

2019年度 証券ゼミナール大会

5 第1テーマ

「日本における非上場企業の資金調達」

ブロック

10

15

国士舘大学野下ゼミC班

20

目次

はじめに

第1章 非上場企業の資金調達の現状

- 5 1. 非上場企業の間接金融による資金調達
 2. 非上場企業の直接金融による資金調達

第2章 非上場企業の資金調達手段

1. 資金調達が必要になる場合
 2. 非上場企業の資金調達の現状
10 3. 非上場企業の資金調達手段
 (1) アセットファイナンス
 (2) デットファイナンス
 (3) エクイティファイナンス
 4. 新たな資金調達手段
15 (1) ソーシャル・インパクト・ボンド
 (2) 市民ファンド

第3章 ベンチャー・キャピタルとフィンテック

1. ベンチャー・キャピタル
 2. フィンテック

20 第4章 クラウド・ファンディング

1. 資金調達の新たな手段
 (1) 購入型クラウド・ファンディング
 (2) 株式投資型クラウド・ファンディング
 2. 資金調達者と資金提供者との非対称性
25 (1) 非対称性の原因
 (2) 非対称性への対策

むすび-非上場企業の資金調達についての提言

参考文献

はじめに

本論文は、我が国の非上場企業の資金調達の現状について調べるとともに、
5 我が国の非上場企業の資金調達を改善する方法についての提言を行うことを課題としている。企業活動において最も重要なものは、資金である。資金がなければ、生産活動を行うための様々な経営資源を調達できず、企業の活動ができない。資金調達は経営上、最も重要な課題である。

大企業と比較すると中小企業、特に、非上場企業は圧倒的に資金調達で不利
10 な状況にある。第1に、借入金額が小さいことで規模の経済が働かないこと、第2に、優秀な人材確保が難しいこと、第3に、企業と金融機関との間に情報の非対称性があり不十分であること、第4に、大企業と比較して信用力に劣ること、といった4つの要因により資金調達も困難である。その結果、非上場企業の資金調達手段は、自己資金か、あるいは銀行借りに過度に依存せざる
15 をえない。銀行借入れも十分な資金を得られない場合や貸し渋りにあった時のリスクなど問題がある。

中小企業、なかでも非上場企業の資金調達手段の拡充と環境整備が求められている。この間、各種の資金調達手段の拡充が行われてきたが、それらは、融資の円滑化を促す手段に留まり抜本的な対策とはいえない。特に、非上場
20 企業の資金調達難の根本的な解決には至っていない。

現在、日本の全企業数における中小企業の構成比は約 99.7%である。その大部分が非上場企業でもある。雇用面では従業員の構成比の約 70%を占めている。また競争の担い手や新たな産業の創出などの役割を担い、労働人口や GDP の大部分を占めるなど日本の経済を支えている。非上場企業は、日本経済の基盤で
25 あり、重要な存在である。このような企業の多くが資金調達に支障がでることは、日本経済の低迷を招くだろう。

論文の構成は、以下の通りである。

第1章においては、非上場企業の資金上達の現状、課題などを書き、第2章では、非上場企業の今後というのをベースに、資金調達が必要になる場合、現

状、また、アセットファイナンスやデットファイナンスなどを駆使した資金調達手段を書く。ここで非上場企業について知ってもらう。第3章において、ベンチャー・キャピタルとフィンテックについて検討する。そして、第4章で、新たな非上場企業の資金調達手段として注目を集めているクラウド・ファンディングについて解説する。そして、最後、むすびにおいて、非上場企業の資金調達を活発にするための提言を行う。

第1章 非上場企業の資金調達の現状

10

1. 非上場企業の間接金融による資金調達

わが国では、貸し渋りや貸しはがしだけでなく、貸出金利が低下するなか、中小企業向け貸出残高も減少を続けており、中小企業の資金調達難とともに金融機関の低収益性という問題も生じてきている。さらに、中小企業は、経営環境が大企業に比べて脆弱なため、不況下において販売不振、取引先の倒産増加などの影響を大きく受けやすい。さらに財務基盤も弱いために営業不振による倒産につながりやすい。その結果、金融機関の中小企業全体に対する信用リスクを高めに見積もられ、不況時の貸出態度を硬化させやすくする原因の一つとなる。非上場企業とは、株式を一般に公開していない企業のことであり、日本の企業99%以上が非上場企業である。したがって、数のうえでは中小企業の大半が非上場企業であることは、中小企業の資金調達面の困難は、同時に、非上場企業の資金調達の困難でもあることを意味する。ここでは、中小企業の間接金融による中小企業の資金調達について検討し、非上場企業の資金調達問題を考察する。

25 中小企業向け貸出は、大企業向け貸出よりも慎重に行われる場合が多い。中小企業金融が大企業と比較して、(1) 規模の経済性と(2) 情報の非対称性が問題になるからである。

(1) 規模の経済性

30 融資額が単位あたり貸し出しコストに対して小さいことである。貸し倒れに至らないように、貸し手(金融機関)は一つの融資案件に対し、審査・モ

モニタリングを行う必要がある。融資前の審査・融資実行後のモニタリングコストといった単位あたり貸出コスト（限界費用）は融資規模が増えるに従って逡減するといえる。そのため、金融機関には貸出総額の多い大企業向けの案件を優先する傾向がある。

5

（２）情報の非対称性

金融機関貸出しについての情報の非対称性とは、借り手の返済能力に関して、貸し手である金融機関は借り手である中小企業ほどの情報を持ち合わせていないということである。金融機関は融資をする際、貸出金利にリスクプレミアムを上乗せした金利を要求する。リスクプレミアムは相手の信用力に応じて決定するため、借り手の情報を十分に収集することが金融機関にとっては重要なこととなる。

中小企業の情報の非対称性が大企業よりも相対して大きくなるのは主に二つの理由がある。第一に、一つの金融機関が取引を行う企業が大企業に比べて中小企業は多くなるからである。中小企業は日本企業の約 99%を占めており、一件当たりの融資額は大きくないためモニタリングコストを多くかけて調査を行うわけにもいかず、十分な情報を持つことができない。第二に、中小企業の財務諸表に関する情報開示が大企業ほどされていないからである。中小企業にとって、固定費的要素が強い監査を受けて財務諸表を公開することは負担が大きく十分な情報公開を行う可能性が小さく、大企業に比べて情報開示が不十分になってしまいやすい。対して大企業は企業情報を広く開示している場合が多いだけでなく、会計監査が会社法上義務付けられている。

このように中小企業向け貸出は、「規模の経済性」、「情報の非対称性」の問題により、大企業向け貸出に劣る可能性が高い。また不況時に経営が悪化した企業については自信の経営状態を明確に公開しない可能性が存在するため、情報の非対称性がより大きくなる。よって、中小企業は信用リスクが高めに見積もられがちになり、一層資金繰りが厳しくなるといえる。

金融機関の貸出態度について見ると、中小企業、大企業ともにサブプライム・ローン問題が深刻化した 2007 年春以降、2009 年にかけて大きく悪化し、現在は徐々に回復の傾向にある報告がある。しかしその数値は大企業に比べて中小

30

企業の方が小さくなっている。中小企業が、大企業に比べ金融機関の貸出態度を「良い」と考える企業の数が少ないからだと考えられる。これは中小企業の「規模の経済性」と「情報の非対称性」の問題が関係しているためではないかと考えられる。

- 5 財務省の「法人企業統計年報」から中小企業と大企業の資金調達構造の違いをみる。中小企業では自己資本の比率に対し、借入金の占める割合が高く、金融機関の貸出態度の影響を受けやすい資金調達構造となっている。一方、大企業では借入金の割合がかつては高かったが、現在では借入金よりも自己資本の割合が高くなっている。また、大企業の場合、社債の占める割合も中小企業に
- 10 比べて高くなっている。大企業は多様な資金調達手段を活用しているのに対し、中小企業の資金調達は借入金(間接金融)に多くを依存している。原因としてあげられるのは、株式や社債の発行などにより市場から直接資金を調達する手段(直接金融)が中小企業には利用しにくいことにあるからである。直接金融の場合、多数の投資家が資金提供者になるが、投資家は配当や利子、値上がり益を
- 15 期待して投資するため、投資家の利益につながると期待される選ばれた企業でなければ直接金融で資金を調達することが難しい。また、直接金融の場合には企業財務情報開示のための資料作成や株式公開のために専門的な知識やこれらを実施するための人材が必要となるが、中小企業ではそのような余裕がなく、直接金融で資金を調達できるのはごく一部の企業に限られるのが実情である。
- 20 近年では中小ベンチャー企業の資金調達環境が整備されてきてはいるが、直接金融で資金を調達できる中小企業がごく一部であることに変わりはない。

中小企業は間接金融においても資金調達に問題がある。その原因の一つは、当節でも述べている、(1)「貸し手における規模の経済」、(2)「情報の非対称性」、(3)「担保の問題」、(4)「個人保証の問題」が働くためと考えられる。

25

(1) 貸し手における規模の経済

- 一般に、銀行融資であれば融資金額が大きくなればなるほど、融資を実行するために必要な審査費用などの単位当たり貸出コストは低下する。貸し手にとって 10 億円を貸し出すために必要な審査費用は、1000 万円を貸し出すために
- 30 必要な審査費用の 100 倍はかからないはずである。そのため、貸し手は 1 件当

たりの融資金額が大きな借り手、つまり大企業を優先してしまうことになる。

(2) 情報の非対称性の問題

貸し手(金融機関)が借り手(中小企業)の情報を借り手と同レベルに把握することが難しいということである。大企業の場合、企業情報を広く開示しているため、金融機関が融資判断するに際して情報が入手しやすく、しかも、会計監査が会社法上義務付けられていることから、財務状況の把握が比較的容易である。しかし、中小企業の場合、一般的に企業情報があまり開示されておらず、また、財務データを整備していない企業もあり、企業の状態が不透明でリスクが高いとみなされがちである。

10 情報の非対称性の問題をクリアしていくためには、中小企業が自ら企業情報の開示に努める必要がある。また、財務諸表の信頼性を高めることも必要である。さらに、中小企業が地域に密着した金融機関と長期的な取引関係を築き、金融機関も中小企業の情報を蓄積することが重要であろう。

15 (3) 担保の問題

金融機関では情報の非対称性が強く、借り手に関する情報が入手できない場合、または、将来的な事業動向を不透明とみなす場合、それらのリスクを穴埋めするために担保提供を要求する。中小企業は金融機関から融資を受ける際、不動産を担保とすることが一般的である。しかし、中小企業には不動産を十分に保有していない企業も少なくない。また、担保とする不動産を保有している場合であっても、地価が地方圏を中心に低迷している中で中小企業が十分に資金を調達することは難しくなっている。実際、中小企業向けの融資額は数年前よりも低い水準で推移している。

25 (4) 個人保証の問題

金融機関が中小企業に融資を行う場合、中小企業の代表者や代表者の親族・知人等の第三者に個人保証を求めるケースが多い。万一、中小企業が企業収益から返済ができない時には、個人保証の部分が実行されてしまい、中小企業代表者等が所有する不動産や預貯金などの大部分を失い、再起が困難になりかねない。特に、第三者保証徴求については、事業資金の調達のために当該事業と

は直接関係の無い第三者を保証人とすることから、当該第三者が別企業の経営者の場合には連鎖倒産を引き起こし、個人の場合にはその生活基盤自体に大きな悪影響を及ぼしかねない。中小企業の代表者等が担保や保証で過度に責任を負うことは、中小企業に対する円滑な資金調達を阻害している大きな要因である。

5

中小企業は資金を調達する際に社債などの手段が活用しにくいいため、金融機関から資金を調達せざるを得ない。しかし、既に述べた規模の経済、情報の非対称性、担保及び保証の問題があり、これらの問題をクリアできる優良な中小企業でなければ実際には融資を受けることが難しい。たとえ融資を受けることができたとしても、高い利率など厳しい条件を強いられることも少なくない。

10

2. 非上場企業の直接金融による資金調達

上場企業と非上場企業の最も大きな違いは、株式を公開しているか、していないかである。上場企業とは証券取引所などでその企業の株式を発行し、売買

15

上場企業のメリットは、社会的信用が向上すること・資金調達が簡単になることなどが挙げられ、逆にデメリットは、情報の開示をしなければならないこと・経営の自由が制限されることなどが挙げられる。したがって、非上場企業のメリットは、株式を公開していないため、買収のリスクがないことになる。他方で、デメリットは、上場企業のメリットの逆で、上場企業のような形で多くの投資家から資金を集めることができないため、投資家は非上場企業の株式を市場で購入できないため、出資ができず、資金を集めにくいことなどが挙げられる。

20

非上場企業は公開市場ではなく、私的に株式で資金調達することも難しい。公募増資をして資金を調達するケースは、出資者を広く募集できないことや金商法の規制について正しい知識を持つものが少なく、限られたリスク許容度を持つベンチャー・キャピタルなどのファンドマネージャーなどが納得しなければ調達できないため、調達テーマなどが限定される。特に、日本のベンチャー・

25

30

キャピタルは、米国で注目を浴びる起業業種のトレンドに追随するという勝ち

馬に乗るスタイルの投資が多い。確かに、グローバル競争に勝ち抜き世界的に企業価値を高める起業家を発掘することは、ベンチャー・キャピタルにとって極めて重要である。しかし、また、日本発のオリジナリティーをもった将来性のある起業家を発掘し、株式上場までもっていくことも、日本のベンチャー・

5 キャピタルの使命であるだけでなく、他国ベンチャー・キャピタルが持たない日本のベンチャー・キャピタルの強みでもある。それにもかかわらず、日本発の独自の起業プロジェクトに投資するといったようなオリジナリティーをもったリスク・テイク型投資を避ける傾向にある。そのため、ベンチャー・キャピタルは、未だ有力な日本の非上場企業に対する資金調達先ではない。

10 さらに、個人投資家が非上場企業へ直接投資することも難しい。リスク許容度の高い個人投資家にとっては、投資先の非上場企業を探すことができず、探投資選別するコストが高い。投資したい非上場企業がたとえ見つかったも投資機会がないという点が課題として挙がっている。

15

20 第2章 非上場企業の資金調達手段

1. 資金調達手段

資金調達が必要になる場合、多くの非上場会社の実際の資金調達は、事業運営で獲得した自己資金、銀行からの借入金や一時的な経営者からの借入金に

25 頼るケースが大半であり、会社設立時に出資した資本金をわざわざ動かしてまで資金調達することは、あまり無いとっていい。現状では、非上場企業が株で資金調達することは難しいと言える。

非上場企業の資金調達の現状は限られたリスク許容度を持つベンチャー・キャピタルなどのファンドマネージャー等が納得しなければ調達できないため、調

30 達テーマ等が限定される恐れがある。さらに個人投資家も未上場企業株へ投資

が難しい。リスク許容度の高い個人投資家にとっては、投資先の未上場企業を探せなかったり、探すことや投資選別するコストが高くなったりという課題がある。そして、投資したい非上場企業がたとえ見つかったとしても投資機会がないという点が課題である。

- 5 非上場企業の資金調達手段は、銀行・信用金庫等の民間金融機関からの融資にとどまらない。政府系金融機関等が担う公的金融、信用保証制度による信用補完、国・自治体等が実施する補助金制度、伝統的な企業間信用、証券化等のストラクチャード・ファイナンス、エンジェル投資家やベンチャー・キャピタル等による出資、クラウド・ファンディングをはじめとするフィンテックを活用した資金調達、など新旧様々な手段が存在する。資金調達の中には、アセットファイナンス、デットファイナンス、エクイティファイナンス等がある。

10 アセットファイナンスとは、会社の持つ有形・無形の資産を売却し、資金を調達する方法である。メリットとして企業の信用力が低下している場合などでも、保有資産の信用力をもとに低コストで資金を得られる。デメリットは「将来キャッシュを生み出せる」など、信用力のある資産を保有していなければ、この方法は使えない。

15 デットファイナンスとは、銀行借入や債権発行などの負債によって、資金調達をする方法である。メリットは他の方法に比べると、調達先が豊富で資金を得やすい方法だと言える。

- 20 デメリットは返済と利息の支払の分だけ、将来のキャッシュフローが減少する。また、借入した資金に応じて自己資本比率が下がるので、資金力がないと判断され、取引先などからの信用を失う可能性がある。

25 エクイティファイナンスとは、株式の交付と引き換えに出資を受けて資金調達をする方法である。メリットは原則として、調達した資金の返済義務が発生しない。

デメリットは株式に対する出資者が増えることで、場合によっては会社の経営権が握られる可能性がある。

- 30 非上場企業は多くの資金が必要となりますが、銀行からの融資が難しい場合が多いため、エクイティファイナンスを中心に返済義務のない資金調達方法が最適である。

新たな資金調達手段としてソーシャル・インパクト・ボンドがあげられる。
これは

官民連携による成果報酬型投資事業である。地域づくりの活動主体は、最初に民間資金提供者から出資・寄附により資金を調達し、成果に応じて最終的に国・自治体から補助金を資金提供者に支払う仕組みである。

また市民ファンドという新たな資金調達手段もあり、これは、市民や地域企業から集めた寄附中心の原資を公益性・公共性の高い事業や活動に分配するもしくは、低金利で融資することで、活動主体の資金調達を促す仕組みであり、金融機関よりも低金利な場合が多い。

さらにインターネット上で、不特定多数から、組織や個人が今までには実現が難しかったプロジェクトなどに対して、資金を集めるクラウド・ファンディングといった新しい資金調達手段が行われている。

15 第3章 ベンチャー・キャピタルとフィンテック

1. ベンチャー・キャピタル

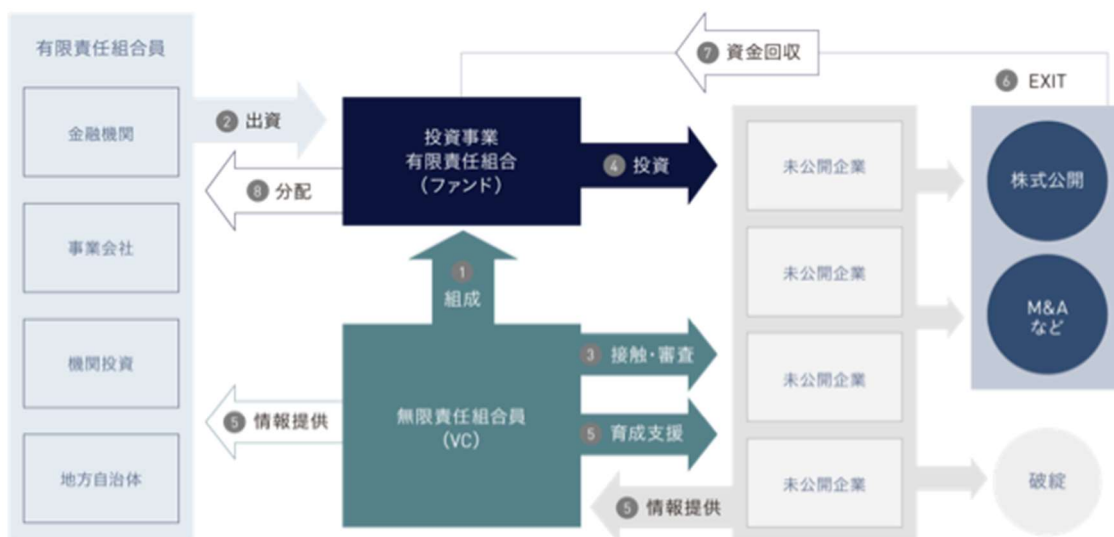
非上昇企業の資金調達をめぐって、別の方法も存在する。ベンチャー・キャピタルとフィンテックによる資金調達である。まず、ベンチャー・キャピタルからの資金調達の方法について検討する。

株式取引所に上場していない企業の株は株式を公開していない。その株式を公開していない株式を未公開株と呼ぶ。未公開株は、創業者やその親族、取引先、ベンチャー・キャピタルといったところが多く保有しており、株式を公開していないので、証券取引所で売買することはできない。しかし、譲渡価格など条件面で合意さえすれば、当事者間で売買は可能になる。だが、この未公開株を利用した詐欺が多発しているため、未公開株の取り扱いには注意が必要である。

悪質な業者から「上場予定があり上場時には値上がりは確実である」、「未公開株を買い取る」などと言いながら、一般投資家の方々に購入や売却の話を勧誘する手口である。このことについては金融庁からも注意喚起がでている。

ベンチャー・キャピタルの仕組みについて説明する。図表1はベンチャー・キャピタルの仕組みを図式化したものである。①から番号の順に沿っていく。

5 図表1 ベンチャーファイナンスの仕組み



出所：「ベンチャーファイナンスの基礎知識」
 ((<https://www.fvc.co.jp/knowledge/>. 2019年10月20日)

- 10 ①VCがファンドを組成し、無限責任組合員としてファンドの管理運営を行う。
 ②組成されたファンドへの出資を募り、ファンドの趣旨に賛同された方々が出資を行う。これにより、投資に必要な資金が確保される。
 ③VCが様々なルートからベンチャー企業にアプローチし、投資を行うか否か審査を行う。
- 15 ④審査を通過したベンチャー企業に対し、ファンドより投資を行う。
 ⑤投資を行ったベンチャー企業に対して、VCが育成支援を行うことにより育成支援の過程で投資先企業からVC、VCから組合員へと情報提供がなされる。
 ⑥投資を受け入れたベンチャー企業が株式上場するなどして、ファンドの保有株式を売却等することをEXIT（出口）と呼ぶ。
- 20 ⑦ファンドは保有株式の売却などにより、資金回収を行う。
 ⑧ファンドは回収した資金を出資者に分配し、最終的に出資者に清算される。

以上のプロセスを通じて非上場企業はベンチャー・キャピタルから資金を調達することが可能となる。

5 非その他にも、非上場企業の株式取引を後押しするための制度としてグリーンシート制度が存在した。グリーンシート制度とは、日本証券業協会が証券会社による非上場会社の株式等を公平・円滑に売買するために平成9年7月からスタートさせた制度である。非上場企業への資金調達を円滑ならしめ、投資家の換金場を確保する目的で、金融商品取引法上の取引所市場とは異なったステータスで運営されていた。しかし、グリーンシート銘柄制度は、平成30年
10 3月31日をもって廃止され、同日をもってグリーンシート銘柄の取引はできなくなった。今後、未公開株のための新しい市場が創設されることに期待したい。

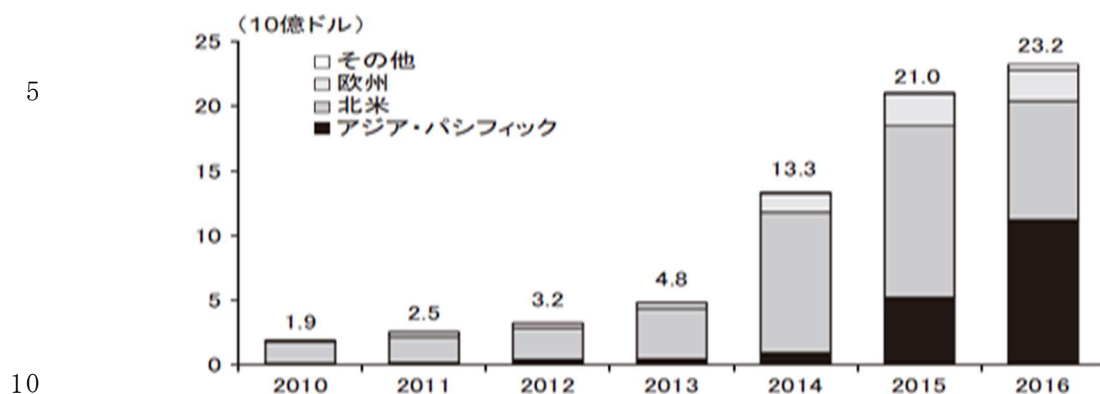
2. フィンテック

15 非上場企業の資金調達の一つとして、「フィンテック」というものがある。FinTech（フィンテック）とは、金融（Finance）と技術（Technology）を組み合わせた造語で、金融サービスと情報技術を結びつけたさまざまな革新的な動きを指す。身近な例では、スマートフォンなどを使った送金もその一つだ。

フィンテックの活用として仮想通貨があげられる。インターネット上で価値
20 を持つ電子通貨で、ネット上の取引所を通して自国の通貨に換金して活用する。これにより、国際間でのやり取りがスムーズになるだけでなく、手数料が安く済むというメリットがある。

図表2は、世界のフィンテック企業向け投資額を示したものである。2016年のフィンテック企業向け投資額は、グローバルで232億ドルと、直近3年間で
25 およそ5倍の規模にまで増えている。2016年は、イギリスによるEU離脱決定など幾つかの政治的なイベントに対する不透明感もあり、前年度比の伸びは鈍化したものの、「年間100億ドル規模」と言われるベンチャー向け資本市場のなかで、フィンテックは、持続的な成長が見込まれる分野として認知されるに至ったと言える。

図表2 フィンテックの現状



出所：宮 将史「フィンテックがもたらすもの」

(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/re1170810a.pdf、20

19年10月20日取得)

第4章 クラウド・ファンディング

1. 資金調達の新手段

非上場企業は、株主の意見に左右されることがなく、買収されるリスクもない。したがって、経営陣の考える事業を実行しやすくなり、新しいことに挑戦しやすい。

伝統的な資金調達手段新たな調達手段については今までの資金調達手段は第三者割当増資が資金調達の手段であった。しかし、新たな手段として株式投資型クラウド・ファンディングがある。

(1) 購入型クラウド・ファンディング

リターンとしてモノ・サービス、融資型クラウド・ファンディング（ソーシャルレンディング）では、リターンとして金利を得られる。

（２）株式投資型クラウド・ファンディング

- 5 リターンとして非上場企業の株式を取得できる仕組みである。海外ではすでに株式投資型クラウド・ファンディングが始まっていたが、日本は法律や協会の規制があり、株式投資型クラウド・ファンディングのサービスを運営することができなかった。しかし、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という経緯がある。これは、新たな投資型クラウド・ファンディングの一種と言われた。
- 10

図表3 購入型クラウド・ファンディング



15

出所：「クラウド・ファンディングの法律規制とは？3つのポイントを徹底解説！」

(https://topcourt-law.com/finance/crowdfunding_law_control, 2019年10月22日閲覧)

20

図表4 投資型クラウド・ファンディング

■ 投資型（ファンド型）とは



出所:クラウドファンディングの法律規制とは? 3つのポイントを徹底解説!」
(https://topcourt-law.com/finance/crowdfunding_law_control,2019年10月22日閲覧)

5

2. 資金調達者と資金提供者との非対称性

クラウド・ファンディングは、従来の資金調達方法と違って、資金の出資者と調達者の関係が直接ではない。そのため、両者の間には著しい情報の非対称性がある。したがって、クラウド・ファンディングで資金調達を行う場合、資金の出資者と調達者の情報の非対称性を何らかの仕方で解決することが望ましいことになる。

(1) 非対称性の原因

非上場企業に対して、株式の発行によって一般の個人から資金調達できるようになった。資金調達者と資金提供者の間の非対称性については、大企業に比べ中小企業が資金調達をする際に困難を生ずる大きな原因として、貸手が借り手の質や、借りた後の行動を正確にモニタリングすることが難しいため、貸手と借り手の間に生じる「情報の非対称性」が指摘されており、中小企業が円滑に資金調達を行うためにはこの「情報の非対称性」を緩和することが必要不可欠である。

(2) 非対称性への対策

非対称性を解消する対策としては、シグナリングとスクリーニングという手法が案出されており、シグナリングの逆選択を防ぐために、取引の際に情報を多く持っている側が、情報が少ない側に情報を提供し、安心してもらうことが大切だ。

- 5 情報優位者が情報を提供することで取引をスムーズに行うことができ、悪い商品ばかりが市場に出回るのを防ぐことにつながる。このスクリーニングとはなんらかの取引を行う場合、売り手と買い手の間に情報の非対称性が存在する場合がある。その時、片方はその商品についての情報量が多く、もう片方の情報が少ないというケースにおいて、情報が少ない側がなんとかして商品につ
- 10 いての情報を引き出そうとすることである。

15 むすび-非上場企業の資金調達についての提言

最後に、これまでの検討をふまえて、非上場企業の資金調達を活発化するための提言を行いたい。

- 20 提言1：クラウド・ファンディングやフィンテックのような新たな資金調達方法を利用するにしろ、あるいはベンチャー・キャピタルから資金供給をあおぐにしろ、非上場企業は、きちんとスタートアップすることが前提であり、新しいビジネスモデルを開発し短時間のうちに急激な成長することが大事になってくる。そこからさらにどう伸ばしていけるのかというアイデアが尽きない会社にとってみれば、企業価値について著しく強気に出なければ資金調達につい
- 25 てそれほど悲観的になる必要はないからである。その意味で、サービスやプロダクトを磨き、成長を追い求めていくことが重要だ。

- 提言2：非上場企業が堅実に成長を求めたとしても、資金供給側の改善も必要である。クラウド・ファンディングやフィンテックのような新たな資金調達方
- 30 法は未だ発展途上にあるうえ、日本のベンチャー・キャピタルにしてもアメリ

カのベンチャー・キャピタルに比べてリスクを取るのに積極的ではない。日本のベンチャー・キャピタルがリスク・テイクに積極的ではない一つの理由は、日本の株式市場と関係している。株価上昇が頭打ちの状況では、非上場企業の株式を上場前に取得したとしても大きな値上がり益を期待できないからである。

- 5 そうであるとすれば、株式市場を再び活発化することが、日本の非上場企業の資金調達にとって最も必要なことということになる。しかし、日本の株式市場を再活性化することは容易ではない。間接金融主導の金融構造を直接金融主導の金融構造に転換するには、株価下落を恐れて公的介入をつづける政府の株式市場に対する認識を変えたり、銀行の競争環境をより競争的なものにした
- 10 る必要さえある。こうした改革のためには、われわれ若者が経済における株式市場の役割の重要性を認識し、改革の先頭に立っていく必要がある。

15

20

25

30

参考文献

- 5
磯部昌吾 折原正訓「上場企業と非上場企業の資本構成」－法人企業統計を
活用した分析－ 2014年6月
(https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron261.pdf、2019
年11月24日閲覧)
- 10 「証券業界とフィンテックに関する研究会」 2018年10月
(<http://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/010.pdf>、2019年11月24日
閲覧)
- 宮将史 「フィンテックがもたらすもの、今後の展望」 2017年8月
(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/rel170810a.pdf、2019
15 年11月24日閲覧)
- 木原久明「フィンテック、発展する市場環境 日本市場への示唆」 2015年
(<https://www.accenture.com/jp-ja/insight-fintech-evolving-landscape>、
2019年11月24日閲覧)
- 「地域中小企業の資金調達が多様化」
20 ([https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h20/h20/html/k3220000.](https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h20/h20/html/k3220000.html)
html、2019年11月24日閲覧)
- 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.mizuhori.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/re](https://www.mizuhori.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf)
port20160715.pdf、2019年11月24日閲覧)
- 25 上原啓一「中小企業における資金調達の課題～売掛債権担保及び動産担保の活
用に向けて～」 2006年12月
[http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf)
[/h19pdf/20073801.pdf](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf)、2019年11月24日閲覧)
- 加賀林陽介「企業の資金調達動向－銀行借入と代表的な資金調達手段につい
30 て－」 2003年

- (https://www.dbj.jp/reportshift/report/research/pdf/65_s.pdf、2019年11月24日閲覧)
- 「クラウドファンディングとは？資金調達のためのメリット・デメリットを解説」
- 5 <https://www.smbc-card.com/hojin/magazine/bizi-dora/finance/crowdfundin.g.jsp>、2019年11月24日閲覧)
- 「和歌山でブランディングにお悩みならエイトデザインへ」
- (<https://aiddesign.jp/crowdfunding/crowdfunding-knowledge/>、2019年11月24日閲覧)
- 10 「第9回 情報の非対称性とマイクロファイナンス」
- (<https://www.daiwa.jp/impact/column/10.html>、2019年11月24日閲覧)
- 「日本の非上場企業の株式調達における課題と解決策」
- (<https://investor-platform.com/fundingprob/>、2019年11月24日閲覧)
- 「ベンチャーファイナンスの基礎知識」(<https://www.fvc.co.jp/knowledge/>、
- 15 2019年11月24日閲覧)
- 金融庁「未公開株購入の勧誘に注意」
- (<https://www.fsa.go.jp/ordinary/mikoukai/index.html>、2019年11月24日閲覧)
- 日本証券業協会
- 20 (<http://www.jsda.or.jp/shijyo/minasama/greensheet/index.html>、2019年11月24日閲覧)
- 宮将史「フィンテックがもたらすもの、今後の展望」
- (https://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/rel170810a.pdf
- 2019年11月24日閲覧)
- 25 「フィンテック、発展する市場環境 日本市場への示唆」
- (<https://www.accenture.com/jp-ja/insight-fintech-evolving-landscape>、
- 2019年11月24日閲覧)
- 太田 珠美「上場会社数の減少が続く国内証券取引所」 2011年12月27日
- (<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/1112270>
- 30 2capital-mkt.pdf、2019年11月24日閲覧)

日本の未公開ベンチャー、資金調達総額が 2000 億円を突破 1 社当たり調達金額が大型化

(<https://jp.techcrunch.com/2017/05/29/jvr-reports-vb-fundraise-in-2016>

2019 年 11 月 24 日閲覧)

5