2019年度　証券ゼミナール大会

第1テーマ
「日本における非上場企業の資金調達について」

立教大学　三谷ゼミナール　今泉班

目次

序章 4

第1章　日本企業の特徴 5

第1節　非上場企業について 5

第1項　非上場大企業 6

第2項　非上場中小企業 6

第3項　ベンチャー企業 7

第2節　各企業の資金調達の現状・課題 8

第1項　非上場大企業の資金調達 8

第2項　非上場中小企業の資金調達 9

第3項　ベンチャー企業の資金調達 11

第2章　各種資金調達手段の現状と課題 13

第1節　公的金融 13

①　商工組合中央金庫 13

②　日本政策投資銀行 14

③　日本政策金融公庫 14

④　信用保証協会 16

⑤　補助金 17

第2節　民間金融 18

第1項　直接金融 18

①　IPO 18

②　M&A 19

③　未公開株取引 20

④　社債 21
⑤　ABL 22
⑥　仮想通貨 24
⑥　エンジェル投資家 26
⑧　クラウドファンディング（CF） 26
⑨　ベンチャーキャピタル(VC) 29
⑩　CVC 32
第２項　間接金融 33
①　銀行（都市銀行） 33
②　銀行（地方銀行） 34
③　シンジケートローン 36
④　協同組織金融機関 37
第３節　公的金融と民間金融の比較 38
第３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 39
第１節　具体的方策を提案するにあたって 39
第２節　地域経済の活性化に関する具体的方策 41
第１項　融資型クラウドファンディング・コードの制定 42
第２項　クラウド会計を利用した事業性評価融資の促進 45
第３節　新産業の創出に関する具体的方策 46
第１項　シード期ベンチャー企業対象のコミュニティ 47
第２項　エンジェル投資家を増加させるための環境づくり 49
終章 51

序章

近年、日本経済は緩やかな景気回復傾向にあり、2016 年以降実質 GDP 成長において堅調な推移を見せている。景気回復の長期化という局面では、潜在成長率の低下に歯止めがかかったこと、かつ実質 GDP の伸び率が潜在成長率の伸びをさらに上回る状態が継続したことにより、GDP ギャップもプラスの傾向にある。また 2020 年に開催される東京オリンピック・パラリンピックに際して、都のオリンピック・パラリンピック準備局によると、経済波及効果は大きいと試算されており、雇用の創出とともにインフラ整備等における需要の増大が見込まれる。このような現状下で、2019 年 3 月東京証券取引所より、上場基準の厳格化及び新興企業受け入れ市場の再編等に関する報告書が「市場構造の問題と改善に向けた論点整理」として公表された[1]。そこで、市場構造と同時に、今後の景気動向を左右する要であり経済活動の主な担い手である「企業のあり方」への関心がより高まっていると言える。なかでも 2019 年 10 月 18 日時点で日本国内における上場企業数は 3,682 社[2]であり、国内全体の企業数のうちおよそ 0.1 パーセントを占めている。これは、国内企業のほとんどが非上場企業であることを示している。つまり、国内非上場企業が、市場競争の活性化・多様な就業機会の提供・地域経済の活性化・新産業の創出などの面で、より大きな役割を果たしていると言えよう。

そこで、我々は「地域経済の活性化」と「新産業の創出」の 2 点に焦点を当てる。はじめに「地域経済の活性化」に関して述べていく。先述したように、中小企業は、全国さまざまな場所に存在し、日本企業の相当数を占める。なかでも、地方圏と都市圏[3]の 2 つに分類した場合、地方圏にある中小企業は、209 万社[4]であり全体の半分以上を占める。日本の多くの企業が存在する地域の経済

---

[1] 株式会社東京証券取引所（2019）「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要」pp.4-13 を参照されたい。

[2] 日本取引所グループ「上場会社数・上場株式数」を参照されたい。

[3] 国土交通省「土地所有・利用状況概況」の定義に基づき、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、愛知県、三重県、京都府、大阪府、兵庫県を「三大都市圏」とし、それ以外の 38 道県を「地方圏」としている。

[4] 日本公庫総研レポート（2015）「地域の雇用と産業を支える中小企業の実像」p.4 を参照されたい。

が活性化することは、日本経済の発展につながるのではないかと考える。

次に「新産業の創出」に関して述べていく。IoT やビッグデータ、AI などの発展を通じて、様々な分野において革命が起きている。その影響を受け、現在、日本経済は第 4 次産業革命を迎えている[5]。日本経済の発展を考える上で、新産業の創出が重要であることは言うまでもなく、革新的なアイデアや技術をもとに新たなビジネスを展開するベンチャー企業の創出もまた重要であると言える。くわえて、近年創出機会の場としてベンチャーエコシステムの存在がしばしばささやかれている。新しいビジネスや社会改革につながる第 4 次産業革命おいて、ベンチャー企業への期待感は高まっており、そのベンチャー企業の資金調達環境に目を向けることは日本経済の発展を考える上で不可欠であろう。

2 点を踏まえながら、経済的基盤を形成する国内非上場企業の発展及び日本経済の展望を考える上で、企業の様々な課題に対して考える必要がある。そのなかでも特に、資金調達環境に目を向けることは重要な意義が見出される。とりわけ発展途上であるベンチャー企業や中小企業にとっては、より円滑な資金調達を行うことは成長機会を得るきっかけともなるであろう。

本稿では、第 1 章で非上場企業の特徴に触れながら、現在の資金調達状況について述べ、第 2 章では国内非上場企業が行っている資金調達手段の現状に関して、直接金融・間接金融・公的金融の観点から整理する。最後に第 3 章ではそれら課題に対する理想的な資金調達環境改善についての提案を行うという順序で、国内非上場企業における資金調達に関して述べていく。

第 1 章　日本企業の特徴

序章でも述べた通り、日本の経済を支えている企業は大きく分けて「上場企業」と「非上場企業」の 2 つがある。とりわけ、本論文では「非上場企業」に焦点を当てて特徴を述べながら、資金調達環境に目を向ける。

第 1 節　非上場企業について

上場の手段をとらない非上場企業について述べていく。非上場企業を企業規

[5] 首相官邸「未来投資戦略 2018」pp. 4-7 を参照されたい。

模ごとに「非上場大企業」、「非上場中小企業」、「ベンチャー企業」の大きく 3 つに分けて分析する。

第 1 項　非上場大企業

本論文では、非上場大企業を「非上場中小企業の定義を超えた大きさであり、上場していない企業」と定義する。特徴かつ役割として強い資金力と市場支配力を持っており、消費・環境等に対して大きな影響力を持つことが挙げられる。つまり、社会において強い影響力を持つことに加え、非上場中小企業・ベンチャー企業よりも多くの社会的責任を持つ。また、近年では協業を目的としたオープンイノベーションを進める動きがみられる。

第 2 項　非上場中小企業

本論文では、非上場中小企業を「中小企業庁が従業員数、規模等で定義している企業」と定義する。

図 1　中小企業の定義

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 千万以下の会社または常時使用する従業員の数が 50 人以下の会社及び個人
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

出典：中小企業庁「中小企業者の定義」より筆者作成

非上場中小企業は、序章でも触れたように、2016 年時点の我が国の企業約

359 万社のうち、99.7%[6]を占めており多種多様である。そのような非上場中小企業は、経済の再生を図るための地域の活性化、地域においての雇用の創出、競争力の向上､地域経済の循環性の向上において重要な担い手であると言える。日本経済の発展のためには、中小企業が中心となり労働生産性を高め、稼いでいく力を強化することが重要である。

一方で、日本の少子高齢化問題による生産年齢人口の減少を背景とした「人手不足」が深刻化しており、中小企業が抱える課題として挙げられている[7]。労働力が減少するなか、生産状態の維持・向上をするためには、生産性・生産効率の向上が必要である。

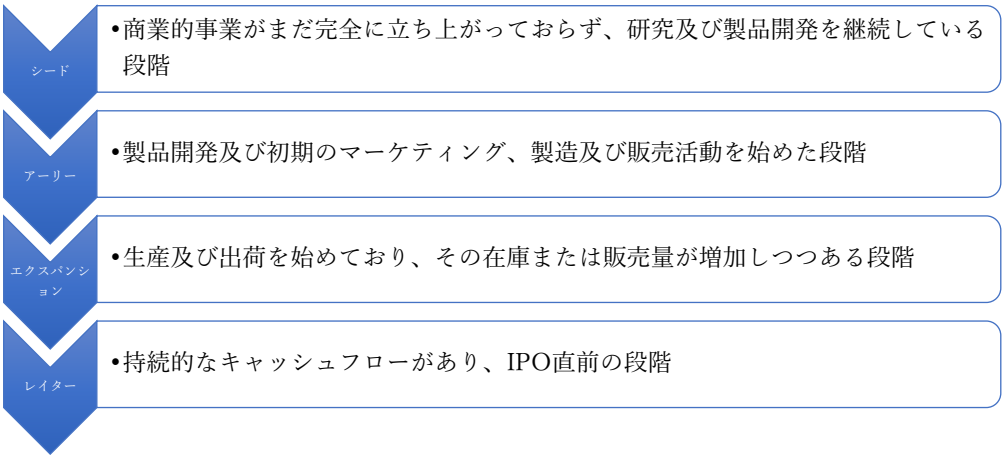
生産性・生産効率を考える際にしばしば取り上げられるのが、情報通信技術である。現代では、情報通信技術の急速な発達を背景にした経済・社会のデジタル化により、ヒト・モノ・技術が相互に影響しあうため、今後も企業は生産活動を行う上でこの流れに柔軟に対応していく必要がある。

第 3 項　ベンチャー企業

ベンチャー企業は、産業の新成長分野の開拓者、雇用の創出、新たなイノベーションの創出の役割を担う存在[8]であり、日本経済の発展のために欠かせない企業群である。明確な基準はないが、成長過程にある企業のことを指し、その成長段階ごとに 4 つに区分することができる。

[6] 中小企業庁（2019）『2019 年度版中小企業白書』日経印刷 p.30 を参照されたい。
[7] 同上 p.45 を参照されたい。
[8] 経済産業省「ベンチャー有識者会議取りまとめ」p.3 より引用。

図 2　各段階の定義



出典：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 ベンチャービジネスに関する年次報告 ベンチャーニュース特別版」I-162 より筆者作成

第 2 節　各企業の資金調達の現状・課題

第 2 節では、非上場企業の規模ごとに「非上場大企業」・「非上場中小企業」・「ベンチャー企業」の 3 つに分け、定義・特徴・役割について述べた。本節では、企業規模ごとに分け、本論のテーマである資金調達環境に焦点を当てて論じる。

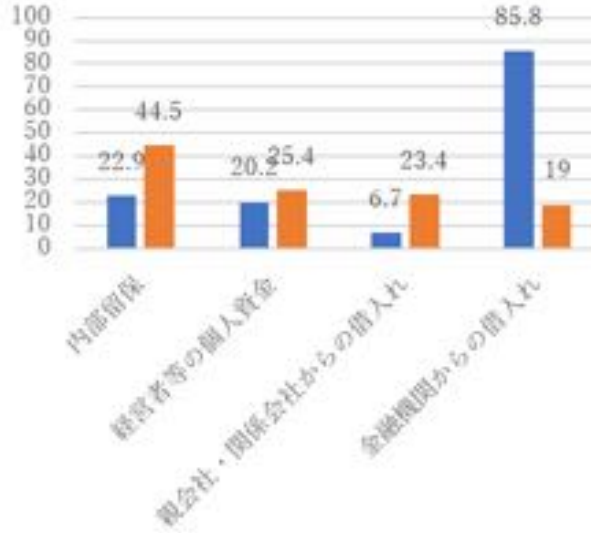
第 1 項　非上場大企業の資金調達

非上場大企業が実際にどのような手段で資金調達を行っているのか具体例を挙げながら述べていく。非上場大企業の代表例として、飲料メーカーである「サントリー（親会社）」、貴金属大手の「TANAKA ホールディングス（HD）」などがしばしば挙げられる。これらの企業は、老舗企業であるという特徴や規模の特徴から中小企業よりも銀行融資が受けやすく、また社債を発行することができる等で資金調達がしやすい環境となっている。この他の非上場大企業の場合も同様のケースが多い。一方で、海外進出、新規事業の拡大等の際、大口で資金を調達する必要がある際には、資金調達手段として上場も検討される。

第 2 項　非上場中小企業の資金調達

まず、現状の資金調達環境について述べる。非上場中小企業は、資金の調達先として、金融機関からの借り入れ、内部留保、個人資金、出資等が挙げられる。中小企業の総数は非常に多く、段階、規模、特徴により資金調達は異なる。以下の図 3 は、無借金企業ではない企業は金融機関からの借り入れが主な資金調達手段であることを示している。左は借入れのある企業、右は無借金企業である。

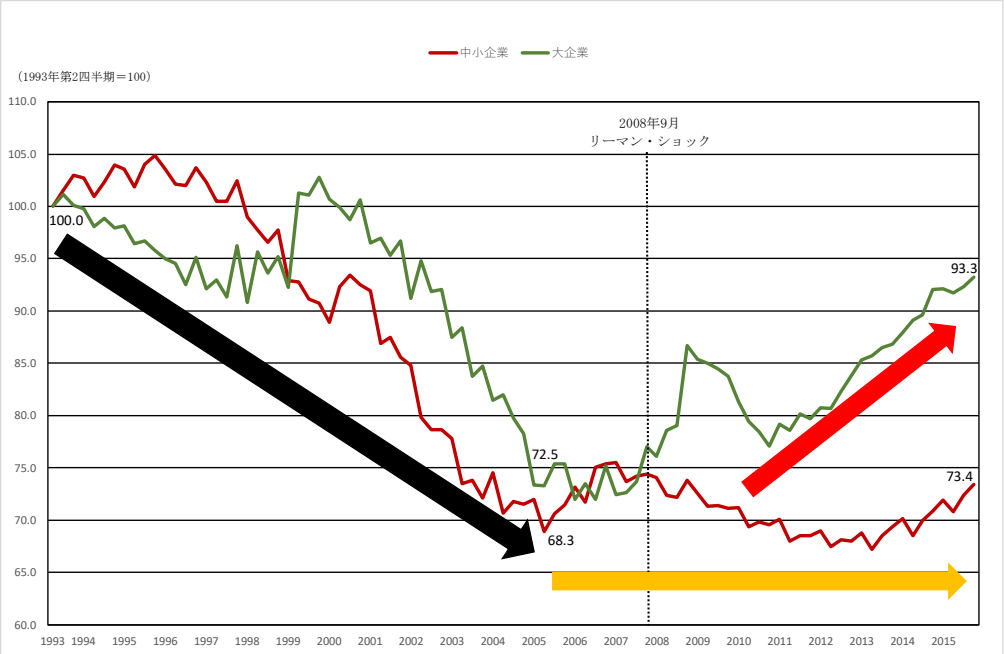
図 3　成長のための課題解決に必要な資金の調達先



出典：中小企業庁（2016）「中小企業白書」p.310 より筆者作成

一方で、大企業と比較し中小企業は金融機関からの借り入れを利用しにくい状況であると言える。以下の図 4 は企業規模別に国内銀行から企業の貸出金の総量を見たものである。バブル崩壊以降から 2000 年代にかけて、中小企業・大企業共に貸出金は大きく減少している。その後、大企業はリーマンショック後拡大傾向にあり、前の水準まで回復しつつある一方で、中小企業はリーマンショック後、大企業ほど回復しているとは言い難い。

図 4　企業規模別に見た金融機関からの貸出の推移



（注）1．貸出には信託勘定、海外店勘定も含む

2．国内銀行のみを集計している

3．グラフ内の数値は、それぞれ 1993 年第 2 四半期、2015 年第 4 四半期の数値を表している

出典：中小企業（2016）「中小企業白書」p.273 より筆者作成

中小企業が大企業に比べ、借り入れをしにくい要因としては、中小企業がそもそも持つ特徴から判断できる[9]。

また、特に地方へ目を向けたとき、都市圏の企業との付加価値額の格差があり、また都市圏への転出傾向も継続している[10]ことから、都市圏に比べ、地方にある企業が厳しい状況にある可能性も考えられる。

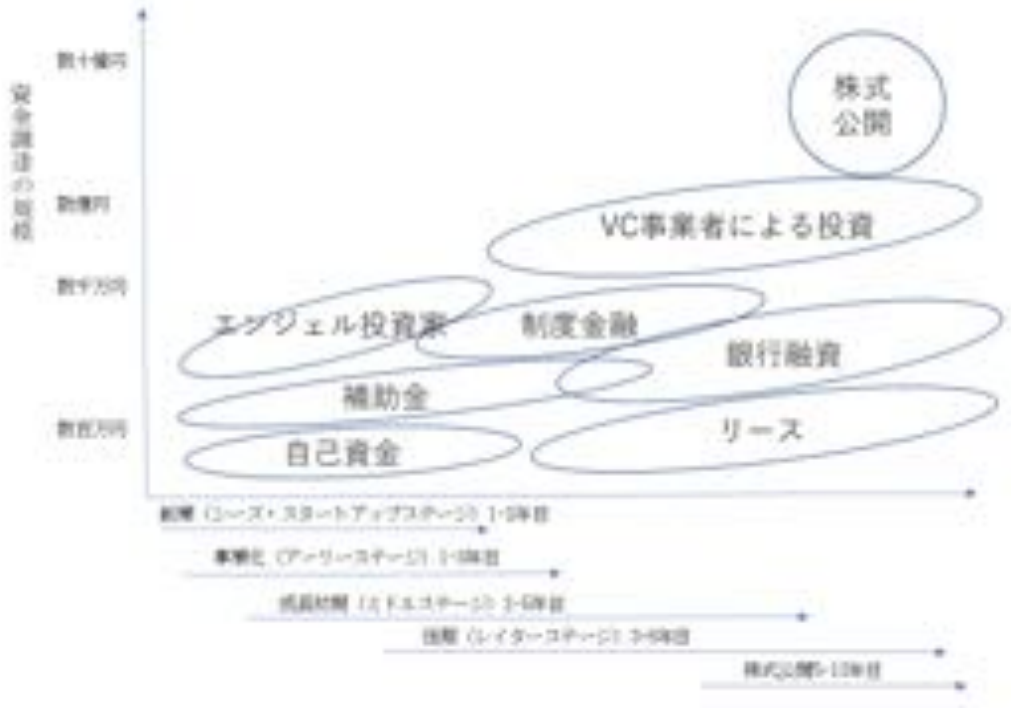
[9] 詳しくは、第 1 章第 2 節第 2 項を参照されたい。
[10] 中小企業庁「中小企業・小規模事業者の現状と課題」p.15 を参照されたい。

第３項　ベンチャー企業の資金調達

まず、現状の資金調達について述べる。以下の図５を参照されたい。ベンチャー企業の資金調達元として、一定数は金融機関からの融資を受けられているものの、出資という形の調達方法が多い。現状としては、自己資金が一番多くの割合を占めている。また、ベンチャーキャピタル（以下 VC）から出資があるかないかで大きく二分される[11]。

一方、近年では、大企業がベンチャー企業に出資し、イノベーションや技術などのシナジーを求めようとするケースも増えている。

図５　ベンチャー企業の規模ごとの資金調達



出典：大和総研（2012）「ベンチャー企業の資金調達」p.２より筆者作成

ここで、具体的に成長段階ごとの資金調達の特徴を捉える。

まず、シード期は、それほど資金需要が高いわけではなく、まとまった金額

[11] 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 ベンチャービジネスに関する年次報告 ベンチャーニュース特別版」I-166 を参照されたい。

を要さない。そのため、自己資金で賄われるか、エンジェル投資家などのハイリスクかつハイリターンの投資を行う出資者からの資金調達を行うことが多い。次にアーリー期では、設備投資や研究開発など様々な資金が必要となってくるが、まだ事業が不安定なため融資や本格的な出資は期待できない。そのため、VCからの出資を受けるなど、資金調達手段は限られてくる。エクスパンション期では、事業の拡大に伴い、設備投資や人材費など様々な面での費用がかかり、また競合企業との競争に生き残るためにも、更なる資金調達が必要となってくる。売上高が順調に上がり、収益が安定すればVCからの出資のみならず、銀行などの金融機関からの融資も可能となる。最後に、レイター期では、VCからの支援を受けている場合、新規株式公開などEXITに向かうこともある[12]。

次に、ベンチャー企業の資金調達環境における課題として、どの成長段階においても、「情報の非対称性が大きいこと」が挙げられる。非上場企業は財務情報及び非財務情報の開示を義務づけられていない。そのため、資金の借り手と貸し手の間に情報量の差が生じ、適切に資金調達を行うことが困難になる可能性がある。

以下では、ベンチャー企業全体に対する課題に加え、成長段階ごとの課題を挙げる。

まず、シード期での資金調達は、先にも述べたように、多額の資金を必要としていない場合が多い。しかし、ある一定の資金額は必要となる。ベンチャー企業の資金調達手段を考えた場合、社会的信用度が低いため、民間金融機関からの資金調達は難しいという課題が挙げられる。そこで、自己資金での資金調達が大きな比重を占めるが、創業者が自己資金を設立時までに蓄え続けられるかという課題も挙げられる。また、自己資金ではない資金調達手段としてエンジェル投資家の存在が考えられるが、日本のエンジェル投資家は米国と比べて、投資家数・投資額・投資件数のすべてにおいて極端に少ない[13]。そのため、エンジェル投資によって満足のいく資金調達ができるとは言い切れないという課題も挙げられる。

---

[12] 大和総研（2012）「ベンチャー企業の資金調達」p.11を参照されたい。
[13] 内閣府「第2回経済財政諮問会議（平成26年2月20日）資料 5-2」p.3を参照されたい。

次に、アーリー期での資金調達は、成長段階の中でも比較的難しく、倒産リスクが高い。先述した通り、運転資金や設備資金等、様々な資金が必要となってくるものの、社会的信用度の低さから限られた資金調達となる。そのため、融資・出資を受ける際に、財務情報の観点より非財務情報の観点から評価されるべきである。そこで適切に事業性が評価されているのかという課題が挙げられる。

エクスパンション期・レイター期の資金調達に関しては、課題が一切ない訳ではないが、主な経営課題に「資金調達」よりも「人材採用」を挙げる企業が多く見られる[14]。

第 2 章　各種資金調達手段の現状と課題

第 1 章では国内非上場企業を 3 つの種類に分類し、特徴とともに資金調達環境の現状を述べた。本章では、国内非上場企業を取り巻く資金調達環境を考察するために、各種資金調達手段を金融機関の特徴に基づき 3 つに大別し、現状を述べていく。最後に、公的金融と民間金融の比較を行う。

第 1 節　公的金融

特に中小企業の資金調達に関連のある公的金融（また、それに関連する機関・制度）の現状について論じる。

① 商工組合中央金庫

株式会社商工組合中央金庫とは、中小企業等協同組合の他、中小規模の事業者を構成員とする団体及び構成員に対する「金融の円滑化を図るために必要な業務を行うこと」を目的とした政府系金融機関の 1 つである[15]。主な業務内容としては融資業務、預金・為替業務、債務業務、資金証券業務、国際業務があ

---

[14] 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 ベンチャービジネスに関する年次報告 ベンチャーニュース特別版」I-171 を参照されたい。

[15] 商工中金「会社概要」を参照されたい。

る。国内だけでなくニューヨーク、香港、上海、バンコクにも支店を持ち、政府系金融機関として、国際為替業なども行っているのが特徴である。

主な融資先は商工中金の株主となっている中小企業団体であり、事業に必要な運転資金や設備資金が融資の対象である[16]。2018 年度の貸出金は全体で 9 兆 3568 億円であり、中小企業に限ると、8 兆 4873 億円であった[17]また商工中金では多様化する資金調達ニーズに応えるため、シンジケートローンや ABL、売掛債権流動化など幅広い取り組みを行っている[18]。

② 日本政策投資銀行

日本政策投資銀行とは「金融力で未来をデザインします」という企業理念のもと、投融資一体型の金融サービスを提供している政府系金融機関の 1 つである[19]。ファンドを通じた事業再生やベンチャー企業の育成、プロジェクトファイナンスなどの先進的な金融手法を活用した新たな市場の創生や、コミュニティクレジット・自治体 COD といった地域金融における新たな試み、災害やテロ発生時にセーフティーネットとしての対応など幅広く活動を行っている[20]。日本政策投資銀行が開発した独自の評価システムにより環境、防災及び事業継続対策、従業員への健康配慮への取り組みの優れた企業を評価・選定し、その評価に応じて融資条件を設定する評価認証型融資[21]という融資制度を通じて実際に融資を行っており、平成 30 年度における投融資額は 3 兆 5699 億円であった[22]。環境対策や安全対策などでは大企業にも融資しているが、融資先の大部分は非上場の中堅中小企業である。

③ 日本政策金融公庫

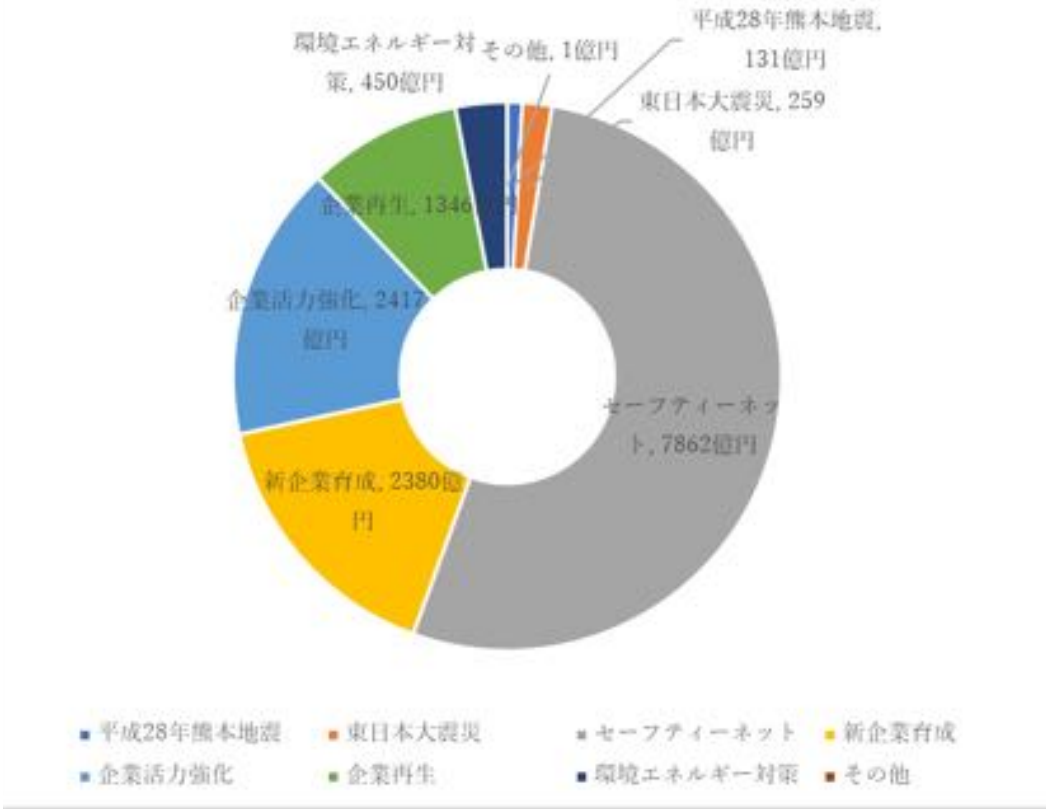
日本政策金融公庫は、100％政府出資の政策金融機関であり、「銀行などの一

---

[16] 商工中金「融資の対象となる方」を参照されたい。
[17] 中小企業庁「株式会社商工組合中央金庫について」p.6 を参照されたい。
[18] 商工中金「資金調達」を参照されたい。
[19] DBJ 日本政策投資銀行「広報ライブラリ」を参照されたい。
[20] DBJ 日本政策投資銀行「Q&A」p.35 を参照されたい。
[21] DBJ 日本政策投資銀行「DBJ 評価認証型融資」を参照されたい。
[22] DBJ 日本政策投資銀行「投融資の実行状況」を参照されたい。

般の金融機関を補完し、国民生活の向上」を目的としている[23]。日本政策金融公庫の主な業務には、国民生活事業・農林水産事業・危機対応等円滑化業務の他に、中小企業事業がある。この中小企業事業は中小企業向けのものであり、中小企業者に対する貸付、中小企業者が発行する社債（新株予約権付）の取得、中小企業投資育成株式会社に対する貸付、中小企業者に対する貸付債権・社債の証券化（証券化・自己型）などを現在行う。中小企業事業の融資内訳が以下の図 6 である。

図 6　融資実績の内訳（平成 29 年度）



（注）融資には、社債を含む。総融資実績から投資育成会社貸付を除いたものの内訳である。また、各融資制度の実績は 1 億円未満を切り捨てて算出している。

出典：日本政策金融公庫「業務の概要・特徴」より筆者作成

[23] 日本政策金融公庫「プロフィール」を参照されたい。

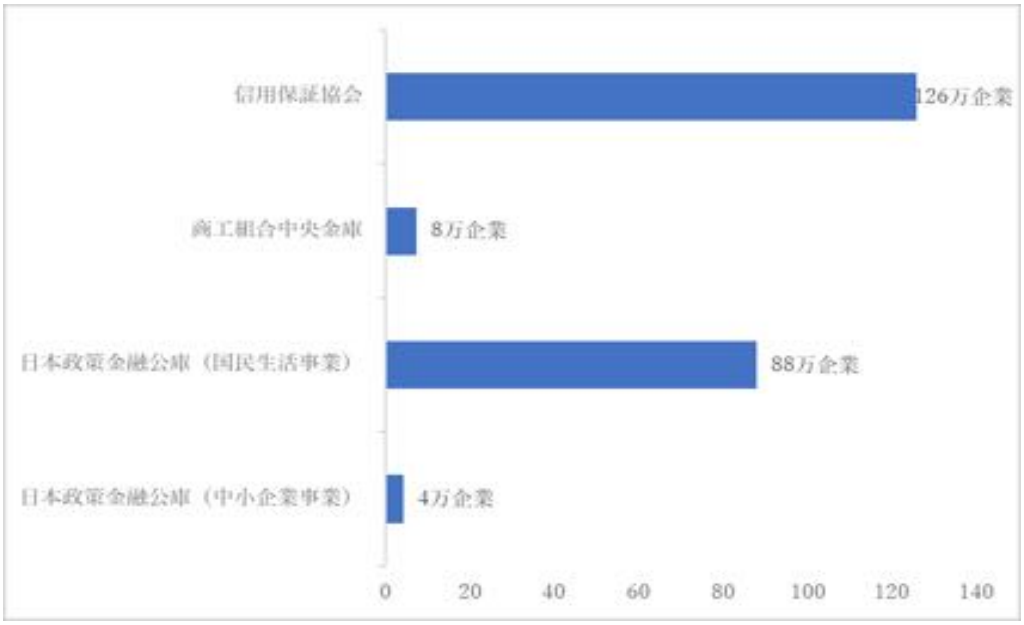
日本政策金融公庫は、災害時などに積極的に融資しているということもあり、企業に利用可能資金の改善による設備投資の促進というような、公庫からの貸し付けによる資金制約を緩和しているという論文[24]も散見される。日本政策金融公庫の今後の方針として、地域の活性化のために地域や事業に取り組む人の現状把握をし、課題解決に向けて共に取り組むとしている。民間金融機関などと関係機関同士を「繋ぐ」役割を担いながら、公庫ならではの力を発揮し、「さらに政策金融機能の意義を前提として、リスクテイク機能を適切に発揮するとともに、サービスの質向上を図るため、コンサルティング機能・能力の充実を図る、政策提言能力の発揮、広報活動の推進に不断に取り組む[25]。」としており、今後も日本の、特に中・小規模の企業にとって重要な存在であろう。

④　信用保証協会

信用保証協会とは、信用保証協会法（昭和 28 年 8 月 10 日法律第 196 号）に基づき、中小企業・小規模事業者の金融円滑化のために設立された公的機関[26]のことである。以下の図 7 より、平成 30 年 3 月時点で、信用保証協会の利用者企業数は約 126 万企業となっており、他の公的金融機関に比べて利用が多いことが読み取れる。また、利用企業の約 9 割は従業員数 20 人以下の小規模企業が占めている。

[24] 植杉威一郎・内田浩史・水杉裕太(2016)を参照されたい。
[25] 日本政策金融公庫「業務の概要・特徴」を参照されたい。
[26] 一般社団法人全国信用保証協会連合会「信用保証協会と信用保証制度」を参照されたい。

図 7　多くの中小企業・小規模事業者が利用



出典：一般社団法人全国信用保証協会連合会
「初めての融資と信用保証」より筆者作成

主な活動は、事業者が金融機関から資金を調達する際に、信用保証協会が公的な保証人となることで資金調達をサポートすることである[27]。銀行などの金融機関との取引が十分ではない企業が融資を受けようとすると信用保証協会の保証を求められることがあり、その際、信用保証協会が規模・業種・区域・業歴で設けた基準に満たしている企業を保証することで事業者の資金調達の円滑化を図る。

47 都道府県と横浜市、川崎市、名古屋市、岐阜市の 4 市に置かれていることで、各地域密着型の業務が行われている。

⑤　補助金

補助金とは、助成金と同様に、国や地方自治体から事業者へ支給される返済不要な資金である。主に事業の活性化や技術開発の促進を目的としている。助成金よりも支給額の規模が比較的大きい。現在、経済産業省は新製品開発のた

[27] 福岡県信用保証協会「信用保証制度のしくみ」を参照されたい。

めの製造機器購入やシステム構築などに使われるものづくり補助金、HP 作成、決済・会計ツール、外国人対応ツール（翻訳ツール）などに使われる小規模事業者補助金、バックオフィス効率化のための IT ツール導入のための IT 導入補助金の 3 種から成る中小企業生産性革命推進事業[28]を進めており、平成 30 年度第 2 次補正（平成 31 年/2019 年実施）予算では 1,100 億円が計上され、より多くの事業者が補助金を活用できるようになることが見込まれている[29]。

中小企業庁によると、安定成長型企業の成長初期に利用したかった資金調達法が公的補助金・助成金の活用であると答えた企業は 44.4%であった。しかし実際に公的補助金・助成金を利用した企業は 19.8%であった[30]。

第 2 節　民間金融

第 1 節と同様に、民間金融の現状について論じる。

第 1 項　直接金融

①　IPO

IPO（Initial Public Offering）とは、(新規)株式公開とも言われ、少数株主に限定されている未上場会社の株式を証券取引所（株式市場）に上場し、株主数を拡大させて株式市場での売買を可能にすることである[31]。新たに株券を発行して株式市場から資金を調達する「公募増資」や、以前から株主に保有されていた株式を市場に放出する「売出し」がある。

2018 年の IPO 件数は、TOKYO PRO Market を含め 97 件であり、昨年より 3 件増加[32]している。IPO 件数は日経平均株価と連動するように、リーマンショック時に大幅に減少したものの近年は緩やかに増加している。また、ソフトバンクのような大型 IPO もあり、資金調達手段として再び注目されている。

現在、国内株式市場は、2019 年現在 TOKYO　PRO　Market、ジャスダック、マ

---

[28] 中小企業庁委託事業ミラサポを参照されたい。
[29] PRTIMES「TANREN 株式会社は 2019 年度も IT 導入支援事業者に採択されました」を参照されたい。
[30] 中小企業庁（2017）「2017 年度版中小企業白書」日経印刷を参照されたい。
[31] 野村証券株式会社「証券用語解説集 IPO」を参照されたい。
[32] 日本取引所グループ「新規上場基本情報」を参照されたい。

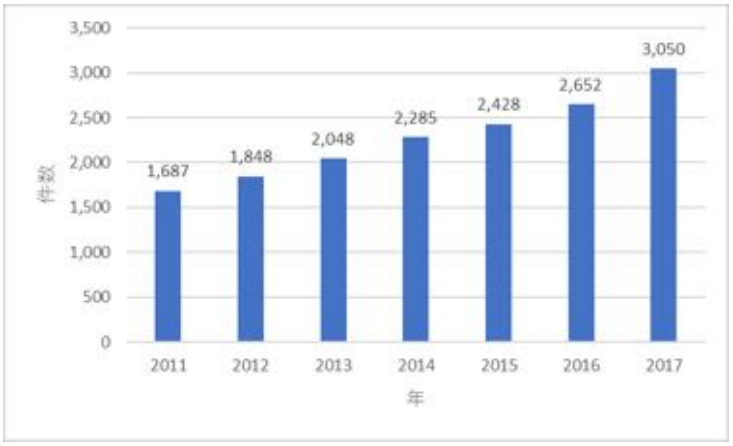
ザーズ、東証 1 部、2 部、その他小規模の市場である。市場のコンセプト・基準ともに異なるため、上場したい企業は、経営状況や目的に合わせて市場を選ぶ。また、上場後に企業価値が 10 億ドル以上と試算される未上場のベンチャー企業はユニコーン企業と呼ばれる。

上場のための準備には、報告書作成のための監査費用、IPO 専門の人員確保などのコストがかかる。また、社会的責任が増大するため、経営の自由度が減少するリスクがある。一方で、事業規模拡大などのための資金の増加につながる可能性や、経営の体質改善のきっかけになる可能性も大いにあり、メリットととらえることも可能である。

② M&A

M&A とは合併、株式や事業部門の買収のことを指す[33]。M&A の手法には株式譲受（株式譲渡）・新株引受・株式交換、事業譲渡、合併、会社分割などの様々な手法がある。2018 年度版中小企業白書によると、2017 年には M&A の件数は 3000 件を越え、過去最高となっている。また、以下の図 8 から中小企業の M&A 成約件数も 2012 年に比べて 2017 年では約 3 倍を超える。

図 8　M&A 成約件数の推移

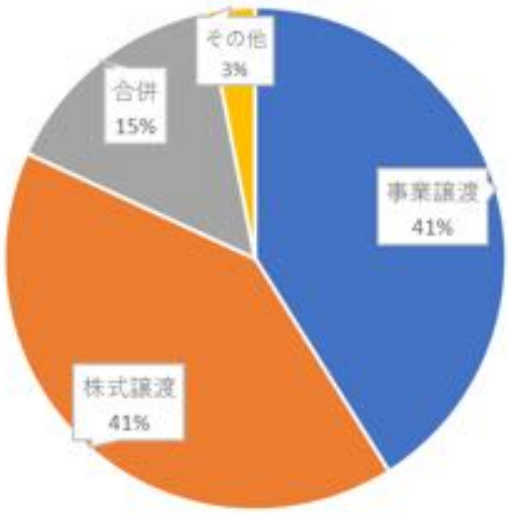


出典：中小企業庁（2018）『2018 年度版中小企業白書』日経印刷 p.305 より筆者作成

[33] 野村証券株式会社「証券用語解説集　M&A」を参照されたい。

以下の図 8 からわかるように、M&A の多くは事業譲渡と株式譲渡となっている。事業譲渡とは、会社が営む事業の全部または一部を他の会社に譲渡する行為をいう[34]。株式譲渡とは、譲渡企業のオーナー（株主）が所有している発行済株式を譲受企業に譲渡することで子会社となることである[35]。現段階では資金調達の面での M&A は少なく、主に事業継承、経営者の高齢化を目的とした M&A が多い。

図 9　各 M&A スキームの実行割合



出典：中小企業庁（2018）「2018 年度版中小企業白書」p.311 より筆者作成

今後の課題として M&A のマッチングの難しさ、仲介手数料の負担の大きさ、情報の非対称性を改善する必要がある。

③　未公開株取引

未公開株取引とは、上場しないが、株式を発行して資金を調達する手段である。未公開株とは、証券取引所（金融商品取引所）に上場していない企業の株式のことである[36]。非公開株や、プライベート・エクイティともいい、譲渡価格など条件面で合意さえすれば、当事者間で売買することはが可能である。未公

[34] 日本 M&A センター「M&A 用語集　事業譲渡」を参照されたい。
[35] 日本 M&A センター「M&A 用語集　株式譲渡」を参照されたい。
[36] SMBC 日興証券「初めてでもわかりやすい用語集　未公開株」を参照されたい。

開企業が不特定多数からファイナンスを行う方法として、インターネットを使うクラウドファンディングなどの一部で対応がある。また証券会社が関与可能なグリーンシート市場[37]もかつては証券業協会ルールの下に運営されていた。しかし、グリーンシート市場は登録企業の減少が続き、非上場株を取引するグリーンシート市場が 2018 年 3 月末で約 20 年の歴史に幕を下ろした。

未公開株を発行する未公開企業は、その情報をどう不特定多数に伝えるかが重要である。中心となるのは、インターネット利用によるクラウドサービスだが、寄付とは異なる投資行為をサポートするため、サイトの運営の管理が重要である。

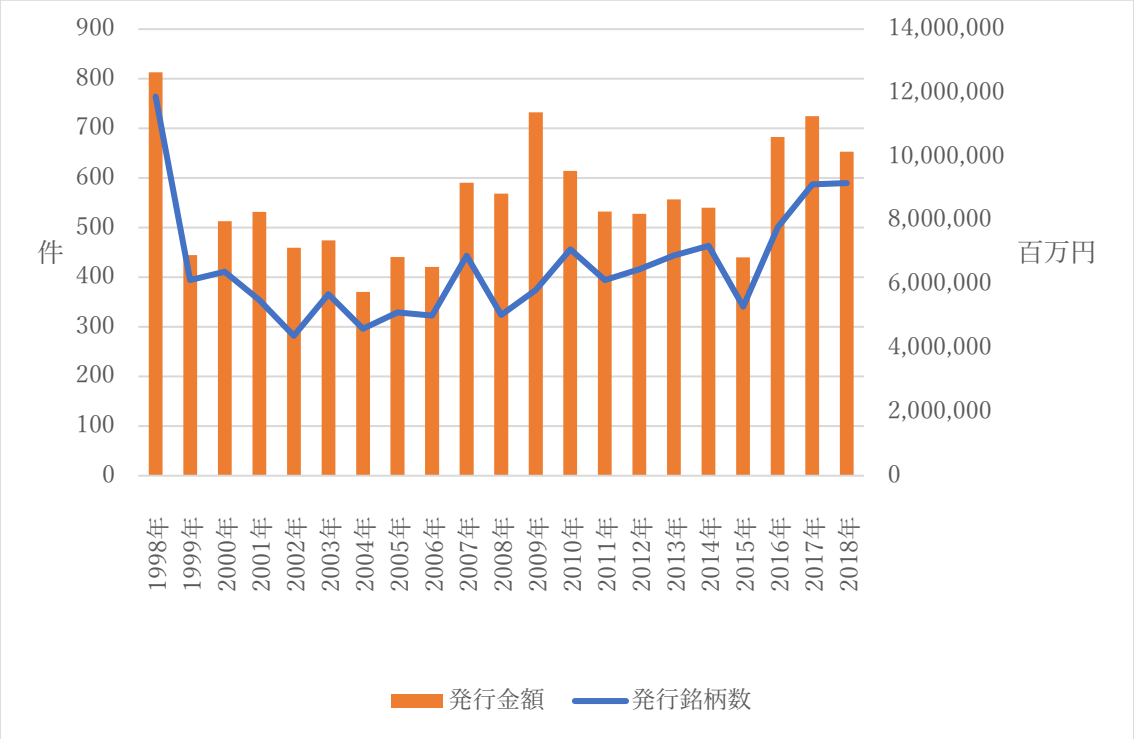
④　社債

社債とは企業が発行する債券のことで、事業債とも呼ばれる[38]。社債には 50 人以上の不特定多数の投資家に対して募集を行う公募債と、適格機関投資家や 50 人未満の投資家に対して募集を行う私募債がある。中小企業は社債の引受人が集まらないうえ、公募債に比べて手続きが簡略化されているため、私募債の発行が一般的である。社債にはいくつか種類があるが、ここでは特に普通社債について述べていく。普通社債とは返済期限が設定され、その間に投資家に利息が支払われる社債のことを指す。長期債が多く、調達額も大きいことから一般的に社債を発行する多くの企業が普通社債を発行する。下記の図 10 のとおり、近年では年間発行額 10 兆円規模で発行銘柄数、発行金額ともに増加傾向である。

[37] 未公開企業の株式を売買するために、日本証券業協会が、平成 9 年 7 月に始めた市場のこと。 未公開企業への資金調達を円滑にし、また、投資家の換金の場を確保することが目的。

[38] SMBC 日興証券「初めてでもわかりやすい用語集　社債」を参照されたい。

図 10　普通社債の発行金額・銘柄数の推移



出典：日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」より筆者作成

また、アジアが急成長を遂げており、アジアの債券市場は拡大している。特にインドや中国といった新興国の拡大率は 1997 年末から 2015 年末で 40 倍を超えている。一方で日本は 1995 年末から 2015 年末で 0.6 倍と社債発行市場が縮小している[39]。また、発行残高額も中国・韓国に劣るなど顕著に社債発行市場の縮小が表れている。

⑤　ABL

ABL とは Asset Based Lending の略であり、企業の流動資産（集合動産・在庫担保・売掛債権）などを担保として活用する金融手法である[40]。ABL を利用することの企業にとってのメリットは、資金調達の多様化や自社の流動債券・在庫管理の徹底と金融機関などとの信頼関係の醸成を図れることが挙げられ

[39] 清水聡(2018) p.136 を参照されたい。
[40] 日本政策投資銀行「ABL」を参照されたい。

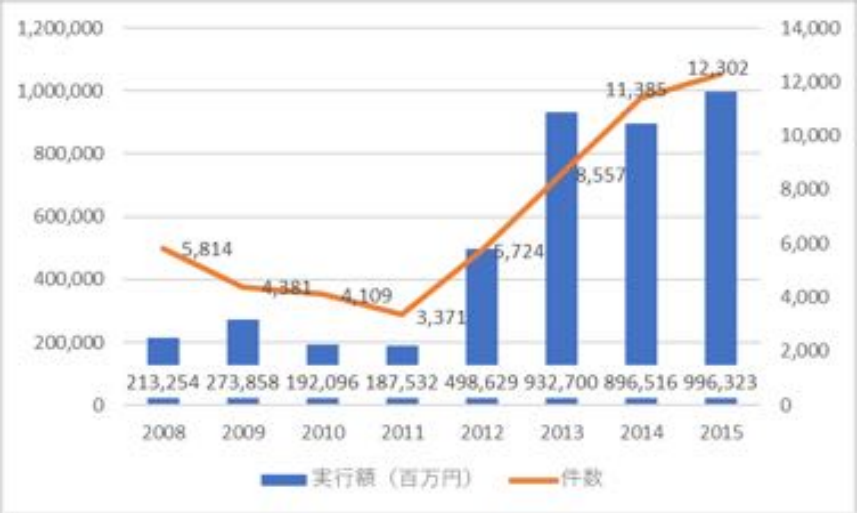
る。一方で企業にとってのデメリットとしては、不動産担保等が主流の現状では、動産・債権の担保を提供することはそれ以外の担保物がないと見られる場合もあり、信用不安を呼び起こす可能性があるということが挙げられる[41]。

さらにABLを実行する上での課題としては、在庫評価が高コストであること、常に数量・価格が変動する在庫の管理・モニタリングの精度の維持が困難であること、在庫のデフォルト発生時の散逸リスクの高さなどが挙げられる[42]。そこで、在庫を継続的に管理・モニタリングし、万が一デフォルトが発生したときも、確実に占有確保できる体制を構築することによって融資のリスクを低減し、またそれを低コストで実現することが求められる。

日本におけるABLの規模としては、2015年の実行件数が12,302 件、実行総額は 996,323 百万円であり、2009年度以来減少を続けていた実行件数は、2012年度以降大きく増加し、2015年度では実行件数・実行総額ともに調査開始以来最大となったことが図11から分かる[43]。このようにしてABLが広まった背景には、ABL協会の設立や、経済産業省による「ABLガイドライン」の公表、金融庁における「ABL（動産・売掛金担保融資）の積極的活用について」の公表など官公庁による取り組みがある。

[41] 経済産業省「ABLの概要と課題」を参照されたい。
[42] 株式会社NTTデータ経営研究所「日本における動産担保融資の展望」を参照されたい。
[43] 帝国データバンク(2017)p.13を参照されたい。

図 11　ABL の実績推移



出典：帝国データバンク（2017）p.13 より筆者作成

⑥　仮想通貨

新しい資金調達手段として、ICO(イニシャル・コイン・オファリング)と STO(セキュリティ・トークン・オファリング)の 2 つがある。

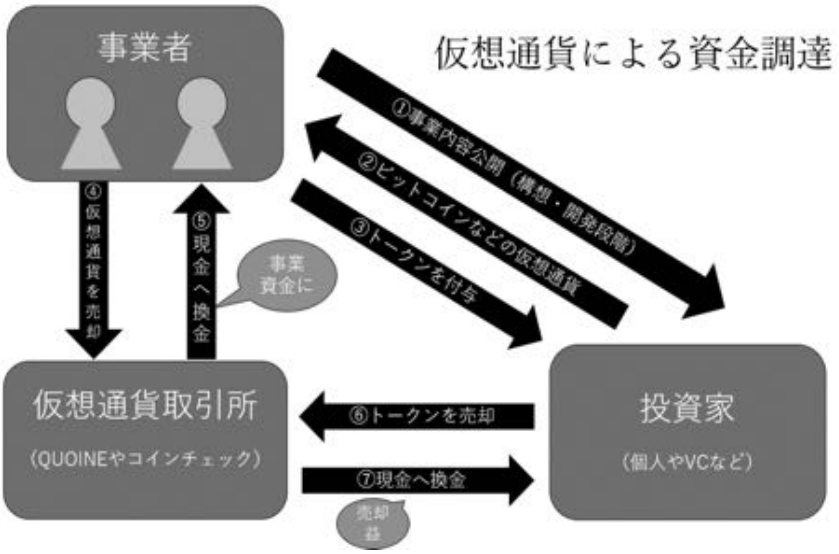
ICO とは、新規仮想通貨公開とも呼ばれ、企業が 6 仮想通貨技術の中核であるブロックチェーンのシステム上で、企業独自の仮想通貨「トークン」を発行し、投資家にビットコインなどの仮想通貨で直接購入してもらい、調達した仮想通貨を現金に換金することで資金調達する方法である[44]。発行されたトークンには、株主優待のように、発行企業の商品やサービスなどの特典が付与されるケースもある。

企業目線では、第三者による審査の時間や送金手数料などのコストを抑えられることや、オンライン取引のため世界中から資金調達が可能なこと、投資家目線では、少額からトークンを購入でき、場合によって通貨売却によって大きな金銭的リターンを得られるというメリットがある。しかし、日本国内では ICO に関する法律が複雑なため、法に触れるリスクが高いことや、出資したプロジェクトが実行されないなどの詐欺案件が多く発生していることが問題となっている[45]。

---

[44]SMBC 日興証券「初めてでもわかりやすい用語集　ICO　」を参照されたい。
[45] 日本経済新聞（2019/6/1)「米 SEC がフィンテック討論会　技術革新と規制を議論」を参照されたい。

図 12　仮想通貨による資金調達



出典:日本経済新聞（2017/12/16）

「ICO 沸騰、期待と危うさ　制度整わぬまま 4000 億円」より筆者作成

STO とは、トークンに有価証券と同じ権利を付与して発行し、投資家に仮想通貨で購入してもらうことで資金調達する方法である[46]。ICO とは異なり、有価証券として扱われるため、STO によって資金調達するためには国の公的証券取引管理機関(日本では金融庁)の認可が必要となる。IPO と比べて、資金調達のコストがかからないことや、公的機関の認可を得ているため、投資家も安心してスタートアップや新興事業に投資できる点から近年世界的に注目を集めている。メリットとして、企業目線では、ICO と同様に世界中から低送金コストで資金を調達できること、投資家目線では、公的機関の認可を受けた企業に投資ができることが挙げられる。デメリットとして、企業は公的機関の審査コストがかかってしまうことや、投資家層が限定されるケースがある。

2 つの仮想通貨による資金調達手段について述べてきたが、両者には仮想通貨自体の価値変動によって調達額にズレが出てしまうリスクの存在には注意が必要である。

[46] ビットバンク「仮想通貨用語集　STO」を参照されたい。

⑥　エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、起業家に出資をする個人投資家のことを指す[47]。主にシード期からスタートアップ期において企業に投資を行うため、説明することのできる業績がなく、銀行や VC の融資を受けづらい企業にとって、成長のためにはなくてはならない存在のひとつである。またエンジェル投資家の多くは、企業経営者や元経営者など、起業して成功した経験を持つ人々であるため、若い起業家や新たな企業に対して金銭的な支援を行うだけでなく、自らの経験を生かし、企業経営に関するアドバイスをするハンズオンの傾向が強い。

エンジェル投資家の特徴について述べてきたが、第 1 章第 3 節でも述べたように、エンジェル投資額、エンジェル投資件数、エンジェル投資家数のすべての項目において日本とアメリカには大きな差があると言えうる。

現在日本では、ベンチャー投資を促すための制度としてエンジェル税制が存在する。これは、ベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行うものである[48]。そのようなエンジェル税制の具体的な問題点としては、税制優遇の適用範囲や適用の際の手間が挙げられる。また、エンジェルネットワークの強化も同時になされることが望ましい。

⑧　クラウドファンディング（CF）

クラウドファンディング（以下 CF）とは、ある目的のために不特定多数の人数から資金を集める行為、またそのためのネットサービスのこと[49]である。CF の実施体は、インターネットを利用して、自らが行おうとしているプロジェクトに関して不特定多数の人に比較的定額の資金提供を呼びかけ、一定の金額が集まり次第、そのプロジェクトを実行するという仕組みである。その中でも、投資家が資金を CF 実施体に提供した際に、金銭的リターンが発生するかしないかの 2 種類に大きく分けられる。金銭的リターンが発生する CF には、融資型、ファンド型、株式型の 3 つがある。融資型とは、ソーシャルレンディング

---

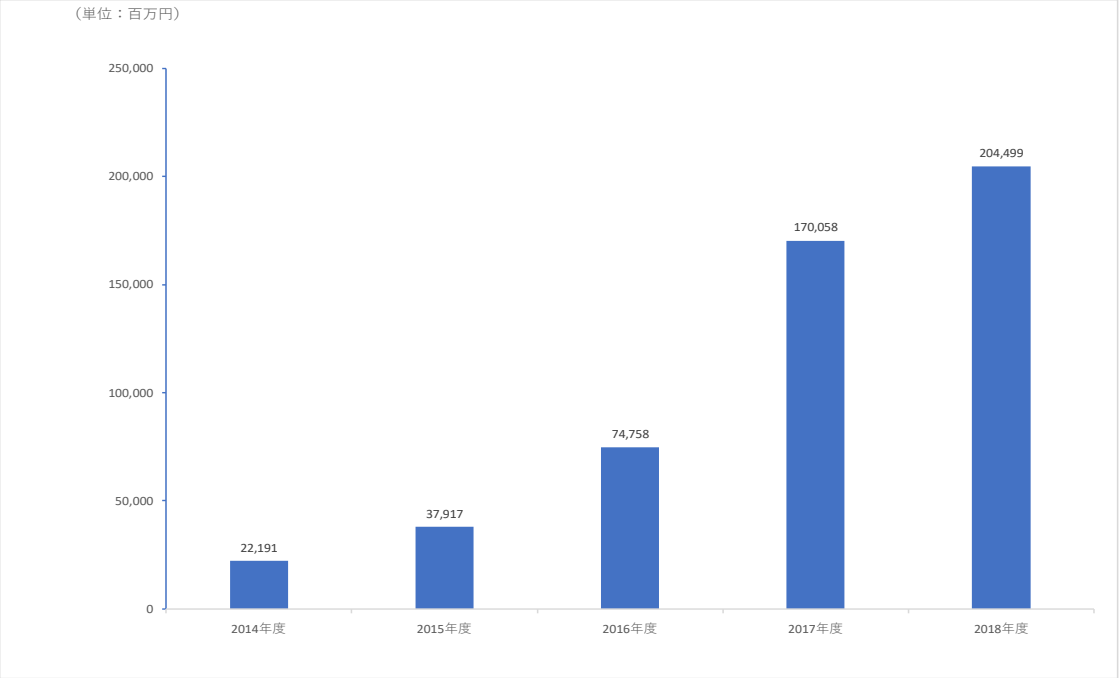
[47] 財務局経済産業局認定支援機関　資金調達ノート「エンジェル投資家・VC からの資金調達の資金調達マニュアル」を参照されたい。
[48] 中小企業庁「エンジェル税制のご案内」を参照されたい。
[49] 朝日新聞デジタル（2019/07/16）「クラウドファンディングとは」を参照されたい。

とも呼ばれ、投資家がインターネットを利用して企業や事業体に貸付を行い、金利分のリターンを得る CF である。ファンド型とは、融資型と類似しているが、リターン分配時の金利が企業や事業体の売り上げに応じて変動するという特徴を持つ。株式型とは、株価の上昇が期待できる企業や事業体の株を購入し、企業や事業体が成長した後にその株を売却することで、株を購入したときとの差額をリターン受け取ることができる CF である。これらに対して、金銭的リターンが発生しない CF は「非投資型」といわれ、購入型と寄付型の 2 つがある。購入型とは、投資した際のリターンが商品やサービスである CF である。寄付型とは、見返りを求めずに行う CF であり、災害における復興支援や障害者支援などで行われているケースがほとんどである。

日本における CF の現状としては、以下の図 13 から CF の市場規模が増加していることが読み取れる。2017 年 4 月から 2018 年 3 月の調査によると、新規プロジェクト支援額ベースで前年度比 127.5%増の 1700 億円と推計されている[50]。

[50] 矢野経済研究所「国内クラウドファンディング市場の調査を実施（2018 年)」を参照されたい。

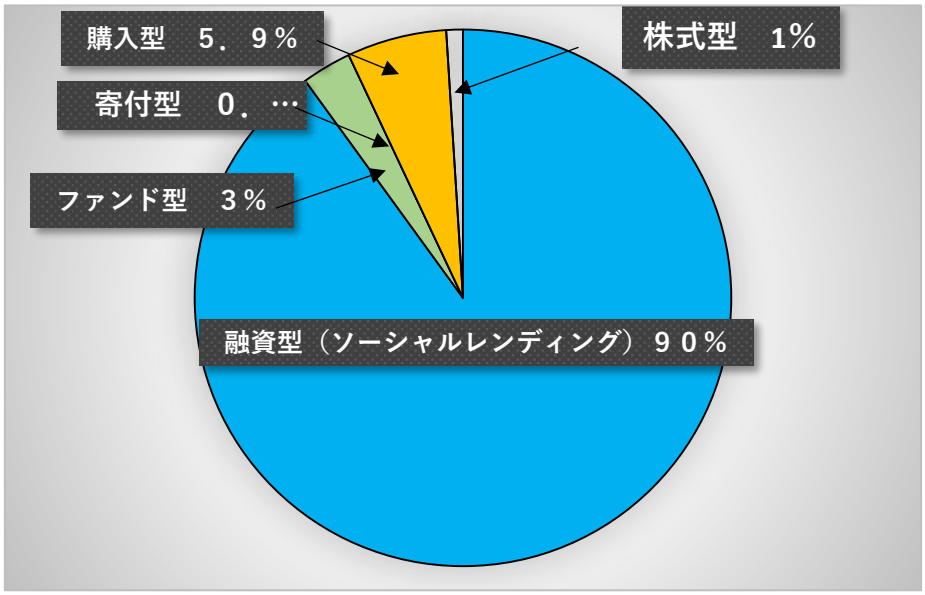
図 13　クラウドファンディングの新規プロジェクト支援額（市場規模）推移



出典：矢野経済研究所「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」より筆者作成

また、CF には融資型（貸付型）、ファンド型、株式型、購入型、寄付型の 5 つの種類があると先述したが、図 14 によると、融資型が国内 CF 市場で最も多くの割合を占め、全体の約 9 割にまで占めている。

図 14　2017 年度の国内クラウドファンディング類型別実行割合



出典：矢野経済研究所（2018）

「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」より筆者作成

以上を踏まえ、CF が抱える課題について述べる。

まず CF は、インターネットを介した資金調達であるため、情報の非対称性が存在している。未だ CF の情報開示に関する詳細な規制は存在せず、監査機関など第三者によるチェックも十分ではないため、詐欺的な行為を排除できていない。実際に、中小企業やベンチャー企業、個人事業主などが資金を募った際に、事実と異なる資金使途や貸付先の数などに関する情報を提供したとして行政処分が行われた[51]。そのため、現段階では信頼度の高い資金調達環境が整っているとは言いがたい。

⑨　ベンチャーキャピタル(VC)

VC とは、ベンチャー企業に資金を提供・投資する機関である[52]。独自の基準

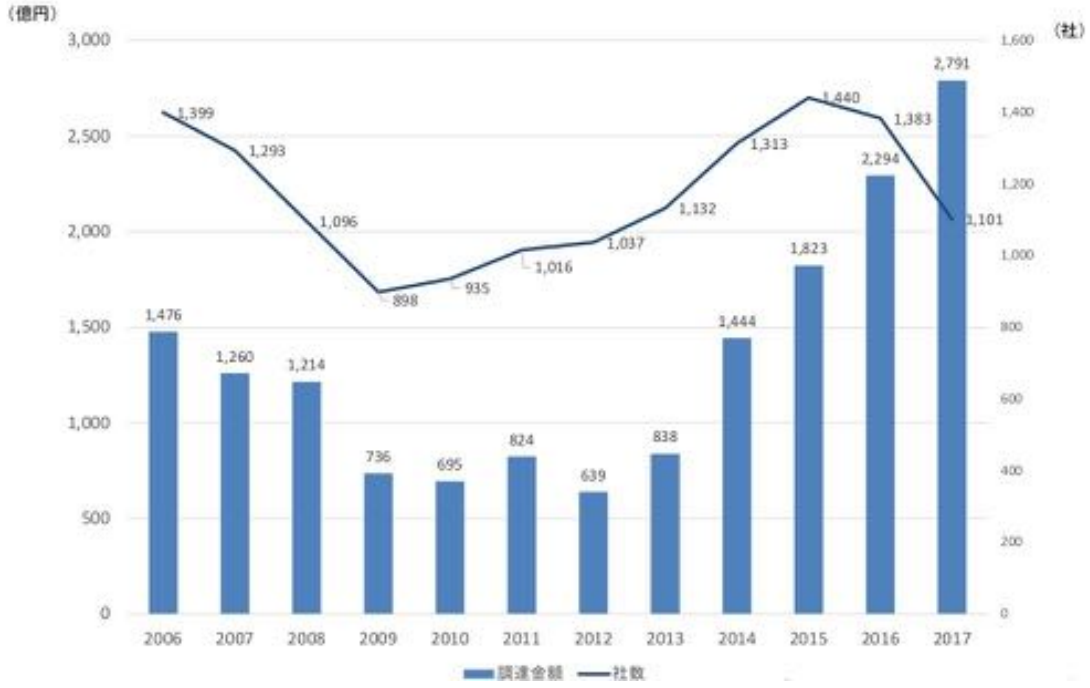
[51] 日本経済新聞（2019/5/8）「ネット融資、開示強化で淘汰も」を参照されたい。

[52] 野村証券株式会社「証券用語解説集 ベンチャーキャピタル」を参照されたい。

で新興企業の将来性を評価し、株式の取得を通じて資金面の事業拡大をサポートする一方で、数年後株式市場に上場した際には値上がり益を得ることを目的としている。また益回収のためのベンチャー企業の EXIT 手段として M&A もあげられる。

以下の図 15 より、スタートアップに際する VC での資金調達額はリーマンショック以降着実に伸びており、2017 年の資金調達額は過去最大となっている。

図 15　スタートアップに際する VC での資金調達額推移



出典：一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会
「ベンチャーキャピタル最新動向レポート（2017 年度）」より引用

2018 年の WEB 式アンケートによると、ベンチャー企業の資金調達元の金額比率で見た場合、VC は 41.2%を占める[53]。また、借入を含む資金調達総額を VC 出資ありとなし別でみると、出資ありでは資金調達総額が 3 億円～10 億円未満の社数の割合が約 4 割程度であるのに対して、VC 出資なしでは 1000 万円～

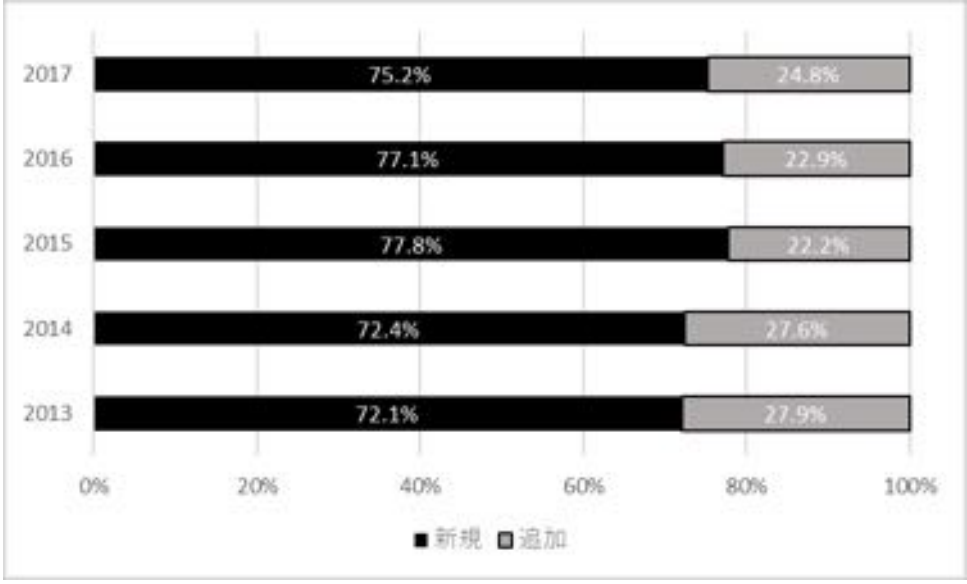
[53] 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2018 ベンチャーニュース特別版」p.20 を参照されたい。

5000 万円未満の社数の割合が約 3 割と最も大きな割合を占め、3 億円以上調達した社数の割合は 約 5%であり[54]、両社に開きが見られる。つまり、VC からの出資の有無がベンチャー企業の資金調達において一つの大きな分かれ目であり、ベンチャー企業の資金調達において大変重要である。

様々な要因から異なる点もあるものの、ファンドが約 4.6 兆円(2017 年時点)[55]のアメリカと比較すると日本の VC にはまだ成長の余地があると言える。

また、VC における新規投資と追加投資の割合を件数比率で日本とアメリカで比較した場合、以下の図 16 のように日本の VC は追加投資が少ない傾向にある。追加投資はベンチャー企業と VC において、事業展開の方針などで利害の不一致が生じる可能性がある。一方、成長速度の上昇や事業拡大などを促進する役割や継続的な資金提供源ともなりうる。

図 16　日本の VC の新規投資と追加投資の割合（件数比率）

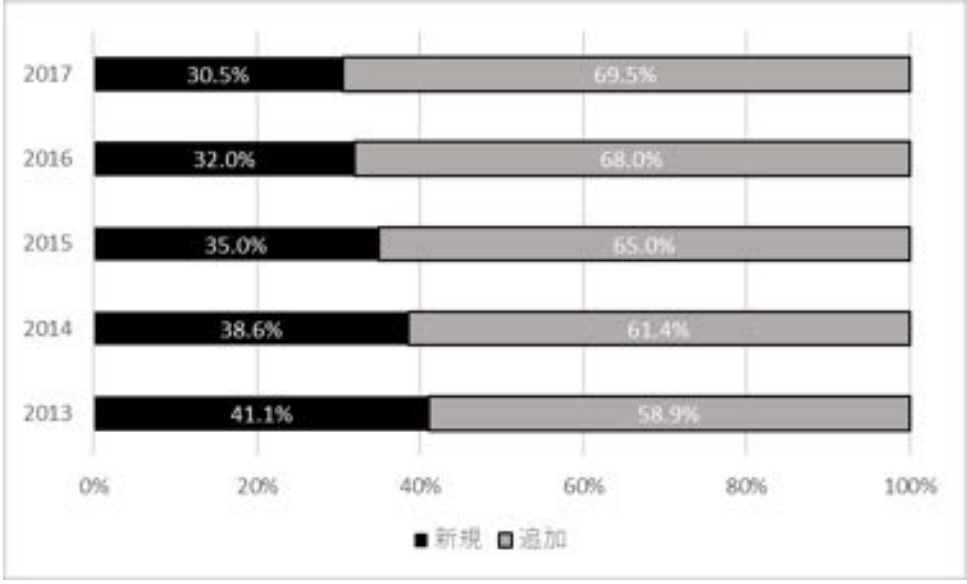


出典：一般社団法人日本ベンチャーエンタープライズセンター（2018）『ベンチャー白書〈2018〉ベンチャービジネスに関する年次報告』より筆者作成

[54] 同上 p. 21

[55] 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」を参照されたい。

図 17　アメリカの VC の新規投資と追加投資の割合（件数比率）



出典：一般社団法人日本ベンチャーエンタープライズセンター（2018）
『ベンチャー白書〈2018〉ベンチャービジネスに関する年次報告』より筆者作成

⑩　CVC

CVC とは「Corporate Venture Capital（コーポレートベンチャーキャピタル）」の略で、投資が本業ではない事業会社が、自社の事業分野とのシナジーを生み出す可能性のあるベンチャー企業に投資を行うことや、またそれを行う組織のことを指す。CVC ファンドは事業会社の自己資金で組成され、運営は社内の投資部門や子会社、もしくは外部の VC に任されることが多い。

VC との違いとして、VC ファンドは一般的に金融機関や機関投資家からお金を集めキャピタルゲインを目的に有望なベンチャー企業に投資を行うのに対して、CVC ファンドは自社の事業の拡大・成長を目的として投資している点が挙げられる。したがって、CVC ファンドが投資対象とするのは、協働することで事業を活性化させ、新たな利益を生む可能性のあるベンチャー企業に限られる。

CVC には 3 つのメリットが挙げられる[56]。まず有望なベンチャーへの早期コンタクトが可能となる点である。CVC ファンドは将来性のある新技術、製品、アイデアに対して早期に接点を持つことができる。次に新規事業立ち上げリスクと新市場への参入リスクを軽減できる点である。研究開発を進めるのはベンチャー企業であるため、出資者である CVC ファンドは低リスクでイノベーションに着手できる。最後に社内外へのメッセージ機能を持つ点である。投資資金を持つことで VC などのベンチャーコミュニティから情報が集まりやすくなる。ベンチャーとの連携機関を明確に設けることで、社内からも情報が集まり易くなる。

一方で CVC には課題もある[57]。日本の CVC は、事業会社の社員を会社の方針で CVC 担当に回し、ベンチャー投資を行うことが多い。そのような社員は投資能力が低く、投資後の育成のノウハウも少ない。そのため、投資先のサポートをうまく出来ないという危険性がある。また、優秀なベンチャー企業ほど出資を受ける相手を選び、CVC に対して慎重になるため、高いシナジー効果が期待できそうであっても投資が出来ないという可能性もある。

日本において、2012 年以前は IT 企業による CVC ファンドの設立が中心であったが、それ以降は IT にとどまらず様々な分野において CVC ファンドの設立が活発化してきた。CVC は設立のラッシュを迎えている。

第 2 項　間接金融

①　銀行（都市銀行）

都市銀行とは、東京などの大都市圏に本店を置き、日本全国の地方都市に多くの支店を持つ大規模な普通銀行のことを指す[58]。現在では、みずほ銀行、三井住友銀行、三菱東京 UFJ 銀行の 3 行が都市銀行に当てはまり、これらを総称して 3 大メガバンクと呼ぶこともある。都市銀行の融資体制は、業績のいい会社

---

[56] Future Venture Capital「CVC 設立のメリット」を参照されたい。

[57] 事業構想「CVC 成功の鍵は「人材と案件」シリコンバレー著名 VC の視点」を参照されたい。

[58] 金融情報サイト iFinance「都市銀行（都銀）」を参照されたい。

に対して低金利で融資を提供できる、申し込みから融資決定までのスピードが早いなどの特徴がある一方、融資の申し込み金額が低い際は相手にされないことがある。融資金利は金融機関の中で最も低いが、業績が悪い会社に対しては地方銀行よりも高い金利で融資を行うことがある[59]。

都市銀行は現在、日銀のマイナス金利政策や貸出金利の超低金利化によって本業での収益が伸び悩んでいることもあり、大企業だけでなく、大きな成長が見込める中小・ベンチャー企業への融資や同グループの証券会社と連携したIPO・M&Aの支援にも力を入れている[60]。大口の融資に対応し、国内の金融機関で最も豊富な知識と人材を持ち合わせているため、特にベンチャー企業の成長には大きな力となる。しかし、融資の審査は安定した債務履行が見込めるかが重要なので、借り手の企業は融資を受ける際に事業の将来性や収益力を明確にアピールすることが求められる。

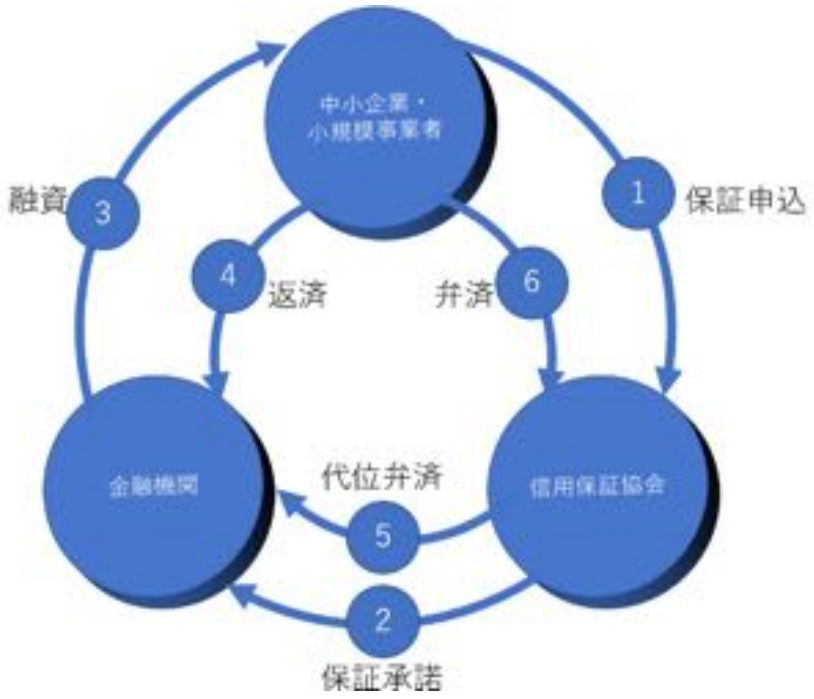
② 銀行（地方銀行）

地方銀行とは、各都道府県や各地方に本店を置き、地域に根ざした営業活動を行う銀行のことを指す。主に全国銀行協会(全銀協)に加盟している地方銀行（第一地方銀行とも）と、全銀協に加盟しておらず、第二地方銀行協会に加盟している第二地方銀行がある[61]。

都市銀行とは異なり、地域社会の発展の主導を目的とした金融を狙いとしているため、主に地域の中小企業を相手に取引している。信用金庫や信用組合との違いとしては、より低金利で貸し出しを行うことができ、より大きな資金需要にも応えることができるものの、信用保証協会の保証付き融資が主となるため、より敷居が高くなっている点が挙げられる。

[59] 税理士法人杉浦経営会計事務所「メガバンクの特徴と融資スタンス」を参照されたい。
[60] 日本経済新聞（2018/9/5)「メガバンクの熱心な支援」を参照されたい。
[61] 金融情報サイト iFinance「地方銀行（地銀)」を参照されたい。

図 18　信用保証制度のスキーム



出典:全国信用保証協会連合会全国信用保証協会連合会
「信用保証協会と信用保証制度」より筆者作成

現在、地方銀行からの融資による資金調達の課題の多くは、信用保証制度に依存した融資を起因とする貸し渋りが起こっていることが根源にある。主な課題として、銀行の不良債権処理が挙げられる。バブル崩壊後、金融庁の指針により不良債権の処理に追われ、安定を図れることを重要視した融資体制が信用保証制度への依存を強め、銀行自身の目利きの力が落ちてきている指摘が散見される[62]。

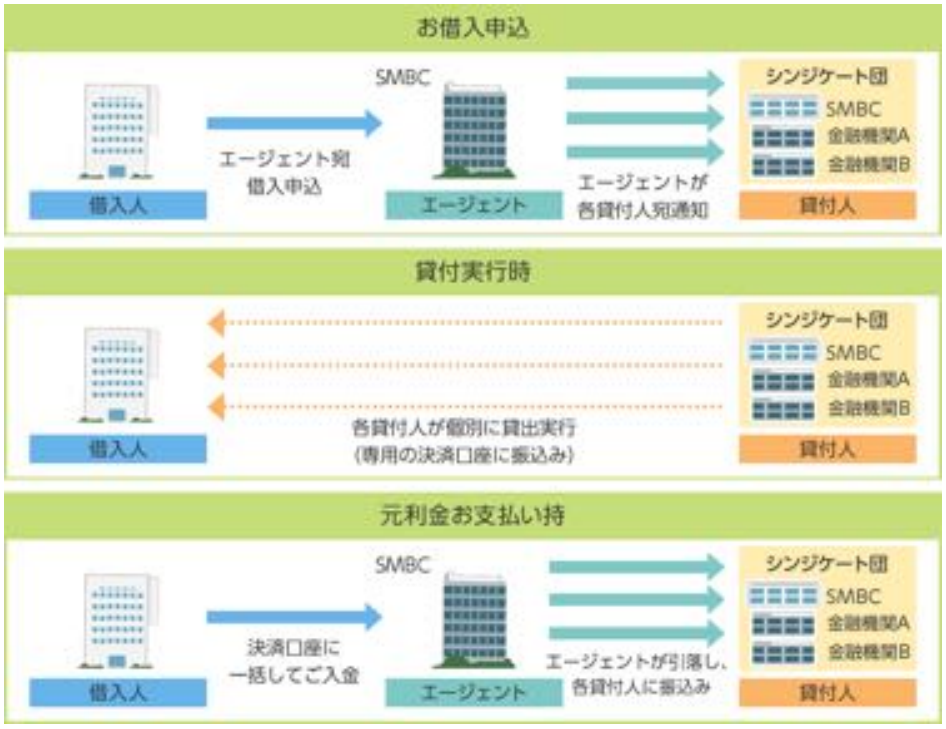
課題の改善に向けて、事業性評価融資の強化、長期的に企業課題解決に寄り添っていく姿勢の強化が求められる。

[62] SankeiBiz（2018/10/5)「【高論卓説】地銀に求められる「目利き力」“育てる金融”が生き残りの鍵に」を参照されたい。

③　シンジケートローン

シンジケートローンとは、借り手の資金調達ニーズに対し、アレンジャー（幹事金融機関）が複数の金融機関に募集をかけ、契約を結んだ機関がシンジケート団を組成して貸し手となり、一つの融資契約書に基づき同一条件で融資を行う資金調達手法のことである。参加金融機関をアレンジャー（幹事金融機関）が募集する点において社債発行と似ており、債権が市場に流通して取引される面で直接金融の特徴を持っている[63]。多数の金融機関との取引をエージェント（アレンジャーが務めることが多い）の金融機関が仲介して行うので、金利や返済期間などの取引条件の統一化や企業の事務手続きの負担軽減が見込める一方で、融資先が増えた分だけ企業側の借入手数料が増加するデメリット、企業の債務不履行が起こった場合に多くの金融機関が損失を被るリスクがある。

図 19　シンジケートローンの流れ



出典：三井住友銀行「資金の調達　シンジケートローン」より引用

[63] 三井住友銀行公式「資金の調達 シンジケートローン」を参照されたい。

全銀協の全国銀行 114 行を対象にした調査によると、シンジケートローンの組成件数は 2010 年度以降 100 件から 200 件ペースで増加しており、2018 年度は 3,106 件、2019 年度は 7 月 31 日現在で 1,607 件行われている[64]。その一方で、シンジケート団の金融機関が借入人に関する情報の非対称性が原因でエージェントの金融機関を訴えたケース[65]があり、資金調達環境の改善が期待される。

④　協同組織金融機関

協同組織金融機関とは、株主の利益を追求する株式会社である銀行とは異なり、地域や職域、事業体、団体などで組織された会員・組合員の相互扶助を目的とした組織である[66]。その中でも中小企業者向けの信用協同組合（以下信用組合）と信用金庫について述べていく。

信用組合とは、「中小企業等協同組合法」と「協同組合による金融事業に関する法律」を根拠として、中小零細事業者や生活者のための協同組織金融機関である。これは、利用者である中小零細事業者や生活者が構成員（運営者）となり、営利を目的とせず、相互扶助の理念に基づき、金融サービスを提供するといったものである[67]。地域・業域・職域という様々なコミュニティを基盤とする金融機関である。信用金庫と比較すると、経済規模・営業地域がより狭い範囲となる。

信用金庫は、地域の中小企業や個人が利用者（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地域金融機関[68]である。信用組合と同じ協同組織金融機関であるが、根拠法（信用金庫法）や会員（組合員）資格が異なっている。信用金庫の融資対象は、会員を原則としているが、会員以外への融資も一定の条件で認められている[69]。

---

64 一般社団法人全国銀行協会「貸出債権市場取引動向」を参照されたい。
65 裁判所「最高裁判所判例集」を参照されたい。
66 金融情報サイト iFinance「協同組織金融機関」を参照されたい。
67 金融情報サイト iFinance「信用組合（信組）」を参照されたい。
68 金融情報サイト iFinance「信用金庫（信金）」を参照されたい。
69 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」を参照されたい。

中小企業は、取引先金融機関が少なく、費用の問題で情報開示の正確性に難があることから、情報の非対称性が大きくなってしまうため、新たな融資取引や直接金融に頼ることは難しい。そのため、小規模な事業体ほど長期的に寄り添う融資を行う地域金融機関に信頼を置いている傾向がある。そうした側面から、協同組織金融機関には、その他の金融機関よりも企業と密接な関係を築き、長期的に企業の抱える課題全般に向き合っていくことが求められる。特に現在、地方においては、人口減少や少子高齢化が著しく、企業だけでなく金融機関も利益を上げるのが難しくなってきていることから、協同組織金融機関のなかで再編が進んでいるが、再編によって大組織化することでそれぞれの顧客との親密性が損なわれてしまうことが懸念されている。

第 3 節　公的金融と民間金融の比較

公的金融は民間を補完する存在であり、民間では負えないリスクの負担と民間金融の呼び水的役割[70]を担うことが期待されている。一方で、民間金融は市場機能の主体として動きつつ、長期の資金供給、経済成長を促す資金供給を行いながら、リスクテイク能力向上に努めることが期待されている。また、融資に限った特徴として、民間金融は「企業の収益性、安全性、代表者の質、取引年数、企業や経営者の資産力、保証人の弁済力[71]」を重視する一方で、公的金融は「事業計画や工場・店舗等の現場視察といった項目[72]」を重視しているという研究結果[73]がある。

現在、公的金融の貸出残高が全体に占める割合は、10%から 8%台半ば[74]まで減少してきている[75]。また、金融危機時において、公的金融の貸出が増加した、

---

[70] 金融調査研究会（2013)「財政制約下の公的金融・民間金融の役割分担と社会資本整備における民間資金等の活用」を参照されたい。
[71] 金融調査研究会（2019)「政策金融機関と民間金融機関の関係のあり方」を参照されたい。
[72] 同上
[73] Uchida Hirofumi（2016）”A Comparison of the ending Technologies between Private and Public Banks,”を参照されたい。
[74] 財務省（2018)「政策金融機関の現状について　政策金融に関する関係省庁と民間金融機関との意見交換会（第 4 回）資料 1」を参照されたい。
[75] 同上より、2011 年 3 月に発生した東日本大震災に伴う政策金融機関による危機対応に係る貸出が一巡したことが影響しているとされている。

一方で民間金融機関の貸出は減少しており、受け皿的機能を果たしてきたことがうかがえる。

先述したように、公的金融はあくまで民間金融の補完的存在として、民間金融が主体となりつつ連携をとり、事業性評価等にもとづくビジネスモデルの構築に向けた取組みが強化されていくべきである。

第 3 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

第 1 章では、非上場企業の特徴及び資金調達環境を規模ごとにわけて論じ、第 2 章では、資金調達手段を公的金融、民間金融と 2 つにわけて論じた。これらを踏まえながら、本章では、序章でも述べた通り、地域経済の活性化と新産業の創出の 2 点に焦点を当て、資金調達環境の更なる改善に向けた具体的方策を提案する。

第 1 節　具体的方策を提案するにあたって

本節では具体的方策を提案するにあたり、考えるべき課題を４つ上げ、それぞれについて論じていく。

近年注目されている CF は、不特定多数の人から資金を集めることができる新しい資金調達手段であり、市場規模は急速に成長している。そこで CF の中でも特に大きな割合を占めている融資型に目を向け、詳しく課題を述べていく。

第 2 章では CF の課題として CF 仲介会社の信用性が低いことを述べた。融資型 CF の市場規模は拡大している一方で、融資型 CF 仲介業者における不正行為が存在していることも確かである。現に、2019 年 3 月業界最大手「maneo マーケット」等を相手取り、投資家及び法人が約 11 億円の損害賠償を求める集団訴訟を起こした[76]という事例がある。他にも金融庁から第二種金融取引業の登録取り消しや業務停止命令など行政処分が下された事例も多々ある。以上は、投資家保護の観点から問題が認められたものであり、仲介業者の管理体制を強化する必要があると考える。

---

[76] 日本経済新聞(2019/3/7)「ネット融資仲介最大手『maneo』を集団提訴へ」を参照されたい。

第１章で述べたように、非上場の中小企業の主な資金調達手段は金融機関となっており、その中でも地方銀行が占める割合は大きい[77]。そこで地方銀行の抱えている課題に目を向けることは、「地域経済の活性化」を図る上で意義があると言える。

みずほ総合研究所によると、金融機関は中小企業に資金を提供する際に、事業性評価より担保や保証を主な基準としているのに対し、多くの中小企業は、担保や保証よりも事業性で評価してほしいという割合が高いことが分かる。つまり、資金を提供する側の金融機関が実際に行っている融資と、資金を提供される側である中小企業が望む融資との間にずれがあると言える。また、規模が小さい企業ほど担保や保証付きの借入をする割合が高まり、事業性を評価した借入はあまりなされていない[78]。これには、未上場の中小企業は情報開示の義務を負っていないため、金融機関が事業の先行きを判断しづらいなどの理由が挙げられる。このような中小企業と金融機関の間における情報の非対称性を改善するためには、事業性評価融資を推進していく必要がある。

序章でも軽く触れたように、新産業の創出を考える上でベンチャーエコシステムを構築する必要がある。

松本によると[79]、従来のエコシステムでは、エコシステムに関わるプレイヤーの数が少なく、なかなか連携が取れていないという課題がある。ベンチャー企業を支えるための情報共有やネットワークの場としてのコミュニティは存在するが、定期的に相談会を開催する程度であり、十分な連携が取れているとは言い難い。そこで我々は、長期的かつ密な関係を築けるコミュニティが望ましいと考える。

第１章で述べたように、設立初期の起業家にとってエンジェル投資家の存在は大きなものであり、「新産業の創出」のカギともなる存在である。

エンジェル投資家の現状として、第２章でも述べたように米国と比較し活発

---

[77] 中小企業白書（2016）「中小企業と金融機関との関係性」p.312 を参照されたい。
[78] みずほ総合研究所「中小企業における資金調達の実態」p.2 を参照されたい。
[79] 特許庁 企画調査課「ベンチャーエコシステムの活性化に向けて」を参照されたい。

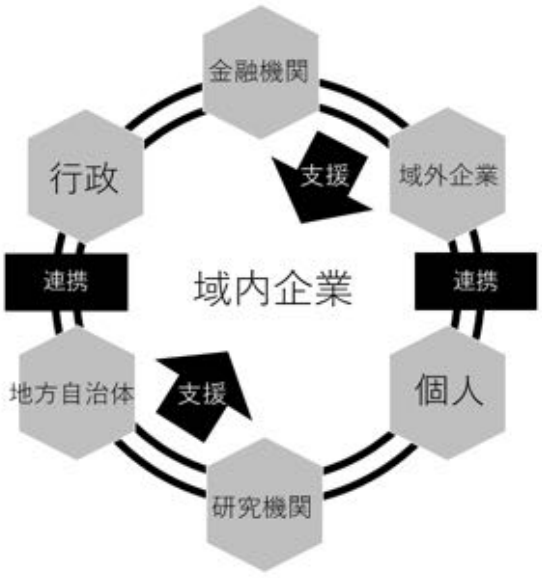
化していないことが挙げられる。その理由の一つとして、税制度を利用する際の手間が考えられる。この課題に対し、我々はエンジェル税制の制度改革が必要であると考える。

以上を踏まえながら、第 2 節では「地域経済の活性化」に関する具体的方策、第 3 節では「新産業の創出」に関する具体的方策を提案する。

第 2 節　地域経済の活性化に関する具体的方策

地域経済の活性化に関して述べる上で、我々は以下の地域経済モデルを前提として論を進める。近年、都市部ではない地方部での少子高齢化及び人口減少により、地域経済の縮小が問題視される傾向[80]にある。そのため、地域の資金調達における目的が経済的なものだけではなく、社会的問題の解決をも伴うようになっている。つまり、地域の資金調達環境の改善を図ることは地域経済の課題解決、ひいては地域経済の活性化に繋がるとも考えられる。以下の図 20 は、どのようなプレイヤーが地域経済の中で資金調達に関与していくのかを簡単に表したものである。

図 20　地域における資金調達環境モデル



筆者作成

[80] 大和総研「地域金融エコシステムの再構築へ～地域金融の担い手が本格的に多様化する時代がはじまるか～」を参照されたい。

地域に関わるプレイヤーとして、行政、地方自治体、研究機関、金融機関、域外企業、個人（投資家）を挙げる。行政・地方自治体は本モデル図内で能動的に働きかける存在である。研究機関は地域にある大学や研究開発を行う機関である。金融機関は主に財務面において関与し、例えば、地方銀行、信用金庫、信用組合などのことである。域外企業は地域外にある企業のことであり、業種や規模は問わない。個人は地域の活性化を支援したいと考える人を指し、例えば、エンジェル投資家やCF利用者等の個人投資家のことである。

これらのプレイヤーが域内企業の資金調達環境に目を配りながら、本モデルのように適切に連携し機能することで、地域の資金調達環境はさらに改善されると考える。先述したが、それにより地域経済は活性化し、最終的には日本経済の発展に繋がるであろう。

続いて、適切に連携し機能する資金調達手段として、クラウドファンディングと事業性評価融資に特に焦点をあてて提言を行う。

第1項　融資型クラウドファンディング・コードの制定

第2章ではCFの課題としてCF仲介会社の信用性が低いことを述べた。そこで本項では、信用性向上を図るための融資型 CF 仲介業者コードの制定を提案する。上記の推進モデルにおける、域内企業と個人のつながりを強めるためのものとする。

先述したが、近年 CF の市場規模は拡大し、なかでも融資型 CF（ソーシャルレンディング）は大部分を占めている。一方で、その融資型 CF 仲介業者における不正行為が存在していることも確かである。現に、2019 年 3 月業界最大手「maneo マーケット」等を相手取り、投資家及び法人が約 11 億円の損害賠償を求める集団訴訟を起こした[81]という事例がある。他にも金融庁から第二種金融取引業の登録取り消しや業務停止命令など行政処分が下された事例も多々ある。以上は、投資家保護の観点から問題が認められたものであり、仲介業者の管理体制の甘さによって引き起こされたものだと我々は考える。そこで融資型 CF 仲

[81] 日本経済新聞(2019/3/7)「ネット融資仲介最大手『maneo』を集団提訴へ」を参照されたい。

介業者対象のコードの制定を提案する。

図 21　融資型 CF 仲介会社コード

融資型 CF 仲介業者コード
【融資型 CF 仲介業者コードを発行するにあたって】
基本原則
1.【出資者の権利・平等性の確保】
2.【適切な情報開示と透明性の確保】
3.【仲介業者の責務】

出典：株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード
～会社の持続的な成長と中期的な企業価値の向上のために～」より筆者作成

本コードは、企業のガバナンス強化をはかるため制定されているコーポレートガバナンス・コードを参考にしながら作成した。詳細は省略とする。

前提として、コードの対象は融資型 CF 仲介会社であり、他の購入型・寄付型等の CF 仲介会社は含まない。また、金融庁より発行するものとする。

コードの構成として、融資型 CF 仲介会社にとって必須事項である第二種金融商品取引業の登録と金融庁による注意喚起の文書の掲載について言及した後、基本原則として「出資者の権利・平等性の確保」、「適切な情報開示と透明性の確保」、「仲介業者の責務」の 3 つを挙げる。

まず「出資者の権利・平等性の確保」に関して、出資者の権利を適切な投資判断ができる状態であることと定義する。出資者が投資判断を行うにあたり、金融庁及び第二種金融商品取引業協会の定めた情報公開基準に則り開示された非融資企業の情報を明確に確認することができる環境の整備を仲介業者が担う。また、平等性の確保において、特に出資経験の浅い出資者に対し、資金用途での誤解を与えるような表示を行わないこと、加えて特に外国人出資者に対し、英語表記を添えることで、誰もが出資しやすい環境の整備をも担うこととする。

次に「適切な情報開示と透明性の確保」に関して、仲介業者は出資者及び被融資企業に対して、自身の財務情報・非財務情報等を公開することとする。また、被融資企業の情報開示において、先述したが、金融庁及び第二種金融商品取引業協会に則ることとし、出資者に対し正確で有効性の高い情報の提示を、仲介業者が被融資企業に促すこととする。

最後に「仲介業者の責務」に関して、仲介業者は出資者の受託者責任・説明責任に伴い、被融資企業の持続的成長及び中長期的な企業価値の向上を促すこととする。

以上のコードを融資型 CF 仲介業者に行使することで、管理体制の強化に繋がると考えられ、投資家からの信用力の向上をはかることができる。加えて、CF における資金調達環境が改善されれば、投資家・企業の双方が CF の利用に一層前向きになり、CF 自体がより普及していくのではないだろうか。

そこで、今後の融資型 CF のみならず CF という資金調達手段がマクロレベルの経済発展にどのようにどの程度貢献できるのかが問われる。日本の経済発展を考えていく上で、地域経済の活性化は欠かせないと先にも述べた。近年、地域投資[82]という用語とともに、地域の投資を拡大させるものとして CF（ここでは主に寄付型・購入型・投資型）が指摘されている。この背景として、第 1 に IT の普及により、CF 等を利用しながら場所を問わない資金の流れが確立されたことがある。第 2 に、事業に対する共感を得ることによって投資家を集うという CF がもつ特徴が、地域への関心度を向上させる効果をもつことである。具体的には「ふるさと投資」の存在があげられる。「ふるさと投資」とは地域活性化に資する取り組みを支えるさまざまな事業に対する CF 等の手法を用いた小口投資[83]のことである。今後、地域経済の活性化につながる「ふるさと投資」の活用拡大[84]にむけ、投資家保護の促進が重要となってくる。したがって、本コードの適用は必要であると考える。

また、創業時であるシード期・アーリー期のベンチャー企業が資金調達手段

---

[82] Amy Cortese(2011)”Cortese”において、「地域的な投資の革命」がいかにして出現するかという文脈の中で使われたとされる。
[83] 首相官邸「ふるさと投資 連絡会議」p.4 を参照されたい。
[84] 同上

として本コードが適用された CF を積極的に利用していくことは、後に述べる我々のベンチャーエコシステムの構築を円滑にしていく上で望ましい。

第 2 項　クラウド会計を利用した事業性評価融資の促進

先述したように､銀行から事業性を評価されたうえで融資が行われることは、融資を受けたい域内企業にとって望ましいことであり、銀行も力を入れている点であるといえる。そのような、銀行の事業性評価方法の新しいものとして、クラウド会計を活用した事業性評価融資がある。クラウド会計を活用した事業性評価融資とは、クラウド会計ソフトに蓄積されたデータを金融機関が与信判断項目に加えることで、迅速かつ正確な融資が可能となるものである。

そもそも、クラウド会計とは、インターネットを使える環境にいれば、場所や時間を問わず、会計処理を行うことができる会計ソフトのことを指す。中小企業がクラウド会計を導入することで、銀行口座などの外部データ連携の自動化､経理業務にかかる人件費の削減､請求書などの書類のペーパーレス化など、様々な業務の効率化を図ることができる。

実際に、地方銀行がクラウド会計を活用した事業性評価融資を行っている例として、横浜銀行がクラウド会計ソフトを作成した freee 株式会社と提携して実施されており、クラウド会計を利用した中小企業を対象としている「クラウド会計ソフト freee 提携〈はまぎん〉スーパービジネスローン」というものがある[85]。この融資は、信用保証協会からの保証や担保がいらないことや、さらに、与信判断に必要な情報はデータ化されているため、申請する際に書類が必要ないなどの様々なメリットがある。

近年様々な IT 化が進む中、現状として、クラウド会計を導入している企業は増加傾向にある。一方で、クラウド会計ソフトの利用率は 18．5%であり十分普及しているとはいいがたい状況といえる[86]。

---

[85] 横浜銀行（2019/10/25）「クラウド会計ソフト freee 提携〈はまぎん〉スーパービジネスローン」

[86] 株式会社 MM 総研（2019)「クラウド会計ソフトの利用状況調査」

このような事業性評価を広めるためには、クラウド会計ソフトの利用率を上げることが求められる。特に、人手不足が深刻な地方にある企業への認知度のUPや使用方法やメリットの普及は大変重要である。

具体的な認知度のUPや使用方法やメリットの普及は、経営相談、経営改革のタイミングを活かした普及が考えられる。どの地域企業も経営相談、事業継承、融資など事業活動について見直すタイミングがあり、相談を受けるのは、地域金融機関である。特に地方銀行にはクラウド会計ソフトは普及しつつある中で、経営相談の解決方法の選択肢として、クラウド利活用を提案し、地域企業が導入するという流れをつくっていく。顧客のクラウド会計ソフトの利用率が増加するにつれて、地方銀行自体もクラウド会計ソフトを利用した事業性評価融資を進めていくことができると考えられる。

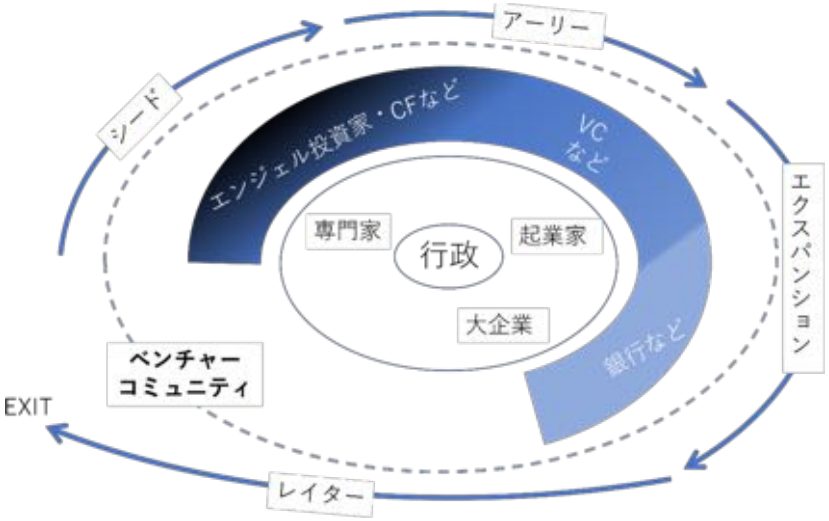
クラウド会計システムが、資金提供者側の金融機関、資金需要者側の域内企業のどちらにも普及していくことで、事業性評価の効率化を図りながら融資を行うことができ、金融機関、域内企業どちらにもプラスの影響を与えていくと考えられる。また、業務の効率化が進むことで、今まで労力を費やしていた分を人手不足などから敬遠していた作業・業務に手をつけられ、また、本業に重きを置くことができるようになると考えられる。

第3節　新産業の創出に関する具体的方策

新産業の創出を考える上で、ベンチャー企業の存在はなくてはならない。そのベンチャー企業は成長ラウンドごとに、経営に必要となる資源が異なり、シード期、アーリー期、エクスパンション期、レイター期それぞれのラウンドにおいて、適切なサポートがなされることが重要である。そのためには、起業から自立に至るまで継続的にベンチャー企業を育む必要があり、それを実現するエコシステムの形成が必要であると言える。

以下の図 22 は我々の考えたベンチャーエコシステムであり、大都市圏で行われることを前提とする。ベンチャー企業を創出・発展させるにあたり、資金だけではなく人材や経営に関するアドバイスなども必要となるため、エコシステムを構成する主体は行政、大学・研究機関、VC、金融機関など様々考えられ、それぞれが密接に連携し合うことが重要となる。

図 22　新産業創出のためのベンチャーエコシステム



筆者作成

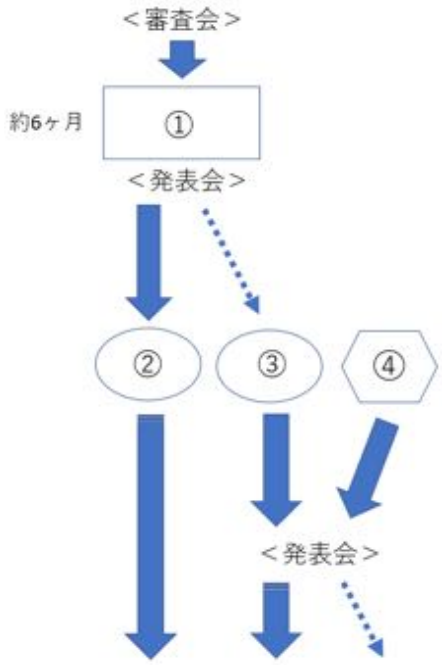
ベンチャーエコシステム内にはベンチャーコミュニティが存在する。コミュニティは、互いに影響を及ぼす様々なプレイヤーが集合するエコシステムを円滑に循環させるために必要であると言える。

コミュニティ内のプレイヤーの主体として行政を置く。行政が主体となる理由として、コミュニティの範囲が県や地方全体に広がる想定をしており、ベンチャー企業を誘致したり、ベンチャー企業を広報するための会合を開いたりする際の場の提供者として行政がふさわしいと考えるからである。また、その他のプレイヤーとして起業家、大企業、専門家、さらには資金提供者であるエンジェル投資家や VC、銀行等をあげる。本論文では、ベンチャー企業の中でも資金需要の高く起業から 3 年程度以内のシード期に焦点をあて、第 1 項で具体的に提案する。

第 1 項　シード期ベンチャー企業対象のコミュニティ

以下の図 23 の対象は、先より述べているが、シード期のベンチャー企業であることを前提とし、具体的に提案する。

図 23　シード期におけるベンチャーコミュニティ形成スキーム



筆者作成

まず本構図に対象企業が参入する際、行政が主催する審査会を通過する必要がある。審査会において、審査するプレイヤーは、主催者である行政、様々な領域の専門家や、シード期のベンチャー企業に対する出資割合が大きいエンジェル投資家等である。そこで選ばれた対象企業（ぬり潰し矢印）には共同オフィスで約 6 ヶ月間、企業成長加速のための集中的プログラムを実施する（①）。プログラム内容の例として、横浜市における「イノベーション都市・横浜」というベンチャー企業の支援を目的としたベンチャーコミュニティを作るプログラムをあげる。これは、起業家や専門家、大企業など様々な主体が行政を中心として集まり、経営アドバイスや事業提携等はもちろん、資金調達面におけるサポートを通じて、横浜に新たなイノベーションを起こすための取り組みである。その後、成果発表及び資金調達円滑化のためのマッチングを行う場として発表会（コンテスト）を開催する。その際、オーディエンスとして、行政、エンジェル投資家、地域金融機関、VC、大企業等のプレイヤーを置き、発表内容

等の事業性を評価し、将来が見込めると思われる企業（②）と結びついていく。この際、ベンチャー企業とVCの関係を長期的なものとすることを目標とする。第2章で述べた問題点である追加投資の不足を緩和することで、継続的な資金提供を促すことが期待できる。なお、その時点では将来を見込めないと思われる企業（③）は、一定期間の練り直し期間を設ける。加えて、企業（③）はプログラム（①）を経験してはいないが、このコミュニティに参入したいと考える企業（④）をも対象にした発表会に出場することとする。本構図により、シード期のベンチャー企業は、経営的なノウハウの取得はもちろん、事業に関する将来性を適切に評価されることで、より円滑で好ましい資金調達環境を得ることができると考える。また、本構図は1年に1回の頻度で繰り返し行い、長期的・継続的にコミュニティを形成する基盤となる。

本論文ではシード期のベンチャー企業に焦点を当てた構図を提案したが、他のアーリー期・エクスパンション期・レイター期での様々な構図も考えられ、それらによって、より強固なコミュニティ形成に繋がると考える。そのコミュニティを通じて、プレイヤーである資金提供者がベンチャー企業に目を向けやすくなることで、ベンチャー企業は資金調達を円滑に行うことができるだろう。

また、コミュニティを形成した上でコミュニティ同士の連携が重要であると考える。それぞれ違う特色を持ったコミュニティが、地域内にとどまらず、地域外のコミュニティとさらに連携をとることで、より成熟した日本全体のコミュニティの形成に繋がるのではないだろうか。日本全体のプレイヤーが連携し合い、ベンチャー企業を育成するためのコミュニティを作ることによって、ベンチャー企業だけでなく、その他の主体の発展にもつながり、新産業の発展を図ることができる。

第2項　エンジェル投資家を増加させるための環境づくり

設立初期の起業家にとって、エンジェル投資家の存在は大きなものであり、「新産業の創出」のカギともなる存在である。

エンジェル投資家の現状として、第2章でも述べたように米国と比較し活発化していないことが挙げられる。その理由として、税制度のマイナス要素が挙げられる。その課題に対し、我々はエンジェル税制の制度改革とエンジェルネ

ットワークの活発化が必要であると我々は考える。

はじめに、エンジェル税制に関して述べていく。第２章でも軽く触れたが、エンジェル税制とは、ベンチャー企業への投資を促進するためにベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う制度である。その具体的な内容は､ベンチャー企業へ投資した年に受けられる優遇措置として、ベンチャー企業への投資額から一定数引いたものを、その年の総所得金額から控除すること、またはベンチャー企業への投資額全額をその年の他の株式譲渡益から控除することがある。

また、未上場ベンチャー企業株式を売却した年に受けられる優遇措置には、未上場ベンチャー企業株式の売却により生じた損失を、その年の他の株式譲渡益と通算(相殺)できるだけでなく、その年に通算(相殺)しきれなかった損失については、翌年以降３年にわたって、順次株式譲渡益と通算(相殺)できることがある。また、エンジェル税制を利用した企業を対象とした調査では、約半数の企業が新たな個人投資家による出資を受けるために、誘因としての十分な効果があったと回答した[87]。

手続きの流れとして、エンジェル税制を利用するためには、まずベンチャー企業が都道府県へエンジェル税制適用対象企業であること、投資が行われたこと等の確認申請を行う。そして、申請を受けた都道府県は、確認後、ベンチャー企業へ確認書を交付し、この確認書をベンチャー企業は投資家へ提出し、投資家が確認書を確定申告の際に税務署へ提出して手続きが完了する。しかし、エンジェル税制を知っていたが利用しなかったという回答者を対象とした、エンジェル税制を利用しなかった理由の調査では、書類準備等の手続が煩雑であるという回答が 30.4%と最も多く挙げられた[88]。投資家と適用企業が、税制利用の手続きを完了させるのには、合わせて 20 程度の書類を書く必要があり[89]、かなりの時間と手間がかかってしまう。これは、以前から問題視されている点

---

[87] 野村総合研究所「起業・ベンチャー支援に関する調査～エンジェル投資家等を中心とした ベンチャーエコシステムについて～」を参照されたい。

[88] 同上

[89] 中小企業庁「エンジェル税制のご案内」を参照されたい。

であり、改善する必要がある。

この課題を解決するために、提出書類の内容の簡素化を提案する。現在、対象企業となるためにエンジェル税制を利用しようとするとき、中小企業庁の HP に掲載されている要件判定シートを利用することで、税制の対象企業として申請しなければならない書類の種類が確認できる。企業の条件により異なるが、申請のための書類の数は多いといえる。

必要となっている書類内容の精査を行い、書類の記入事項の削減が検討されるべきである。さらに、経済産業省と税務署の二つの組織に申請を行う必要があるということから、目安として紙媒体の書類は数枚程度に残しつつ、そのほかの書類に関しては、電子媒体を利用し効率的に提出、審査、申請がなされるべきである。

エンジェル税制への障壁が減少し、税制を受けやすくなることによって、エンジェル税制の利用がより活発化し、個人の小口投資等による資金や、それらが集まったエンジェルファンド等の資金が新産業創出を担う企業へさらに向かうことが考えられる。

終章

日本経済の発展に向け、経済的基盤を形成する国内非上場企業の発展はいうまでもなく、その際、より円滑で望ましい資金調達を行うことには重要な意義が見いだされる。とりわけ、本論文では、地域経済の活性化及び新産業の創出の 2 点に焦点を当て、非上場企業の資金調達環境の更なる改善に関し論じた。

現在、少子高齢化・人口減少による社会的課題をかかえる地域経済には多くの非上場企業が存在している。そのため、地域経済の担い手であるともいえ、なかでも中小企業は地域の中心となって生産性を向上し、地域経済の発展に貢献する必要がある。本論文において、地域経済のモデル図を前提とし、地域内企業と各プレイヤーの望ましい連携のあり方を提案した。これらを通して、地域内企業の資金調達環境の改善をはかることは地域経済の活性化に繋がるであろう。

一方で、日本経済は、新しいビジネスや社会革命に繋がるとされる第 4 次産業革命を迎え、新産業の創出が大きな役割を果たす。加えて、革新的な技術に

よる新しいビジネスを展開するベンチャー企業の創出及び発展は不可欠である。そこで本論文では、継続的にベンチャー企業を育てるためのベンチャーエコシステムを策定した。なかでもシード期のベンチャー企業を対象とするコミュニティを具体的に提案した。コミュニティにより、ベンチャー企業の資金調達は円滑になるであろう。また、エンジェル投資における手続きの効率化を図ることによって、コミュニティ内へのエンジェル投資家の参入障壁を下げることを提案した。以上より、ベンチャー企業の創出を活性化させ、新産業が創出され易い環境に繋がると考える。

また、地域経済の活性化と新産業の創出が相互に作用し合う可能性は十分に存在する。重ねて、地域経済に存在する非上場企業と新産業創出を担うベンチャー企業の活性化は、社会的課題を有する日本経済に多大なる好影響を及ぼすと言えるだろう。

以上をふまえ、資金調達環境の更なる改善にむけた本論文の提言により、地域経済の活性化及び新産業の創出の円滑化はもちろん、非上場企業の発展につながり、ひいては日本経済の発展に繋がるに違いない。

参考文献

新聞

・朝日新聞デジタル（2019/07/15)「クラウドファンディングとは」

・日本経済新聞（2017/12/16)「ICO 沸騰、期待と危うさ　制度整わぬまま 4000 億円」

・日本経済新聞（2018/9/5)「メガバンクの熱心な支援」

・日本経済新聞（2019/3/7)「ネット融資仲介最大手『maneo』を集団提訴へ」

・日本経済新聞（2019/3/15)「機関投資家、ファンド育む」

・日本経済新聞（2019/5/8)「ネット融資、開示強化で淘汰も」

・日本経済新聞（2019/6/1)「米 SEC がフィンテック討論会　技術革新と規制を議論」

インターネット情報

・一般社団法人全国銀行協会「貸出債権市場取引動向」
<https://www.zenginkyo.or.jp/stats/year4-01/>
最終アクセス日　2019 年 10 月 25 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/>
最終アクセス日　2019 年 10 月 25 日

・一般社団法人全国信用保証協会連合会「信用保証協会と信用保証制度」
<http://www.zenshinhoren.or.jp/guarantee-system/>
最終アクセス日　2019 年 10 月 25 日

・一般社団法人全国信用保証協会連合会「初めての融資と信用保証」
<http://www.zenshinhoren.or.jp/basic/index.html>
最終アクセス日　2019 年 10 月 25 日

・一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」
<https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/daiyoji_sangyo_risk/pdf/001_07_00.pdf>
最終アクセス日　2019 年 10 月 25 日

・一般団法人日本ベンチャーキャピタル協会「ベンチャーキャピタル最新動向レポート（2017年)」
<https://jvca.jp/research/10798.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・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 ベンチャービジネスに関する年次報告 ベンチャーニュース特別版」
<http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2018.pdf>
最終アクセス日　2019年10月25日
・SMBC日興証券「初めてでもわかりやすい用語集　ICO」
<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/eng/i/E0097.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・SMBC日興証券「初めてでもわかりやすい用語集　社債」
<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/si/J0062.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・SMBC日興証券「初めてでもわかりやすい用語集　未公開株」
<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/mi/J0373.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・株式会社NTTデータ経営研究所「日本における動産担保融資の展望」
<https://www.nttdata-strategy.com/monthly/2010/1001-2/index.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・株式会社MM総研（2019)「クラウド会計ソフトの利用状況調査」
<https://www.m2ri.jp/news/detail.html?id=346>
最終アクセス日　2019年10月25日
・金融情報サイトiFinance「協同組織金融機関」
<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/finance/fin090.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・金融情報サイトiFinance「信用金庫（信金)」
<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/finance/fin029.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・金融情報サイトiFinance「信用組合（信組)」

〈https://www.ifinance.ne.jp/glossary/finance/fin028.html〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・金融情報サイトiFinance「地方銀行（地銀)」
〈https://www.ifinance.ne.jp/glossary/finance/fin193.html〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・金融情報サイトiFinance「都市銀行（都銀)」
〈https://www.ifinance.ne.jp/glossary/finance/fin191.html〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・金融調査研究会「政策金融機関と民間金融機関の関係のあり方」
〈https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news310329_2.pdf〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・経済産業省「ABLの概要と課題」
〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2011/data/rel111205a3.pdf〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・経済産業庁「2017年版中小企業白書 概要」
〈https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokujityuuGaiyou.pdf〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・経済産業省「ベンチャー有識者会議取りまとめ」
〈https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/venture/pdf/003_05_00.pdf〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・国土交通省「土地所有・利用状況概況」
〈http://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_tk2_000063.html〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・裁判所「最高裁判所判例集」
〈http://www.courts.go.jp/app/hanrei_jp/detail2?id=82756〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・財務省「政策金融機関の現状について　政策金融に関する関係省庁と民間金

融機関との意見交換会（第４回）資料１」
<https://www.mof.go.jp/financial_system/councils/ikenkokankai/shiryou01.pdf>
最終アクセス日　2019年10月25日
・SankeiBiz(2018/10/5)「【高論卓説】地銀に求められる「目利き力」“育てる金融”が生き残りの鍵に」
<https://www.sankeibiz.jp/business/news/181005/bse1810050500001-n2.htm>
最終アクセス日　2019年10月25日
・財務局経済産業局認定支援機関　資金調達ノート「エンジェル投資家・VCからの資金調達の資金調達マニュアル」
<https://start-note.com/manuals/after-starting-business/venture-capital/>
最終アクセス日　2019年10月25日
・事業構想「CVC成功の鍵は「人材と案件」シリコンバレー著名VCの視点」
<https://www.projectdesign.jp/201803/venture-co-creation/004617.php>
最終アクセス日　2019年10月25日
・首相官邸「未来投資戦略2018」
<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/miraitousi2018_zentai.pdf>
最終アクセス日　2019年10月25日
・首相官邸「ふるさと投資　連絡会議」
<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/tiiki/tiikisaisei/furusato/kaigi/tebiki_honnpen.pdf>
最終アクセス日　2019年10月25日
・商工中金「会社概要」
<https://www.shokochukin.co.jp/about/company/profile/>
最終アクセス日　2019年10月25日
・商工中金「資金調達」
<https://www.shokochukin.co.jp/corporation/service/raise/>

最終アクセス日　2019年10月25日
・商工中金「融資の対象となる方」
<https://www.shokochukin.co.jp/corporation/service/raise/loan.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・全国信用保証協会連合会全国信用保証協会連合会「信用保証協会と信用保証制度」
<http://www.zenshinhoren.or.jp/guarantee-system/>
最終アクセス日　2019年10月25日
・大和総研「地域金融エコシステムの再構築へ～地域金融の担い手が本格的に多様化する時代がはじまるか～」
<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20170901_012254.pdf>
最終アクセス日　2019年10月25日
・中小企業庁「委託事業ミラサポ」
<https://www.mirasapo.jp/>
最終アクセス日　2019年10月25日
・中小企業庁「エンジェル税制のご案内」
<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/chiiki/angel/index.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・中小企業庁「中小企業者の定義」
<https://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・中小企業庁「株式会社商工組合中央金庫について」
<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/syokoutyukinarikata/2017/171117syokoutyukinarikata03.pdf>
最終アクセス日　2019年10月25日
・中小企業庁「中小企業・小規模事業者の現状と課題」
<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/kihonmondai/2016/download/161031kihonmondai04.pdf>
最終アクセス日　2019年10月25日

・定期預金の金利の比較「地方銀行とは」
<https://www.woman110.com/200807/no375.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・DBJ日本政策投資銀行「広報ライブラリ」
<https://www.dbj.jp/co/info/pr/index.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・DBJ日本政策投資銀行「Q&A」
<https://www.dbj.jp/pdf/disclo/2004/05_qa.pdf>
最終アクセス日　2019年10月25日
・DBJ評価認証型融資「DBJ評価認証型融資」
<https://www.dbj-sustainability-rating.jp/about/overview.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・DBJ日本政策投資銀行「投融資の実行状況」
<https://www.dbj.jp/ir/about/e_situation.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・特許庁 企画調査課「ベンチャーエコシステムの活性化に向けて」
<https://system.jpaa.or.jp/patent/viewPdf/3161>
最終アクセス日　2019年10月25日
・内閣府「第2回経済財政諮問会議(平成26年2月20日)資料 5-2」
<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2014/0220/agenda.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・日本M&Aセンター「M&A用語集　事業譲渡」
<https://www.nihon-ma.co.jp/columns/glossary/assetpurchase/>
最終アクセス日　2019年10月25日
・日本M&Aセンター「M&A用語集　株式譲渡」
<https://www.nihon-ma.co.jp/columns/glossary/stockpurchase/>
最終アクセス日　2019年10月25日
・日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」
<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/hakkou/index.html>

最終アクセス日　2019年10月25日
・日本政策金融公庫「業務の概要・特徴」
<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/outline.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・日本政策金融公庫「プロフィール」
<https://www.jfc.go.jp/n/company/profile.html>
・日本政策投資銀行「ABL」
<https://www.dbj.jp/service/finance/abl/index.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・日本取引所グループ「新規上場基本情報」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・日本取引所グループ「上場会社数・上場株式数」
<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>
最終アクセス日　2019年10月23日
・PRTIMES「TANREN株式会社は2019年度もIT導入支援事業者に採択されました」
<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000018.000016767.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・野村証券株式会社「証券用語解説集 IPO」
<https://www.nomura.co.jp/terms/english/i/A02102.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・野村証券株式会社「証券用語解説集　M&A」
<https://www.nomura.co.jp/terms/english/m/m_and_a.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・野村証券株式会社「証券用語解説集 ベンチャーキャピタル」
<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/he/venturecapital.html>
最終アクセス日　2019年10月25日
・野村総合研究所「起業・ベンチャー支援に関する調査～エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて～」

〈https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・ビットバンク「仮想通貨用語集　STO」
〈https://bitbank.cc/glossary/sto〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・Future Venture Capital「CVC設立のメリット」
〈https://www.fvc.co.jp/service/cvc.html〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・福岡県信用保証協会「信用保証制度のしくみ」
〈https://www.fukuoka-cgc.or.jp/society/guarantee.html〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・みずほ総合研究所「中小企業における資金調達の実態」
〈https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・三井住友銀行公式「資金の調達　シンジケートローン」
〈https://www.smbc.co.jp/hojin/financing/syndicate.html〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・横浜銀行「クラウド会計ソフトfreee提携〈はまぎん〉スーパービジネスローン」
〈https://www.boy.co.jp/hojin/loan/freee-teikei/〉
最終アクセス日　2019年10月25日
・矢野経済研究所「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」
〈https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2036〉
最終アクセス日　2019年10月25日

単行本

・一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2018）『ベンチャー白書　ベンチャービジネスに関する年次報告』一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター

・中小企業庁（2016)『2016 年度版中小企業白書』日経印刷
・中小企業庁（2017)『2017 年度版中小企業白書』日経印刷
・中小企業庁（2018)『2018 年度版中小企業白書』日経印刷
・中小企業庁（2019)『2019 年度版中小企業白書』日経印刷

論文

・植杉威一郎・内田浩史・水杉裕太（2016)「日本政策金融公庫との取引関係が企業パフォーマンスに与える効果の検証」
・株式会社東京証券取引所（2019)「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要」
・金融調査研究会（2013)「財政制約下の公的・民間金融の役割分担と社会資本整備における民間資金等の活用」
・清水聡（2018)「アジア債券市場の発展と課題 －市場を拡大させるためのポイントー」
・大和総研（2012)「ベンチャー企業の資金調達」
・帝国データバンク（2017)「ABL の課題に関する実態調査　調査報告書」
・日本公庫総研レポート（2015)「地域の雇用と産業を支える中小企業の実像」
・日本取引所グループ（2018)「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中期的な企業価値の向上のために～」
・吉野直行・藤田康範(1996)「公的金融と民間金融が併存する金融市場における競争と経済厚生」
・UCHIDA Hirofumi(2016)”A Comparison of the Lending Technologies between Private and Public Banks,”