

令和元年証券ゼミナール大会

5

「国内非上場企業の資金調達のあり方について」

10

大分大学 鵜崎ゼミ

目次

はじめに

5	第1章 日本企業の構造
	1. 1 日本企業の成長ステージにおける資金調達方法
	(1) シード期
	(2) スタートアップ期
	(3) 急成長期
10	(4) 安定成長期
	(5) 新成長期
	(6) 衰退期から企業再生期にかけて
	第2章 上場企業の現状と課題
15	2. 1 上場企業の定義
	2. 2 上場企業の現状と課題
	2. 3 上場企業の資金調達
	第3章 非上場企業の現状と課題
20	3. 1 非上場企業の定義
	3. 2 中小企業の定義
	3. 3 非上場企業の現状
	3. 4 非上場企業の資金調達
	3. 5 非上場企業の課題
25	第4章
	4. 1 クラウドファンディングの種類
	4. 2 クラウドファンディングの現状
	4. 2. 1 日本のクラウドファンディング
30	4. 2. 2 アメリカのクラウドファンディング
	4. 3 クラウドファンディングの課題
	4. 4 ICO とクラウドファンディング
	4. 4. 1 ICO について
	4. 4. 2 ICO の課題点
35	4. 4. 3 ICO とクラウドファンディングの異なる点
	第5章 今後の資金調達のあり方，ならびに実現に向けた方策

参考文献

はじめに

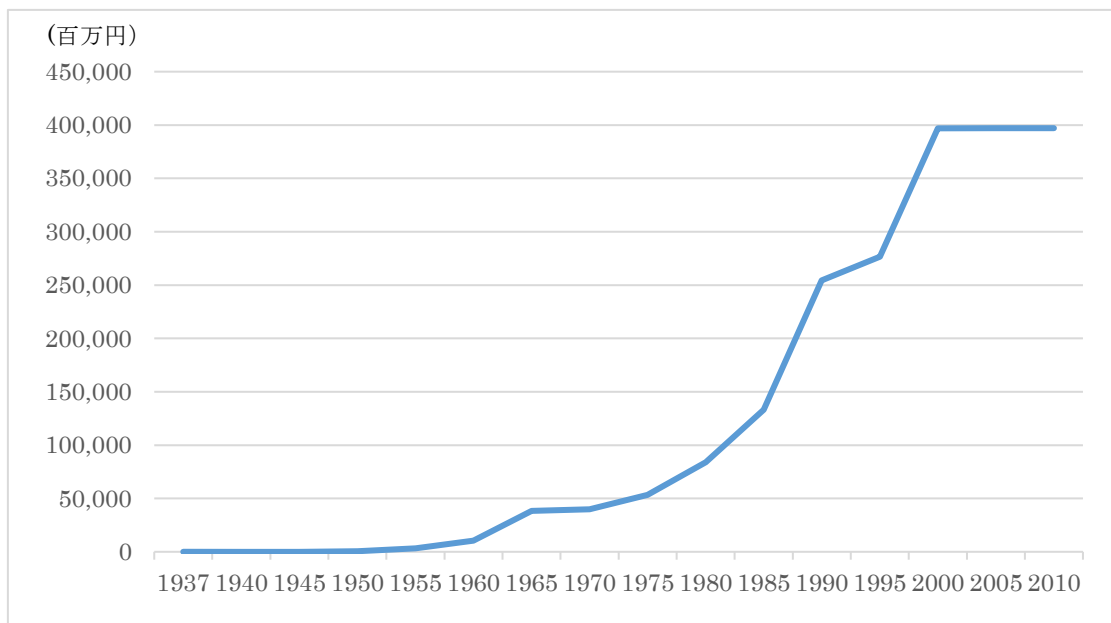
日本経済は、リーマンショック以降、第2次安倍内閣発足に伴い、日本企業は緩やかな景気回復を辿り、現在では、戦後2位のいざなぎ景気に次ぐ長期の景気回復を実現しようとしている。2020年には、東京オリンピックを控え、さらなる経済効果を期待する一方で、地方には、その恩恵が波及しているとは言えない。具体的には、少子高齢化や人口減少といった構造変化や東京一極集中に伴う地方の過疎化など地域間の経済発展に格差が生じている現状がある。このような状況下において、日本企業の99.7%を占める中小企業やベンチャー企業ではどのように資金調達をしているのかを見ていく。中小企業庁の調査で2016年12月1日現在における日本の企業数は約382万社。しかし日本の証券市場に上場している、いわゆる上場企業数は3531社しかおらず日本では僅か0.09%の企業しか上場していないということになる。そこで日本の非上場企業の資金調達の在り方を考えていくにあたって、まずは上場の有無に関係なく、日本企業の大部分を占める中小企業やベンチャー企業の資金調達の方法について見ていくことによって日本全体の企業の資金調達の現状を把握していく。

1. 日本企業の成長ステージにおける資金調達

企業の各成長ステージと企業価値の変化に応じて発生する資金調達方法の特徴を整理していく。なお、厳密には各ステージいずれからでも衰退期に移行する可能性があるがどの成長ステージからでも新ステージに進めるか衰退期に移行するかの分岐点は必ず到来するため、以下では安定成長期に入った企業の分岐点として新成長期に入るか衰退期に移行するかという観点で整理していく。企業の資金調達にあたって「最適な資本構成」の維持と資金需要金額に応じた「段階的資金調達」の2点を常に念頭に置くことが重要といえる。

図表 1

トヨタ自動車の資本金の推移



〈出所〉 トヨタ自動車ホームページを参考に著者作成

5 上記の図表はトヨタ自動車の創業からの資本金の推移である。このように、企業が成長していくうえで資金調達は重要な手段である。また、資金調達方法は企業の成長ステージごとに変化していく。そこで以下では、シード期から衰退期にかけての資金調達方法を6つに分けて説明していく¹。

(1) シード期

10 シード期は製品やサービスの基本構想はあるもののあくまで机上での計画立案にとどまり、これから起業するための準備をしている段階である。下がって事業化のための資金が必要になる。

15 この事業化資金は他の成長ステージに比べると相対的に少額であるが、この段階での投資は事業化できる保障はなく資金の回収可能性という観点からは極めてリスクが高い段階といえる。

20 研究開発型の企業の場合、基礎研究のための設備・材料等の研究開発資金を調達する必要がある。また、技術応用型企業の場合、研究開発型企業に比べると資金負担額は相対的に低いものの、応用研究のための研究開発資金を調達する必要がある。一方、アイデア・サービス型企業の場合、多額の研究開発資金は必要ないことが多いが事業性を見極め等の市場調査のための資金が必要となる。

いずれのタイプの企業でも、会社設立までの諸費用ならびに人件費等の運転資金をあらかじめ用意しておく必要がある。

資金調達方法としては、シード期における資金調達は投資サイドからすると返済能力が不明であるため最もハイリスクである。したがって、資金の供給元としては、

¹ 中央経済社 「ベンチャービジネスの資金調達実務ガイドブック」 第1部参照

自己資金に加え、創業者の親族、友人が中心のエンジェルといわれる事業賛同者たる個人投資家が供給元となることもある。

5 いずれにせよ、最もリスクの高いステージでの資金調達となるため、融資（負債）による資金調達の度合いは低く、出資（資本）による資金調達が基本となる。また、開発準備資金にあてるために公的機関からの補助金・助成金を受け取ることも考えられる。

（２）スタートアップ期

10 この段階は会社の事業基盤が今後確立し経営が安定していくかどうか不透明な時期であり、シード期に続きリスクが高い。したがって、資金調達はリスクマネーとしての出資が中心となる。融資（デット・ファイナンス）は性格的になじまず政府系金融機関からの融資（一部民間金融機関も対応）が中心となり、資金調達はシード期の延長線に位置付けられる投資家を対象としたエクイティ・ファイナンスが中心となる。

15 エクイティ・ファイナンスとしては将来の株式公開を視野に入れる企業の場合、事業計画の策定により自社の魅力を訴えることでベンチャーキャピタルからの出資を受けることが考えられる。逆に将来の株式公開を目標としない場合にはベンチャーキャピタル出資は困難といえる。

20 このほか、政府系金融機関からの新規開業融資・制度融資制度ならびに信用保証協会の保証制度を活用することでデット・ファイナンスを実施することや、公的機関からの補助金・助成金の申請・適用を受けスタートアップ期の資金需要に対応する。

25 バイオベンチャー等の研究開発型企业の場合、自社の研究開発の成果を開示ないし技術使用の許可を受ける見返りとして、契約一時金、研究開発協力金等の名目で研究開発資金の一部負担を大企業に求めることが行われる。また、事業提携を前提として大企業と資本提携を行うこともある。

30 ベンチャーキャピタルに対する新株発行は経営者側のニーズ（経営権の維持等）とベンチャーキャピタル側のニーズ（重要事項の意思決定権限の付与ないし拒否権の獲得等）の双方を満たすべく種類発行によることも考えられる。また、この段階では外部コンサルタント等を有効活用して自社の経営資源の不足を補う戦略をとることが考えられるが、コンサルタント等に対する報酬の対価として現金を支払う代わりに新株予約権（ストックオプション）を発行することも考えられる。

（３）急成長期

35 企業規模が拡大する急成長期においては、資金需要も旺盛であり、資金調達方法としても、従来のエクイティ・ファイナンス中心からデット・ファイナンス等の他の手法の組み合わせを前提に検討される。この段階では事業が軌道にのってきており、従来の政府系機関からの融資に加え、民間金融機関からの融資を受けやすくな

ってくる。

将来の株式公開が視野に入ってくるようになってくるこの段階においてはベンチャーキャピタル等に対する株式発行をスタートアップ期に引き続き検討することとなるが、創業者等の既存株主の持株比率の低下や希薄化の影響を考慮して追加
5 のエクイティ・ファイナンスを実施すべきか否かを検討することとなる。したがって、資金需要を満たすための株主発行を行う場合でも普通株式の発行によらず、種類株式制度の利用により議決権制限株主を引受け先に発行することが考えられる。

一方で、適切な資本構成維持のために、民間金融機関等からの借入を行うこととなるが、担保資産として従来の土地を中心とした不動産によらず、自社の売掛債権
10 や知的財産権を担保として融資に応じる金融機関も出てきている。

近年は個別の金融機関ごとに融資の申し込みを行い借入金額・返済条件等の交渉を行うのではなく、特定の金融機関をアレンジャーとして指定し、自社の資金需要を満たすべく複数の金融機関からの調達のすべてを取りまとめてもらうことで借
15 入契約を締結するシンジケートローン制度の利用が広がっている。また、上記間接金融によらず少人数私募債（社債）を縁故者等に発行することで資金需要に対応することも考えられる。

資金需要が旺盛となるこの段階では株式公開目標型企业と非公開維持型企业では採用可能な資金調達方法の違いが資金調達金額に大きな影響を与える可能性が出てくる。すなわち、非公開維持型企业の場合、エクイティ・ファイナンスによる
20 資金調達には限界があり、その代替としてデット・ファイナンスに依存する割合が高まってくる。したがって、有利子負債の返済能力を考慮しながら資金調達額の限度を慎重に確認していく必要がある。

（４）安定成長期

安定成長期になると累積損失も解消され、また、フリーキャッシュフローも黒字
25 転換する。この段階では会社としての信用力も増すため。民間金融機関からの融資の条件も急成長期に比して相対的に有利になってくる。また株式公開により市場からの資金調達を行うことも可能である。

この段階での資金調達は株式公開が現実に近いものになってきていることから、
30 急成長期に使用した手法を踏まえつつ、インセンティブ付与を目的として普通株式の発行ないし新株予約権の付与が役員・従業員に対して行われる。また、株式公開を前提とする資本政策の一環で株式構成是正策として取引先・金融機関に対する第三者割当増資が実施される。

非公開維持型企业の場合にはデット・ファイナンスやストラクチャード・ファイ
35 ナンスが中心となり、エクイティ・ファイナンスによる資金調達は相対的に少額となる。

（５）新成長期

第2の創業期ともいえるこの時期においては新事業創出のための研究開発資金・設備投資資金が必要となってくる。場合によっては M&A による既存会社の買収等を行うための資金を調達する必要も生じてくる。

この段階ですでに株式を公開している企業の場合には公募増資により市場から資金を調達することも可能となる。非公開維持型企業の場合には銀行借入、シンジケートローン等による調達が中心となる。

なお、この段階では自社中心で単体企業運営から連結経営に移行している企業も多く、コングロマリット・ディスカウント現象を回避したり、新たな事業に進出するための資金需要に対応するために子会社の証券株式を市場に放出したり（子会社上場）、ソニーのようにトラッキングストック（事業部門連動株式ないし子会社連動株式）という種類株式制度を利用した資金調達をすることも考えられてくる。

また、NEC のように、優先証券（ビジネストラスト優先証券）の発行による資金調達を行うこともある。

（6）衰退期から企業再生期にかけて

新成長期に移行することができず経営不振になると企業は衰退局面に陥ってしまう。企業再生を果たし新成長期に再度以降できる企業と経営破綻により廃業に追い込まれてしまう企業の二極化現象がこの段階では起きる。

経営不振企業は自力再建のみならず様々な支援を受けて再生を可能とするために、財務のリストラクチャリングを実施し、また新たな資金供給を受けて事業継続を行うことが必要となる。

自力再建型再生の場合、不採算事業から撤退するために不採算子会社ないし部門の売却ないし廃業に伴う資産売却損・設備廃棄損失の発生、当該事業人員の解雇・早期退職制度の推進による退職金等の発生に備える資金需要を満たす必要がある。

他社の支援も含む企業再生の場合、過剰債務の解消のため既存の融資先からの借入を出資に転換するデット・エクイティ・スワップ（債権の株式化）や債務免除等による既存債務の再構築を図ることが検討される。また、既存株主資本の減資処理と新スポンサーからの新規出資を同時に実施することや DIP ファイナンス²による資金調達が行われる。

² 民事再生法等を申し立てた倒産企業が、申し立て直後から計画認可までの期間において、運転資金を調達できずに、事業の継続が困難な場合に、この事業の価値を維持させる運転資金融資

第2章 上場企業の現状と課題

2.1 上場企業の定義

株式市場に上がって、証券取引所で株式の売買ができるようになることを「上場」と呼ぶ。上場企業とは、その株式を発行できる企業のことである。

日本の株式市場は、以下の4つの証券取引所で成り立っている。

図表 2-1
証券取引所と株式市場

証券取引所	株式市場
東京証券取引所 (東証)	・東証一部 ・東証二部 ・マザーズ ・JASDAQ
名古屋証券取引所 (名証)	・名証一部 ・名証二部 ・セントレックス
札幌証券取引所 (札証)	・本則市場 ・アンビシャス
福岡証券取引所 (福証)	・本則市場 ・Q-Board

〈出所〉(2019) 日本取引所グループ「証券関連諸団体」
(<https://www.jpx.co.jp/corporate/organization/>)

企業が上場するための条件は、株式市場によって異なる。例として、東証一部をあげると、

- ・株主数 2,200 人以上
- ・2 万単位以上の株式の流通
- ・企業の時価総額が 250 億円以上
- ・純資産額 10 億円以上

といった条件を満たさなければならない。東証二部では、この半分以下の基準で上場することができる。³

2.2 上場企業の現状と課題

日本には 3,682 社の上場企業が存在する⁴。日本には 400 万を超える企業があるので、上場企

³ 日本取引所グループ「上場審査基準」(2019)
(<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/index.html>)

⁴ 日本取引所グループ「上場会社数、上場株式数」(2019) (<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>)

業は全体の1%に満たないことになる。

上場した企業には様々な、メリットがある。1番のメリットは何と言っても知名度である。世間では上場企業＝優良企業のイメージがあり、とりわけ東京証券取引所の市場第一部（いわゆる、東証第一部）に上場している企業はいずれも世間では大企業として知られている企業が並んでいる。知名度が高いと、活動資金を調達することが容易になる。あるいはその企業で働いている人にとっても、世間的な信用を得ることができる。東証第一部に上場することはそれだけでもステータスになる。

逆にデメリットも存在する。常に会社の情報を開示する義務が生じ、社会的責任も大きくなる。上場することで、様々な投資家たちに自社の情報を公開し、株を購入してもらい、それが経営資金となる。しかし、情報を公開すると投資家だけでなく、世間一般的にも情報を開示しなければならない。

また不祥事が発生した際は、世間一般にも名前が知られている分、批判も大きくなる。そして1番のデメリットは、経営者が思うような経営をできなくなるということである。株式会社にとって、株主という存在は無視できなくなる。株主は株主総会などで、会社の経営について自分の意見を主張することができる。当然、経営に不満があればその会社の下部の購入を中止するということも可能になる。そのため、経営者は株主の意見を聞かざるを得なくなり、自分が思うような経営をすることができなくなる。

2.3 上場企業資金調達

上場企業の場合、信頼度も高く実績もあるため、経営状態が悪化しなければ、大概の場合、銀行などの金融機関による融資が資金の調達のメインとなる。株式を上場している上場会社では、金融機関の他に株式での資金の調達も便利である。新株発行などでは、一気に資金の調達ができ、大規模な事業展開などを行う場合には、株式での資金の調達が良い。しかし、株式市場は、常に株価の動きが激しいため、かならずしも安定した資金の調達ができるとは限らない。そのため、慎重な対応が必要だ。

第3章 非上場企業の現状と課題

3.1 非上場企業の定義

非上場企業とはどのようなものなのか定義する。非上場企業とは、証券取引所に上場していない企業のことである。日本の1%に満たない上場企業⁵以外の残りの企業は、非上場企業である。

非上場とは、これから上場するという意味も含まれるが、上場後に自ら上場廃止を選択する企業もある。

⁵ 第2章参照

3.2 中小企業の定義

中小企業やベンチャー企業は、非上場企業に含まれる。非上場企業のほとんどを中小企業が占めている。中小企業の定義は以下のとおりである。

5

図表 3－1
中小企業基本法の定義

業種	定義
製造業その他	資本金の額または、出資の総額が 3 億円以下の会社または、常時使用する従業員の数が 300 人以下の会社及び個人
卸売業	資本金の額または、出資の総額が 1 億円以下の会社または、常時使用する従業員の数が 100 人以下の会社及び個人
小売業	資本金の額または、出資の総額が 5 千万円以下の会社または、常時使用する従業員の数が 50 人以下任意化の会社及び個人
サービス業	資本金の額または、出資の総額が 5 千万円以下の会社または、常時使用する従業員の数が 100 人以下の会社及び個人

〈出所〉(2019) 中小企業庁 (<https://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>)

3.3 非上場企業の現状

10 非上場企業の現状を見ていくにあたって、まず、中小企業数の推移について、平成 27 年 11 月に公表となった「平成 26 年経済センサス-基礎調査」をもとに確認していく。

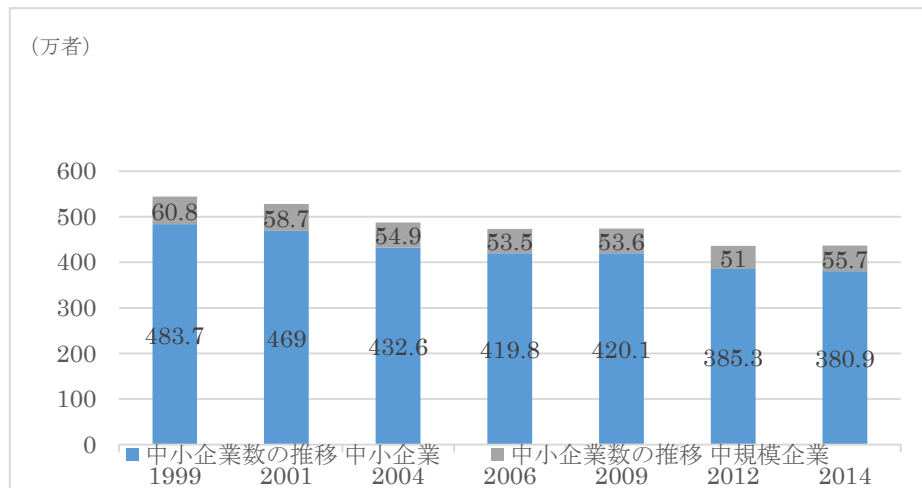
中小企業数の推移を見てみると、長期にわたり減少傾向にある。足下の 2012 年から 2014 年にかけての推移についても、2 年間で 4.4 万者の減少となったが、2009 年 7 月から 2012 年 2 月にかけて、年平均で▲13.5 万者であったのに対し、2012 年 2 月から 2014 年 7 月にかけては年平均で▲1.8 万者と、減少のペースは緩やかとなった。

15

従来我が国では、上場廃止は主に倒産による強制的な退出に限られていた。しかし、1990 年代後半より上場廃止となる企業は増えはじめ、その要因は自主的な退出の増加による非上場化が目立つようになった。

20

図表 3－2
中小企業数の推移

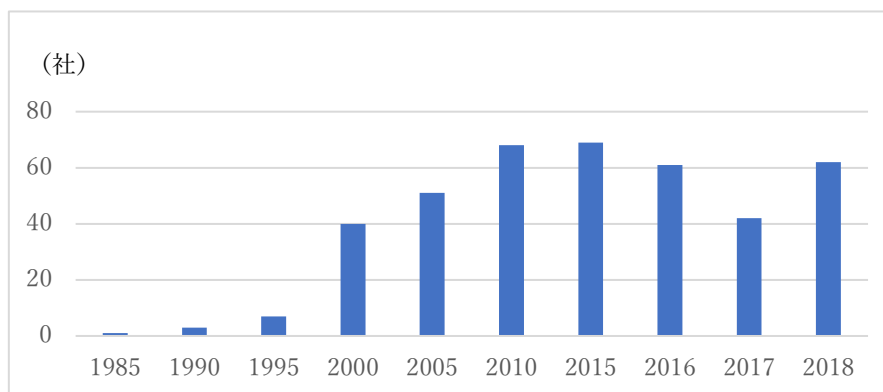


〈出所〉(2015)「中小企業庁」

(https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/h28/html/b1_2_1_1.html)

5

図表 3 - 3
上場廃止件数推移



〈出所〉(2017)「M&A Online」(<https://maonline.jp>)

10

自主的な退出が増加した要因としては、経営陣が株式を買い取った場合、経営参加の権利でもある「持ち株権」は経営陣に有され、経営再建や立て直しを図りたいとき、迅速に再生方針を決定、実施することができ、経営の舵取りがしやすくなる。また、短期スパンで株価上昇を狙う投資目的の株主の意見と対立することを回避し、長期的かつ柔軟な経営判断の実現を目指すことができる。上場継続にかかる費用をカットすること無できる。上場会社は、四半期ごとに決算を開示したり、書類作成に人件費がかかったり、監査法人への支払いの増加、コーポレートガバナンスの強化と維持の内部統制関連にコストがかかるなど、上場を継続するためのコストがかかる。上場による業績向上と上場廃止にかかるコストを比較して、上場廃止にする企業は少なくない。このようなメリットにより、あえて非上場する企業がある。

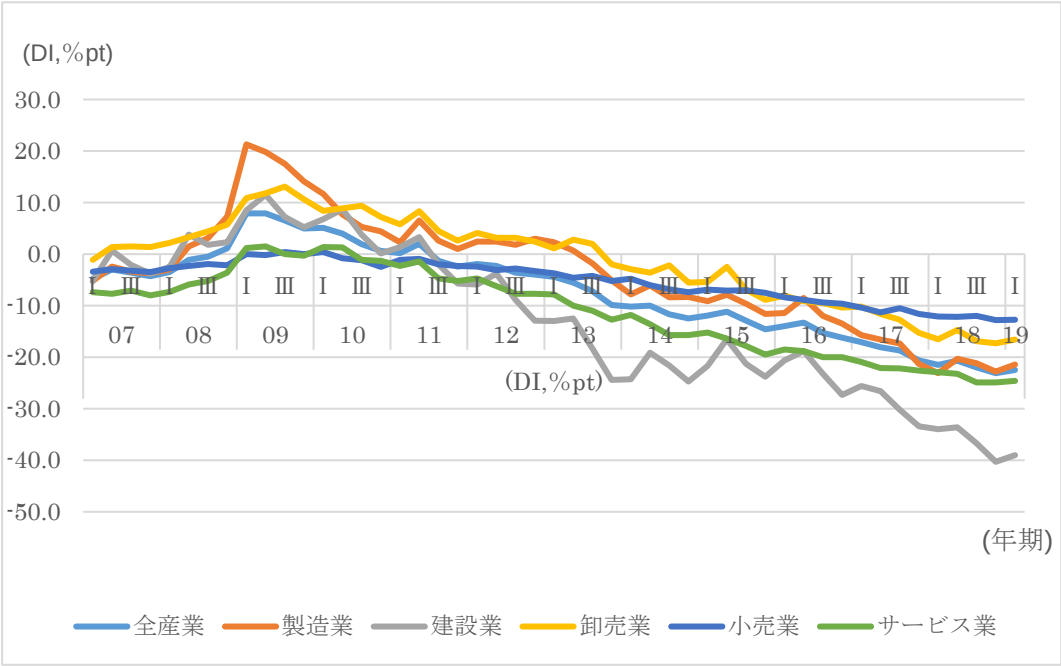
20

また、日本の非上場企業は、人手不足に悩まされている。中小企業の人手不足感について見て

いく。景況調査を用いて中小企業の人手不足感を業種別に確認すると、2013 年第 4 四半期以降、全ての業種で人手が足りていないと答えた企業の割合が優勢となり、その後も年々人手不足感が強まり続けている状況にある。特に建設業やサービス業といった労働集約的な業種で人手不足感が顕著に表れていることが分かる。

5

図表 3-4
業種別従業員数過不足 DI の推移



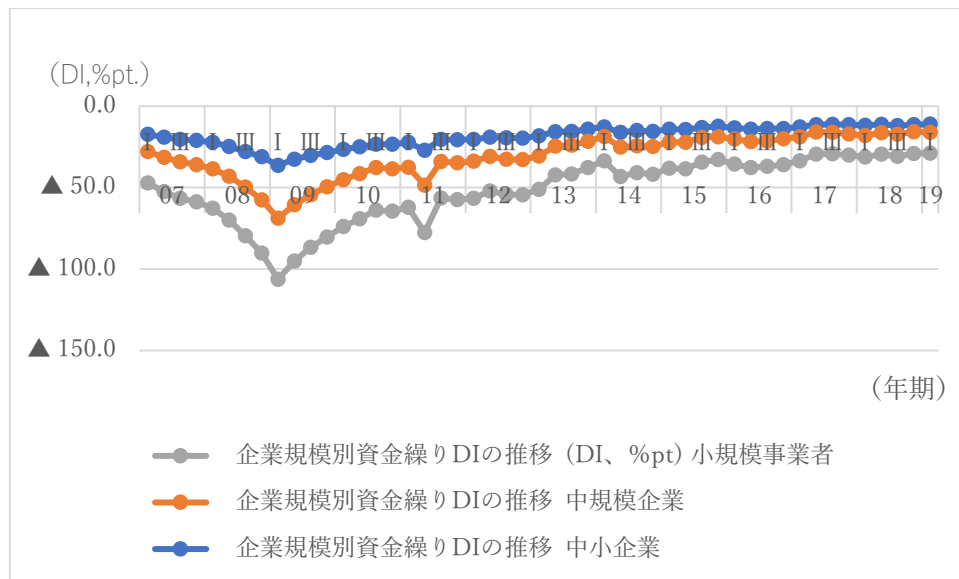
〈出所〉(2019)「中小企業白書」

10 (https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2019/2019/index.html)

3.4 非上場企業の資金調達

15 中小企業の資金繰りについて景況調査を用いて確認すると、リーマン・ショック後に大きく落ち込み、その後は東日本大震災や2014 年 4 月の消費税増税の反動減でところどころ落ち込んでいたものの、おおむね右肩上がりで推移している。

図表 3-4
企業規模別資金繰り DI の推移



(注) 1. 景況調査の資金繰り DI は、前期に比べて、資金繰りが「好転」と答えた企業の割合(%)から、「悪化」と答えた企業の割合(%)を引いたもの。

2. ここでは、中小企業とは中小企業基本法第2条第1項の規定に基づく「中小企業 者」、小規模事業者とは中小企業基本法第2条第5項の規定に基づく「小規模企業者」、中規模企業とは中小企業から小規模事業者を除いた企業をいう。

〈出所〉(2019)「中小企業庁白書」

(<https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2019/2019/index.html>)

- 10 国内の非上場企業の資金調達の方法は以下のようなものがある。

① 借入金による資金調達

借入金は、銀行や生命保険会社などの金融機関からの資金調達のことである。

- 15 日本の中小企業は活動に必要な資金多くを金融機関からの借入と、外部の企業からの信用という形で調達している。だから、金融機関からの融資が滞れば、資材や製品を購入する仕入先からの信用がなくなれば、企業は破綻してしまう。支払い能力に不安が生じると債権者は、一斉に返済を求める。取り立てが始まると、金融機関からの支援がなくては、ほとんどの企業が対応できない。このため、債務不履行に陥らないように、また信用不安を招かないように、企業は支払いに合わせて資金を調達する。

- 20 借入金には、銀行を受取人に融資額分の手形を振り出して資金を調達する手形借入、金銭消費契約書と呼ばれる小書に調印する証書借入、販売先から回収した受取手形の決済期日前に、銀行が手形を買い取って融資する手形割引、当座預金貸出を設けている場合に、その預金額以上の決済を銀行が行う当座借越がある。手形借入は、賞与預金や納税資金などの短期資金借入に用いられる。証書借入は、1年を超える設備投資や長期の運転資金借入の場合の方法で、その際に経営者が連帯保証人となって借入しやすくなる。当座借越は、便利な借入れ方法ではあるが、銀行から信用力が高く評価されている企業だけが可能な資金借入である。

仕入れ先に対して買掛金という掛買い、さらに支払手形という方法で、実質的に仕入れ先から資金調達を行うものが企業間信用である。買掛債務を発生せずに現金決済を行う企業は、その

リスク分を含めてより低価格で仕入れができる。現金決済を行う企業は、資金にゆとりがある企業と、反対に信用力が乏しく信用決済のできない企業である。

② 有価証券による資金調達

- 5 有価証券による資金調達には、社債とコマーシャル・ペーパー、そして株式の発行がある。社債は確定利子付きの有価証券を発行して、債券市場で売買することで資金を調達する方法である。一定期間後には償還しなくてはならない。コマーシャル・ペーパーは、短期資金を調達するための有価証券である。

- 10 これらの資金は、借入よりも有利な条件で多額の資金を調達できるが、それには、企業の知名度や信用が必要になる。それが低いほど購入者には、高い利回りを保証しなければならず、資本コストが上昇する。企業の経営状況を開示して情報提供することや、格付け機関からの評価を受けなければならないため、注目される優良企業を除いて、中小企業では社債やコマーシャル・ペーパーによる資金調達は行えない。

③ 株式による直接金融

- 15 株式による資金調達は、企業の資金調達の最も基本的な方法である。株式で調達した資金は、返済する必要がなく、企業にとって最も安定した賃金である。しかし、非上場企業の株式が株式市場で売買されることはない。また、収益性が低いため、非上場企業は、高額な配当を安定的に行うことが難しい。

④ 内部金融

- 20 企業内部に蓄積された資金を家と要するのが内部金融である。これには、内部留保と減価償却費がある。

企業活動による利益は、半年または1年という期間で、売上高から製造原価や営業費などの費用を差し引いて算出される。最終的な利益である純利益からは、法人税や住民税が差し引かれ、残りは株主への配当と利益剰余金に分けられる。この利益剰余金が蓄積されて内部留保となる。

- 25 企業が保有する資産で、時間の経過とともに価値が減少してしまう資産が、減価償却費として減額して資産計上される。このとき企業の所有物である資産の費用は、それを支払うべき相手が存在しないため、減価償却費として企業に蓄積される。

内部留保と減価償却費は、企業の営業活動が順調であれば、企業内に蓄積され、それは設備資金や運転資金などに活用することができる。ただ、企業が損失を出すと内部留保が減少するだけでなく、減価償却費も資金として残らない。

30 ⑤ 金融機関からの間接金融

非上場企業は、その外部金融の多くを金融機関からの借入に依存している。これらの金融機関には次のようなものがある。

都市銀行は、ほぼ全国を営業対象とする銀行である。日本の金融業をリードする存在であり、東京や大阪という大都市を中心に、大企業主体の営業姿勢を持っている。

- 35 一方、各地域に営業基盤をおいて、地域の中小企業への融資を中心とするのが地方銀行である。

さらに、小規模な中小企業への金融機能を専門的に行うのが、信用金庫と信用組合である。信用金庫は貸出を中小企業会員に限定し、同一人に対する貸出制限があり、信用組合は、中小企

業協同組合法に基づいた金融機関で、融資先は、中小企業組合員に限定し、同一人に対する貸出制限がある。

⑥ 担保

- 5 金融機関から借入れを行おうとすると、企業の信用が必要になる。日本では、企業の信用は営業成績や返済機能だけでなく、担保で判断される。貸し付けた資金の返済が不可能になると、金融機関は借り手から差し入れられた担保を処分して資金を回収する。この担保となるのが、土地や建物の不動産やと有価証券と美術品である。

⑦ クラウドファンディング

- 10 インターネットを利用したクラウドファンディングも、資金調達の方法として認識されている。詳しくは、第4章で説明する。

15 3.5 非上場企業の課題

就業率の上昇によって就業者数自体は増加傾向にある。求人倍率は年々上昇傾向にあり、従業者規模別に見ると規模の小さな事業者程求人数が多く人手不足の状況にあり、また業種別に見ると人手不足の度合いに差が生じている。

- 20 上記のような人手不足の状況下で、中小企業の労働生産性について見ると伸び悩んでおり、企業全体で見ても OECD 加盟諸国の中でも低い水準に位置している。労働生産性向上の鍵となる労働環境について見ると、賃金は伸び悩み、休暇取得状況についてもまだ改善の余地がある。企業働きやすさを求めて中小企業に入職した者を離さず、中小企業が稼ぐ力を身に付け労働生産性を向上させるためには、これらの課題に正面から向き合った労働環境づくりが重要である。

- 25 また、上場企業は、第三者割当増資に加え、広く投資家を募って調達する公募増資が多く用いられている。一方、非上場では、ほとんど公募増資を実施して調達することはない。株で資金を調達することが難しい非上場企業は、どのような方法で資金十分な資金を調達するかが課題だ。

第4章 非上場企業の新規資金調達手段

30 4.1 クラウドファンディングの種類

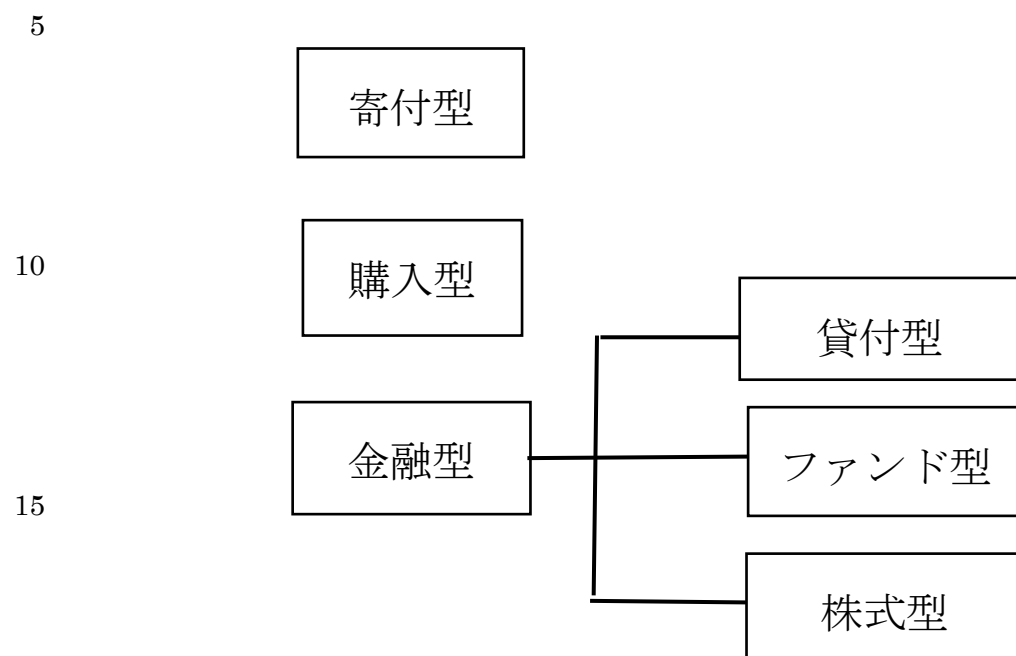
クラウドファンディングとは、必ずしも定まった定義があるものではないが、一般には、新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者（＝crowd [群衆]）から少額ずつ資金を集める仕組みである⁶。

- 35 クラウドファンディングは出資者が資金提供に対して金銭的見返りを求めない「寄付型」「購入型」と、金銭的見返りを求める「金融型」の3つに大きく分けられる。そして「金融型」は、「貸

⁶ 内閣府(2014)「クラウドファンディングに係る規制制度に関する意見」 P1

付型」「ファンド型」「株式型」に細分化され、それぞれが異なった特徴をもっている⁷。

図表 4－1
クラウドファンディングの種類



〈出所〉 著者作成

⁷ 図表 4－1 クラウドファンディングの種類

「寄付型」は、ウェブ上で寄付を募るものであり、金銭的リターンは想定されていない。この有名なクラウドファンディングには、一般社団法人ジャパングビングが運営する LIFULL Social Funding というものがある⁸。このサイトでは、寄付を呼びかけるのは、サイトの運営者や資金調達ではなく、チャレンジャーと言われる呼びかけ人が支援する団体を指定して、サポーターと呼ばれる資金提供者に寄付を呼びかける仕組みである。そして、ボランティア、災害復興、海外の難民救済等に財政的支援として利用される。

図表 4－2
タイプ別クラウドファンディングサイト

サービス名	LIFULL Social Funding (旧ジャパングビング)	READYFOR	CAMPFIRE	maneo	セキュリテ
クラウドファンディングのタイプ	寄付型	購入型	購入型	貸付型	ファンド型
業務開始時期	2012年10月1日	2011年3月	2011年6月	2008年10月	2009年2月
最低出資額	1,000円	1,000円	500円	10,000円	10,000円
特徴	国内最大の寄付型クラウドファンディングサイトである。社会貢献性の高い案件に特化している。出資者は直接寄付を行うほか、チャレンジャーとして目標と寄付先を設定して自分自身が何らかのチャレンジをおこない、それに対して献金を他社から集めて寄付することも可能である。	社会貢献型を中心としたプロジェクトへの支援者を募集するのが主体である。出資者は金銭的な見返りは求めないが、プロジェクトの支援者として共感したプロジェクトが発行する引換券を購入し、結果の報告を受け成果物やサービスを引換券と交換する形式である。	音楽、アート、アイデア、商品等クリエイティブ系のプロジェクトに強みをもつ購入型クラウドファンディングサービスである。出資者は見返りを求めないが、パトロンとして共感したプロジェクトに出資し、成果物やサービスを受け取る。	日本最大級の金融貸付型クラウドファンディングサービスである。事業性資金への匿名組合経由の貸付形態をとる。分散投資を可能とし、小額かつ短期での資金運用が可能である。	セキュリテは、1口数万円の少額から出資できるインパクト投資プラットフォームである。経済的なリターンを求めるだけでなく、それぞれの地域で抱える課題や貧困や環境などの社会的な課題に対して、出資を通じて解決しようとする、経済的な価値と社会的な価値の両方を追求する仕組みである。
資本金	400万円	1,000万円	8,000万円	8,000万円	1億7200万円

10 〈出所〉クラウドファンディングサイトを参考に著者作成

「購入型」は、ウェブ上でモノづくりなどのプロジェクトに対して資金調達が行われ、そのプロジェクトの成果となるモノやサービスなどが対価として資金提供者に還元される仕組みである。この種のサイトとしては READYFOR、CAMPFIRE などが有名である⁹。その中でも、READYFOR は国内最大規模の取扱額である。さらに、他のクラウドファンディングウェブサイトと比べ、公共性・

⁸ 図表 4－2 タイプ別クラウドファンディングサイト

⁹ 脚注 3 に同じ。

社会貢献性の活動への支援が特に多いことを特徴とする、マルチジャンルのプラットフォーム¹⁰と
している。購入型は、主にシード資金における既存のエンジェルの代替手段として注目されてい
る。「金融型」の中でも「貸付型」は、企業や個人に少額の資金を集めて貸付を行う仕組みである。
例としては、maneo があげられる¹¹。このマーケットは、匿名組合を通じて出資者から資金を集め、
5 資金調達に融資を行うものである。「貸付型」代替手段として注目されている。「ファンド型」は、
特定の事業に対して資金出資者を募る仕組みである。セキュリテでは、食品、日本酒、衣料、農
業、林業、スポーツクラブ、さらに被災地や途上国支援など多種多様な業種・分野に匿名組合契
約を用いて投資するファンドを運営している¹²。単に金銭のリターンだけでなく、投資先の生產品
の現物給付やイベント参加などの特典を付けることも多く、購入型の要素も併せ持っている。し
10 かし、出資元本の返還は保証しないため、営業者のモラルハザードが発生する可能性がある。「株
式型」は、事業を行う会社の非上場株式に対して資金出資者を募る仕組みである。主に事業立ち
上げ資金におけるベンチャーキャピタル¹³の代替手段として注目されている。

4.2 クラウドファンディングの現状

4.2.1 日本のクラウドファンディング

日本のクラウドファンディングは当初、「寄付型」「購入型」が中心となって拡大してきた。こ
れは日本のクラウドファンディングが 2011 年 3 月 11 日の東日本大震災を契機として注目を集め、
20 主に寄付を集めて復興を手助けする手段として拡大した経緯があるためである。

2017 年度（2017 年 4 月～2018 年 3 月）の国内クラウドファンディング市場規模は、新規プロ
ジェクト支援額ベースで前年度比 127.5%増の 1,700 億円と推計した。

類型別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 0.4%）、ファンド型約 50 億円（同 3.0%）、貸付型約 1,534 億円（同 90.2%）、株式型
25 が約 9 億円（同 0.5%）となった¹⁴。最も構成比が高い類型は貸付型で、全体の 9 割を占め依然
として市場拡大に大きく寄与している。購入型はサービス参入企業数が最も多いが構成比では
5.9%であった。

2014 年 5 月に成立した改正金融取引法が 15 年に施行され従来は事実上禁止されていた「株式
型」が解禁され、2017 年 4 月からサービス提供が始まったことが規模拡大に大きく影響している。

30 また、ふるなびクラウドファンディングやふるさとチョイスなど自治体または、自治体が認め
た個人・団体がクラウドファンディングのプロジェクトオーナーとなり、「ふるさと納税」の制度
を利用して資金を募るクラウドファンディング型のふるさと納税のようなクラウドファンディン
グ、朝日新聞社の A—port など大手メディア等々からの新規参入が続いており、サイト運営事業

¹⁰ プラットフォーム（platform）とは、サービスやシステム、ソフトウェアを提供・カスタマイズ・運営するた
めに必要な「共通の土台（基盤）となる標準環境」を指す。

¹¹ 脚注 3 に同じ。

¹² 脚注 3 に同じ。

¹³ 高い成長性が見込まれる非上場企業に対し、成長のための資金を株式の形で提供するもの。

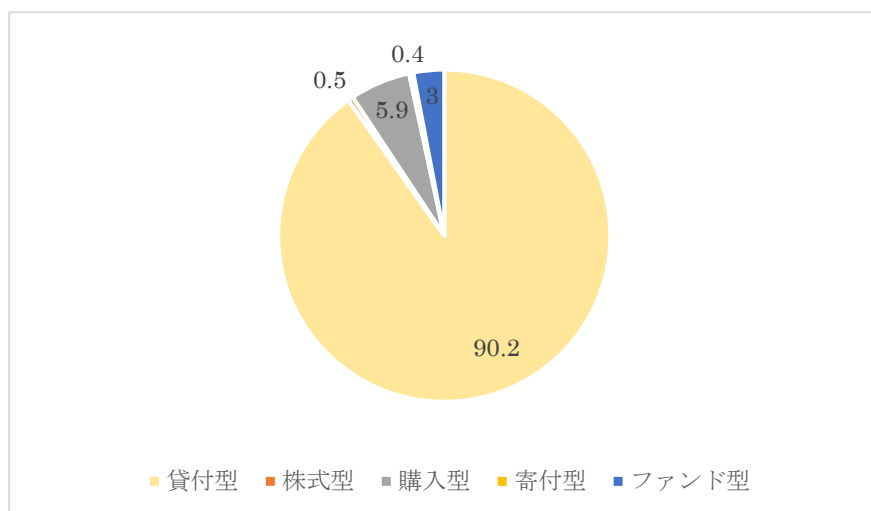
¹⁴ 図表 4-3 2017 年度の国内クラウドファンディングにおける類型別構成比

者と金融機関との事業連携も進み、資金調達の新たな門戸として定着しつつある。そのような中、インターネットを介して銀行取引が可能なネット銀行もファンド型で新規参入を果たしている。こうしたことなどから、今後さらに国内クラウドファンディング市場は拡大する見込みである。

5

図表 4-3

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



〈出所〉(2017)矢野経済研究所

10 4.2.2 アメリカのクラウドファンディング

日本のクラウドファンディング市場が急成長している中で、クラウドファンディングの生みの親とも言えるアメリカに注目し、どのようなものなのか述べる。

アメリカの市場規模は巨大であり、2012 年の時点で世界のクラウドファンディング調達額の半分以上である 1800 億円、そして現在では一兆円以上と、日本を 10 倍以上引き離している。アメリカの市場規模は巨大であり、2012 年の時点で世界のクラウドファンディング調達額の半分以上である 1800 億円、そして現在では一兆円以上と、日本を 10 倍以上引き離している。アメリカのクラウドファンディングの中で、規模の大きいものは、購入型の Kickstarter、購入型の Kickstarter、Indiegogo の 2 つ、寄付型の GoFundMe がある。Kickstarter は、CD を出す、本を出版する、映画を製作するなどといったプロジェクト目標のために、資金調達目標額を設定する。各プロジェクトへの資金提供は、all-or-nothing¹⁵方式で行われる。キャンペーンが開始されると、資金提供者は誓約をする。プロジェクトへの誓約総額が目標額に達すれば、資金提供者は誓約金額を提供する。調達側は提供への対価として商品等を提供する。ただし、誓約総額が目標額に達しなかった場合、資金提供者は誓約金額を支払う必要はないため、調達側も提供側も資金が無駄になる心配をする必要はない。Indiegogo では、資金提供者は購入型プラットフォームの他に、「マーケットプレイス」（インターネット上の取引市場）や株式投資を通じて商品等を手にいれる

¹⁵ 目標金額を達成した場合のみ支援金を受け取れる方式である。

もできる。マーケットプレイスでは、クラウドファンディングから生まれた製品の多くについて出荷が保証されている。株式に関しては、投資家としての正式な認定を受けていなくても100ドルまでの投資を行えるプラットフォームを、投資型クラウドファンディングのMicro ventures社と共同で設定している。寄付型のGoFundMeでは、医療、冠婚葬祭、緊急事態、チャリティー、教育など、様々な個人的なニーズのための費用を調達するサイトである。拾った野良猫の獣医治療費や、山火事で家を失った方への見舞金など、様々な目的の寄付がこのサイトを通じて行われている。

4.3 クラウドファンディングにおける課題点

これから、クラウドファンディングにおける課題点について述べる。

まず、寄付型クラウドファンディングにおける課題は、ほぼないといえる。それは、そもそも出資に対する見返りを必要としない前提で出資しているためである。しかし、資金調達者が出資者の意に反し、調達した資金を予定していた目的以外に使用した場合には、これに対する救済措置はないため、あくまで自己の判断で出資するということに留意すべきである。

購入型クラウドファンディングのリスクについては、出資に対して予定されていた商品やサービスの提供が受けられないということが考えられる。急激な業績の悪化により事業が継続できなくなった場合や、そもそも予定していた商品が開発できなかった場合など、商品・サービスを受け取れないリスクは存在する。これに対する法的な救済措置はないため、あくまで自己の判断で出資するかどうかの判断が求められる。

貸付型クラウドファンディングの課題は、資金調達者が業績不振に陥り、資金調達サイト運営事業者に対して借入金の返済が滞った場合に、出資者が分配金を受け取ることができなくなるということである。この場合、出資者は資金調達サイト運営事業者や資金調達サイト運営事業者が融資を行った企業に対して出資金の返金を求めることはできないため、資金調達サイトに掲載されている企業の状況や、その他のリスクについて十分に認識した上で、出資するかどうかの判断をする必要がある。

ファンド型の課題は、資金調達者が業績不振に陥り、予想通りの売上が計上できなかった場合に、出資者が出資した資金と同等の分配金を受け取ることができなくなるということである。出資者は、貸付型の資金調達と同様に資金調達サイト運営事業者や、自らが出資をした企業に対して出資金の返金を求めることはできないため、資金調達サイトに掲載されている事業内容やその他のリスクについて十分に認識した上で、出資するかどうかの判断をする必要がある。

株式型クラウドファンディングについては、4つのリスクが挙げられる。1つ目は、損失のリスクである。収益モデルが確立していない企業への投資が含まれることから、投資家が損失を被る危険が高いことである。2つ目は、成長志向の高い企業は、収益を再投資して事業を成長させるのが一般的であるため、配当収益を得ることは期待できないことである。

3つ目は、流動性のリスクである。現に取引市場がなく、将来の上場やバイアウトも確約されていないことから、仮に投資対象企業が成功したとしても、株式を売却する機会が与えられない可能性がある。4つ目は、希釈化リスクである。資金ニーズが高く、さらなる株式による資金調達

が予定されていることが通常であることから、持分が希釈化していくことである。また、仮に事業内容で魅力的な非上々企業であれば、銀行などの金融機関やベンチャーキャピタルなどのプロの投資家にアプローチされているはずであり、あえて調達源をクラウドに求める必要はない可能性がある。そのなかで、資金調達をクラウドファンディングに求めている非上々企業の投資リスクをどのように考えるのかという問題がある。

4.4 ICO とクラウドファンディング

非上々ベンチャー企業では、新たな資金調達の方法として ICO がある。

4.4.1 ICO の定義

ICO とは、Initial Coin Offering の略である。資金調達を目的とした企業が、独自の暗号通貨である「トークン」を発行し、発行したトークンを投資家に仮想通貨で購入してもらうことにより資金を調達することである。ICO は主にスタートアップ企業が用いる資金調達方法で、取引所などの審査を要することなく資金調達ができるものである。クラウドファンディングのようにさまざまなところから資金を集めるという性質をもっているため、クラウドセールまたはトークンセールと呼ばれている。

4.4.2 ICO の課題点

ICO を利用するにあたって次のリスクがあげられる。トークンは、価格が急落したり、突然無価値になったりしてしまう可能性があるということである。また、ICO では、一般にホワイトペーパー¹⁶が作成される。しかし、ホワイトペーパーに掲げたプロジェクトが実施されなかったり、約束されていた商品やサービスが実際に提供されなかったりするリスクがある。仮想通貨と称しつつ、一般的なウェブサイトに掲載されておらず、ICO も行われていない正体不明のコインの勧誘が行われており、ねずみ講のような仕組みの詐欺が発生している。

4.4.3 ICO とクラウドファンディングの異なる点

ICO とクラウドファンディングには3つの異なる点があげられる。

① 調達対象

ICO は、企業が発行する自社トークンの対価として出資者から仮想通貨を受け取る。つまり、ICO は資金調達が最終的な目的ではあるものの、その手段として一次的に「仮想通貨」を調達することになる。そのような意味で、ICO は「仮想通貨」を調達対象にしているといえる。

¹⁶ 調達した資金の使い道（実施するプロジェクトの内容等）やトークンの販売方法などをまとめた文書のこと。金融庁（2017. 10. 27）「ICOに関する注意喚起について」

他方で、クラウドファンディングは出資者から「法定通貨（現金）」を集めることが目的であり、出資者はインターネットを通して法定通貨（現金）を送金することになる。そのため、クラウドファンディングの調達対象はあくまで「法定通貨（現金）」である。

② リターンの有無

- 5 ICO は、出資者が発行トークンを仮想通貨で購入することになるが、そのこと自体に対するリターンは原則として予定されていない。他方で、クラウドファンディングは、「寄付型」を除けば、出資者に対し何らかのリターンが予定されている。

③ 権利の譲渡性

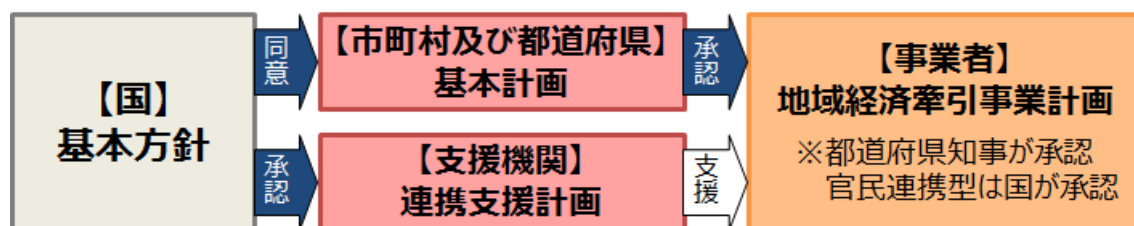
- 10 ICO において、仮想通貨を対価として発行トークンを購入した出資者は、その後、トークンの上場を待って、トークンの価値が上がったタイミングでそのトークンを第三者に自由に譲渡することができる権利をもっている。このような権利は、仮にトークンの価値が上がる前においても第三者に自由に譲渡することができる。他方で、クラウドファンディングには、このような権利の譲渡性は認められていない。

第5章 今後の資金調達のある方、ならびに実現に向けた方策

私たちが考えるこれからの非上場企業の資金調達の在り方として推奨するのは、地域に特化したものである。具体的には、第4章で述べたクラウドファウンディングの「購入型」と経済産業省の事業である地域中核企業支援の「地域未来牽引企業への支援策」のふたつである。クラウドファウンディングの「購入型」は、第4章で述べた通り、「購入型」は、ウェブ上でモノづくりなどのプロジェクトに対して資金調達が行われ、そのプロジェクトの成果となるモノやサービスなどが対価として資金提供者に還元される仕組みである。また、他のクラウドファンディングウェブサイト 비해、公共性・社会貢献性の活動への支援が特に多いことを特徴とする。2つ目の「地域未来牽引企業への支援策」の中に盛り込まれている「地域未来投資促進法」は、地域の特性を生かして、高い付加価値を創出し、地域の事業者に対する相当の経済的効果を及ぼす「地域経済牽引事業」を促進することを目的とする法律である¹⁷。

図表 5-1

地域未来投資促進法の概要



<出所> (2019 年) 経済産業省

地域の人々からのクラウドファウンディングを多く集めるために企業が行うべきこととして我々が考えたのは、CSR 活動を積極的に行うことである。CSR とは、企業は株主ばかりでなく、顧客、従業員、取引相手、さらには地域住民といった利害関係者の利益を実現することが求められるようになる。従って、経営者は企業をそうした社会的存在として運営していく責任、すなわち経営者の社会的責任を負っている。単なる法令順守という意味以上に、様々な社会のニーズを、価値創造、市場創造に結びつけ企業と市場の相乗的発展を図ることである。例えば、(株)アサヒビールはお客様がアサヒビールの「スーパードライ」を購入することで1本につき1円、地域の環境や文化財の保護・保全活動を寄付する活動を行っている。CSR を行うことで、レピュテーション(企業評価)の向上が期待できる。

CSR 活動の一環としてボランティア活動をすることで、ボランティア活動をやっている会社として認識する人が出てくる。事業とは別のところで、企業としての評価になる。これを地域のために行うことで地域の人々からの信頼を得ることが出来ると考える。自分の地域に有益となる事業を行ってもらえることが出来れば、多くの出資者を募れると考える。また、近年の小企業の CSR

¹⁷地域内外の取引実態や雇用・売上高を勘案し、地域経済への影響力が大きく、成長が見込まれるとともに、地域経済のバリューチェーンの中心的な担い手、および担い手候補である企業が行っている事業

活動としては次のようなものがある。

■ 小企業が取り組んでいる地域貢献活動の分野(複数回答、単位：%)

経済・振興	商店街の活性化	10.4	雇用	高齢者の雇用・就業支援	5.7
	地場産業の活性化	6.6		障害者の雇用・就業支援	2.3
	特産品や農水産物など地域資源の活用	3.3		外国人労働者の雇用・就業支援	1.7
	創業支援や他企業の経営支援	1.9		ニート・フリーターの雇用・就業支援	1.5
	その他	1.0		元受刑者の雇用・就業支援	0.4
文化・環境	祭りや伝統行事の開催や維持	26.6	治安・安全・防災	ホームレスの雇用・就業支援	0.1
	地域における文化やスポーツの振興	13.8		その他	0.2
	地域の美化や緑化	13.2		交通安全活動	10.8
	地域の環境保全	8.2		消防・防災活動	10.5
	その他	0.7		防犯活動	10.3
保健・医療・福祉	高齢者の生活支援	2.9	教育	その他	0.9
	食の安全確保	2.0		職場体験・インターンシップの受け入れ	6.9
	障害者の生活支援	1.9		経済・金融・消費者教育	1.7
	育児支援	1.1		起業家教育	1.0
	生活困窮者やホームレスの支援	0.3		その他	1.0
	その他	0.4			

出所：日本政策金融公庫総合研究所「小企業の地域貢献に関する実態調査」(2008年)

地域未来投資促進法は経済産業省が地域の特性を生かし、高い付加価値を創出し、地域に相当の経済効果を及ぼす企業に「地域牽引経済事業」を促進するとある。例えば、北海道旭川市の

- 5 (株)カンディハウスなどは豊富な森林資源を背景として、原材料を地域から調達し、地元の家具メーカーである旭川家具の新商品開発と海外販路開拓を実施している。このように地域のほかの企業と協力したり、その地域の企業の事業の手助けをしたりすることが大切であると考え。これはその地域の企業と経済的に連携することでその地域の生産性を底上げしたり、その地域の収益を増加させることが可能となり、多くの企業を活発化させ、その地域の雇用を増加させることで、近年問題になっている若者の田舎離れを減少させる効果があると考え。
- 10

15

参考文献

トヨタ自動車ホームページ <http://toyota.co.jp/> 参考：2019.10.07。

トーマツ (2004) 「ベンチャービジネスのための資金調達実務ガイドブック」『中央経済社』

20 参考：2019.10.08。

佐々木敦也 (2016) 「ザ・クラウドファンディング」『金融財政事情研究会』

参考：2019.10.16。

CAMPFIRE HP <https://camp-fire.jp/> 参考：2019.10.09。

Ready for HP <https://readyfor.jp/> 参考：2019.10.09。

中沢 潔(2018)「米国におけるクラウドファンディングの現状」『ニューヨークだより』
(https://www.jetro.go.jp/ext_images/_Reports/02/d2c3a0ce31dec031/NY201812.pdf)

5 参考：2019.10.20。

<https://japangiving.jp/> 参考：2019.10.20。

https://www.cao.go.jp/consumer/content/20140226_20140225_iken1.pdf

参考：2019.10.20。

「中小企業庁」(2017) (<https://www.chusho.meti.go.jp/>) 参考：2019.10.10。

10 「M&A 総合研究所」(<https://mastery.jp>) 参考：2019.10.10。

松田千恵子「非上場企業の特性と株式市場における影響分性」

(<https://tsukuba.repo.niiac.jp>) 参考：2019.10.14。

「Manegy」(<https://www.manegy.com/news/detail/342>) 参考：2019.10.14。

「Investor Platfom」(<https://invesyor-platform.com/fundingprob>) 参考：2019.10.14。

15 「M&A 総合研究所」(<https://mastory.jp>) 参考：2019.10.16

黒瀬直宏(2015)「21 世紀中小企業論」『株式会社有斐閣』参考：2019.10.20。