て、失われた20年からの再出発は順調であり、日本の経済は長期的な成長を遂げているといえる。その背景には、日本企業全体の99.7%を占める中小企業があることから、日本の経済を左右する影響力があるといえる。

- その一方で、少子高齢化による働き手の不足や拠点地域の過疎化など、中小企業において様々な課題が挙げられる。その中で最も重要な課題は「資金調
- 15 達」である。社会的な信用力が低い立場にあり、金融機関にとって高リスクである中小企業は日本の経済を支えているのにもかかわらず、適切な資金調達を行えているとは言い難い。近年、クラウドファンディングやソーシャルレンディングなどといった資金調達の手段は多様化しており、環境の改善が進んでいる。しかし、依然として資金調達に苦労している中小企業は数多く存在する。
- 20 新しい活路を見出す中小企業の成長が今後の日本の経済にとって必要不可欠であるといえる。

そこで本稿では、まず第1章で非上場企業の定義と資金調達の手段について述べ、第2章では資金調達の現状と課題について原因を分析し、伝統的な解決方法について述べる。第3章では資金調達環境の改善に向けた新たな方策を述べ、非上場企業のさらなる発展について提言する。

第1章 非上場企業の資金調達

1.1 非上場企業の定義と経済社会における役割、取り巻く環境

非上場企業の定義

- 5 非上場企業とは、証券取引所で株式の売買が行われていない企業のことを指す。企業の上場には厳しい基準が設けられているため、日本の企業は多くが非上場企業であるといえる。非上場企業には、規模や性質の異なる企業が多数含まれるが、本稿では主に中小企業について取り扱う。

10 中小企業の定義

中小企業白書によると、中小企業とは、中小企業基本法に基づき、図表 1 に該当するものを指す。これは量的基準であり、資本金と従業員数の 2 つの基準によって分類されている。

15

図表 1 中小企業の定義

業種	中小企業		うち小規模事業者
	資本金または従業員		従業員
製造業 その他	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	5000万円以下	100人以下	5人以下
小売業	5000万円以下	50人以下	5人以下

出典：中小企業庁「中小企業白書 2019」より作成

- 20 また、量的基準において中小企業の基準を満たしていても中小企業と分類し
難しい場合がある。大企業から全面的な出資を受けている企業は、社員が親企業からの出向、取引上において大企業と関わりが密接など、法的には中小企業であるが大企業の別動隊として機能することがある。このような企業を中小企業とは区別して扱い、中小企業政策の運用上においては独立性が考慮されている。

非上場企業の経済的役割

2016年時点における日本の民営非一次産業の企業数は358.9万社にのぼり、そのうちの99.7%にあたる357.8万社が中小企業であることが図表2からわかる。製造業・非製造業別でも前者が99.5%、後者が99.7%と中小企業の割合が極めて高い。

また、日本の民営非一次産業の従業者に占める中小企業の割合は7割程度であるとされており、雇用の多くを占めているといえる。

中小企業は、企業数や従業者数において日本で大きなシェアを占めており、日本の経済基盤を支える存在である。経済を成長させるには、中小企業の支援が不可欠であると考えてよいだろう。

図表2 日本の企業数と中小企業の割合

	全企業	中小企業		大企業
			うち小規模企業	
全産業 構成比(%)	3,589,333 100.0	3,578,176 99.7	3,048,390 84.9	11,157 0.3
うち製造業 構成比(%)	382,478 100.0	380,517 99.5	327,617 85.7	1,961 0.5
うち非製造業 構成比(%)	3,206,855 100.0	3,197,659 99.7	2,720,773 84.8	9,196 0.3

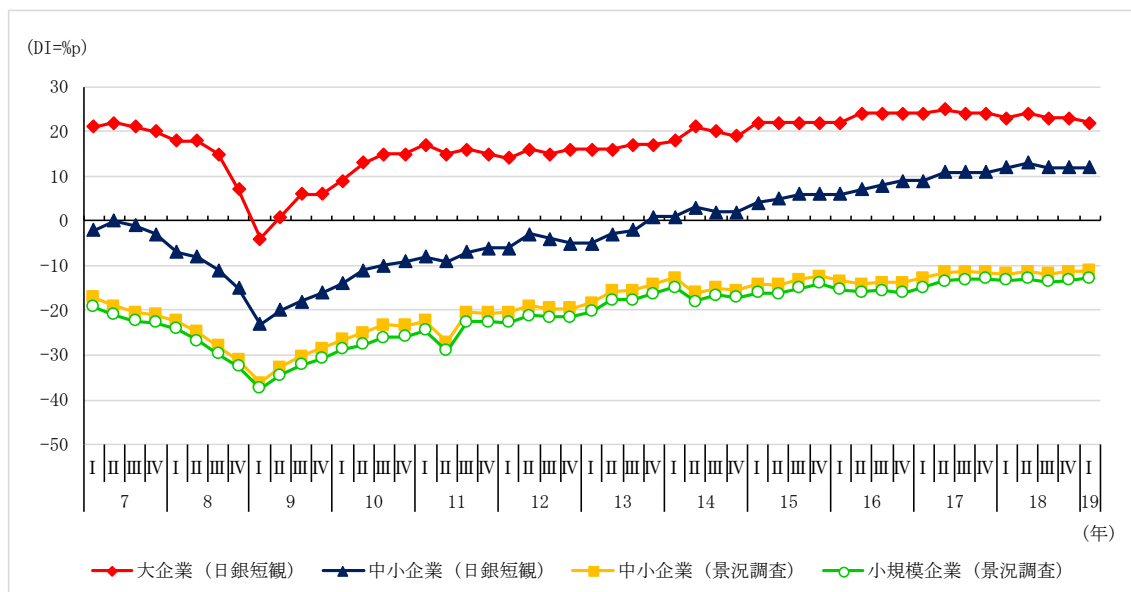
出典：総務省「26年経済センサス - 活動調査」より作成

非上場企業を取り巻く環境

中小企業を取り巻く環境は絶えず変化している。以下の図表 3 では企業規模別資金繰り DI の推移を示している。

5

図表 3 企業規模別資金繰り DI の推移



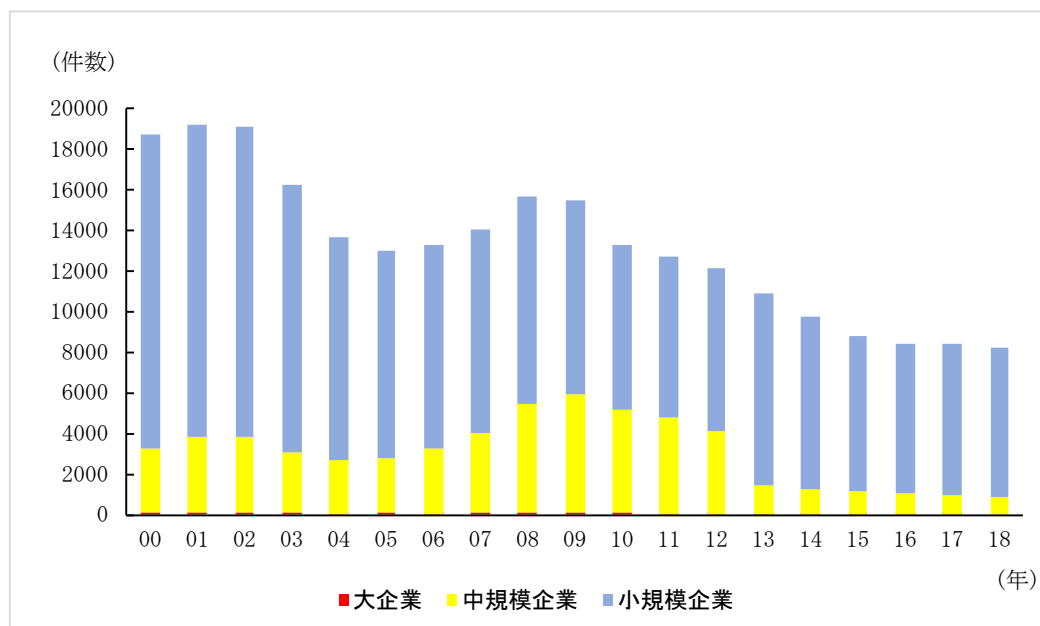
出典：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

中小企業庁「中小企業景況調査」より作成

- 10 中小企業の資金繰りの状況に着目すると、日銀短観・景況調査どちらも 2009 年に大きく水準が下がっていることがわかる。これは、2007 年に米国のサブプライム・ローン問題が表面化したことで金融市場は不安定さを増し、2008 年米国五大投資銀行であるリーマンブラザーズの破綻を契機に発生したリーマン・ショックが原因であると考えられる。政府はこの危機の対応として、金融緩和を行うほか、緊急保証制度やセーフティネット貸出を実施・拡充した。2009 年には、金融危機・景気低迷による中小企業の資金繰り悪化や倒産の増加を防ぐことが目的である、中小企業金融円滑化法が施行された。当初は約二年間の時限立法であったが、依然として業況や資金繰りは厳しい状態にあったことから、二度期限が延長され、2013 年 3 月をもって終了した。

20

図表 4 企業規模別倒産件数の推移

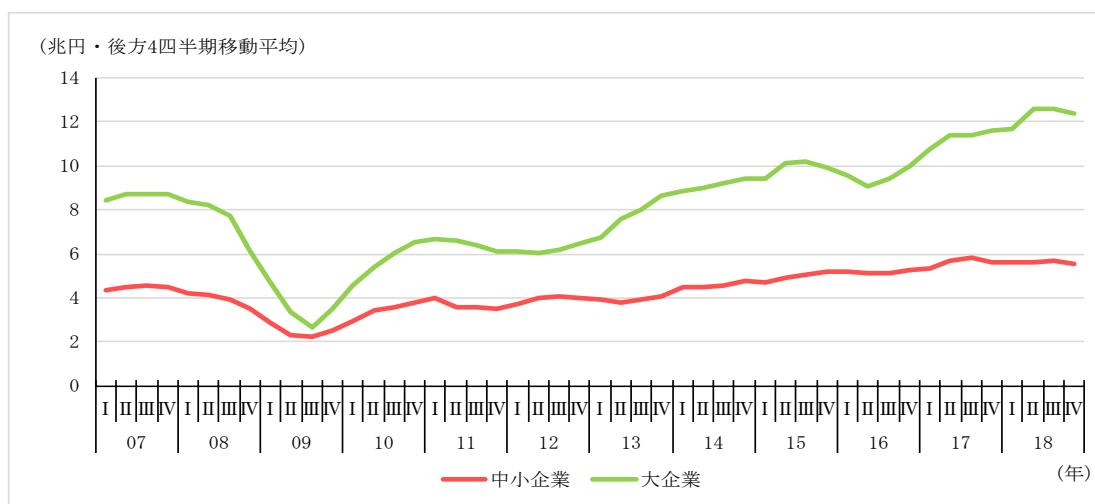


出典：東京商工リサーチ「倒産月報」より作成

- 5 図表 4 は企業規模別倒産件数の推移を示したものである。リーマン・ショックにより企業の倒産件数は上昇したが、中小企業金融円滑化法を施行以降、中規模企業の倒産件数は減少しているほか、小規模企業についても倒産件数の大部分を占めるものの、同様に減少傾向にある。

10

図表 5 企業規模別経常利益の推移



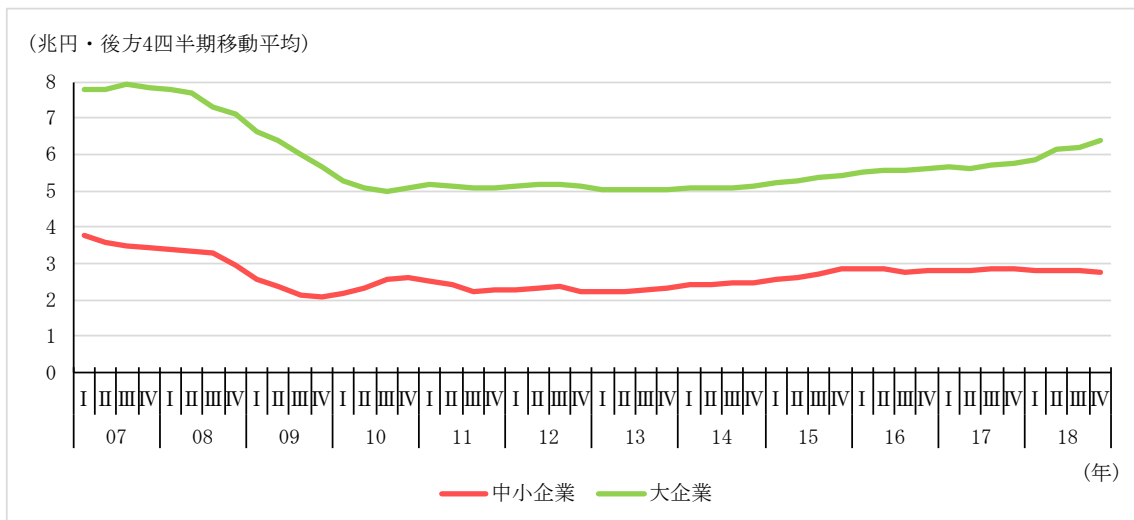
出典：財務省「法人企業統計調査季報」より作成

図表 5 は企業規模別経常利益の推移を示したものである。経常利益もまた、大企業と中小企業ともにリーマン・ショック直後の 2009 年に大きく減少しているが、その後は回復傾向がみられる。2018 年の中小企業の経常利益は、やや横ばいではあるが、過去最高水準である 2017 年とほぼ同水準で推移している。

5 現在、中小企業は資金繰り DI が上昇傾向にあり、倒産件数も減少を続けている。また経常利益も高水準にあることから、金融危機時と比較すると、中小企業を取り巻く環境は改善傾向にあるといえる。しかし、規模の小さい企業については改善度合いが中規模企業と比較して小さく、経営が厳しい状況にある企業も少なくないことが考えられる。

10 他方で既存の中小企業の設備投資額が伸び悩み、製造業・非製造業ともに設備の不足が増大している点が課題とされている。

図表 6 企業規模別設備投資の推移

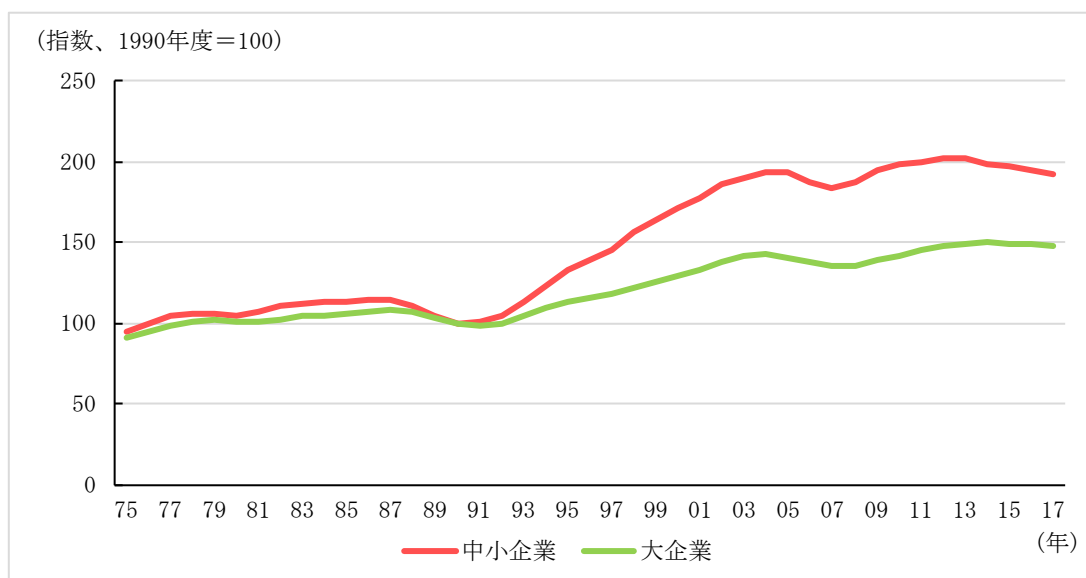


15 出典：財務省「法人企業統計調査季報」より作成

図表 6 の設備投資の推移をみると、大企業、中小企業ともにリーマン・ショック直後の 2009 年に大きく減少している。大企業については 2014 年までは横ばいで推移しているが、2015 年から投資額の増加がみられ、2018 年では 6.4 兆円
 20 の投資となっている。一方、中小企業については、2013 年以降増加の傾向がみられたが、2016 年以降はほぼ横ばいで推移しており、2018 年は 2.8 兆円と大企業との差は拡大している傾向にあることがわかる。

また、設備を新設してからの経過年数を示す設備年齢の推移において、大企業と中小企業で設備年齢が同水準である 1990 年度の設備年齢の指数を 100 とすると、中小企業の設備年齢はその後、大企業を上回る勢いで上昇している。大企業の設備の老朽化が 1990 年度の約 1.5 倍であるのに対して、中小企業は約 2 倍老朽化が進んでいることが図表 7 からわかる。

図表 7 企業規模別設備年齢の推移



出典：財務省「法人企業統計調査季報」より作成

10

中小企業が設備投資を行う際の障害として第一に『「事業見通しが立てにくくなった」、「主力納入先からの受注見通しが立てにくくなった」などといった事業環境見通し』の場合がある。第二に『「既存の金融負債が多すぎる」、「キャッシュフローの余裕がない」、「収益率が低い」、「賃金の調達が困難」など企業財務面の制約¹⁾』の場合がある。リーマン・ショック後はこれらの障害が顕著にみられたことが、中小企業の設備投資の減少・老齢化の原因であるだろう。

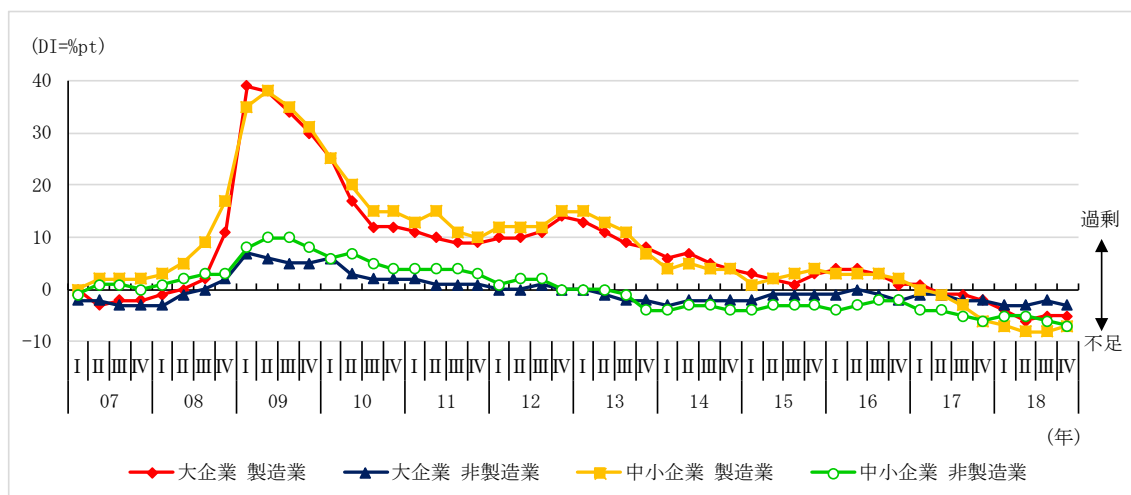
15

図表 8 の設備判断 DI について推移を確認すると、全体的にリーマン・ショック後から設備の過剰が解消されている。製造業においては、2017 年第 2 四半期までは大企業と中小企業の水準に差はほとんど無かった。しかし、2017 年第 3

¹⁾ 『中小企業の経済学』（岡室博之 2016）p. 112

四半期以降、中小企業の方が大企業に比べ不足感を感じている。非製造業もまた、2013年第3四半期までは大企業と中小企業における差はなかったが、2013年第4四半期以降は中小企業の方が不足感を感じている。

5 図表 8 企業規模・業種別生産・営業用設備判断 DI の推移



出典：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

10 1.2 非上場企業の資金需要

非上場企業の資金需要とは、企業の活動において必要となる資金である。資金需要は、運転資金、設備資金、その他の資金需要の3つに大別される。

① 運転資金

15 運転資金とは、短期間で反復して必要となる、企業が通常の営業活動を行うために必要となる資金である。売上げである資金の受け取りより、資金の支払いが先行し、実際に企業が売上げを受け取るまでのつなぎの資金となる。

企業が一定の規模で経営を継続していくために必要な資金である経常運転資金、企業が生産や売上げを増加させる際に必要となる増加運転資金生産、原材料や製品の在庫を保有するために必要な資金である在庫資金に分類される。また運転資金は、売掛金、受取手形、在庫、買掛金、支払手形といった要因によって大きさが左右される。

20

②設備資金

設備資金とは企業が生産能力の拡大・合理化のために、工場の建設や機材の導入などに用いる資金である。企業が成長・発展していくには継続的に設備投資を行い、競争力を維持していく必要がある。また、必要な資金の額が大きい

5 ことが特徴であり、資金需要において大きな割合を占める。

設備投資は、新しい工場の建設や製造ラインの増設など生産・販売を増やすための増産投資、老朽化した設備を新しいものに取り換えるための更新投資、生産を効率化しコストを削減する合理化投資の3つに分類される。

10 ③その他の資金需要

その他の資金需要として、賞与資金、決算資金、赤字補填資金などがある。

多くの企業では6月と12月に従業員に対し、賞与を支給し、この際に必要となる資金が賞与資金である。企業では通常、賞与資金のために短期の借入れを行い、その後の売上げで返済していくことになる。業績が順調な時期には賞与

15 が増加する傾向があるため、賞与資金に対する需要は高まるといえる。

企業では、事業年度の決済を行い、配当金や役員賞与、法人税などを支払う。この際に必要となる資金が決済資金と呼ばれ、銀行等からの短期借入によって賄われるのが一般的である。

事業が赤字に陥った際に、その赤字を埋めるための資金を赤字補填資金という。また、取引先の企業の業績悪化や倒産により、売掛金や受取手形となっていた売上代金を受け取れなくなった場合においても必要となる。赤字補填資金は既に発生した赤字の埋め合わせのため、銀行は融資を敬遠する。それは、融資を行ったとしても返済されない可能性があるためである。そのため、赤字補填資金は企業自身が事業を黒字転換させ、得られた利益によって返済していく

25 必要がある。

1.3 非上場企業の資金調達手段

1.3.1 伝統的な資金調達手段

5 伝統的な資金調達手段は、内部資金による調達と外部資金による調達の2つがある。

内部資金

『企業が営業活動を通じて生み出した資金²』である内部資金は、企業が得た利益から利益処分を差し引いた内部留保と、時間の経過とともに価値が減少する機械や建物を使用する期間にわたって徐々に費用としていく減価償却が含まれる。内部資金は企業にとっては、最も使いやすい資金である。その理由として、企業が保有している資金であるため、新たに調達する必要がないこと、返済が不要であること、利子や配当を払う必要がないことが挙げられる。

外部資金

15 外部資金は「直接金融」と「間接金融」に分類され、直接金融には、社債や株式、間接金融には、銀行やABLなどが含まれる。

直接金融

20 社債や株式の発行により、投資家から直接調達を行う方法が直接金融であり、証券会社が企業と投資家の間に入り、資金調達を円滑化する役割を持つ。直接金融は、負債による調達と資本による調達の2つに分けられ、前者は社債の発行、後者は株式の発行にあたる。

社債

25 主に大企業や中堅企業が長期資金を調達する手段であり、企業が債権を発行して資金調達を行う。社債の特徴は、償還期限が決まっていて、期限までに企業は元本を返済する必要がある。また、社債の保有により、企業に対する「議決権」を持つことは不可能であり、社債の発行には担保が必要ない。償還方法においては、満期一括償還が多いことも特徴として挙げられる。社債には普通社債、コマーシャル・ペーパー、ワラント債などがある。さらに、普通社債は公募債と私募債に分けられ、公募債は上場企業による発行が中心である。一方

² 『入門 企業金融論』（中島真志 2016）p.30

で、私募債は発行企業の資格要件が緩和され、ディスクロージャーの義務がなく、発行の手続きが簡素化されているため、中小企業に適した発行形態である。

株式

5 株式は、株式会社が自己資本を調達するために発行する有価証券であり、企業にとって重要な資金調達の方法である。非上場企業が資金を調達するには、株式市場で株式を公開する方法がある。このように、非上場企業が新規に株式を上場することを、IPO（新規株式公開）と呼ぶ。日本取引所のJPXレポートをみると、リーマン・ショックの影響で2009年は19件と最低水準であったが、以降は徐々に上昇し、2018年には97件と約5倍にも増えた。

10 また、株式に関連してM&Aという手法がある。中小企業はM&Aの実施目的として、売上・市場シェアの拡大や事業エリアの拡大、経営不振の企業の救済などがある。中小企業白書によると、近年では2011年からM&Aの件数は上昇傾向がみられ、2017年にはおよそ3000件にも上る。

間接金融

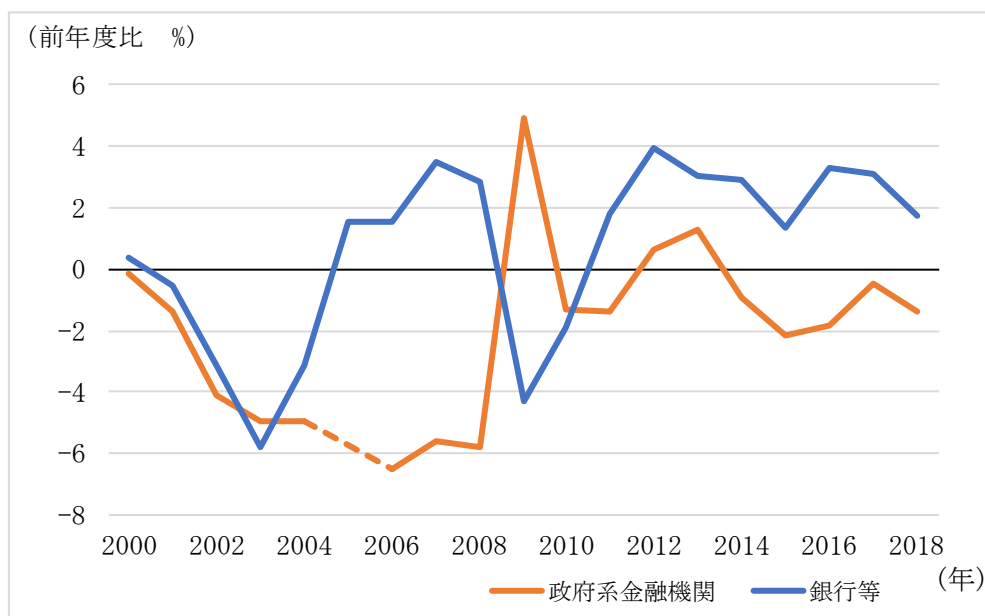
15 間接金融とは、金融機関を介して資金調達を行うことである。企業にとっては、銀行からの借入金が間接金融にあたり、銀行は預金者から資金を集め、それをもとに企業へ貸出を行う。

銀行

20 借入先の代表的な金融機関に銀行がある。貸手となる銀行として、都市銀行や地方銀行といった国内銀行や信用金庫、信用組合といった民間金融機関と、商工組合中央金庫や日本政策金融公庫といった政府系金融機関が挙げられる。図表9は、2000年代の政府系金融機関と銀行を含む民間金融機関の貸出伸び率を図示している。これをみると、民間金融機関の貸出伸び率は2009年を境に上昇していき、2011年以降は下降もみられるがプラスとなっている。逆に、政府系金融機関はマイナスに転じており、民間金融機関が政府系金融機関を補う形となっている。

25

図表 9 政策金融機関と民間金融機関の貸出の伸び率



出典：日本銀行「資金循環統計」より作成

- 5 また、銀行からの借入が中心である中小企業においては、メインバンクの存在は重要である。メインバンクとは、借入を行う企業にとって、借入残高が最も多い銀行を指し、企業が特定の銀行との間で親密な関係を築いている。メインバンクは平常時においては、借入企業に対し安定的な資金提供やモニタリング活動を行うが、経営危機に陥った場合には、メインバンクが中心となって救済策を講じる。具体的な措置としては、貸出金利の減免やリスケジュール、債務免除、債務の株式化といった方法がある。

担保

- 15 担保とは、銀行から融資を受けるときに、借入金の返済を保証する仕組みである。担保の種類として、物的担保と人的担保がある。物的担保とは、不動産、有価証券、預金といったものがあり、貸手が一定の財産的な価値を確保することで、万が一のときでも回収できるようにするために行われる。それに対し、人的担保とは、「ヒトの信用」で貸出が返済されない場合に備えるもので、保証といわれるものである。

保証

保証は人的担保であると上記で述べたが、保証とは債務者が借入の返済が不可能になった際に、保証人が債務者の代わりとして返済を行う仕組みである。保証には制度があり、中小企業が金融機関から円滑に資金を借りられるように、信用保証協会が保証する仕組みを信用保証制度と呼ぶ。信用保証制度は連帯保証人や担保がなくても長期借入が可能であり、それぞれのニーズに合った保証制度がある。

10 1.3.2 新たな資金調達手段

上記では伝統的な資金調達手段について述べたが、ここでは新たな資金調達手段について述べる。新たな資金調達手段として、ABLとクラウドファンディング、シンジケート・ローンについて説明する。

ABL (Asset Based Lending)

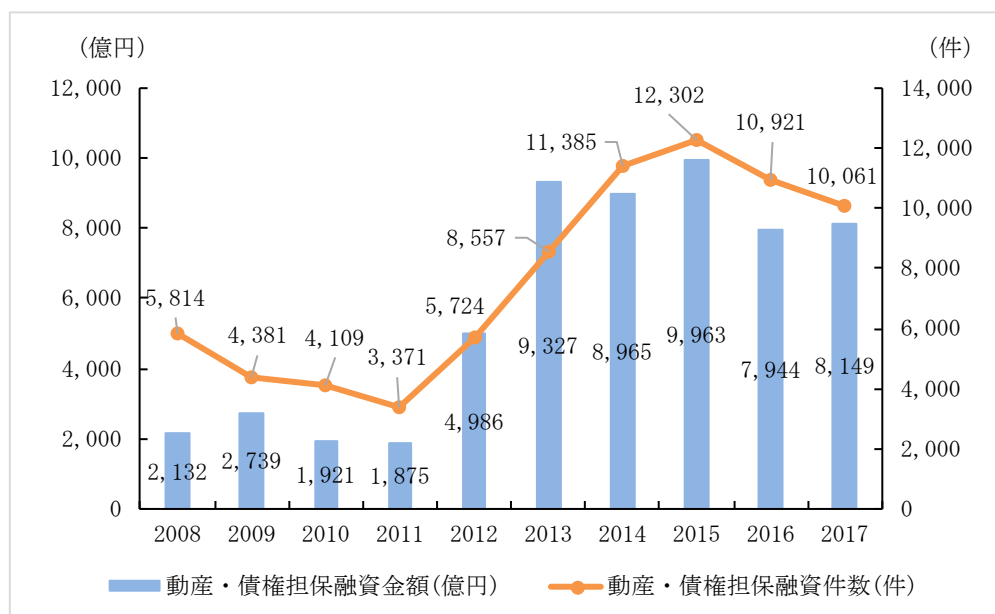
15 『企業が保有する在庫や売掛金などを担保とする融資手法³』である。ABLの仕組みは、企業は融資申し込みを行い、それに対し銀行が売掛金や在庫の担保の評価を行う。それにより、融資枠を決定し、企業は担保として売掛金や在庫を提供し、銀行は融資を行う。

20 従来の金融機関の融資担保は不動産が主であったが、不動産価値の下落による担保価値の低下を受け、不動産に依存した融資からの脱却が求められている。これを受けて近年ではABLが推進されている。ABLを利用することで、事業の拡大だけでなく縮小にも資金調達が対応できること、必要な運転資金額に応じて借入ができるというメリットがある。

25 図表10は、ABLの融資金額と融資件数の推移を表したものである。2012年から融資金額は大幅に増加し、2013年には9327億円にまで増加している。2015年以降は減少傾向がみられる。件数をみると、2008年から2011年にかけて減少の傾向がみられるが、2012年以降大きく増加していき、2015年から2017年にかけては減少している。

³ 『入門 企業金融論』（中島真志 2015）p.154

図表 10 ABL の融資金額と融資件数の推移



出典：帝国データバンク

「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書 2019」より作成

5

クラウドファンディング

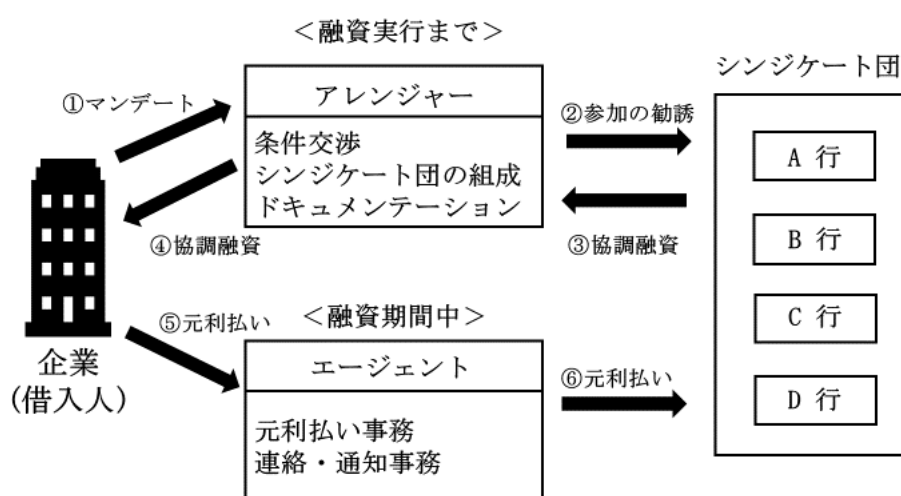
クラウドファンディングとは、ITを活用した資金調達の方法である。インターネットを通じて不特定多数の人々から資金調達することからそのように呼ばれている。クラウドファンディングの仕組みとして、資金調達を検討している人がクラウドファンディングのサイトを利用して資金を募集し、その募集のページをみた多数の人々から出資を受けることで資金調達が可能にしている。中小企業はクラウドファンディングを利用することで、会社を設立して間もない、必要な資金が少額であるなどといった理由から、金融機関から調達できない企業が、クラウドファンディングのサイトでプロジェクトをアピールすることで、資金調達が可能になる。

2017年度の「国内クラウドファンディングの新規プロジェクト支援額」は1700億円にもものぼり、2014年度の222億円の6倍以上にもなっている。

シンジケート・ローン

- シンジケート・ローンとは、『複数の銀行がシンジケート団を形成して、同一の契約書に基づいて、同一の貸出条件で行う貸出⁴』を指す。このことから、協調融資や「シ・ローン」とも呼ばれ、比較的大きな資金調達ニーズに複数の銀行が対応するために用いられる。仕組みは図表 11 のとおりである。

図表 11 シンジケート・ローンの仕組み



出典：『入門 企業金融論』より作成

⁴ 『入門 企業金融論』（中島真志 2015） p. 107

シンジケート・ローンのメリットとは以下の通りである。

図表 12 シンジケート・ローンのメリット

金融機関取引の強化	財務体質の強化
<ul style="list-style-type: none">・ 資金調達手段の多様化・ 新たな取引金融機関の開拓・ 銀行取引の安定化・ 機動的な資金調達	<ul style="list-style-type: none">・ 借入長短比率の是正・ バランスシートのスリム化・ 金融コストの削減・ 柔軟な返済条件の設定
事務の効率化	IR 効果
<ul style="list-style-type: none">・ 条件の均一化・ 金融機関との交渉負担軽減	<ul style="list-style-type: none">・ 強固な資金調達力のアピール・ 先進的な企業イメージの定義

出典：三菱 UFJ 銀行「シンジケートローンについて」より作成

第2章 非上場企業の資金調達の実状と課題

2.1 非上場企業の資金調達の現状

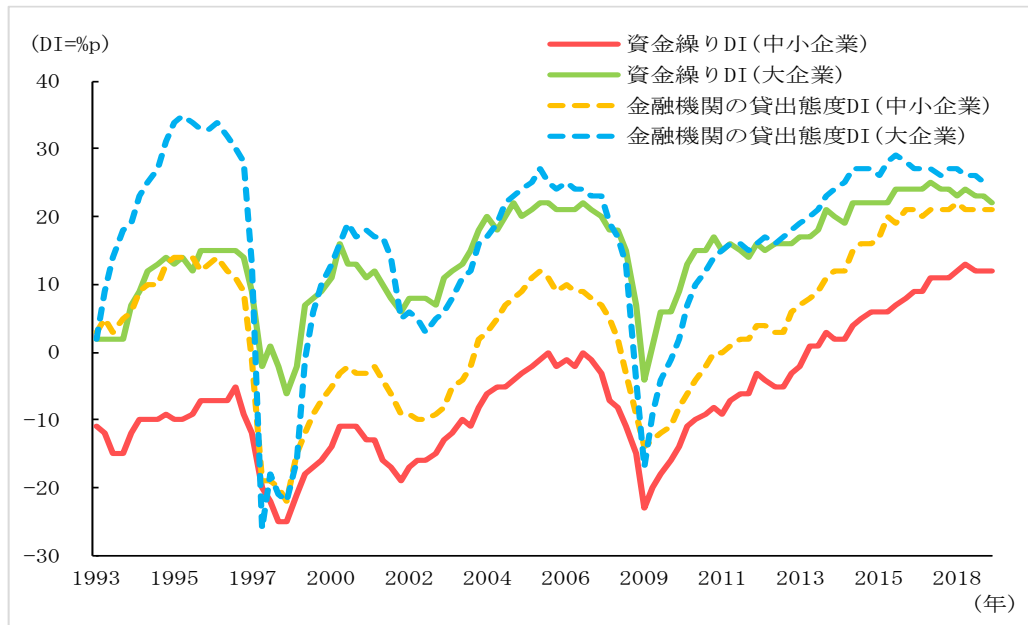
5 事業を展開するためには資金が必要である。売上を計上し、入金される前に仕入れや給与の支払いが発生するため、運転資金も欠かせない。設備投資をすると、一時的に多額の資金が必要になることもある。しかし、社会的な信用が低い非上場企業の資金調達は容易ではないのである。

10 非上場企業の成長を支える金融について表しているのが以下図表 13 の資金繰り・金融機関からの借入難易度の推移と図表 14 の企業規模別に見た金融機関からの貸出の推移である。

非上場企業が成長投資を進めるためには資金供給が必要である。現状、非上場企業の資金繰りや、非上場企業に対する金融機関の貸出態度は改善傾向にある一方で、金融機関から非上場企業への貸出は、大企業ほど伸びてないことがわかる。

15 次に、企業規模別に国内銀行から企業への融資額の推移を見てみると、バブル崩壊から 90 年代後半にかけて大きく落ち込んでいる。リーマン・ショック以降は、大企業については回復しているが非上場企業は横ばいで、金融機関からの借入は難しい状況にあることが見て取れる。

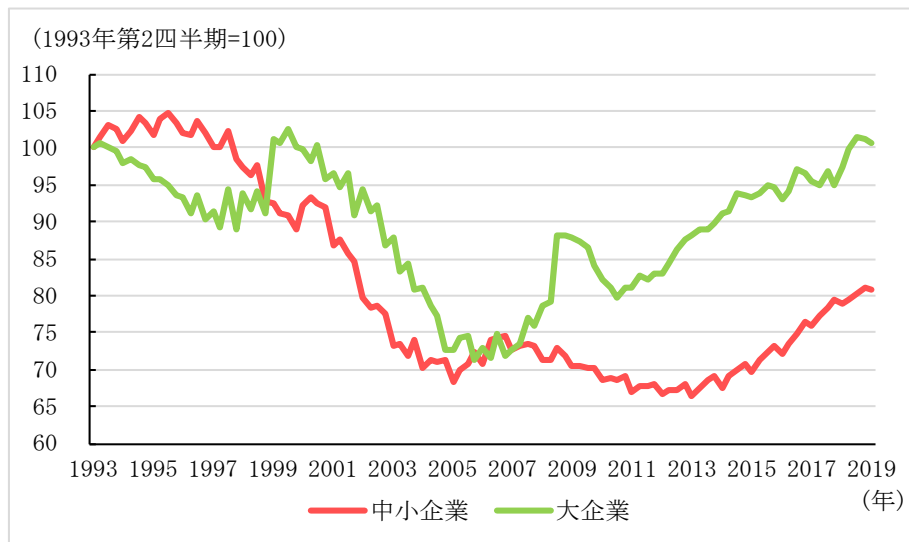
図表 13 資金繰り・金融機関からの借入難易度の推移



出典：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

5

図表 14 企業規模別に見た金融機関からの貸出の推移

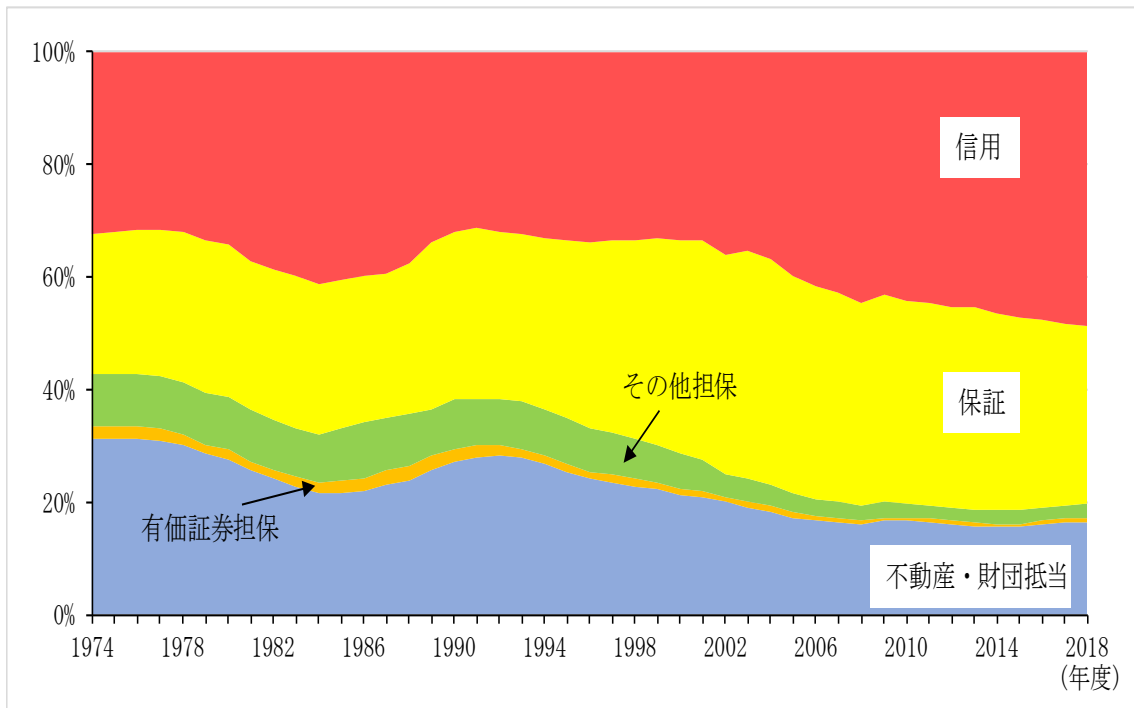


出典：日本銀行「貸出先別貸出金」より作成

図表 15 は、日本国内の銀行による貸出について、担保・保証の有無別の割合を示している。一番上の部分は無担保無保証の貸出であり、それ以外が担保・保証付きの貸出を示している。比率を見てみると、担保・保証付きの貸出は 2000

年代前半まで一貫して6割から7割の間にある。ただし、近年では担保・保証に依存しない貸出が重視されてきており、そのことを反映して2000年代中頃から信用貸しの比率が4割を超えている。なお、担保・保証付き貸出の中では、昔は不動産を担保とする貸出が多かったが、最近では保証付き貸出が最も多いこと、それ以外の担保を用いる貸出はあまり多くないことがわかる。

図表 15 貸出金の担保別割合の推移



出典：『金融』より作成

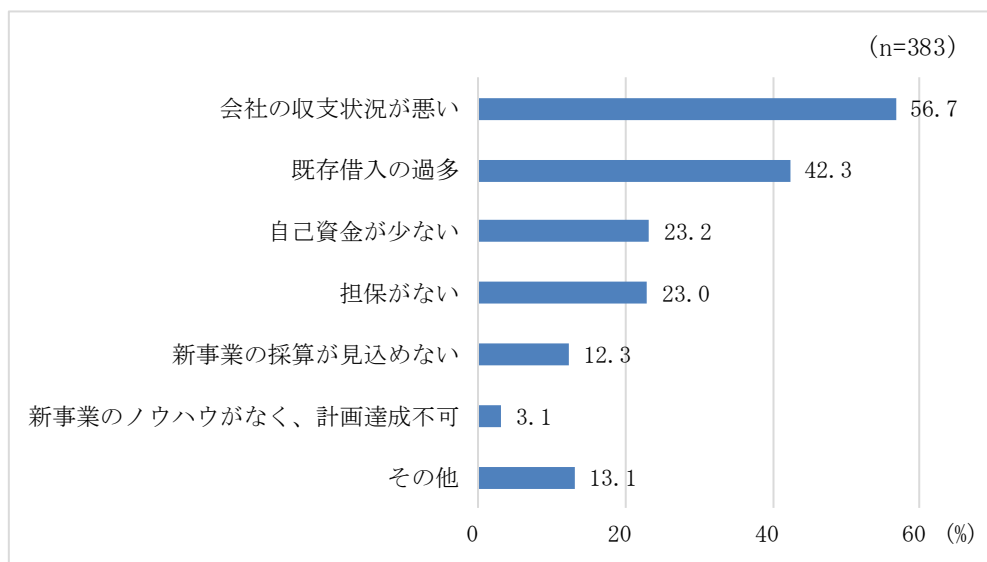
10

経営課題を解決するための投資計画を企業が金融機関に相談したが、融資を断られた経験がある企業の理由について表したのが図表 16 である。最も多いのが「会社の収支状況が悪い」で 56.7%であり、次に多いのが「既存借入の過多」で 42.3%である。逆に、「新事業の採算が見込めない」は 12.3%、「新事業のノウハウがなく、計画達成が不可である」が 3.1%と、新しい事業の内容を理由に融資されなかった企業は少ない。このことから、現在の事業の状況の悪さを理由で融資を断られた企業が多く、金融機関が企業の新しい投資への融資を審査するとき、新事業の計画内容よりも現在の収支状況と財務状況を重視してい

15

ることがわかる。すなわち、これらが悪ければ、新しい事業を展開する際に金融機関から資金を調達することは容易ではないことがわかる。

図表 16 金融機関が支援を断った理由



5

出典：中小企業庁「中小企業白書 2016」より作成

2.3 でも述べているが、資金調達が難しい中小企業は全国の県や市に所在する信用保証協会が一定の保証料の支払いと引き換えに保証を行う、信用保証制度がよく利用されている。

10

図表 17 には、信用保証協会による保証に関して、2008 年度から 2018 年度までの期間における保証付き債務の数と残高が示されている。これによると、2008 年度から 2014 年度までは件数で 300 万件前後、残高としては 30 兆円前後の企業の借入に対して信用保証協会が保証を行っていることがわかる。しかし、2015 年度から件数と残高共に推移が落ちていることがわかったが、件数と残高の規模を見てみると頼っている中小企業が多いことに変わりはないことがわかる。

15

図表 17 信用保証協会の保証債務の件数と残高

年度	件数	残高（兆円）
2008	3,432,308	33.9
2009	3,389,640	35.9
2010	3,294,020	35.1
2011	3,282,380	34.4
2012	3,189,748	32.1
2013	3,068,922	29.8
2014	2,949,589	27.7
2015	2,796,391	25.8
2016	2,623,498	23.9
2017	2,473,377	22.2
2018	2,332,923	21.1

出典：全国信用保証協会連合会「信用保証実績の推移」

2.1 では、中小企業の資金調達の現状について見てきた。ここで明らかにな
 5 ったことは、中小企業は大企業に比べて資金調達が容易にできないことである。
 貸出態度は改善されているが、大企業ほど調達できていないのである。

原因として、中小企業の収支状況の悪さや自己資金が少ない・担保がないか
 らであり、信用保証協会に頼っていることがわかった。

2.1 の現状を受けて、資金調達問題の詳しい原因と改善策を次の節から述べ
 10 ていくとする。

2.2 非上場企業の資金調達問題の原因

非上場企業が資金調達する際に発生する問題の原因を考えたい。非上場企業
 15 が資金を調達する際にすべての企業が問題なく資金調達できるとは限らない。
 これは金融取引をする際に生じる障害が関係している。

① マッチング問題

お金を貸したいと考える投資家とお金を借りたいと考えている企業は多く存在する。しかし、取引相手を見つけられなければ貸し借りは成立しない。相手は存在するが取引できない。これがマッチング問題である。エンジェル投資家の例を考える。

5

図表 18 日米のエンジェル投資の比較

	日本	アメリカ (2012年)
エンジェル投資額	約 9.9 億円 (2011年)	229 億ドル (約 2.3 兆円)
エンジェル投資件数	45 件	67000 件
エンジェル投資家数	834 人 (2010年度)	268000 人
非上場企業数	390 万社	1820 万社

出典：野村総合研究所「平成 26 年度起業・ベンチャー支援に関する調査」

より作成

10

この図表 18 は日本とアメリカのエンジェルの数を比較したものである。アメリカに対し、日本は企業数に対するエンジェル投資家の割合は圧倒的に少ない。日本では投資家の目に留まる魅力がない限り、現実的にエンジェル投資家を見つけることは難しく見つけるには時間と労力が必要になるだろう。

15

② ニーズの違い

資金を必要としている人、資金に余裕のある人がいる中でそれぞれの希望する貸し借りの条件にははっきりとした違いがある。

図表 19 潜在的な借手と貸手のニーズ

	潜在的な借手のニーズ ＝資金が必要な人たち	潜在的な貸手のニーズ ＝資金に余裕がある人たち
期 間	長い プロジェクトが終わるまで返 済できない	短い 必要な時に回収できるのが望 ましい
金 額	大きい 企業の投資にはまとまった大 きな金額が必要になる	小さい お金に余裕があっても額は大 きくない人が多い

出典：『金融のエッセンス』より作成

まずお金を借りる側のニーズを考える。資金を必要としている企業経営者た
 5 ちの多くは、長期間かつ多額の資金の提供を望んでいる。企業が長期間の資金
 を望んでいるのは、企業の投資が利益を生み出すのが一般に長いからである。
 同じように企業が行う研究開発も長い投資機関を必要としている。ビジネスに
 必要な資金の額が大きいため、借手はまとまったお金を長期間借りたいと望ん
 10 ている。他方、資金に余裕のある投資家は短期間で少額の資金提供を望んでい
 る。大金を持つ資産家もいるがのち多くは資金があるが少額である。貸し倒れ
 のリスクを分散させるために、借手に対して貸してもよいと考えられる資金の
 額は少額となる。

③貸し倒れリスク

15 貸し倒れリスクの原因として結果の不確実性が考えられる。借手が最大限の
 努力を行っても運悪くお金を返せない事態に陥ることが考えられる。農業のビ
 ジネスをする際には天候や病虫害に利益が左右される可能性がある。天災や事
 故など、貸す時点で完全に予見することは不可能であるため、このような不確
 20 実な要素が貸し倒れの第一の原因と考えられる。貸し倒れリスクの第二の原因
 として、情報の非対称性によるものが考えられる。もともと借手に返済能力や
 意思がないために起こる貸し倒れのリスクである。楽観的な事業計画を立てて
 いる企業や事業を遂行する能力がない企業に貸した場合に貸し倒れが起きるの

は当然である。借りた企業が返す気がなく、返す努力をしない場合にも貸し倒れが起こる。返済の能力や意思は、取引相手に関するため貸手にはわからない。これが情報の非対称性問題である。情報の非対称問題は金融だけでなく様々な経済取引で問題を引き起こす。

5

④逆選択

逆選択は取引するモノの質が買手にはわからないために、質の悪いモノばかりが市場で取引される問題である。取引するモノの質が買手にもよくわかる場合にはより質の良いモノが選ばれるのが普通である。質の悪いモノは買手がつかず市場から消える。しかし、質が買手にわからない逆のことが起こる逆選択が発生する。

10

⑤モラルハザード

モラルハザードは、行動を観察できないことが原因である。契約後に契約相手の不利益になるような行動を取ってしまうことを広く指す。身近なモラルハザード現象では火災保険が考えられる。保険会社は過去の火災に関する統計データから、火災の起きる確率を割り出し、火災保険の保険料と保険金を決める。問題なのは火災が起きる確率は、被保険者の不注意や災害を抑止する努力に大きく影響される。火災保険に入り安心した結果火の始末を怠り火災のリスクがある行動をしてしまう。このモラルハザードは、被保険者の注意や努力が第三者にわかるものであれば、保険者が努力しない場合の対応がなされるためモラルハザードを防ぐことができる。現実には注意や努力は第三者には観察できないために、対策をしようとするならばコストがかかり、プライバシーを侵害してしまう可能性がある。モラルハザードは被保険者の注意と努力が保険会社などの第三者には観察できないために起こる典型的な情報の非対称性の問題である。

20

25

逆選択とモラルハザードは、ともに情報の非対称性が原因で起こる点で似ているが、何が非対称な情報かに違いがある。逆選択における非対称な情報はモノや人のタイプが性質で簡単には変わらない。これに対し、モラルハザードにおける非対称な情報は人の行動、意志で変えられる注意や努力である。2 つは

30

異なる現象である。逆選択、モラルハザードは金融取引で起こりうる問題である。返済能力の低い借手ばかりが借りに来る逆選択問題、借手がお金を返そうとしなくなるモラルハザード問題、この問題を解消するために担保の設定や情報生産活動で対処しているが、逆選択やモラルハザードを完全に防ぐことはできない。

⑥ 金融取引のリスク

『経済学で厳密な議論を行う場合、不確実な状況を2つに分けて考えるとする。「何が起こりうるか」と「どのくらいの確率で起こりうるか」がわかっている状況とわかっていない状況である。前者にはリスクという言葉が使われ、後者には不確実性という言葉が使われる。「サイコロの振った結果がどうなるかわからない」のはリスクであるが「宇宙の遙かかなたにある星は何かわからない」のは不確実性である。資金調達問題の原因として、リスクに注目する。「何が」「どのくらいの確率で」起きるのか過去の経験からある程度わかる場合が多いためリスク分析で十分な状況は多数ある。⁵⁾』

図表 20 金融取引に伴うリスク

返済のリスク	貸した額に見合うだけの十分に返済が行われないうリスク
信用リスク（債務不履行リスク、貸し倒れリスク）	（事前に返済を約束していたのに）約束通りの返済が行われないうリスク
市場リスク	（金融市場における証券価格の変動により）約束通りの返済が行われないうリスク
資金不足のリスク（流動性リスク）	必要な時に資金が不足するリスク

出典：『金融』より作成

⁵⁾ 『金融』（内田浩史 2016）p. 59

最も代表的なリスクは、十分に返済が行われないリスクである。お金を貸した相手が信用できる人だとしても、将来その人が事故や病気にかかり貸したお金が返済されない可能性はゼロではない。貸した額に見合うだけの十分な返済が行われないリスクを返済のリスクと考える。返済のリスクが大きい、十分な
5 お金が返ってこない可能性が高い場合、貸手は貸さないはずである。このリスクに対処しなければ貸し借りは起こらないため返済のリスクは金融取引に伴う代表的な取引費用の1つである。

返済のリスクの中には約束していた通りの返済が行われない、という信用リスク（債務不履行リスク、貸し倒れリスク）が含まれる。信用リスクは、貸手
10 が返済をすることを約束していた場合にのみ発生するリスクであるため、約束していない場合には発生しない。返す約束がない貸し借りはないと考えることもできるが、株式型証券が例である。株式型証券は返済のリスクは大きい、信用リスクがない証券である。他方、株式を含め、金融市場で取引されている証券の場合、証券自体を売却することによっても返済を受けることができる。
15 この形の返済についても、将来いくらで売れるかわからない、という意味で返済のリスクが存在する。このリスクは、返済のリスクの中でも金融市場における証券の価格が変動することによって発生するリスクであり、特に市場リスクと呼ばれている。

返済のリスクと並んでもう1つ重要なリスクが、資金不足のリスクである。
20 これは、資金が必要な時に資金が足りないというリスクである。十分な返済が行われるかどうかという経済のリスクは主として借手側に起因するリスクであるが、返済が約束通り行われるとしても、金融取引が貸手側に発生するリスクによって行われない可能性がある。将来が不確実なのは貸手も同じで、将来事故や病気によって大きな資金が必要になる可能性はゼロではない。こうした資
25 金不足のリスクは金融取引に深くかかわっている。

2.3 非上場企業の資金調達問題の伝統的解決策

2.1 と 2.2 では、非上場企業の資金調達の現状と原因について述べてきた。続いて 2.3 では、非上場企業の資金調達問題の伝統的解決策について述べていくとする。

5 流動化

流動化とは、金融取引の過程で生み出された証券を満期前に転売することである。金融取引で貸し借りが行われると貸手のもとには返済期限がくるまで資金が返ってこない。このため、資金不足のリスク（流動性リスク）に直面している人は、資金が手元にあったとしても、将来いつ資金が必要になるかわからないため、お金を貸そうとしないのが一般的である。流動化が可能な場合、急に資金が必要になったとしても、証券を売ることによって資金を得ることができる。そうすると、将来いつ資金が必要になるかわからない人でも、安心して資金を貸すことができる。将来の流動化が保証されている証券には、資金が提供されやすくなり、貸し借りが促進されるのである。

15

証券設計

証券設計は、返済のリスクを原因とする取引費用を削減し、貸し借りを実現するための方法は、返済のリスクに応じて貸し借りの条件を調整することである。この調整は、貸し借りの条件を定めた証券をうまく設計することで行われる。

20

返済確率を高めるための方法として、証券に様々な追加条件を加えることが行われる。ここで、条件として財務制限条項と優先権の2つを挙げるとする。

(1) 財務制限条項

財務制限条項とは、何か返済に問題がありそうな場合にすぐ返済してもらうことを予め約束しておくことである。企業の資金調達においてよく盛り込まれる条件である。例を挙げると、それまでよりも利益が減った企業や、急に借入を増やした企業、突然会計報告のやり方を変えた企業などは、返済が危ぶまれる事態が発生している可能性が高くなる。そこで、一定の利益を維持する（利益維持条項）、一定以上の借入を行わない（借入制限条項）、むやみに決算期を

25

変更しない（決算期の変更条項）といった条件を予め設定しておくことが貸し借りに大きく影響する。

(2)優先権

- 貸手が複数の場合に限るが、返済確率を高めるために追加される貸し借りの条件として、優先劣後関係の設定がみられる。これは、債券の場合にはほかの貸手よりも優先して返してもらうこと、株式の場合にはほかの株主よりも優先して配当を受け取れることを予め定めるのである。優先権の設定は、貸手が返済を受ける可能性を高め、返済のリスクを小さくする。このため、返済のリスクを原因とする期待効用の減少が抑えられ、貸手は資金提供に応じやすくなる。

10

情報生産

- 金融取引を行う前に借手のことを調べ、返済のリスクの小さい借手を選んで貸すことが返済確率を高めるのである。情報生産によって、返済に関する不確実性を小さくでき、モラルハザードや逆選択といった情報の非対称性を小さくすることができる。

15

情報生産のタイプと主体として、審査・モニタリング（監視）・ディスクロージャー（情報開示）・シグナリングが挙げられる。

(1)審査

- 貸す前に行う情報生産のことである。借手に情報提供を求め、自ら調査して収集することである。返済の不確実性、あるいは事前の情報の非対称性を小さくするのに役立つ。

20

(2)モニタリング

- 貸した後に定期的に借手のところに足を運び、経営状況を把握する情報生産のことである。問題がありそうな場合にはアドバイスをを行い、貸し借りの条件を変更し、場合によっては資金を引き上げて返済のリスクを小さくすることができる。

25

(3)ディスクロージャー

- 借手側が行う情報の非対称性を解消するための情報生産のことである。情報を開示するという行動自体が優良企業であるという情報となり、優良な借手と問題のある借手を区別するのに役立つ。

30

(4) シグナリング

自ら発信する情報を用い、情報を持つ側が自ら行う情報生産のことである。例として、自己資金の提供が挙げられる。借手が事業資金として貸手から借りた資金だけでなく自己資金を使用すれば、事業が立ち行かなくなると自分が困るため返済しようと努力するというというシグナルを送る。

担保と保証

担保は、借手が返済を行わない場合に、予め定めた特定の資産を貸手に譲り渡すことを約束することである。担保に取られる資産は様々である。例を挙げると、金融機関の企業向け貸出であれば、借手企業が持つ土地や建物、生産のための設備・機械や自動車といった資産に担保が設定される。また、中小企業向け貸出であれば、経営者の自宅、個人向けの住宅ローンであれば、その資金を使って購入した住宅や土地も担保になる。さらに、企業が持つ商品などの在庫や企業が取引先企業から受け取ることになっている代金である売掛金など、動産と呼ばれる資産を担保に取ることも挙げられる。

保証は、借手が債務不履行を起こした場合に、予め設定しておいた借手以外の第三者（保証人）が代わりに返済を行うことを約束することである。資金調達が難しい中小企業は、全国の県や市に所在する信用保証協会が一定の保証料の支払いと引き換えに保証を行う、信用保証制度が利用されている。この制度は、最終的に国が損失を負担する仕組みのもとで運営されている公的な保証である。銀行や信用保証協会による保証と個人保証の違いとして、保証人である前者が複数の保証を同時に行っていることが挙げられる。

担保・保証の効果として、単に信用リスクを小さくすることだけではなく、モラルハザードや逆選択の問題にも対処することができる。

モラルハザードの問題の解決では、貸手に貸してもらうために、価値のある資産を担保として提供させることができれば、資金を借りる可能性は高くなる。また、価値ある担保の提供を阻止したい企業は、経営努力を怠らざうようになり、モラルハザードの問題の可能性を低くすることができる。

逆選択の問題の解決では、事前の情報の非対称性が存在する場合、担保は情報を持っていない側が情報を引き出すスクリーニングの手段を用いる。これ

は、情報を持つ各タイプの借手からすると、示されたいくつかの契約の中から自分にとって最も望ましいものを選べる。このように、情報の非対称性があるにも関わらず、情報を持つ側に自ら情報を示すような行動させ、わからない情報を引き出すことがスクリーニングである。

5

ファンド

様々な投資家から資金を受け入れ、投資家に代わって専門家が多様な証券や資産に分散投資する仕組みは、ファンドと呼ばれる。投資信託もファンドの一種である。

10 投資信託とは、不特定多数の投資家から集めた資金を、様々な証券に対して投資する仕組みである。投資信託は、専門家に財産を管理・処分してもらう信託と呼ばれる制度を利用した分散化の仕組みである。分散化とは同じ金額を貸す場合に、1人あるいは少数の借手にたくさん貸すのではなく、多くの借手に少しずつ分けて貸すことである。

15 投資信託の特徴は、投資家が自ら借手を選ぶ必要がないということである。どのような借手に貸すかという方針は投資信託ごとに決まる。投資家はその方針を踏まえて投資信託を買うが、その方針に基づいて具体的に誰に貸すのかを決めるのは、資産運用の専門家である運用会社である。また、一般の人々から集めた資金を投資するという点では、年金の保険料を集めて投資・運用する年金基金もファンドの一種になる。株式市場に上場されている企業以外の企業の株式に投資するプライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）、PEファンドの中でもリスクを取って高成長を目指すベンチャー・ファンド、証券に限らず多様な資産・商品に投資し、様々な取引手法を駆使してリスクを調整しながら利益を追求するヘッジ・ファンドがある。

25

証券化

証券化とは、対象となる複数の証券から得られる収益を返済の原資として、新たな証券を発行し、投資家に購入してもらう仕組みである。証券化できる資産は、基本的に安全性の高い資産であり、例を挙げると不動産やキャッシュフローの見込める事業、ローン債権などである。

30

- 証券化の特徴は、原資産を保有している原資産保有者（オリジネーター）が、オリジネーターとは別の SPV（特別目的事業体）に原資産を売却し、原資産を購入した SPV が原資産を裏付けとして証券を発行して、投資家に売却することである。SPV の枠組みとしては、SPC（特別目的会社）や株式会社、合同会社、信託などが活用されている。SPV は、証券化において原資産を譲り受ける対象となる事業体のことであり、オリジネーターからも投資家からも独立した原資産の管理運用を目的とする事業主体である。

証券化の 3 つのメリット

- ① 証券化商品では、原資産がオリジネーターから切り離されているため、オリジネーターの信用力に左右されずに原資産の価値に着目して投資が可能である。
- ② 証券化商品では、優先劣後の関係によって、原資産にリスクがある場合でも安全性が高い証券を生み出せる。
- ③ 証券化商品は、伝統的な資産である株式や債券とはリターンやリスクの性質が異なるため分散投資となる。

証券化は、分散化と流動化を組み合わせたうえで新たに作られる証券に優先劣後関係を設定している。

第3章 非上場企業の資金調達環境の改善に向けた新たな方策

3.1 知的財産担保融資

5 中小企業は大企業と比較して情報の非対称性が大きいと、貸手が企業に対して融資を行った場合、確実に返済されるとは言い難く、企業の信用が乏しいとされる。そのため、企業は融資によって資金調達を行う際、担保を求められる。従来は不動産担保による融資が主流とされていたため、土地や建物といった固定資産を有していない場合は融資を受けることが難しく、大企業と比べると不利な貸出であるといえる。

10 この資金調達環境を改善する方策として、知的財産担保融資について考える。

知的財産担保融資とは、第1章でも取り扱ったABLに含まれ、特許権や商標権、著作権、意匠権などといった無形の知的財産を担保として融資を受ける制度である。従来型である不動産担保融資などと比べ、知的財産を担保にすることが可能であるため、土地や建物などの固定資産を持っていない場合でも融資
15 を受けることができる。

特許技術をはじめとした知的財産の価値評価は主に下記の3つの評価法がある。

①原価法（コスト・アプローチ）

20 原価法は、知的財産を入手・開発するために要するコストを基準に評価額を設定する方法である。そのうち、過去の所要コストを考慮し評価するものを歴史原価法といい、現時点で知的財産を入手・開発する場合に必要なコストを算出する方法を置き換え原価法という。

歴史原価法で評価する場合、過去の所要コストが客観的な資料となるため、
25 誰が評価しても同じ額になる可能性が高いとされている。しかし、原価法によって定めた評価額は技術の収益力を反映していないという問題もある。

②取引事例比較法（マーケット・アプローチ）

取引事例比較法は、類似の知的財産が取引された事例を参照し、その評価額
30 を基準とする評価方法である。現時点で実際に取引されている評価額であるた

め、信頼性のあるものだといえる。しかし、通常、取引事業間で秘密保持契約が締結され、詳細が外部に公表されることはないため、取引に関する情報を得ることは難しいというのが現状である。

5 ③収益還元法（インカム・アプローチ）

収益還元法は、担保として用いられる知的財産がもたらす利益や採算性、将来性を考慮して評価する方法である。この方法は、原価法の持つ問題を克服しているというメリットを有している。しかし、この方法は仮定や前提を設定し、将来の収益予測を行うため、その予測に基づいた評価結果が実現される保証がない。また、設定に関して評価者の主観的な判断が介在しやすく、評価の客観性を担保することが容易ではないという問題も挙げられる。

以上の評価法の中でも、収益還元法は特に国際標準的な方法として用いられており、資産評価法のグローバルスタンダードを形成していると考えられている。今日までも資産評価の標準的手法として広く推奨され、評価方法の根幹をなしてきた。つまり、知的財産担保融資の主な課題は収益還元法の課題であると考えられる。

収益還元法の課題である評価の客観性を維持するためには、過去の取引事例や知的財産の評価基準など様々なデータを収集する必要がある。そのためには、特許を取扱う専門機関と金融機関の知識やデータの共有を深めることが重要であると考えられる。したがって、知識やデータを共有することで多方面からの評価が可能となり、評価の客観性を維持できるだろう。

今後課題を解決し、企業が事業資金を調達するために知的財産を活用すると、従来の資金調達よりも良い条件で融資交渉を進められる可能性がある。また、知的財産は企業の独自性があるため、金融機関の企業に対する優劣の判断材料となる。したがって、情報の非対称性という問題は知的財産担保融資により解消されると推測される。

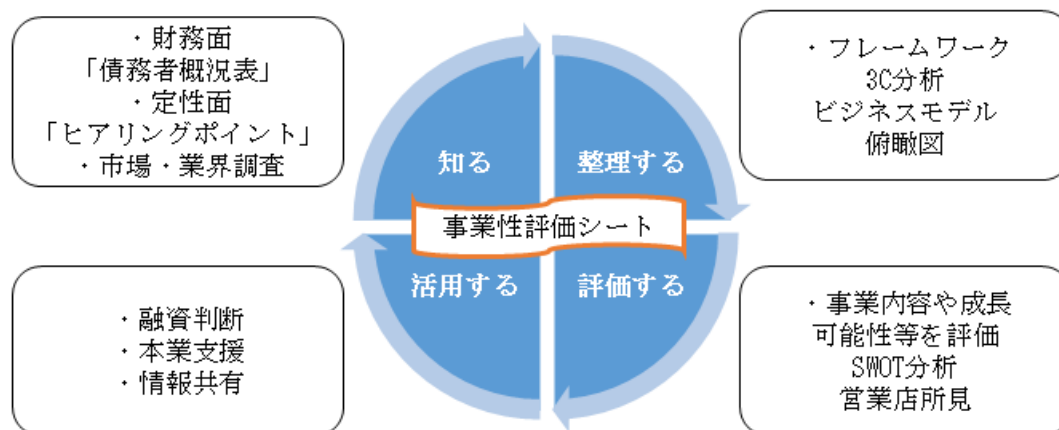
3.2 事業性評価の向上

第2章では、金融取引において、返済のリスクや信用のリスクといった様々なリスクが存在することを述べている。このようなリスクは情報の非対称性によって引き起こされるが、金融機関は審査や監視といった情報生産活動により、その非対称性を解消しようとする。しかし、これらの行為により、中小企業は新しい事業への資金調達が困難になっているのも事実である。そこで、方策の2つめとして、事業性評価の向上を提案する

まず、事業性評価とは『金融機関が現時点での財務データや保証・担保にとらわれず、企業訪問や経営相談等を通じて情報を収集し、事業の内容や成長可能性などを適切に評価する⁶』と金融庁で定義している。事業性評価の仕組みを図示したのが図表21である。事業性評価は、事業性評価シートに基づいて評価されるが評価だけで終わらない。始めに取引先の事業面について知り、定性的な事業面の情報を整理する。そして、事業内容や成長可能性を評価し、そこから融資の可能性を見出し、情報共有するなどしてその評価を活用する。

15

図表 21 事業性評価の仕組み



出典：信金中央金庫「金融調査情報 28-16」より作成

⁶ 金融庁「円滑な資金供給の促進に向けて」

『金融機関の中小企業への貸出行動についてみると、金融機関が融資する際に担保・保証以外で考慮する項目として多かったのが、「財務内容」と「事業の安定性、成長性」⁷』である。また2.1でも述べたが、金融機関が企業の投資計画を断った理由について、「会社の収支状況が悪い」「既存の借入の過多」

5 「担保がない」といった理由が挙げられている。中小企業白書では、正しい事業性評価に基づいた融資を推進していくためには、『金融機関が貸出判断力を高める必要がある⁸』と述べられている。実際に金融機関では、貸出判断力を高めるために「財務内容分析に関する教育」や「経営内容把握に関する教育」といった貸出判断力の向上に向けた取り組みがなされている。

- 10 このような取り組みがなされているが、事業性評価は十分に機能していないと考えられる。企業ヒアリング・アンケート調査の結果では金融機関に対する厳しい声として、『「金融機関は依然として担保や保証に依存している印象がある」「借入れがなくても、金融機関はいつでも融資できるようにと保証は外さないなど変化はみられない」⁹』という指摘があった。信用保証協会による
- 15 と、2018年の保証債務の件数は約233万件で残高は約21兆円であった。件数と残高は年々減少傾向である。しかし、金融機関から融資を受けることが困難であるために保証制度を利用する企業が多いことに変わりはない。また、アンケート調査では、『銀行側の都合に合わせた融資提案だけでなく、企業が融資を必要とした時には、これまでの実績を十分に考慮した上での、迅速な判断と
- 20 対応をお願いしたい』という意見がある。このように、事業性評価が十分でないのは、判断する銀行員の目利き能力が発揮されていないからだと考える。

- 銀行員の目利き能力を向上させるために、それに精通した専門家による指導が有効ではないだろうか。実際に、2015年には「地域金融機関向け短期トレーニング制度」が設けられた。これは、政府系ファンドの地域経済活性化支援
- 25 機構（REVIC）が銀行員を対象に行っているもので、財務状況や担保に関係なく、企業の将来性を見極めて融資する手法を訓練し、事業の将来性見極める目利き力を育成する狙いがある。また、「特定専門家派遣業務」というサポート

⁷ みずほ総合研究所（2015）「中小企業の資金調達に関する調査」

⁸ 中小企業庁 中小企業白書（2016）第2章

⁹ 金融庁（2016）「企業ヒアリング・アンケート調査の結果について」

があり、経営コンサルタントや財務のプロといった専門的なノウハウを持った人材を派遣する業務である。派遣される専門家は、金融機関等が行う事業性評価や事業者の課題解決に対する助言等を行う。実際に、REVICを利用した人の声として、様々な業種や、ストラクチャーなどに関する知見や、事業相談から

5 支援決定までのノウハウを学ぶことができ、経営改善支援などに役立っているという意見がある。

資金を調達する企業だけでなく、資金を融資する側も努力していく必要があるだろう。

10

3.3 クラウドファンディング

①クラウドファンディングとは

クラウドファンディングは中小企業などがクラウドからファンディング（資金を集める）する、つまり広く一般から資金を集めることである。インターネットを通じて少額の資金を多数の人から資金調達をすることを指す。

15

図表 22 クラウドファンディングの種類

寄付型	寄付として資金を集める
購入型	購入代金の前払いとして資金を集める
投資型（ファンド型）	株式やファンドへの出資の形で資金を集める
融資型（貸付型）	貸付の形で資金を集める

出典：『金融』より作成

20 寄付型クラウドファンディングは文字通り、何らかの事業・プロジェクトに対する寄付である。

購入型クラウドファンディングは報酬型とも呼ばれプロジェクトの出資に対して、商品やサービスなど非金銭的リターンがもたらされ、日本で最初に普及したクラウドファンディングである。購入型クラウドファンディングの多くは

25 達成後支援型、即時支援型のタイプに分けられる。達成後支援型は資金調達額が事業者自ら設定した目標金額に達成した場合のみ実行される。目標達成でき

なかった場合全額返金される。即時支援型は社会事業への寄付などを目的とした見返りを求めないプロジェクトなどで利用されている。目標金額の達成に関わらず実行されるが、寄付の性格が強くリターンがわずかなものもある。

- 5 貸付型クラウドファンディングは匿名組合契約を利用した貸付を、インターネット上のプラットフォームを介して行う。利率は高いがデフォルトリスクも銀行の融資に比べて高く元本の保証もないためミドルリスクミドルリターンとみなされている。

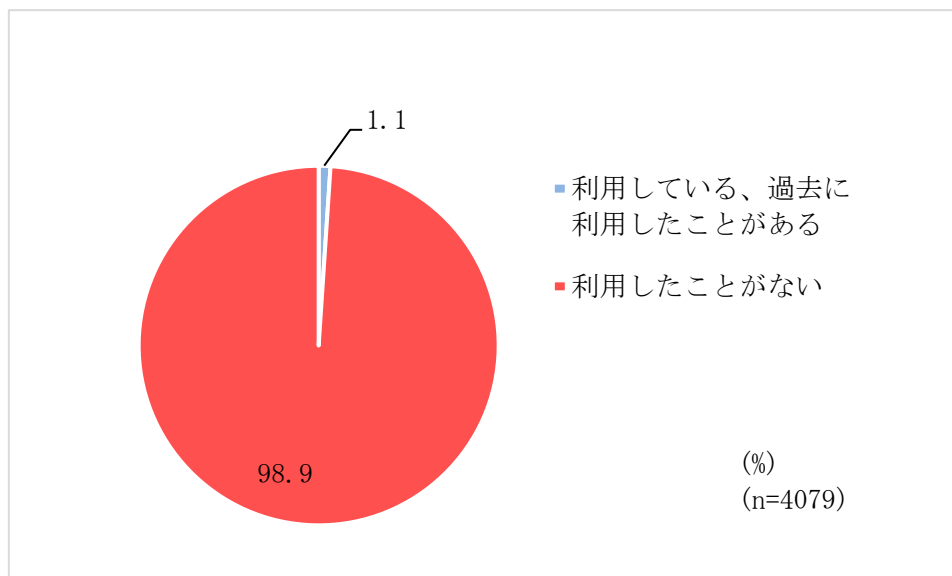
ファンド型クラウドファンディングは出資者が事業の成否を判断して出資するが株式を所得するものではないため出資者は出資後も事業には関与できない。

- 10 株式型クラウドファンディングではインターネット上のプラットフォームを利用して、未公開株に投資する株式未公開の中小企業が発行する株式を購入するものである。個人で行うものであり株式未公開企業の事業概要・計画等を基に、ここの投資家が投資判断を行って企業そのものに対し、出資を行う。

15 ②クラウドファンディングの現状

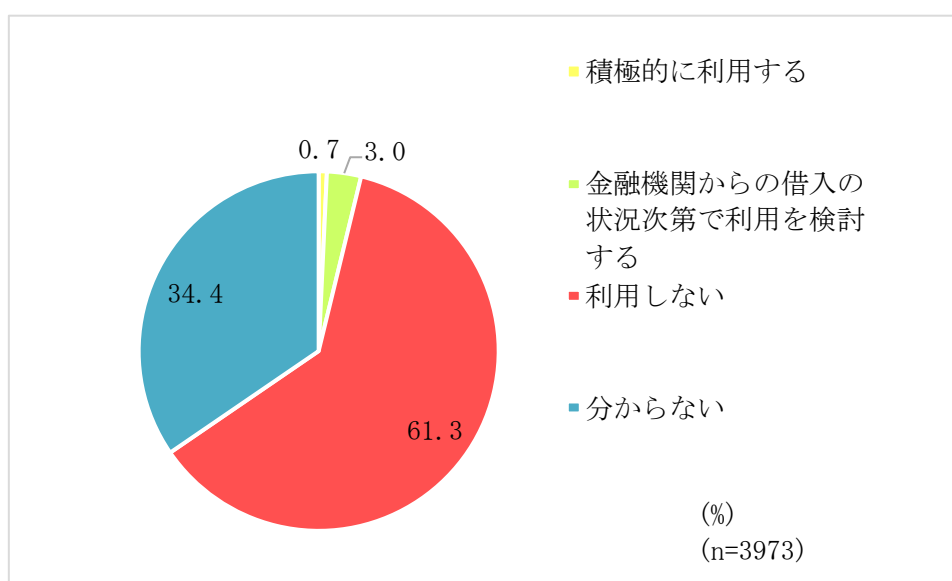
図表 23 は中小企業における資金調達手段として、クラウドファンディングを利用した経験をみたものであるが、利用経験のある企業は 1.1%にとどまっている。また図表 24 は今後の利用意向を示したものだが、積極的に利用する、状況次第で利用を検討すると回答した企業が合わせて 3.7%とまだまだ低い。

図表 23 クラウドファンディングによる資金調達の経験



出典：中小企業庁「中小企業白書 2016」より作成

5 図表 24 クラウドファンディングによる資金調達の今後の動向



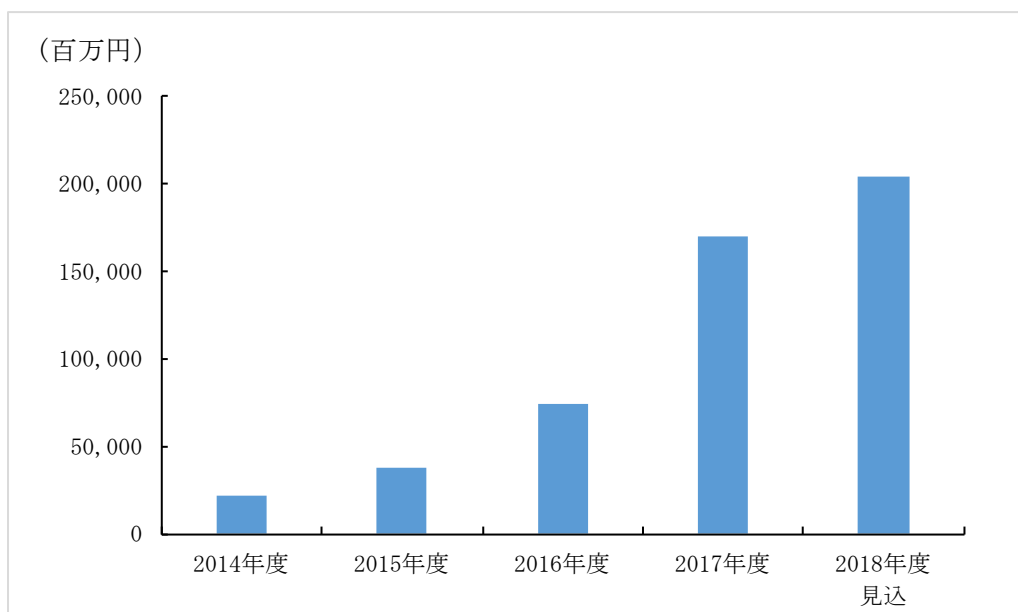
出典：中小企業庁「中小企業白書 2016」より作成

10 このように、クラウドファンディングに対する中小企業の認知度は低いものの、実際にクラウドファンディングを通じて自社の製品開発に成功した企業も存在する。こうした多様な資金調達を利用することで企業が自社の活躍を見出す可能性は広がっていると考えられる。

③クラウドファンディングのこれから

2017年度の国内クラウドファンディング市場の調査結果では、新規プロジェクト支援額ベースで前年比127.5%増の1700億円と推計された。

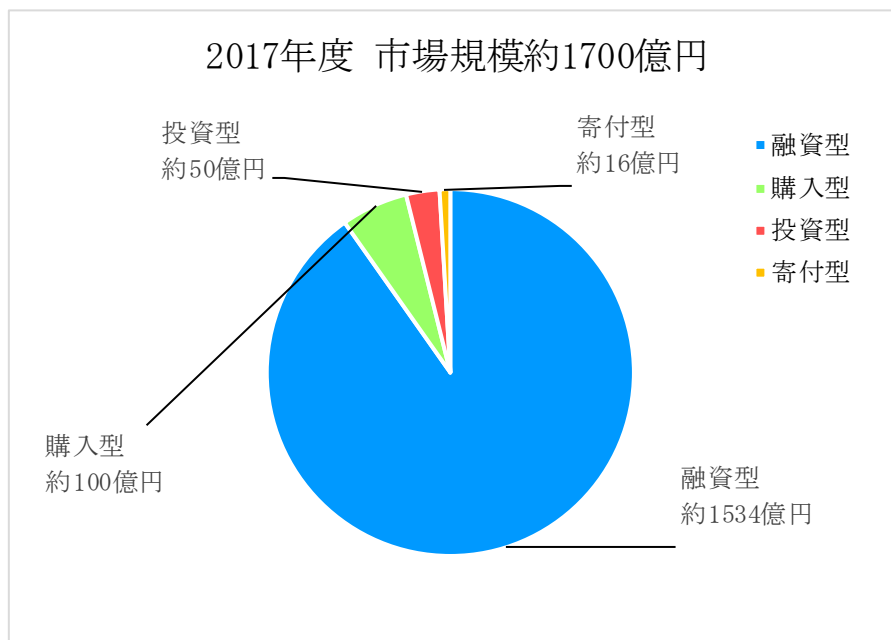
5 図表 25 国内クラウドファンディング新規プロジェクト支援額推移



出典：矢野経済研究所「クラウドファンディング市場規模」より作成

10 類別的に新規プロジェクト支援額をみると、購入型が約100億円（構成比5.9%）、寄付型は約7億円（同0.7%）、ファンド型約50億円（同3.0%）、貸付型約1534億円（同90.2%）、株式型が約9億円（0.5%）となった。最も構成比が高いのが貸付型で、全体の9割を占める。購入型は参入企業数が最も多いが構成比5.9%にとどまっている。

図表 26 2017年度の国内クラウドファンディングにおける類型別構成比



出典：矢野経済研究所「クラウドファンディング市場規模」より作成

- 5 この市場規模拡大の結果から、事業の評価が困難な企業や、会社設立から日が浅い企業、必要資金が少額等の理由から金融機関から資金調達ができなかった事業者が、積極的にクラウドファンディングを通じて自社のプロジェクトをアピールし、資金調達を可能としている。

10 図表 27 中小企業・小規模事業者数

	2014年	2016年	増減数
中小企業・小規模事業者	380.9万社 (99.7%)	357.8万社 (99.7%)	▲23.1万社 (▲6.1%)
うち小規模事業者	325.2万社 (85.1%)	304.8万社 (84.9%)	▲20.4万社 (▲6.3%)

出典：中小企業庁「中小企業の企業数・事業所数」より作成

- 15 図表 27 からわかるように 2014年と 2016年を比較すると中小企業の数は減っているが、クラウドファンディングの市場規模は拡大していることから参入した企業は増えていると考えられ、これからも増えると予測される。

④クラウドファンディングの問題とその原因

市場規模が大きくなることに比例して問題も増えるため、クラウドファンディングの種類ごとに直面する問題リスクについて考える。

5

図表 28 種類別出資者に起こる問題とリスク

寄付型	出資者：寄付行為であるためリスクはないとも考えられるが寄付金を集めている企業が詐欺団体に資金を集めていた場合が考えられる情報の非対称性
購入型	出資者：製品・サービスが未完成の可能性、完成しても期待通りのタイミングで提供されない可能性がある信用リスク 企業：事業のアイデアの流出リスク
貸付型	出資者：調達者の事業の不調以外に取引業者の倒産による貸し倒れリスクや結果の不確実性 企業：期日までに資金が集まらないリスク
ファンド型	出資者：事業の不調、当該事業以外の理由での調達者の倒産等による元本割れリスクがある／事業の運営には関与できず、営業者には元本の返済義務がないためにモラルハザードが生じる 企業：期日までに資金が集まらないリスク
株式型	出資者：事業の不調、調達者の倒産によるキャピタルロスの恐れがあり非上場企業であるために流動性が低く、返済期日もないため換金が難しい 企業：株主が増えることによる事業運営上のリスク

出典：「クラウドファンディングを巡る諸問題：展望」より作成

図表 28 より種類ごとにリスクが存在する中で出資者、企業はどのように対応すべきなのか。

- 10 まず、全ての型に対して情報の非対称性が発生すると考えられる。寄付したはずのお金が詐欺に使われる可能性や、購入したが質が悪く、手にしてみないとわからないリスク、倒産による貸し倒れリスク、ファンド型では元本の返済

義務がないために企業が努力しないモラルハザードが考えられる。株式型では事業の不調や、調達者の倒産、流動性が低いために換金が難しい。出資者、企業は本来金融機関が行う情報を開示したり、自己判断をしたりしなければならない。

5

⑤資金調達時のリスクの改善策

寄付型クラウドファンディングではプラットフォーム運営者が寄付の対象として適切に判断したもののみが提示され、原則として寄付額、使途が開示されるため信頼性は高く情報の非対称性は解決できるだろう。調達者としてのリスクはほぼないといえる。

10

購入型クラウドファンディングではプロジェクトが実現されないリスク、納入期日が期待と異なるリスクは完全には排除できない。しかし企業は資金調達コストを下げることができ、出資者は何度もプロジェクトを成功させている企業の商品を購入することによって期待とは異なるリスクを回避できるのではないだろうか。

15

貸付型クラウドファンディングでは投資家に対して、リスクに見合ったリターンを提供しているかどうか、貸付先のパフォーマンスが全体として良好かどうか。という観点からリスクを回避できるのではないだろうか。

ファンド型クラウドファンディングでは株式の分散が可能なため事業リスクを分散させることができる、投資家としてはリスク資産の提供であるため、投資フロンティアを拡張しているかどうかという観点から評価されるべきである。

20

株式型クラウドファンディングではVC（ベンチャーキャピタル）が投資対象としない株式未公開企業に投資をするので未公開企業への投資が、その高いリスクに見合うものであるのか検証する必要がある。出資者は少額で購入できるメリットを利用して貸し倒れリスクに備え、株式分散をするべきだと考える。

25

⑥まとめ

3.3 では金融機関に代わる新しい資金調達の方策としてクラウドファンディングを挙げた。重要なポイントは、クラウドファンディングは従来の金融機関の代わりとなるのかである。市場規模では今の金融機関の貸出金額に比べ劣っ

30

てしまう。しかし、今後の伸び率で考えた際に銀行につぐポジションとなるのではないだろうか。結果としてリスクはすべて改善できるわけではなく金融機関で対処できているリスクもクラウドファンディングでは対処できていない。しかし、クラウドファンディングを用いることにより、資金調達が困難であつ

5 た企業も容易にできる日は近いのではないだろうか。

おわりに

日本経済の発展には、国内の企業において企業数・従業者数ともに多くを占める中小企業の成長が必要不可欠であるとして、これらの企業の最も重要な課題である資金調達について、現状と課題を検討した。そして、中小企業の課題として「情報の非対称性」「ニーズの違い」「マッチング問題」を挙げた。まず「情報の非対称性」の課題に対して、「知的財産融資担保」「事業性評価」の2つを提言し、「ニーズの違い」「マッチング問題」の課題に対して、「クラウドファンディング」の活用を提言した。

15 「知的財産融資担保」は、固定資産を有していない中小企業にも有効な、特許権や商標権といった無形の知的財産を担保にすることができる。原価法、取引事例比較法、収益還元法の3つの評価法のうち収益還元法に着目し、仮定や前提による設定から評価の客観性に課題があるとした。この課題に対して過去の取引事例や知的財産の評価基準などのデータや、特許を取り扱う専門機関と金融機関の知識の共有をすることで多方面からの評価が可能になると考える。

15 「事業性評価」は、企業訪問や経営相談等により事業内容を適切に判断することで、財務状況に左右されない資金調達が可能になる。しかし、保証債務の件数と残高は年々減少傾向である。その原因は判断する銀行員の目利き能力が発揮されていないためであり、事業性評価が十分に機能していないと考えた。そこで、REVICを取り上げ、目利き能力改善に向けた専門家からの指導を積極的に行う必要があると考える。

25 「クラウドファンディング」は、インターネットを通じて比較的少額の資金を多数の出資者から集めるものであり、設立から間もない企業や必要資金の「ニーズの違い」「マッチング問題」から資金調達が困難な事業者に対して有効である。しかし、クラウドファンディングはその種類ごとに課題が異なるため、適切な解決策を出資者及び企業が念頭に置く必要があると考える。

以上から、日本経済を支える中小企業の発展に欠かすことのできない資金調達の活性化に、本稿の提言が寄与することを願う。

参考文献

内田浩史（2016）『金融』有斐閣

岡室博之（2016）『中小企業の経済学』千倉書房

- 5 川西諭 山崎福寿（2013）『金融のエッセンス』有斐閣
中島真志（2015）『入門 企業金融論 基礎から学ぶ資金調達の仕組み』東洋
経済新報社
CROWDPORT NEWS「クラウドファンディングのデメリットやメリット」
<<https://www.crowdport.jp/news/6683/>>2019年10月15日アクセス
- 10 JPX「国内のIPO件数推移」
<<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04.html>>
2019年10月5日アクセス
MONEY Zine「クラウドファンディング市場」
<<https://moneyzine.jp/article/detail/215660>>2019年10月4日アクセス
- 15 READYFOR「クラウドファンディングについて」
<<https://readyfor.jp/crowdfunding/>>2019年10月20日アクセス
井上徹「クラウドファンディングを巡る諸問題：展望」
<<http://www.cba.ynu.ac.jp/gakkai/kaisi/pdf/38-2-4.pdf>>
2019年10月20日アクセス
- 20 金融庁「円滑な資金供給の促進に向けて」
<<https://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20150730-1/01.pdf>>
2019年10月21日アクセス
経済産業省「ローカルベンチマーク」
<https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/1ocaben/>2019年10月11日アクセス
- 25 経済産業省「地域企業 評価手法・評価指標検討会 中間とりまとめ ～ローカル
ベンチマークについて～」
<https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/1ocaben/locaben.pdf>2019年10月11日アクセス

30

財務省「法人企業統計調査季報」

<<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm>>

2019年10月4日アクセス

信金中央金庫「金融調査情報 28-16」

5 <<https://www.scbri.jp/PDFkinyuchousa/scb79h28s16.pdf>>

2019年10月20日アクセス

全国信用保証協会連合会「信用保証実績の推移」

<http://www.zensinhoren.or.jp/document/hosho_jisseki.pdf>

2019年10月10日アクセス

10 総務省「平成26年経済センサス-活動調査」

<<https://www.stat.go.jp/data/e-census/2014/>>

2019年10月4日アクセス

地域経済活性化支援機構「業務紹介」

<<http://www.revic.co.jp/business/financial/index.html>>

15 2019年10月20日アクセス

地域経済活性化支援機構「特定専門家派遣業務」

<<http://www.revic.co.jp/>>2019年10月21日アクセス

中小企業庁「中小企業景況調査」

<<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/keikyo/index.htm>>

20 2019年10月4日アクセス

中小企業庁「中小企業の企業数・事業所数」

<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/chu_kigyocnt/2018/181130_chukigyocnt.html>2019年10月20日アクセス

中小企業庁「中小企業白書 2016」

25 <<https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/h28/index.html>>

中小企業庁「中小企業白書 2018」

<https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/00Hakusyo_zentai.pdf>2019年10月10日アクセス

- 中小企業庁「中小企業白書 2019」
<https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2019/PDF/chusho/00Hakusyo_zentai.pdf>2019年9月27日アクセス
2019年10月10日アクセス
- 5 帝国データバンク「ABLの課題に関する実態調査 調査報告書」
<https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/itakuhoukoku/06.pdf>2019年10月8日アクセス
東京商工リサーチ「建設業向け貸出金」2019年10月7日アクセス
<https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20151110_05.html>
2019年10月7日アクセス
- 10 東京商工リサーチ「倒産月報」
<<https://www.tsr-net.co.jp/news/status/>>2019年10月4日アクセス
特許庁「知的財産の価値評価について」
<https://www.jpo.go.jp/news/kokusai/developing/training/textbook/document/index/Valuation_of_Intellectual_Property_JP.pdf>
2019年10月4日アクセス
- 15 内閣府「四半期別 GDP 速報」
<https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/sokuhou/sokuhou_top.html>
2019年10月23日アクセス
- 20 日本銀行「資金循環統計」
<<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sj.htm/>>2019年10月20日アクセス
日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
<<https://www.boj.or.jp/statistics/tk/zenyo/2016/all1903.htm/>>
2019年10月4日アクセス
- 25 日本経済新聞電子版「銀行員に企業の「目利き」力訓練 地域支援機構」
<https://www.nikkei.com/article/DGXLASFS23H4S_U5A120C1EE8000/>
2019年10月20日アクセス
野村総合研究所「平成26年度起業・ベンチャー支援に関する調査」
<https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf>
2019年10月4日アクセス
- 30

三菱 UFJ 銀行「シンジケートローンについて」

<https://www.bk.mufg.jp/houjin/shikin_chotatsu/syndicate/about.html>

2019年10月7日アクセス

矢野経済研究所「クラウドファンディング市場規模」

5 <https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2036>

2019年10月7日アクセス

りそな Collaborare「経営者が抑えておくべき資金調達のノウハウ」

<<https://resonacollaborare.com/finance/17090404/>>

2019年10月6日アクセス