

2019 年度 証券ゼミナール大会

5

第 1 テーマ

「国内非上場企業の資金調達 について」

10

15 東北学院大学 伊鹿倉ゼミナール B 班

目次

	はじめに	3
	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
5	1.2 非上場企業の資金需要	9
	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
	1.3.2 新たな資金調達手段	21
	第 2 章 非上場企業の資金調達の現状と課題	29
10	2.1 非上場企業の資金調達の現状	29
	2.2 非上場企業の資金調達問題の原因	34
	2.3 非上場企業の資金調達問題の伝統的解決策	38
	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	39
	3.1 ICO (Initial Coin Offering/新規仮想通貨公開)	39
15	3.2 流動資産担保融資保証制度	40
	3.3 プロジェクトファイナンス	41
	終わりに	42
	参考文献、URL	43

はじめに

我が国全体の企業数 382 万社のうち、大企業の数 は 1 万 1, 157 社なのに対し、中小企業 の数は 357 万 8, 000 社と我が国全体の企業数の大多数を中小企業が占めており、中小企業が社会全体へ及ぼす影響は多大であると考えられる。しかし、その中小企業のほとんどは非上場企業であり、それゆえに抱える課題も多数存在する。中でも注目すべきは資金調達の問題である。日本銀行が全国の企業経営者に対して行う景気の現状や見通しについての調査(日銀短観)のうち、資金繰りに関する資金繰り DI (「資金繰りが好転している」と答えた企業の割合から「資金繰りが悪化している」と答えた企業の割合を引いた値)を見ると、2008 年のリーマンショック後に一度落ち込んだが、近年徐々に回復傾向にあることがわかる。しかし、大企業と比較すると、依然その値は低く、現状として中小企業の資金繰りは厳しいことがわかる。そこで我々は中小企業＝非上場企業と定義し、その資金調達の現状・課題および解決策について考察していきたいと思う。

本稿では、第 1 章において非上場企業の定義および経済社会における役割を明確にした上で、非上場企業がどのようなことに資金を必要としているのか(需資)、また、非上場企業が現在どのような状況下で経営を行っているのかについて述べた後、資金調達手段についても、内部資金や外部資金等を資金源とした資金調達手段である伝統的資金調達法と、クラウドファンディングやトランザクションバンキング、アセットファイナンス等の新たな資金調達手段に分けて整理する。第 2 章においては、第 1 章を踏まえた上で、非上場企業における資金調達の現状・問題を明らかにし、その問題に対する原因、さらには過去に資金調達の問題に陥った際にどのような対策がなされてきたかという伝統的解決策について述べる。第 3 章においては、現在の非上場企業における資金調達の問題、および取り巻く環境を改善するためにはどのような政策が必要となるかを考察する。

第 1 章 非上場企業の資金調達

本章では、第 1 節で日本の非上場企業の定義と中小企業・小規模事業者の定義をはっきりとさせ、経済社会における役割・取り巻く環境を明確にし、第 2 節では非上場企業の資金需要について、また第 3 節では資金調達手段の特徴と現状について述べていく。

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

本稿では非上場企業を、「証券取引所に株式を上場していない企業」と定義する。上場するためには証券取引所ごとに基準がありそれを満たさない限り、上場企業にはなれない。

日本の企業のほとんどが非上場企業であるが、それら企業が非上場企業であるのには大きく分けて 3 つの要因がある。1 つ目は株主の意見に左右されない経営ができることである。経営の自由度が制限されるのは上場するにあたって厳しい条件となる。また、株主に不利な内容の記事を書かせないなどといった制限を受け、偏った情報を流すことになる。それをなくすために多くの企業は非上場であると考えられる。2 つ目は買収の可能性がないことである。非上場企業は証券取引所で株式が公開されないため、株式を売買することができない。しかし、後継者不足によって事業継続が難しい企業であれば、他社から買収されることで、その企業の傘下として事業を継続できる、というケースがある。そのため、買収は売り手にとってもメリットと捉えることができるのだ。3 つ目は有価証券報告書の提出の義務がないことである。上場すると、株主への事業や財務状況の報告が必須となる。そうすると株主への利益還元のため、自由な経営が妨げられる。また、財務状況の報告には人員や時間、費用などの大きなコストがかかるため、これらの心配がない非上場企業は、資金調達が多様化すると考えられる。

中小企業・小規模事業者の定義

非上場企業の大半を占める中小企業および小規模事業者の定義は中小企業基本法により表 1 の通りである。この定義の基準は量的基準のみであり、資本金

と常時使用従業員数の 2 つの基準を採用している。

表 1 中小企業・小規模事業者の定義

	中小企業		うち小規模事業者
業種	資本金または従業員数		従業員数
製造業	3 億円以下	300 人以下	20 人以下
卸売業	1 億円以下	100 人以下	5 人以下
サービス業	5,000 万円以下	100 人以下	5 人以下
小売業	3,000 万円以下	50 人以下	5 人以下

5

出典：中小企業庁(2019)「2019 年版中小企業白書」より筆者作成

この表を見ると、業種によっても中小企業の定義は変わってくるということが読み取れる。同じ中小企業であっても製造業では資本金が 3 億円以下 300 人以下なのに対して、小売業は 3,000 万円以下 50 人以下と大きな差がある。

10

経済社会における役割

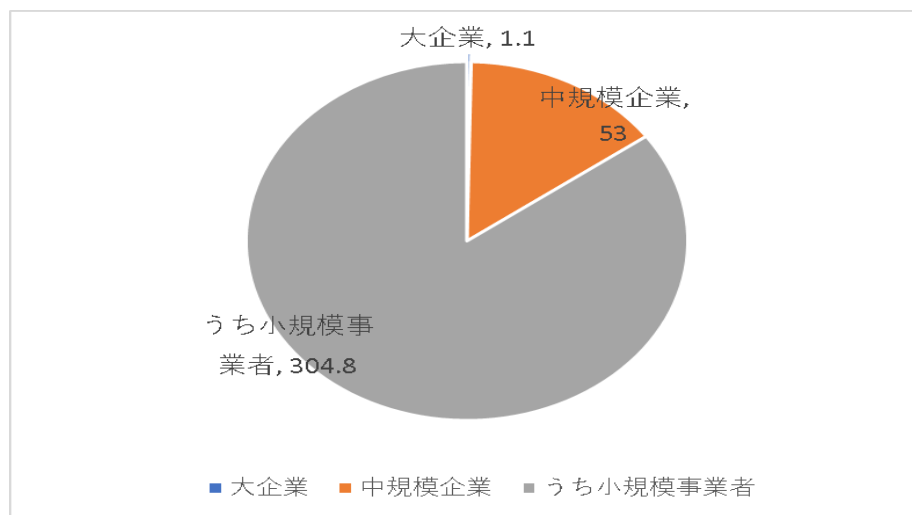
非上場企業は日本国内の企業数のほとんどを占めており、地域活性化においても重要な役割を担っている。まず、日本国内における大企業と中小企業の企業数と従業員数について確認していく。2016 年の日本国内の企業数は全体で 358.9 万社にのぼり、全体の 0.3%にあたる 1 万 1,157 社が大企業、99.7%にあたる 357 万 8,000 社が中小企業である。図 1-1 を見ても国内企業数の中で中小企業が大部分を占めていることがわかる。また、国内全体企業数 358.9 万社のうち日本に存在する各証券取引所で上場している企業の合計は 4,000 社程度

15

となっている。上場企業は国内の企業数の 1%にも満たず、国内の企業のそのほとんどが非上場企業なのである。

図 1-1 2016 年の国内企業の比率

5



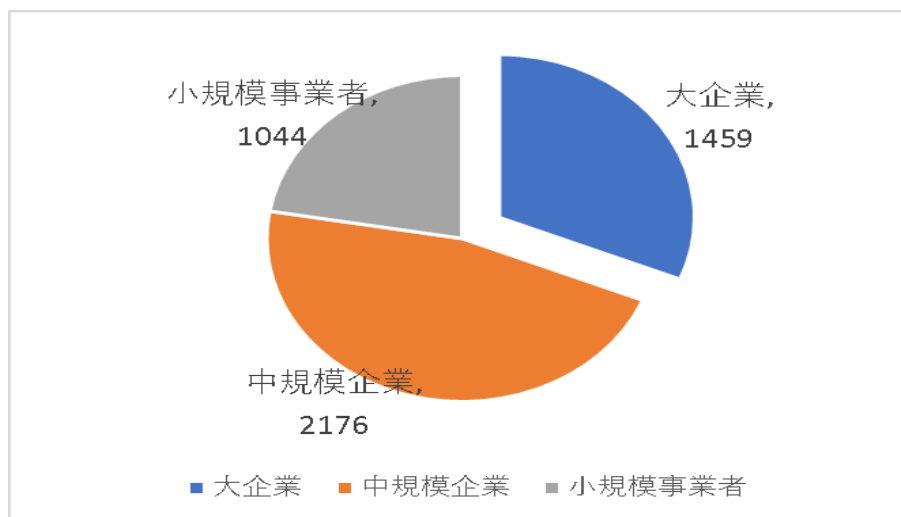
出典：中小企業庁（2016）「中小企業と小規模事業者の数」より筆者作成

10 また、2016 年の従業員数は全体で約 4,679 万人にのぼり、大企業は約 30%の 1,459 万人、中小企業は約 70%の 3,220 万人となっている（図 1-2）。近年、中小企業において女性とシニア層の雇用も増えており、多様な人材の担い手としての役割がある。中小企業は日本の、特に地方の雇用を占めており、地域の経済発展の重要な役割を負っていると言える。

15

20

図 1-2 2016 年の国内企業の従業員数比率



5 出典：中小企業庁（2019）「中小企業白書」より筆者作成

取り巻く環境

(1) 海外需要

日本の少子高齢化による人口減少から国内需要が縮小していくという懸念がある中で、中小企業は近年活発である海外需要を取り込むために積極的な輸出と海外投資を行っている。中小企業はこれからさらにニーズの高まりが拡大する海外展開を視野に入れており、将来的には公的支援だけでの対応は厳しいとされている。そのためニーズにマッチしたものが必要となってくるはずである。そのためには、国内の企業に限らず海外展開支援事業者を検討することも視野に入れていいのではないだろうか。

海外に展開するにあたってどのような効果があるのだろうか。海外に展開するにあたって新たな需要が見込めるといったメリットもあるが、多額のコストがかかると言う問題もある。また海外展開するためには人材の確保についても課題があるとされている。海外展開投資をするのに人材の確保や育成の問題が、海外に展開するのに人材育成の方法や時間的な問題が出てくる。海外の人材を取り込む一方でまだまだこれから解決すべき課題は多くあると考える。しかし、海外投資などで新たな事業の拡大が見込めることでよりグローバルに発展して

いくことだろう。よって、今後海外展開の際想定されるリスクやしっかりとした対策を取ることが求められると考えられる。

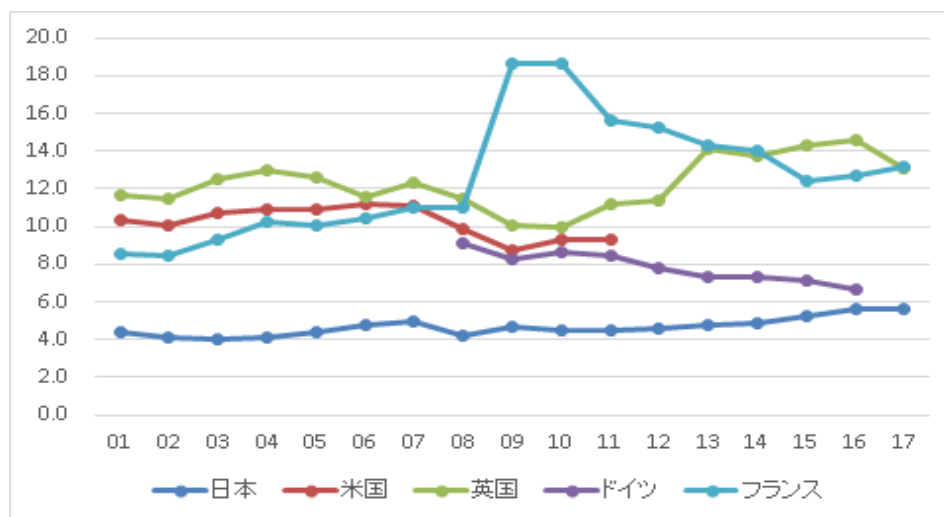
(2)開業率と廃業率

- 5 また日本国内の開業率・廃業率についてみていく。図 1-3 を見ると開業率はここ 10 年上昇傾向となっており、2017 年では 5.6% となっている。一方廃業率は 2009 年から減少傾向となっており 2017 年には 3.5% となり、日本国内としては回復傾向となっている。しかし、国際的に比較してみるとイギリスは開業率 13.2% と閉業率 12.2% と日本の倍以上の差があることがわかる。日本と各
- 10 国の統計の取り方は異なっているが日本の推移がとても低い。日本の開業率が低い原因には資金調達の環境改善が進んでいないことが挙げられる。

図 1-3 開廃業率の国際比較

開業率の比較

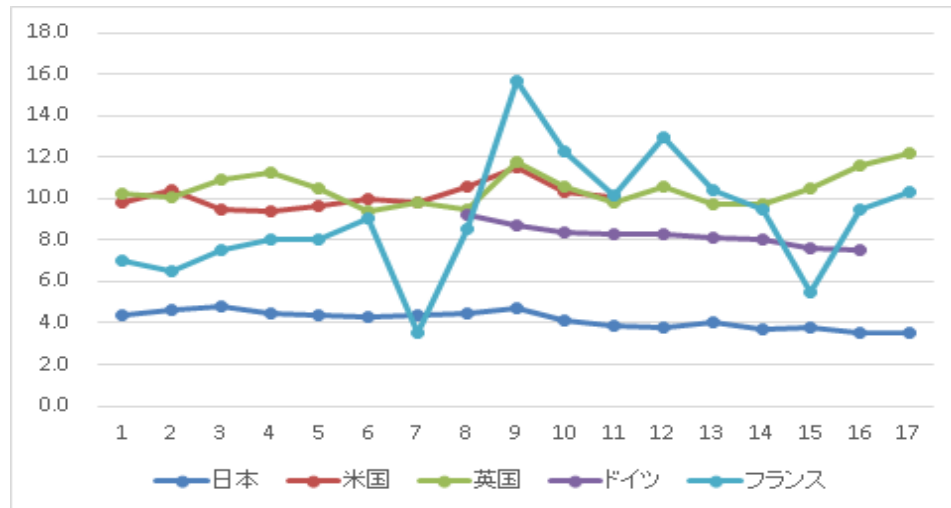
15



出典：中小企業白書（2019）より筆者作成

20

廃業率の比較



5 出典：中小企業白書（2019）より筆者作成

1.2 非上場企業の資金需要

企業が活動を行うと、必ず「モノの流れ」と「カネの流れ」が発生してくる。製品を作るためには原材料が必要であり、原材料を仕入れればその分の代金を支払う必要がある。また、生産を行うための設備を導入すれば、その設備代金を支払わなければならない。一方、製品を顧客に販売すれば、その分の販売代金を受け取ることができる。これが「モノの流れ」と「カネの流れ」である。企業を取り巻く資金の流れにはいくつかの側面が存在するがその中でも最も重要なのが資金をいかに低コストで、いかに安定的に調達できるかという点が鍵となってくる。ここでは非上場企業がどのような資金を必要としているかという、企業の資金需要（需資）について考えていきたいと思う。資金需要には大きく分けて、運転資金、設備資金、その他の資金需要に分けることができる。

(1) 運転資金

20 運転資金とは、企業が通常の営業活動を行うことによって発生する資金需要のことで、短期間でかつ反復して必要な資金である。企業では売り上げを受け取る前に、原材料の仕入れや、従業員に対する給与の支払いなど行う必要がある。

り、販売活動を行うにも、一定の在庫を抱える必要がある。また、製品やサービスを販売しても、実際に売り上げを現金として受け取るまで時間がかかるケースも多く見られる。このように資金の受け取りよりも資金の支払いが先行してしまうため、実際に売り上げを受け取るまでの間のつなぎ資金が必要であり、これが必要な運転資金となる。運転資金の中でもいくつかの種類が存在しており、企業が一定の規模で事業を継続していくのに必要な資金である経常運転資金や企業が生産や売り上げを増やすために必要な資金である増加運転資金、在庫を保有するために必要な在庫資金などが例としてあげられる。その他にも、増加運転資金の逆で、売り上げの減少に対して、先に支払期日が到来する債務に対する資金手当が必要な場合、入金と支払いのタイムラグを埋める役割を持つ減少運転資金、特定の時期に発生する資金需要（夏や冬の賞与、季節限定商品など）である季節性運転資金などが存在する。

また、売上債権の回収が長い、不良在庫がある、仕入債務の支払いが早いなどの要因により、運転資金を圧迫してしまうおそれがある。事業運営の一般的なサイクルは、仕入→在庫→販売となっているため、上記の条件が絡んでくると、このサイクルがくるってしまい、収益をだしていたとしても支払いが間に合わず、結果として倒産してしまうというケースが存在する。このようなケースを黒字倒産と呼ぶ。

(2) 設備資金

設備資金とは、企業が生産能力の拡大や合理化のために、工場を建設、機械・器具を導入すること（設備投資）により必要となる資金のことであり、特徴としては、一度に巨額の資金が必要となる点、回収にかなりの長期を要する点などが挙げられる。また、長期的・固定的にかかる資金のため、生産設備の操業による消耗、減価に応じて毎年収益の中から長期間にわたり一部ずつ回収される。設備投資はその目的によって、①新たな工場の建設、製造ラインの増設、新店舗の出店など、②生産・販売を増やす増産投資と老朽化した設備を新しい設備に取り替える更新投資、③生産を効率化してコストを下げる合理化投資、の3つに分類される。

(3)その他の資金需要

①賞与資金

賞与資金とは、従業員に対して賞与（ボーナス）を支給する際に必要になる資金のことである。ボーナスを支払う月になったからと言って急に売り上げが上がるわけではないため企業では通常、賞与の支払いのために短期の借入れを行い、それをその後の売り上げで返済していくことになる。一般的に賞与は夏と冬の年2回支給するといった企業が多い。しかし、賞与（ボーナス）は法律上必ず支払わなければならないという規定はないため、ボーナスが支給されない企業や、反対に年に複数回支給されるといった企業も存在する。

10 ②決算資金

企業では、事業年度の決算を行った上で、配当金、役員賞与、法人税などの支払いを行う。そのために必要となる資金が賞与資金である。こうした資金は本来、企業の収益から支払われるはずだが、決算時に集中するため、銀行からの短期借り入れによって賄うのが一般的である。企業業績が好調であると配当金や役員賞与などが増えるため、多くの決算資金が必要となる。この決算資金は賞与資金と合わせて決算資金とも呼ばれる。

③赤字補填資金

事業が赤字に陥った場合に、その赤字を埋めるための資金が赤字補填資金である。増加運転資金が売り上げ拡大に向けた「前向き資金」と呼ばれるのに対して、赤字補填資金は過去に発生した赤字を穴埋めするものであるため「後ろ向き資金」とも呼ばれている。すでに発生した赤字の埋め合わせであり、返済財源が確保されていないため、銀行では融資をいやがる傾向にある。

1.3 非上場企業の資金調達手段

本節では、まず資金調達手段の分類を確認し、直接金融と間接金融から伝統的な資金調達手段を述べ、新たな資金調達手段にはクラウドファンディング、トランザクションバンキング、アセットファイナンスについて考える。

5

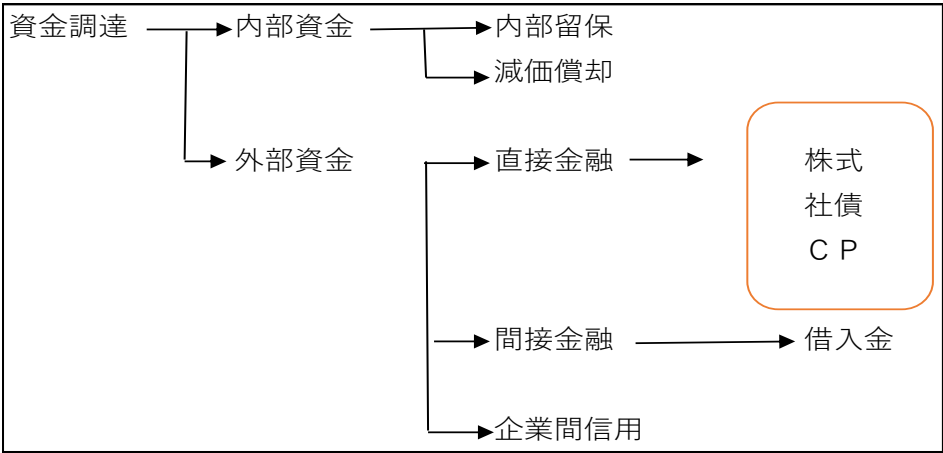
1.3.1 伝統的な資金調達手段

初めに、中小企業の資金調達の分類について整理していく。企業の資金調達を分類すると、「内部資金」と「外部資金」の2つに分けることができ、「外部資金」は、直接金融と間接金融、企業間信用に分けられる。直接金融には株式や社債、コマーシャルペーパー(CP)が挙げられ、間接金融は金融機関等から借入金として調達する手段があげられる。以上を図にまとめたものが図 1-3 である。以下では、この表をもとにそれぞれの調達手段について確認し考察していく。

10

図 1-3 資金調達手段の分類

15



出典：「入門 企業金融論」をもとに筆者作成

20

内部資金

内部資金とは、企業が過去に行った事業から得た資金のことで内部留保と減価償却の2つが含まれる。1つ目の内部留保とは企業が稼いだ利益から、株主

に支払われる配当と役員に支払われる役員賞与といった利益処分を引いたものである。2 つ目の減価償却は「価値の減少分」を会計上の費用として計上していく仕組みのことである。つまり、機械等の長い期間利用するものは時間の経過とともに価値が減っていくと考え、その設備の償却年限に従って減価償却を行う。内部資金は企業が内部に保有している資金であるため改めて資金調達をする必要や返済・コストを支払う必要もない為、企業側からすると最も使いやすい資金とされる。

外部資金

- 10 外部資金は、直接金融である社債の発行と株式の発行、間接金融である金融機関からの借入、企業間信用が含まれる。外部資金を使う場合負債と自己資本のバランスを取り、財務指標が悪化しないようにすることが重要となる。ここでは外部資金を、直接金融、間接金融、企業間信用と分類し資金調達手段について確認していく。

15 (1)直接金融

直接金融は、資金需要者と資金供給者の間に第三者が存在しない取引のことである。主な資金調達手段は社債の私募債と株式の IPO と M&A がある。

社債

私募債

- 20 中小企業が利用する社債の一種で、私募債は特定の投資家のみを対象とする「銀行引受私募債」と少数の投資家のみを対象とする「少人数私募債」に分類される。私募債は手続きが簡略化されているため発行するハードルが低く、小規模企業でも簡単に資金調達を行うことができる。「銀行引受私募債」は、発行企業となる中小企業が元本や利子の返済ができなくなった場合に備え、銀行や
- 25 信用保証協会によって保証される「保証付き私募債」が主流である。この保証付き私募債で得られるメリットをまとめたものが表 2 である。

表 2 保証付き私募債のメリット

信用の向上	金融機関が設定している資格要件を満たすことで財務の健全性をアピールすることができ信用が向上する
比較的多額の資金	少人数私募債よりも比較的多額の資金が調達できることができる
無担保での調達	基本的に担保が必要ない 信用保証協会の保証は 2 億 2 0 0 0 万円まで無担保で保証を受けられる

5 出典：経済産業省「社債の活用」より筆者作成

10 一方「少人数私募債」は、担保や資格要件が必要なく償還期間や金利を独自に設定することができるため、銀行引受私募債が発行できないような財務体質が強固でない企業にとって有効な社債となっている。近年中小企業における私募債発行は増加傾向にあるが、資金調達として利用しているのは企業規模の大きい企業だけであるため社債の利用割合が 3.74%¹と小さい。

株式

① IPO (新規株式公開)

15 IPO とは「株を投資家に売り出して、証券取引所に上場し誰でも株取引ができるようにすること」²であり、IPO は非上場企業から上場企業となることで資金調達をするものであるため、企業として成熟したときに選択する資金調達手段の 1 つと捉える。

20 企業株式の公開には①資金調達能力の向上と②社会的な信用力と知名度の向上、③優秀な人材の確保をすることができる一方で、公開をすることで①株主に対する経営責任と②経営支配権の低下、③経営情報の開示義務といった負担を負うことになる。

また、図 1-4 を見るとリーマンショックの影響で急激に件数が減少したもの

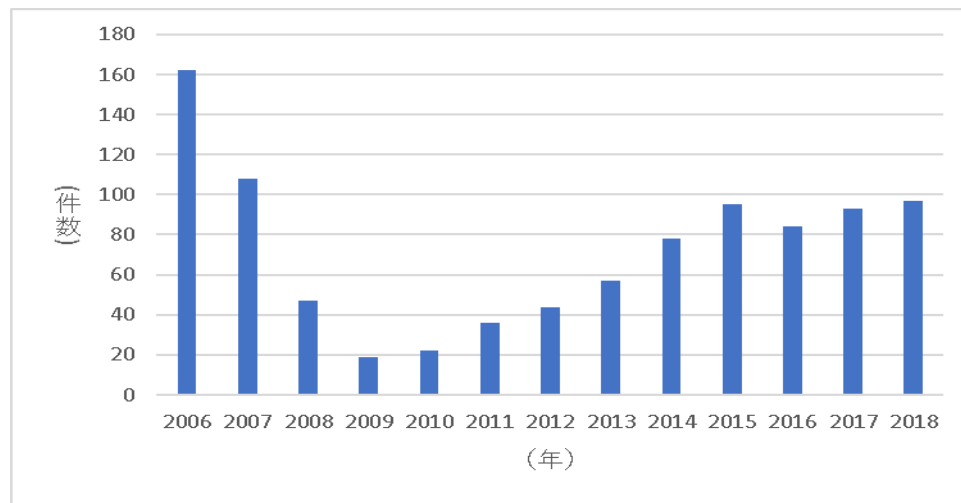
¹ 帝国データバンク「中小企業の資金調達構造と社債利用」

² IPO とは 「IPO とは？」より引用

の、2011 年頃からは株式市況の好転とともに少しずつ件数が回復してきており、2018 年には 97 社とリーマンショック以降最高の上場企業数となった。

図 1-4 東京証券取引所 IPO の件数

5



出典：日本取引所グループ（2019）「新規上場基本情報」より筆者作成

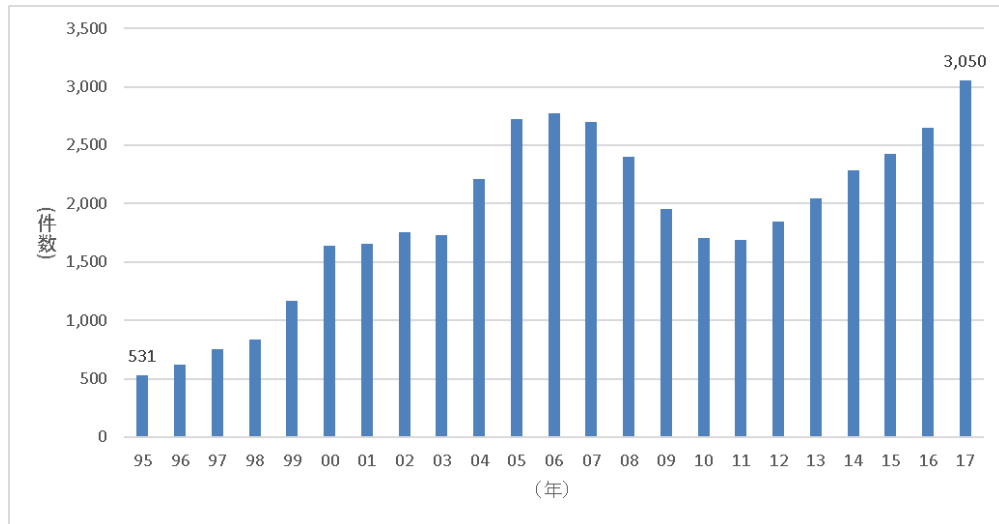
10 ②M&A

M&A とは、「合併と買収」のことを意味し、「ビジネスの売買（買収）」と「複数のビジネスを一つに統合（合併）」するための手法と捉える。売り手の会社は、事業承継や資金調達、コア事業への集中、自社の生き残りを目的として M&A を戦略的に実行する。一方、買い手の会社は事業規模を広げる目的や新規事業の実施を目的として M&A を戦略的に実施するのが一般的である。

2000 年代初頭に大手企業同士の M&A が頻繁に行われたことを皮切りに、M&A の有効性が広く知られるようになった。それに合わせて様々な M&A 仲介会社が登場し、M&A の支援を受けやすい環境が整った。図 1-5 は国内で公表されている件数だが増加傾向にあり、2017 年には過去最高件数の 3050 件となっている。

M&A は実力のある専門家のサポートを受けながらであれば成功する確率が高いため、近年、M&A を実行する非上場企業も増えてきている。

図 1-5 国内の M&A 件数の推移



5 出典：中小企業庁（2018）「中小企業白書」より筆者作成

M&A の種類には、さまざまあるがここでは株式譲渡や事業譲渡、会社分割について取り上げる。

10 株式譲渡は会社丸ごと売却する際に用いられる M&A 手法であり、売り手が所有する株式を第三者に売却し、経営権を譲渡する。簡潔な手続きで実行できるというメリットから、中小企業の M&A では頻繁に用いられる手法である。また、非上場企業が株主譲渡する際には、時価よりも著しく低い値段で株式譲渡すると税金面で不利になることがあるため注意すべきである。

15 事業譲渡は、会社の一部のみを売却するケースで用いられる M&A 手法である。柔軟に活用できる一方、事業譲渡を実行するためには、株主総会の特別決議や資産・債務の移転手続きなど、多くの時間と手間を要する。手続きが上手いかなないと、M&A を実行できないリスクがある。

20 会社分割は、組織再編を目的とした M&A 手法であり、新設分割と吸収分割の 2 つの手法がある。この手法では不要資産や簿外債務を引き継ぐリスクがあるため、一概に事業譲渡よりも優れている手法とは言えない。

また、ビジネス同士がくつつく際に従来持っていた以上の価値が発生し、お互いに良い影響を与え合うシナジー効果というものがある。これは自社ビジネ

スとのシナジー効果が高いビジネスを買い取る戦略により、利益を何倍にも向上させることが可能となる。しかし、シナジー効果が発揮されない状況も考えられるため、多くの選択肢を用意した上で M&A を利用することが必要となる。

5 (2)間接金融

間接金融は、資金需要者と資金供給者の間に第三者が存在しない取引のことである。主な資金調達手段は銀行からの借入と公的金融からの借入、リレーシ
ョンシップバンキングがある。中小企業において社債や株式の発行による資金
10 調達は困難であるため、金融機関からの借入金は企業にとって重要な資金調達
の手段となる。

①銀行借入

手形借入れの借入方式としては約束手形を差し入れるものである。融資を行
う際、借用書にかわるもの。手形借入れは短期借入で使われる。しかし、事実
上長期の借入になってしまう場合も存在する。手形の期限が来てその都度同額
15 で借り換えることを「手形ころがし」と言う。これは長期借入にあたる。金融
機関で融資を行うのは、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行。さらに、信用金
庫・信用組合・政府系金融機関などの機関だ。

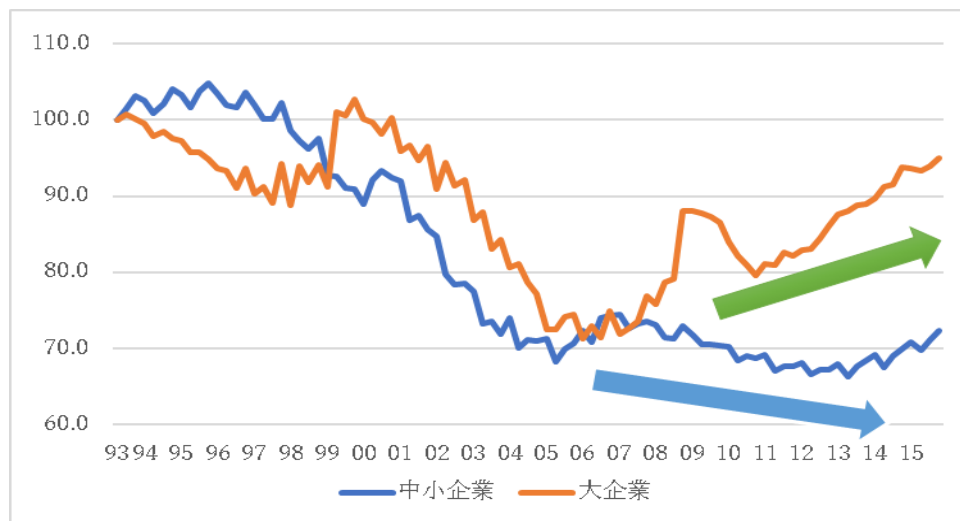
次に企業規模別にみた金融機関からの貸出の推移について述べる。以下がそ
のグラフである。

20

25

30

図 1-6 企業規模別にみた金融機関からの貸出の推移



5 出典：中小企業庁(2016)「中小企業白書」より筆者作成

図 1-6 から 2008 年のリーマンショックを境に大きな変動が起こっていることが読み取れる。中小企業に関する貸出は途中まで上昇していたが 90 年代末には大きく下落した。

10

②公的金融

公的金融機関とは、政府が経済発展や国際協力、産業の育成、国民生活の安定といった「一定の政策」を実現することを目的とした機関のことである。ここでは日本政策金融公庫、商工組合中央金庫、信用保証協会の 3 つを取り上げる。

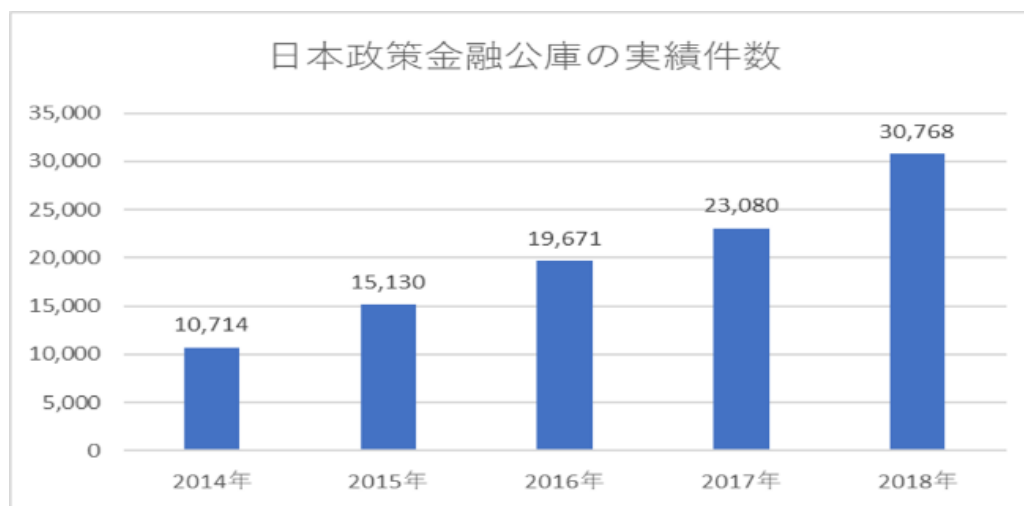
15

日本政策金融公庫

日本政策金融公庫は旧中小企業金融公庫、旧国民生活金融公庫、旧農林漁業金融公庫が統合され設立された中小企業専門の政府系金融機関である。また、政府が 100%出資の株式会社であるため、民間よりも融資が受けやすく、利息などの貸し付け条件が良い等といった特徴を有している。そのほかにも、大規模な災害、テロ若しくは感染症などによる被害に対処するために必要な資金供給も行っている。

20

図 1-7 日本政策金融公庫の実績件数



5 出典：日本政策金融公庫(2018)「融資の実績」より筆者作成

グラフを見ると日本政策金融公庫における実績件数は年々大幅に増加しており、2018年度には実績件数が前年比133%を記録した。

10 商工組合中央金庫

商工組合中央金庫とは、中小企業等協同組合その他主として中小規模の事業者を構成員とする団体、及びその構成員に対する金融の円滑化をはかるために必要な業務を営むことを目的とした政府系金融機関である。商工組合中央金庫は日本政策金融公庫とは違い、政府80%出資の株式会社であり、残りの資金は
15 その他出資資格を持つ団体（中小企業等協同組合、協業組合、商工組合など）からの出資がなされている。また、組合員のみ融資を受けることができるため、融資を受けるためには組合員になる必要がある。

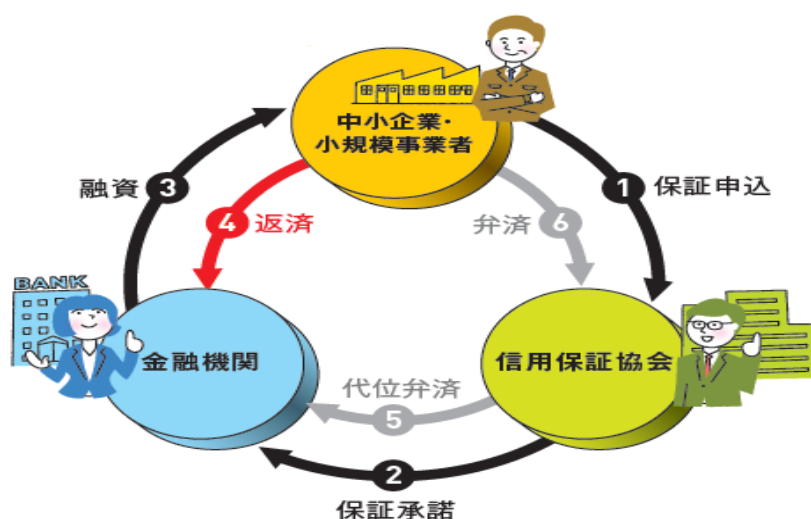
信用保証協会

20 信用保証協会とは、信用保証協会法に基づき金融の円滑化を図るために設立された公的機関のことで、信用保証協会が提供する「信用保証」で中小企業の資金調達をサポートするものである。企業がやむを得ない事情により金融機関

への返済ができない場合は、信用保証協会が代弁返済する制度を信用保証制度とよぶ。

- 信用保証制度の仕組みは図 1-8 に表した通りである。中小企業が金融機関から融資を受ける際に全国の信用保証協会が借入債務に対して信用保証を付すことで資金調達の円滑化を進めている。具体的には企業が信用保証協会の「信用保証」を得て、金融機関から融資を受けるという仕組みである。

図 1-8 信用保証制度の仕組み



出典：全国信用保証協会連合会「信用保証協会と信用保証制度」より引用

③リレーションシップバンキング

- リレーションシップバンキングとは、「金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより、顧客に関する情報を蓄積し、この情報をもとに、貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデル」³のことである。これは長期的かつ継続的に関係をもつことで蓄積された「定性情報」を用いて金融取引を行う。リレーションシップバンキングを行うことで得られる

³ 商工組合中央金庫、岡村博之(2016)「中小企業の経済学」p.206

一番のメリットは、貸し手である金融機関にとっては情報の非対称性問題を緩和できることだ。借り手である企業側にとっては業況悪化時にも資金調達面のリスクが軽減され過度な担保を要求されない、保証が軽減されるとなっている。中小企業ではこのリレーションシップバンキングによる取引が中心である。

5

(3) 企業間信用

企業間信用とは、取引関係の中で発生する企業間の貸し借り関係のことであり、いわゆる掛け取引のことである。つまり日々の取引関係の中で結果的に生じている信用供与のことであり、金利や配当等のコストが生じないことから上記で記した資金調達手段とは性格が異なっている。

10

また企業間信用は、金融機関から十分な資金の借り入れができない場合に借入金に代替する資金調達手段と言え、銀行借入が少ない企業ほど、企業間信用を多く受けている。

15 1.3.2 新たな資金調達手段

新たな資金調達手段としてクラウドファンディング、トランザクションバンキング、アセットファイナンスをあげる。

1 クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、インターネット上で自分の活動を発信することで、不特定多数の人から寄付や投資で資金を募る仕組みである。この手法は途上国支援や商品開発、幅広いプロジェクトが実施されている。

20

クラウドファンディングという言葉は比較的新しく、インターネットの普及に伴い、2000年代に米国で先駆的なウェブサイトが続々と開設され市場が拡大してきた。⁴特にアメリカやイギリスではクラウドファンディングは資金集めの方法として一般的なものになりつつある。日本では、2011年3月にReadyforが日本で初めてのクラウドファンディングサイトとしてサービスを開始し、現在まで複数のサービスが開設され、クラウドファンディングの認知も徐々に広まりつつあるのだ。

25

⁴ READYFOR HP「はじめてのクラウドファンディング」

またクラウドファンディングは大きく分けて 4 種類ある。

1 つ目は購入型である。実行者は個人、企業、任意団体など多岐に渡り、金融機関や自治体からの補助金といった従来の資金調達手段がある中で、インターネット上で資金調達ができる。また、テストマーケティングで法人が起案することも多く、企画した商品を市場に投入する前にどれくらいの反響を得られるかを試すことができる。その他、資金調達+PR で認知度拡大を目的にしてプロジェクトを公開する個人・法人が多いことが特徴である。

2 つ目は寄附型である。これはあるプロジェクトに対して支援者がお金の寄付をする仕組みのクラウドファンディングで、リターンは基本的に発生しない。被災地の支援など社会貢献性の強いプロジェクトが多く、支援者は寄付として支援を行うことが主となっている。またすでに行われている Readyfor では、寄附による税制優遇が適用される団体や法人に利用が限られている。

3 つめは融資型である。資産運用したい個人(投資家)から小口の資金を集め、それを大口化して借り手企業に融資する仕組みのクラウドファンディングである。実行者は株式発行やファンドのしくみを利用した投融資資金を募ることができる。メリットとしては個人から集めた資金を「融資」という性質を持っているため、金銭的リターン(利回りの分配)を得ることができることである。しかし、購入型や寄付型とは異なり、投資商品の 1 つであるため当然法規制があることになる。

4 つ目は株式型である。企業が資金調達の方法として、未公開株を提供する代わりに資金を募る仕組みのクラウドファンディングである。つまり、投資型クラウドファンディングという種類のクラウドファンディングサービスとして位置付けられる。2015 年 5 月に金融商品取引法の一部が改正されたことによって、日本でも株式投資型クラウドファンディングが運営できる環境になり、2017 年以降に国内初の株式投資型クラウドファンディングのサービスが始まった。株式型クラウドファンディングのメリットは 3 つあり、①非上場企業の株式に投資できること、②ベンチャー企業をスタート当初から応援できること、③エンジェル税制の優遇を受けられることである。①はインターネットによって少額でも非上場企業の株式に投資できるようになったこと、②においては個人に少額で投資できる環境が開放されることで、企業・サービスの初期段階から応

援でき、かつ将来的にリターンとして売却益を得る可能性があるという点が
メリットに繋がった。③のエンジェル税制は投資家がベンチャー企業の株式に
投資や売却した時点について、税金の優遇措置を受けることができる制度であ
る。設立年数や財務要件など一定の条件を満たしている必要があるため、全て
5 のベンチャー企業に適用されるわけではない。しかし、こうした税優遇制度が
あることで、ベンチャー企業に投資するという選択も増えるため、投資家には
大きなメリットになると考えられている。

2 トランザクションバンキング

10 トランザクションバンキングの代表的な手法は以下の3つがあげられる。

(1) クレジットスコアリング貸出

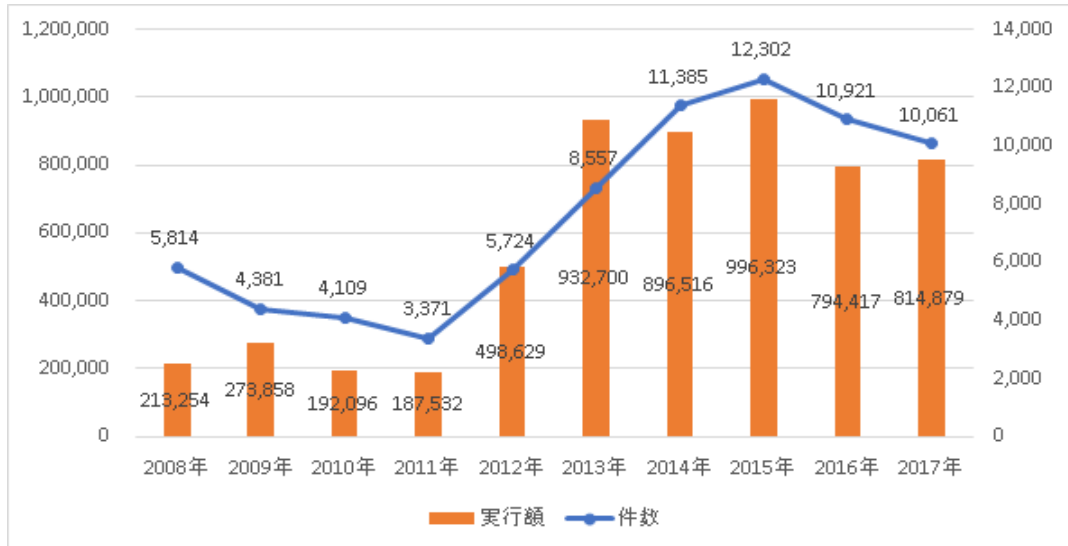
クレジットスコアリングの貸出とは、企業経営者の資産内容や経営者個人の
情報などを組み合わせて金融取引を管理するものである。現在審査の省力化が
図れることから大手銀行が法人企業向けに、中規模銀行でも補助的指標として
15 採用しているところが増えている。しかし、貸出限度があり大規模なプロジェ
クトなど投資金額が大きい案件には適用できない、また企業の信用状態の実績
が蓄積されていない創業段階の企業や新規事業実績のない事業は判断が難しい
という課題が残される貸出手法である。

20 (2) ABL

ABL は企業が有する在庫、売掛金等の事業収益資産を担保とする金融手法の
ことである。ABL は事業の拡大縮小に対応した資金調達や必要な運転資金額に
応じた借入が可能となっている。

ABL を行うことで得られるメリットは①資金調達の多様化である。資金調達
25 に活用されない動産を担保とすることで企業の資金調達を多様化することがで
きる。またもう1つのメリットは②モニタリングである。ABL では動産を担保
としているため在庫の量や売掛金の金額が日々変化する。そのため、銀行が定
期的に担保となっている動産の状況をチェックする必要があり、これを行うこ
とによって銀行が企業の動向を把握でき変化にあった金融サービスを受けるこ
30 とができる。これにより企業と金融機関の関係強化にもつながる。

図 1-9 ABL の実績推移



5 出典：経済産業省(2018)「委託調査報告書」より筆者作成

図 1-9 は ABL の実行額と件数の推移を表したものである。2011 年までは実行額は横ばい、件数は減少傾向にあったが、2012 年を皮切りに実行額、件数ともに急激に増加している。これは、東日本大震災が原因の一つといえる。東日本大震災の被災地では、通常の融資の際に担保となる土地や建物の価値が大きく下落した。そのため、今まで融資の担保とならなかった農畜産物や設備、売掛金を担保とする ABL が広まった。2014 年からは実行額よりも件数が多くなっていることから、少額の資金調達が増えたことがわかる。2013 年から実行額が横ばいになっているのは、ABL は近年市場流動性が高いため有担保融資に対する

10

15 需要が少なくなっていることがあげられる。

(3) 財務諸表準拠貸出

財務諸表準拠貸出とは、企業の財務諸表に表れる信用力や返済能力をもとにした貸出のことである。中小企業では、業績が長く信頼性の高い財務諸表を作成している企業は利用できることがある。返済する間その財務諸表をチェック

20

することで企業側の返済能力をモニタリングする。代表的な資金調達手段とし

てシンジケートローンが挙げられる。

シンジケートローン

- シンジケートローンとは、複数の金融機関がシンジケート団を組成して、各金融機関が一つの契約における同一の契約条件に基づき行うローンであり、貸付人と借入人の相対によるバイラテラルローンと対比される。シンジケート団を組成するのは、各金融機関で負担とリスクを分散するためである。

- シンジケートローンは、もともとは欧米のマーケットで考案され、日本の金融実務にも受け入れられたという経緯があり、国内・国外いずれでも広く組成されている。

- シンジケート・ローンの貸付方法には、大きく分けてタームローンとリボルビングローンの2種類がある。タームローンとは、貸付人が借入人に対して、あらかじめ確定した貸付金額および回数（一回または一定の期限内に複数回）の貸付けの実行を行い、あらかじめ決められた期日に一括または複数回で弁済を行う金銭消費貸借をいう。一度弁済された金額は、さらに借入れることができない。タームローンは、後述するリボルビングローンに比して多く利用されるシンジケートローンの形態であり、コーポレートファイナンスを始め、アセットファイナンスやプロジェクトファイナンス等、幅広く利用されている形態である。リボルビングローンとは、貸付人が借入人に対して一定の貸出枠を設定し、借入人が一定の期間内に当該貸出枠の金額の範囲内で借入れおよび弁済を繰り返すことができる金銭消費貸借をいう。リボルビングローンは、流動的な資金需要に応じて金銭を引き出すことができるので、会社の運転資金等に利用される。

- シンジケート・ローンのメリットは、①複数から融資を得られる、②事務管理の負担軽減、③金利の一本化、④金融機関のリスク軽減などが挙げられる。

- ①複数から融資を得られるについては、金融機関との相対での融資となれば、調達額も多くなならない。また、融資を受ける企業側の財務内容によっては、融資を断られる可能性もある。融資する側が複数になれば、リスクを回避することが可能となる。相対では、融資しない可能性が高くても、融資を行うことも考えられる。

②事務管理の負担軽減については、シンジケートローンは、複数の金融機関との間で同一条件での借入ができる。個別に条件交渉をする必要がない。返済する場合には、幹事金融機関(アレンジャー)がシンジケートローン参加金融機関に返済を行なうため、事務管理に負担がないのである。

- 5 ③金利の一本化については、貸し倒れの危険が高い場合は、融資を得られたとしても金利が高くなる。個々の金融機関により金利は異なるのが一般的で、シンジケートローンでは、全ての金融機関と同一の金利において借り入れることが可能となる。

- 10 ④金融機関のリスク軽減は、シンジケートローンに参加する金融機関にとっては、融資額が抑えられることから不良債権化のリスクを抑えることが可能となる。手数料はしっかり入るので、比較的融資に参加しやすくなるのである。

- シンジケート・ローンのデメリットは、①融資額が大きい、②手数料の発生、などが挙げられる。一般的にシンジケートローンは、融資金額(調達額)が大きな場合に用いられる手法であり、小口の資金調達の方法としては向かない。手数料・金利も発生するため、ある程度の調達額においての利用となる。シンジケートローンを組む場合には、さまざまな手数料が発生します。幹事金融機関に対して支払うエージェントフィー、アレンジメントフィー、契約条項の変更をする際にも手数料が発生する場合もある。
- 15

- シンジケート・ローンは、借りる側の個々の事情を考慮しながら、ベストの資金調達の方法を選択することが必要なのである。
- 20

3 アセットファイナンス

- アセットファイナンスとは、企業の保有する資産を活用して資金調達を行う手段であり、「経営資源の効率化」と「資産の流動化・証券化」という2つの手法がある。
- 25

(1) 経営資源の効率化

経営資源の効率化は、無駄となる経営資源を圧縮することで現預金にすることであり、その方法には売掛債権と在庫の圧縮と保有資産の売却があげられる。

① 売掛債権と在庫の圧縮について

- 30 経営資源の効率化とは無駄となる経営資源を圧縮することで預金にすること

だ。そして売掛債権を圧縮するのには売掛期間の短縮が効率的である。また、手形サイトを短縮することでも資金化が早くなることが挙げられる。さらに、ファクタリングの利用で早期に資金を提供する仕組みである。ファクタリングには2種類存在し「リコース型」と「ノンリコース型」がある。しかし、ノン

5 リコース型のデメリットとして手数料が割高であることだ。在庫に関して、在庫管理の効率化のため見込み生産ではなく注文生産に切り替えれば、不要となる在庫を抱えることなく在庫圧縮につながる。また、不良在庫の処分として資金繰りが楽になるのは在庫を処分し資金化することである。不良在庫は在庫の圧縮の対象である。セールを行うことで現金化し、棚卸資産を減少させることが可能である。

10

②保有資産の売却

次に保有資産の売却についてである。株式、債券、投資が目的の有価証券や不動産へ売却するものもアセットファイナンスに入る。リースバックなどの手法も存在する。まず、株式や債券の売却についてである。運用目的の株式や債券を売却することもアセットファイナンスの資金調達である。未上場企業のケースは流通市場が存在しないため売却が難しくなることもある。

15

工場、土地などの売却については不採算の工場や事業を売却することがあるが、今後の会社経営のことも考えて支障がでないか経営資源の価値をしっかりと考える必要がある。

20

③リースバックとは

リースの仕組みとは、リース会社が設備や機械など長期間にわたって賃貸しそれに対してのリースを払う仕組みである。長期のリース支払いは、広義の金融と定義されており、リース料は銀行と比較すると、リースは高くなる場合が多い。リースは2つに分類することができ、「ファイナンスリース」や「オペレーティングリース」に分けられる。ファイナンスリースとは、リース会社が設備や機械などを購入して企業の希望に合わせて賃貸することである。オペレーティングリースはリースの期間が終了した後に物件の売却を前提にしている。

25

30 また、前提が中古物件の売却であるため第三者への売却が可能でなければいけ

ない。リース料の設定方法としては、リース物件の取得価格から物件の残存価値を引いた金額である。それゆえ、リース物件価格の方が大きくなる。次に、リースバックについて確認していく。保有している固定資産をリース会社に売却しリース会社からリースの受け取り利用を続ける方法がリースバックである。

- 5 固定資産の売却に伴いまとまった資金調達でおよそ 10 年から 20 年のリース期間でそれを分割しながら返済する。現時点でまとまった資金が必要となるが、将来の会社の経営状態を見据えて収益の向上と見込めば非常に有効であると言えるのではないだろうか。そして、売却企業の財務内容が改善されつつある状態に見込まれれば既に売却した資産の払い戻しを行う場合もある。

10

(2)資産の流動化・証券化

資産の流動化・証券化とは、資産を売却することで資金を調達する事である。この仕組みを売掛債権の場合で表したものが下記の図である。流動化の定義として挙げられるのは、1 年以内に現金化される資産か流動性の高い資産のこと

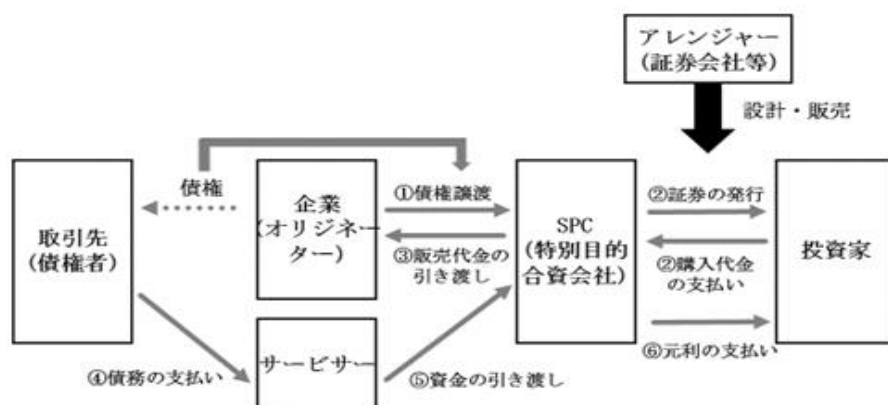
15 である。流動化が可能であれば、資金が急に必要となった場合でも証券を売るといったことで資金を確保することが可能である。さらに、流動化は資金不足のリスクのみならず返済のリスクにも対応することができる。そのため、はじめから流動化できることが分かっているならば安心して貸出することができる。

20

25

30

図 1-9 資産の流動化・証券化の仕組み



5 出典：「入門 企業金融論」第章を参考に筆者作成

第 2 章 非上場企業の資金調達の実状と課題

本章では、第 1 章を踏まえた上で、第 1 節で非上場企業の資金調達の現状を、第 2 節では資金調達問題の原因を確認し、第 3 節で資金調達問題の改善策を提示する。

10

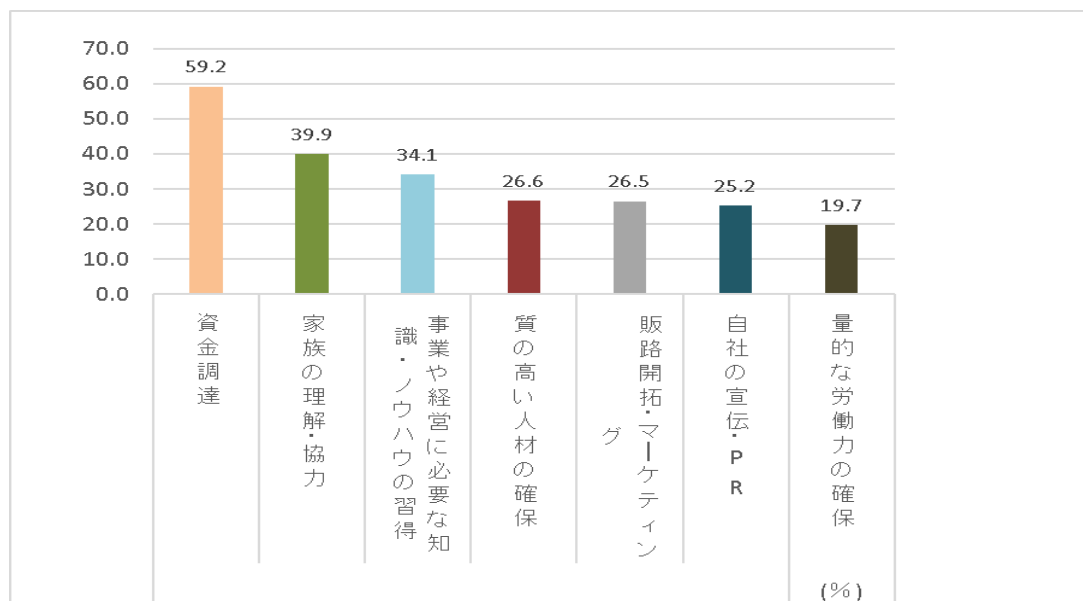
2.1 非上場企業の資金調達の現状

目まぐるしく変化する日本経済のなかで、非上場企業には現在一体どのような資金調達の現状があるのだろうか、それを分析し述べていく。

15 非上場企業の成長ステージは、創業期、成長初期、成長・拡大期の三つの段階に分けることができ、また、その段階により企業の経営課題も変わってくる。以下のグラフは各成長段階別に見た経営課題の割合をまとめたものである。

20

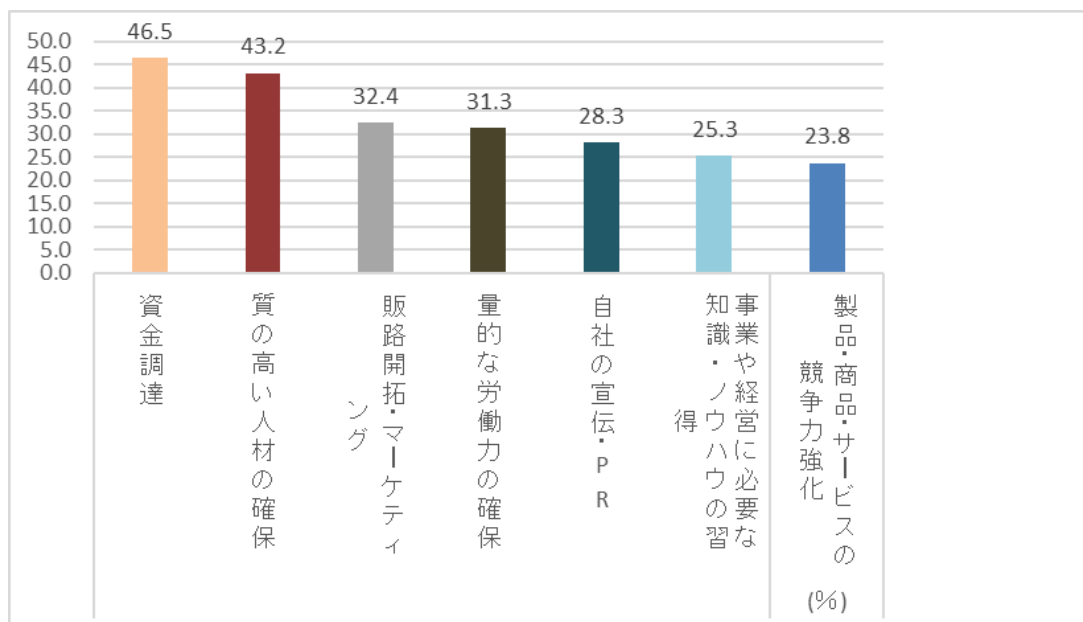
図 2-1 創業期の経営課題



出典：中小企業庁(2017)「中小企業白書」より筆者作成

5

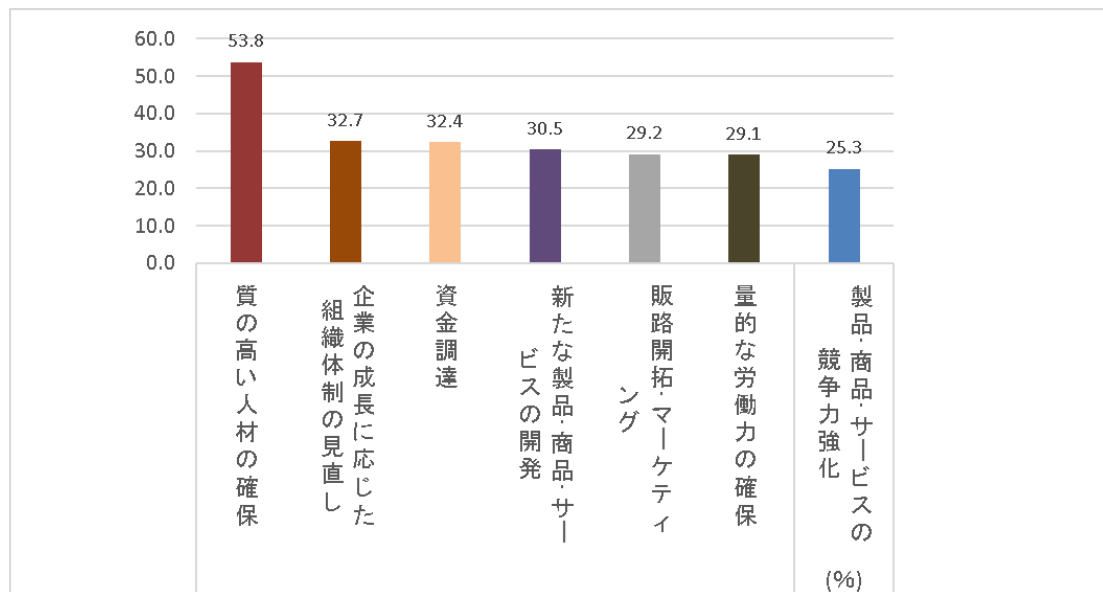
図 2-2 成長初期の課題



出典：中小企業庁(2017)「中小企業白書」より筆者作成

10

図 2-3 安定・拡大期の課題



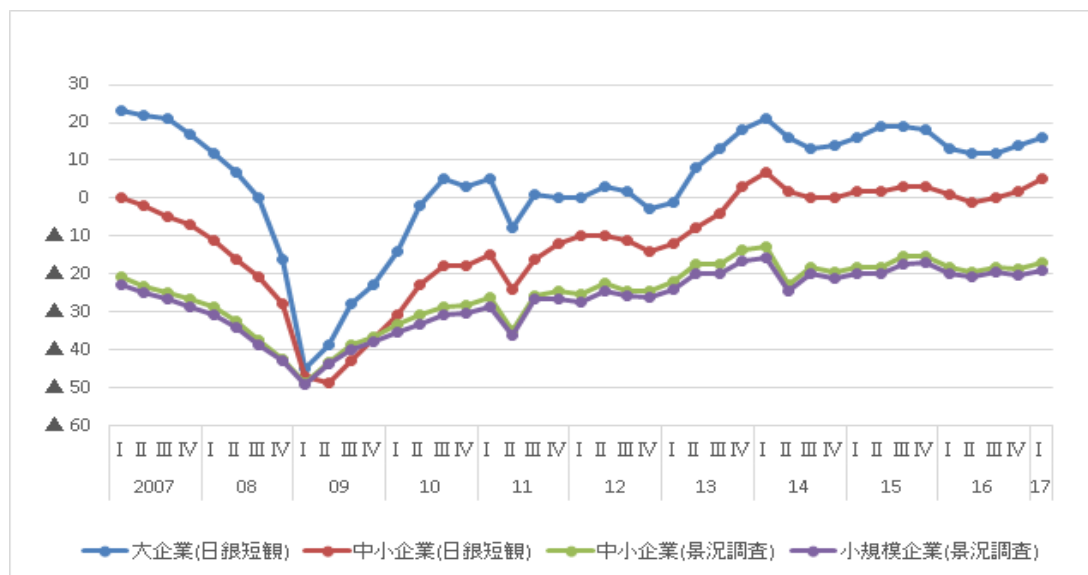
出典：中小企業庁(2017)「中小企業白書」より筆者作成

5

グラフを見ると、すべての段階において資金調達の問題を抱えているが、特に創業期の企業のおよそ 60 %が資金調達の問題に直面していると答えており資金調達の問題は中小企業全体で解決しなくてはならない問題であるということが読み取れる。

- 10 図 2-4 を見ると現在の企業規模別の業況としては、緩やかな回復傾向にあることが分かる。このグラフで見て取れる急激な DI の減少はリーマンショックや消費税の増税が原因であると考えられる。また、大企業と中小企業における日銀短観で双方を比較すると、リーマンショックの落ち込みは大企業のほうが大きいもののその後はリーマンショック以前と同様の推移に回復してきている。
- 15 しかし、中小企業と小規模企業の景況調査 DI 水準が低いことから規模が小さな企業は業況が厳しいことが分かる。

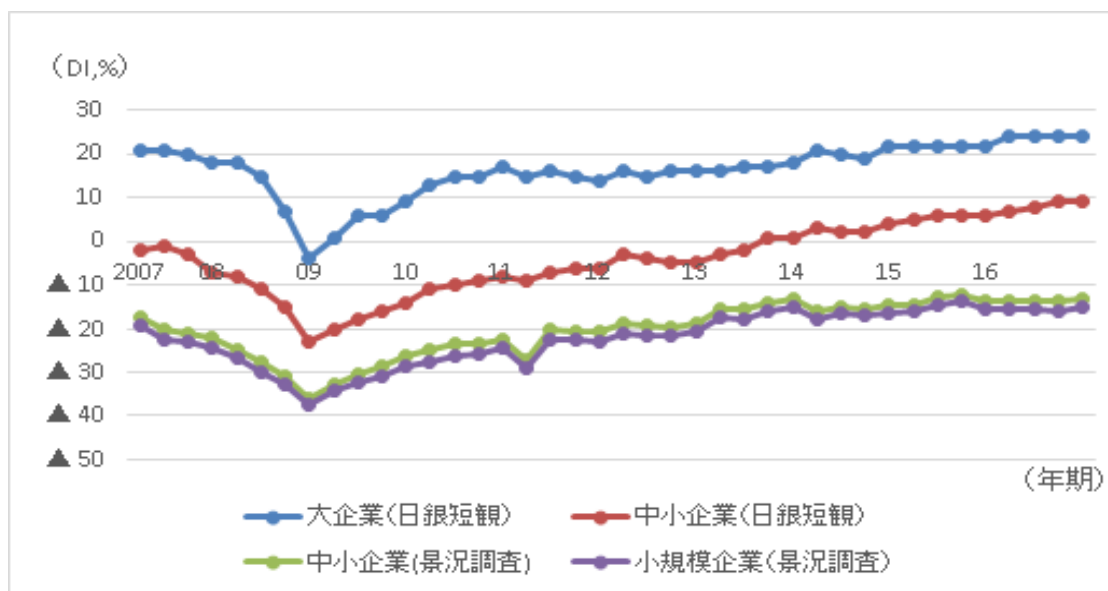
図 2-4 企業規模別業況判断DIの推移



5 出典：中小企業庁（2017）「中小企業白書」より筆者作成

また、図 2-5 の景況調査の資金繰り DI からはリーマンショック以降は改善が見られ収益改善と金融機関の貸出の態度の関影響から資金繰りとしては改善がみられつつある。中小企業の倒産件数が減少傾向でありつつ、経常利益が高水準であることから中小企業の環境は比較的改善傾向にある。しかし、中規模企業と比較するとその割合としては依然として小さいことから厳しい状態の企業もあると予想される。しかしながら、中小企業の業況や資金繰りの状況としては改善している様子が伺える。その中小企業は他の企業と比較すると現状としては厳しい状況にあることを念頭に入れて置かなければならない。中小企業の資金調達が困難である理由として上場してないため認知度が低く資金調達がスムーズに行えないとも考えられる。そのため、成長初期における中小企業あるいはベンチャー企業などは比較的貸し出し条件の良い公的金融機関からの借入により得た資金で会社を黒字にした後、民間銀行などから資金を調達することが主流となっている。また、日本経済の状況も大きく関わっており現状は回復傾向にあるが経済の状況によっていつどのような変動になるか分からない。

図 2-5 企業規模別資金繰り D I 推移



5 出典：中小企業庁(2016)「中小企業白書」より筆者作成

続いて公的金融機関における非上場企業に対する貸出の現状について述べていく。下記のグラフは政策金融機関と民間金融機関の貸出残高の推移を表したものである。政策金融機関と民間金融機関の貸出残高の割合を見ると、圧倒的に民間からの貸し出しの方が多いということが読み取れる。また、政策金融機関の貸出残高のみを見ると平成 23 年から平成 29 年にかけて横ばいである。しかし、民間金融機関による貸出残高は年々増加傾向にあるため、全体のうち政府系金融機関の割合という観点から見ると、その割合は年々減少傾向にあることがわかる。また、政府系金融機関からの資金調達に頼りすぎると財政を圧迫してしまおうという問題もあるため、政府系金融機関は民間銀行に委ねることのできる業務は民間金融機関に委ね、民間金融機関では対応が難しい場合に限定して業務を行っていく必要があると考える。このことから、政策金融機関による資金調達はまだまだ主流ではないと言える。

図 2-6 政策金融機関と民間金融機関の貸出残高の推移



- 5 出典：財務省大臣官房政策金融課「政策金融機関の割合現状について」より筆者作成

2.2 非上場企業の資金調達問題の原因

- 10 現在抱えている課題は以下の 3 点である。1 つ目は、設備投資の動向。2 つ目は海外展開の状況と続いて海外取引の状況。3 つ目は情報の非対称性についてである。その 3 点について述べていく。はじめに設備投資である。

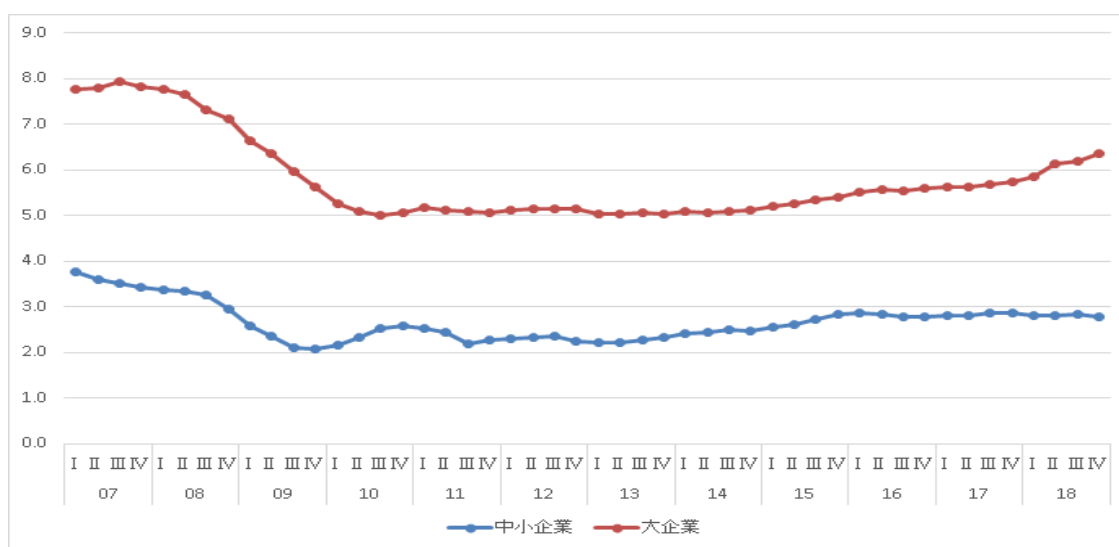
(1) 設備投資

- 15 設備投資の動向としては、2008 年から 2009 年にリーマンショックの影響から落ち込みをみせた。中小企業の設備の老朽化は大企業よりも進行している。中小企業の設備投資の特徴としては、維持更新が主であるとされている。企業が設備投資をするのにどのような資金調達を行うかが重要なポイントである。企業が設備を設置する場合 2 つの方法がある。1 つは、設備投資によるものである。もう一方は、リースによる調達である。リースによる調達は、費用の負担が軽くなるなどのメリットが挙げられる。必要な設備を必要な分だけ使用することができ。リースでの調達物件で多く割合をしめているのは 43.3%で事務機器または通信機器の項目である。以上のことから、中小企業にとってのリ
- 20

ースは設備投資の一部を補完するものであり生産活動の主力となるものではない。

また、中小企業の設備投資はキャッシュフローの範囲内に抑えられている。このことから、中小企業に与える影響として設備の老朽化や陳腐化、設備の生産能力の不足が挙げられる。

図 2-7 企業規模別設備投資の推移



10

出典：中小企業庁(2019)「中小企業白書」より筆者作成

(2)海外展開

15 中小企業で直接投資を行う製造企業数は近年増加傾向にある。しかし、中小企業の国際化は必ずしも順調であるとは限らない。海外で事業拠点をとることはコストがかかることや人材の確保や育成の費用がかかる等といったデメリットが挙げられる。海外に進出する企業もあれば撤退する企業も存在する。

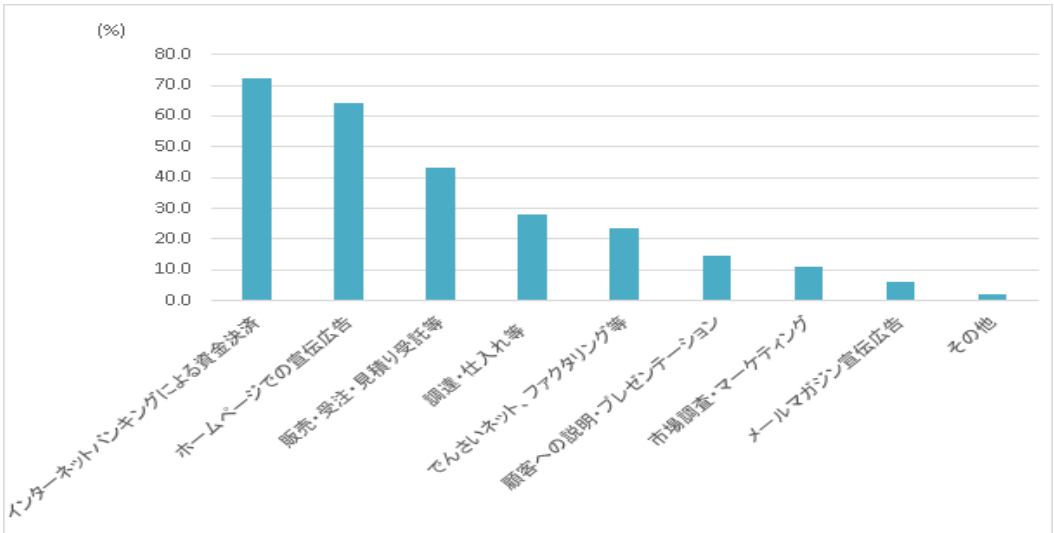
また、ITを活用した資金調達の現状について、国内の現状と海外の現状を比較しながら分析していく。

20

ITを活用した資金調達を行うことでどのような効果が得られるのだろうか。IT技術を取り込むことでより効果的になるのではないかと考える。中小企業白

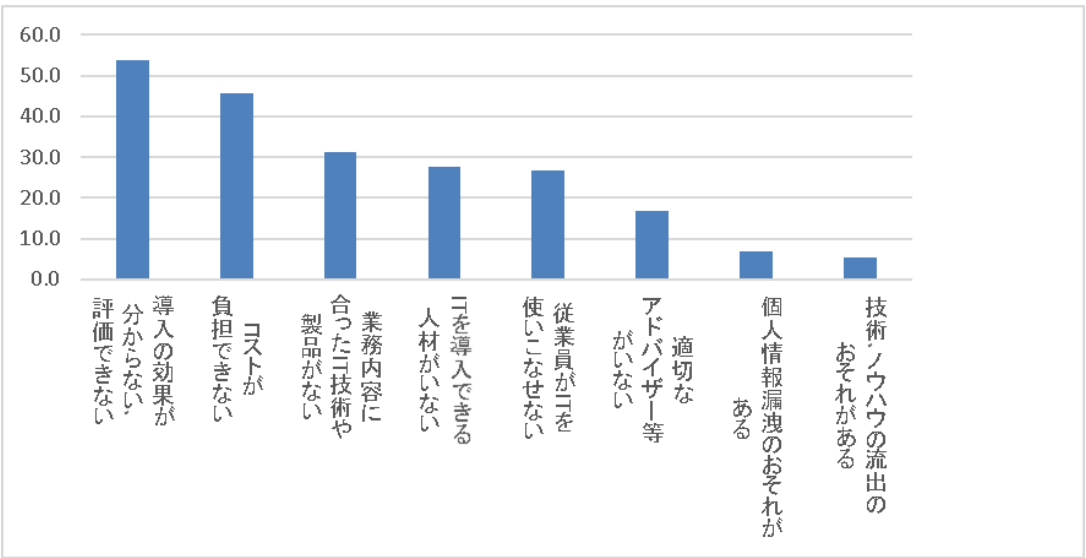
書によると、インターネットの活用状況は以下のグラフの通りである。

図 2-8 中小企業におけるインターネットの利用状況



出典：中小企業庁(2015)「中小企業白書」より筆者作成

図 2-9 IT の活用が必要と考えているが、IT を導入していない理由



出典：中小企業庁（2013）「中小企業白書」より筆者作成

IT の利用によって生産性の効率化をもたらすことも考えられるが、中小企業や小規模事業者はそもそも資金が限られたものであるためコストという観点からみると、費用が嵩むことや経済波及効果などから IT を利用することは厳しいのが現状であるのではないかと考える。

- 5 以上のことから中小企業は日本の経済の要となっており、中小企業における資金調達環境が改善をみせれば経済の循環がより良いものとなるのではないだろうか。

(3) 情報の非対称性

- 10 非上場企業の資金調達には、「情報の非対称性」の問題が存在する。ここで言う「情報の非対称性」は、非上場企業と金融機関の持っている情報に差があることを示している。上場企業において、上場する際に株主へ事業や財務状況の報告といった有価証券報告書の提出が求められるため、その企業の情報の信用度は格段に高くなる。しかし、非上場企業はそれら必要書類の提出がないため
- 15 情報の信用度が低い。民間銀行にとって、そのような情報の信用度が低い企業に対しての貸し出しは返済のリスクを伴うため、民間銀行から中小企業への貸し出しは消極的になってしまう。

この「情報の非対称性」は金融取引では特に問題となり、全てを解消することは難しい。

- 20 ここでは情報の非対称性について逆選択の問題とモラルハザードの問題の 2 つを取りあげる。

・逆選択

- 逆選択とは一般に取引を行う前に発生する情報の非対称性の問題のことである。金融取引に関して言えば、貸し手が企業に対して資金を貸す前、または貸すかどうかを判断する際に発生する問題のことを指す。この問題は銀行などの貸し手が貸出先の企業に十分な返済能力があるかどうか分からないため発生する。非上場企業は上場企業と比べて、上場審査をクリアしていない分、企業の返済能力が明らかにならないため、民間銀行からの資金調達が難しくなる。非上場企業においてはこの逆選択の問題が最も重要な課題であると考えられる。

・モラルハザード

モラルハザードとは一般に取引の後に発生する情報に非対称性の問題のことである。金融取引に関して言えば貸し手が企業に資金を貸した後、企業が貸し手に対して返済のための努力を十分にするととは限らないという問題のことを指す。また、借り手である企業が資金を適切に使っているかは分からないという問題もモラルハザードの例として挙げられる。

2.3 非上場企業の資金調達問題の伝統的解決策

2.2 で、非上場企業における資金調達には様々な問題があることが明らかになったわけであるが、そのような問題に直面した際に、企業、もしくは銀行などではどのような対策がなされていたのだろうか。ここでは、非上場企業における資金調達問題の伝統的解決策について述べていく。

①情報生産

情報の非対称性の問題により銀行などの貸手は、借手である企業に返済能力があるのかどうかということを判断することが難しい。そこで必要となってくるのが情報生産である。情報生産とは、借手がどのような企業なのか、また、将来返済するための十分な資金を得ることができるかどうかといった借手の返済可能性に関する情報を作り出すことである。また、情報生産性にはいくつかのタイプが存在しており、資金を貸す前に行う情報生産を審査と呼ぶ。審査では、企業の借入であれば経営者や従業員の能力や技術力などの情報を借り手に対して求めたり自分で調べたりして情報を集める。また、貸したあとに行う情報生産を監視と呼ぶ。監視では、約束した事業に資金を使用しているかと事業状況を調べ返済の努力を促す。一方経営が悪化し返済できない場合に行うのは不良債権処理である。返済計画の見直しと経営再建を考え悪質な返済逃れを阻止する活動のことである。

②担保

担保には2つの種類があり、物的担保と人的担保がある。借り手は銀行に担保を差し入れることで返済者が、より返済しないといけない状態になる。担保を入れることで、借り手が自宅を担保とした場合借り手は返済しなければなら

ないため返済できるように努力するようになる。

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

5 本章では、第1章と第2章を踏まえ、資金調達環境の改善に向けた新たな方策として ICO と流動資産担保融資保証制度、プロジェクトファイナンスを挙げる。

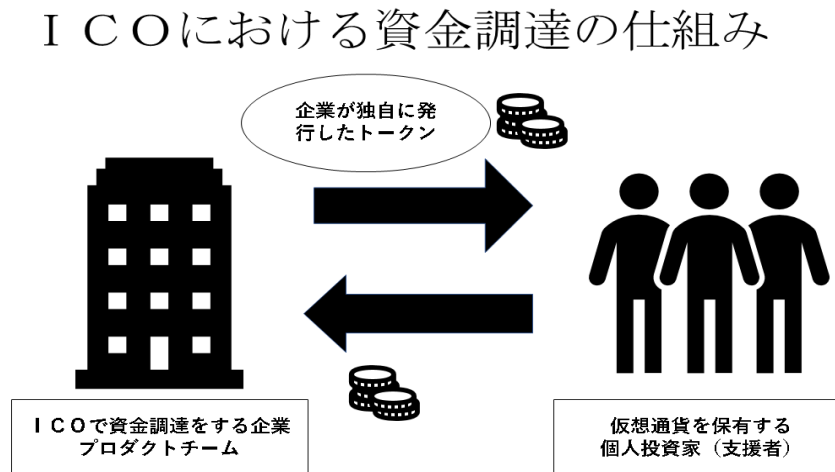
3.1 ICO (Initial Coin Offering/新規仮想通貨公開)

10 ICO とは、企業が新たに仮想通貨を発行し、それを販売することにより資金を調達する方法である。この ICO は企業がオンライン上で多くの人から資金を募るという点ではクラウドファンディングや新規株式公開に似た性質を持っていると言える。従来の資金調達手段の主流であった新規株式公開 (IPO) は、発行した株式を証券会社の厳重な審査の元、投資家の元に販売するという仕組みであった。しかし、ICO においては、企業が独自の仮想通貨 (トークン) を発行
15 し、また、トークンの購入には現金ではなく仮想通貨が用いられるため、簡単に世界中の ICO に参加することが可能となる。

ICO を利用することにより得られる利点としては①短期間で多額の資金を調達できる可能性がある、②最初に多くの資金を必要とする必要がない、③基本的に調達資金に対する返済をする必要がない、④第三者を仲介せず直接資金を
20 調達することが可能である、⑤インターネット上で取引が行われるため場所や空間にとらわれない、等といったものが挙げられる。しかし、その反面気をつけなければならない点もいくつか存在しており、①企業が行う事業を投資者に認めてもらう必要がある、②ICO による資金調達を成功させるための条件が厳しい、等といったことに注意する必要がある。

25 また、近年では ICO による資金調達は国内でも活発になってきており、2017 年 11 月、テックビューロ社は ICO の実施支援プラットフォーム C O K S A について、トークンセールでの資金調達額が 106 億円に到達したと発表している。この ICO をうまく利用することができれば、非上場企業であってもより多額の資金を調達することが可能になるのではないだろうかと考えられる。

図 3-1 I C O における資金調達の仕組み



5

出典：f i n t e 「I C O とは？」より筆者作成

3.2 流動資産担保融資保証制度

流動資産担保融資保証制度は、中小企業者を対象にした制度であり、企業が
10 有する在庫や売掛債権を担保として金融機関が融資する際に信用保証協会が債務保証をする制度のことである。

従来中小企業の資金調達で担保としていたのは不動産であり、流動資産はリスクもありほとんど活用されていなかった。しかしこの制度は、中小企業が流動資産を活用することで多様な資金調達手段を行えるように、またリスクある
15 流動資産を担保として中小企業が円滑に融資をうけることができるように新たに創設された制度である。メリットは、中小企業者が有する売掛債権や棚卸資産を担保とした融資に対する保証を行なうことにより、事業資金について円滑化・多様化を図ることができることや、不動産担保によらず借入れができること、取引先からの入金を待たずに、資金調達が可能であることなどがある。

20 この制度は金融機関側にとって信用保証協会の保証があり、また担保となる流動資産があるためリスクの少ない融資となる。

また、流動資産の数量や金額は常に変動するため、中小企業は融資先に現状の報告を随時する必要がある。

3.3 プロジェクトファイナンス

5 プロジェクトファイナンスとは、特定事業に対して融資を行い、そこから生み出されるキャッシュフローを返済の原資とし、債権保全のための担保も対象事業の資産に限定する手法である。石油・ガス・鉱物などの資源開発や鉄道・発電所などのインフラ整備、石油化学などのプラント建設など、国内外で行われる大規模な事業を対象に、プロジェクトファイナンスを活用して顧客の資金
10 調達を支援している。

これまでの日本では、コーポレートファイナンスと呼ばれる企業の信用力で資金調達をするのが一般的であった。また、プロジェクトファイナンスによってリスクの分散を図ることが可能となってきた。

プロジェクトファイナンスのメリットを、借り手側と貸し手側に分けて考える。

15 借り手側のメリットは、①従来のファイナンスではリスクを負いきれない大規模な資金調達が可能になる、②借入金を事業主のバランスシートに記載しなくてもよい、③プロジェクトからの返済が滞った場合も原則として返済義務を負わないことが挙げられる。貸し手側のメリットは、①プロジェクトを事業主（企業やスポンサー）本体のリスクから切り離すことができる、②コーポレー
20 トファイナンスに比べ、高い収益を期待できる（金利が高い）である。

プロジェクトファイナンスについて三井住友銀行は、ファイナンシャル・アドバイザーサービスやローンアレンジメントサービス、エージェントサービスを提供している。

25

30

終わりに

以上が私たちの分析についてである。第 1 章では非上場企業の資金調達について述べ、具体的に非上場企業などの環境について分析してきた。経済社会での役割や環境を明確にすることでどのような問題が生じているかを 3 つの要因をもとに分析してきた。

第 2 章では、非上場企業の資金調達の現状と課題その背景について分析し現状がどのようなものであるか理解しニーズにあった資金調達はどのようなものであるかささまざまな視点から述べてきた。

3 章の具体的方策については、非上場企業のより良い資金調達法についてさらに深考えたい。さらに、今後も課題について検討しより良い改善策を検討し続けたい。

15

20

25

30

参考文献、URL

- ・ 内田浩史 (2018)『金融』有斐閣
- ・ 川西諭、山崎福寿(2013)『金融のエッセンス』有斐閣
- ・ 商工組合中央金庫、岡村博之(2016)『中小企業の経済学』千倉書房
- 5 ・ 中小企業庁(2016)『2016 年版中小企業白書』
- ・ 中小企業庁(2017)『2017 年版中小企業白書』
- ・ 中小企業庁(2018)『2018 年版中小企業白書』
- ・ 中小企業庁(2019)『2019 年版中小企業白書』
- ・ 中島真志 (2015)『入門 企業金融論』東洋経済新報社
- 10
- ・ 東海東京証券 最終閲覧日 10 月 24 日
- https://www.tokaitokyo.co.jp/kantan/term/detail_1897.html
- ・ 中小企業庁 IT を活用した資金調達の現状 最終閲覧日 10 月 24 日
- [https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/h26/html/b3_5_2_3.ht](https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/h26/html/b3_5_2_3.html)
- 15 [ml](#)
- ・ 日本取引所グループ 最終閲覧日 10 月 24 日
- [https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04_archives-](https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/04_archives-05.html)
- [05.html](#)
- ・ 札幌証券取引所 最終閲覧日 10 月 24 日
- 20 <https://www.sse.or.jp/listing/list>
- ・ 名古屋証券取引所 最終閲覧日 10 月 24 日
- <https://www.sse.or.jp/listing/list>
- ・ 福岡証券取引所 最終閲覧日 10 月 24 日
- <https://www.fse.or.jp/contents.php#listed>
- 25 ・ 総務省統計局 「平成 2 8 年経済センサスー基礎調査」 最終閲覧日 10 月
- 24 日
- <https://www.stat.go.jp/data/e-census/2016/kekka/gaiyo.html>
- ・ 帝国データバンク「中小企業の資金調達構造と社債利用」最終閲覧日 10 月
- 24 日
- 30 <https://www.tdb.co.jp/knowledge/trading/12.html>

- ・経済産業省「委託調査報告書」 最終閲覧日 10月24日
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/itakuhoukoku/index.html
- 5 ・総務省「平成29年度版 情報通信白書」 最終閲覧日 10月24日
www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h29/html/ncll2210.html
- ・IPOとは 「IPOとは？」 最終閲覧日 10月24日
<https://www.ipokiso.com/basic/index.html>
- ・finte ICOとは？ 最終閲覧日 10月24日
<https://www.enigma.co.jp/media/page-11733/>
- 10 ・中小企業庁 中小企業と小規模事業者の数 最終閲覧日 10月24日
https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/chu_kigyocnt/2018/181130chukigyocnt.html
- ・株式会社アカウンティングアシスト「IPOについて」 最終閲覧日 10月24日
日
15 <http://www.accounting-assist.com/venture>
- ・三井住友銀行 「プロジェクトファイナンス」 最終閲覧日 10月24日
<https://www.smbc.co.jp/hojin/businessassist/project/>
- ・三井住友銀行「シンジケートローンとは」 最終閲覧日 10月24日
<https://www.smbc.co.jp/hojin/financing/syndicate.html>
- 20 ・野村證券 最終閲覧日 10月24日
https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ri/r_banking.html
- ・READYFOR「はじめてのクラウドファンディング」 最終閲覧日 10月24日
<https://readyfor.jp/crowdfunding/>
- ・M&A総合研究所「M&Aとは？」 最終閲覧日 10月24日
25 <https://mastory.jp/ma%E3%81%A8%E3%81%AF%E3%BC%9F>