

平成 30 年度証券ゼミナール大会

第 6 テーマ「日本における中小・ベンチャー企業の資金調達について」

中部大学 藤井ゼミナール 土井班

目次

	はじめに	3
	第1章 中小企業の現状	4
	1-1 日本の中小企業.....	4
5	第2章 日本の中小企業とベンチャー企業の資金調達の比較.....	9
	2-1-1 日本の中小企業の資金調達.....	9
	2-1-2 借入.....	10
	2-1-3 企業間信用.....	10
	2-1-4 有価証券	11
10	2-1-5 内部資金	11
	2-1-6 中小企業の資金調達の現状.....	11
	2-1-7 中小企業向けの各金融機関.....	12
	2-2-1 日本のベンチャー企業の資金調達.....	14
	2-2-2 ベンチャー企業の資金調達の内訳	15
15	2-3 中小企業とベンチャー企業の資金調達の比較.....	16
	第3章 公的金融のあり方と証券市場について.....	16
	3-1 企業と金融機関の関係.....	16
	3-1-1 直接金融.....	17
	3-1-2 間接金融.....	18
20	3-2 ベンチャー企業などの支援政策史	18
	3-3 近年の金融機関の現状と取り組み	19
	3-3 企業と証券市場の関係.....	21
	第4章 中小企業とベンチャー企業の資金調達.....	22
	4-1 中小企業の資金調達問題.....	22
25	4-2 ベンチャー企業の資金調達の課題	24
	4-3 ベンチャーキャピタルを通じた資金調達方法.....	24

4-4 クラウドファンディングの資金調達.....	26
第5章 クラウドファンディングについて.....	30
5-1 日本のクラウドファンディングの現状.....	30
5-2 海外のクラウドファンディングの現状.....	33
5 5-3 クラウドファンディングのメリット・デメリット.....	35
おわりに.....	36

10

15

20

25

30

はじめに

日本における中小・ベンチャー企業は全企業数の中で 99.7%の割合を占めており、従業員数においても約 70%近くが中小企業などで働いている。このように中小・ベンチャー企業は我が国の経済の中で中心的な役割を担っている。

5 2016年にマイナス金利政策が導入され企業の資金調達のコストが低下し、少しずつではあるが資金調達環境が改善され中小・ベンチャー企業に様々な資金調達方法が多様化している。しかし、新たな資金調達方法は課題が多く存在し、新しい資金調達手段として十分に知られていないのが現状である。そこで今回は日本の中小・ベンチャー企業の資金調達について考えていきたい。

10 中小・ベンチャー企業は規模や性質や成長段階に応じて、資金調達手段は異なる。主な資金調達手段は金融機関をはじめとして外部からの借入が多い。金融機関への依存は、経済の規模などの問題をはらんでいる。

近年、2020年に行われる東京オリンピックに向けたインフラ整備の進展により景気改善の兆しが見られる。しかし、企業には様々な問題があり、資金調達に関して改善はされてきたが昔からの永遠の課題である。

15 そこで本論文では、日本における中小・ベンチャー企業の資金調達について述べていく。第1章で中小企業の定義と役割を確認し、大企業と中小企業の違いを見ていく。第2章では資金調達について比較し様々な資金調達について考える。第3章では公的金融の在り方について金融機関と証券市場の関係について見ていく。第4章では中小・ベンチャー企業の資金調達問題について考え、ベンチャーキャピタルとクラウドファンディングの資金調達の種類について述べる。第5章では日本と海外のクラウドファンディングを比較し、メリット・デメリットについて述べる。

最後に我々はそれらをふまえて、中小・ベンチャー企業の資金調達について提言する。

第1章 中小企業の現状

1-1 日本の中小企業

まず初めに、日本における中小企業の定義を明らかにしたい。

5 中小企業とは植田他（2015）によれば、中小企業の定義は中小企業基本法を用いて図表1のように定義付けられており大企業と比べて資本金や従業員数が少ないのが中小企業である。

図表1 中小企業法による中小企業の定義

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人以下の会社および個人
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人以下の会社および個人
小売業	資本金の額または出資の総額が5000万円以下の会社または常時使用する従業員の数が50人以下の会社および個人
サービス業	資本金の額または出資の総額が5000万円以下の会社または常時使用する従業員の数が100人以下の会社および個人

（出所） 植田他（2015）『中小企業・ベンチャー企業論』有斐閣社 p.5.

10

次に、中小企業の役割として植田他(2015)によれば次の5つの点が指摘されている。

第1に多様な産業に存在し、多様なサービスや製品を提供している。第2に中小企業は経営者が自身の個人財産をつぎ込んで経営している。日々、現場で従業員とふれあっている経営者は従業員の家族の将来がかかっているため自社の経営に懸命に取り組んでいる。そのため組織の小ささを活かした機敏な対応や創意工夫ができるし、経営者と従業員の意思疎通がしやすくなることで大企業にない対応力と力強さを発揮できる。

15

20

25

図表 2 産業別企業従業員構成比

産業	中小企業		中小企業 うち小規模企業		大企業		合計	
	会社常雇数 + 個人従業者 総数 (人)	構成比 (%)						
	鉱業,採石場,砂利採取業	19,967	81.6	10,032	41	4,507	18.4	24,474
建設業	2,933,526	87.1	1,861,579	55.3	434,765	12.9	3,368,291	100
製造業	5,735,545	60.5	1,653,355	17.4	3,751,514	39.5	9,487,059	100
電気・ガス・熱供給・水道業	31,695	15.9	3,331	1.7	167,599	84.1	199,294	100
情報通信業	659,341	45.9	76,313	5.3	777,308	54.1	1,436,649	100
運輸業、郵便業	2,008,428	64.2	318,316	10.2	1,117,826	35.8	3,126,254	100
卸売業、小売業	6,393,481	64.4	1,725,737	17.4	3,541,244	35.6	9,934,725	100
うち卸売業	2,185,226	71.1	343,930	11.2	887,562	28.9	3,072,788	100
うち小売業	4,208,255	61.3	1,381,807	20.1	2,653,682	38.7	6,861,937	100
金融業,保険業	171,738	14	77,940	6.4	1,055,313	86	1,227,051	100
不動産業,物品賃貸業	871,761	80.3	517,248	47.6	214,296	19.7	1,086,057	100
学術研究,専門・技術サービス業	891,457	74.1	331,466	27.5	311,729	25.9	1,203,186	100
宿泊業,飲食サービス業	3,184,046	70.1	1,145,627	25.2	1,359,484	29.9	4,543,530	100
生活関連サービス業,娯楽業	1,715,472	80.9	690,442	32.5	406,236	19.1	2,121,708	100
教育,学習支援業	475,848	82.2	166,503	28.8	102,948	17.8	578,796	100
医療,福祉	1,234,970	91.5	321,198	23.8	115,164	8.5	1,350,134	100
複合サービス事業	8,941	5.3	8,605	5.1	160,187	94.7	169,128	100
サービス業(他に分類されないもの)	2,007,004	64.4	213,237	6.8	1,108,818	35.6	3,115,822	100
非1次産業計	28,343,220	66	9,120,929	21.2	14,628,938	34	42,972,158	100

(出所) 植田他 (2015)『中小企業・ベンチャー企業論』有斐閣社

- 5 第3に図表2をみてわかるように従業者（常用雇用者＋個人事業所の従業者数）の3分の2は中小企業で働いており、業種によっては9割を超えている。第4に中小企業の存在によって地域の文化や生活の継承される産業も多く、中小企業が伝統の継承や生活の文化の継承に貢献している。事例をあげると東京都では、葛飾区が小規模の下請の工場が多いため増加する工場の倒産数や従業員の減少を防ぐためにインターネットでホームページを作成しイベント活動を活性化させることにより多くの若手経営者が集まり事業が展開されていくようになった。
- 10

図表 3 産業別企業数

産業	中小企業		中小企業 うち小規模企業		大企業		合計	
	企業数	構成比 (%)	企業数	構成比 (%)	企業数	構成比 (%)	企業数	構成比 (%)
	鉱業,採石場,砂利採取業	2,059	99.8	1,844	89.4	4	0.2	2,063
建設業	519,259	99.9	499,167	96.1	280	0.1	519,539	100
製造業	446,499	99.5	394,281	87.9	2,036	0.5	448,535	100
電気・ガス・熱供給・水道業	786	96.7	528	64.9	27	3.3	813	100
情報通信業	49,503	97.6	34,526	68.1	1,222	2.4	50,725	100
運輸業、郵便業	81,373	99.7	62,361	76.4	251	0.3	81,624	100
卸売業、小売業	1,047,079	99.6	869,196	82.7	4,224	0.4	1,051,303	100
うち卸売業	241,917	99.3	175,592	72.1	1,693	0.7	243,610	100
うち小売業	805,162	99.7	693,604	85.9	2,531	0.3	807,693	100
金融業,保険業	34,672	99.3	33,546	96	258	0.7	34,930	100
不動産業,物品賃貸業	352,548	99.9	345,065	97.8	303	0.1	352,851	100
学術研究,専門・技術サービス業	203,060	99.7	174,375	85.6	582	0.3	203,642	100
宿泊業,飲食サービス業	604,050	99.8	524,811	86.7	936	0.2	604,986	100
生活関連サービス業,娯楽業	404,764	99.9	373,089	92.1	543	0.1	405,307	100
教育,学習支援業	110,895	99.9	100,213	90.3	124	0.1	111,019	100
医療,福祉	194,822	99.9	143,584	73.6	243	0.1	195,065	100
複合サービス事業	3,617	99.9	3,604	99.6	2	0.1	3,619	100
サービス業(他に分類されないもの)	146,278	99.4	105,171	71.5	891	0.6	147,169	100
非1次産業計	4,201,264	99.7	3,665,361	87	11,926	0.3	4,213,190	100

(出所) 植田他 (2015) 『中小企業・ベンチャー企業論』有斐閣社

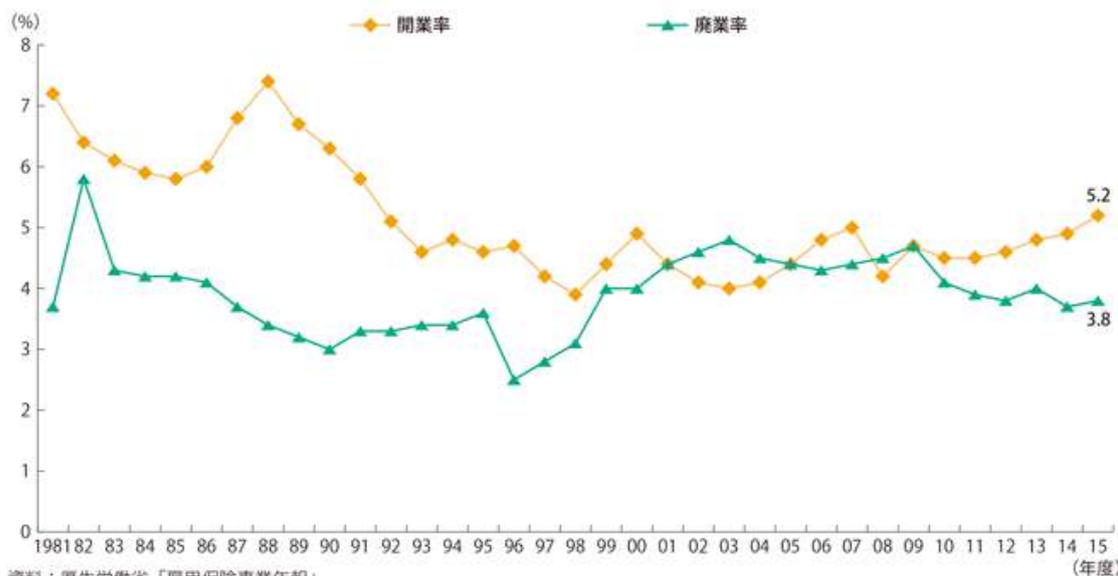
- 5 日本は先進国の中でも中小企業で働いている人の割合が高く国民と中小企業が強く結びついている。中小企業で働く人の割合は地域で異なっているが、東京、大阪、愛知を除く都道府県では 70%を超え、80%以上の地域は 36 都道府県ある。この結果をみてわかるように日本には中小企業の存在がなくてはならないものである。日本は明治以降 150 年にわたって経済発展を遂げ世界で経済力の大きな国の 1 つとなった。1970 年以降の日本は政府が
- 10 経済開発を主導し大企業がその主役となっていた。しかし 2 度の石油危機、プラザ合意による急速な円高という大きな経済環境の変化に直面した他、情報通信技術の普及によって

経済の情報化とサービス化が進み、日本経済や世界経済の構造が大きく変化していった。すると相対的に硬直的な意思決定構造を持つ大企業体制ではそれに対応することが難しくなっていたために、それに柔軟に対応していける中小企業が伸びていった。この変化していく経済の中で中小企業に期待された点がある。

- 5 第 1 に新分野、新製品、新サービスの開発により成熟した日本経済社会の産業の活力の源となること。第 2 に情報化社会になり市場のニーズが多様化したために独創性や多様性を活かした企業を進出していき質の高い生活・安全・環境・健康を重視した生活を提供していけるようにする。第 3 に国民と結びつきの強い中小企業に多様な就業形態や経済活動の場を提供していく。第 4 に効率性や創造性を生み出すために相互に密接なネットワークや分業を形成させていく。第 5 に日本のものづくりの強さとして大企業と中小企業の日本
- 10 下請システムによって支えられてきたが、バブル経済崩壊以降この関係が変化していき、情報が密にスピーディに流れ発注側の要請に下請側が機敏に応え、高品質で低価格な製品が提供できるように変化が求められていった。

- 15 このように企業の中でも圧倒的多数を占め、日本経済を支えている中小企業であるが、近年減少してきている。

図表 4 開業率・廃業率の推移



資料：厚生労働省「雇用保険事業年報」

(注) 1. 雇用保険事業年報による開業率は、当該年度に雇用関係が新規に成立した事業所数／前年度末の適用事業所数である。

2. 雇用保険事業年報による廃業率は、当該年度に雇用関係が消滅した事業所数／前年度末の適用事業所数である。

3. 適用事業所とは、雇用保険に係る労働保険の保険関係が成立している事業所数である（雇用保険法第5条）。

(出所) 開業率の推移と現状

- 20 http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/h29/shoukibodeta/html/b1_2_1_2.html

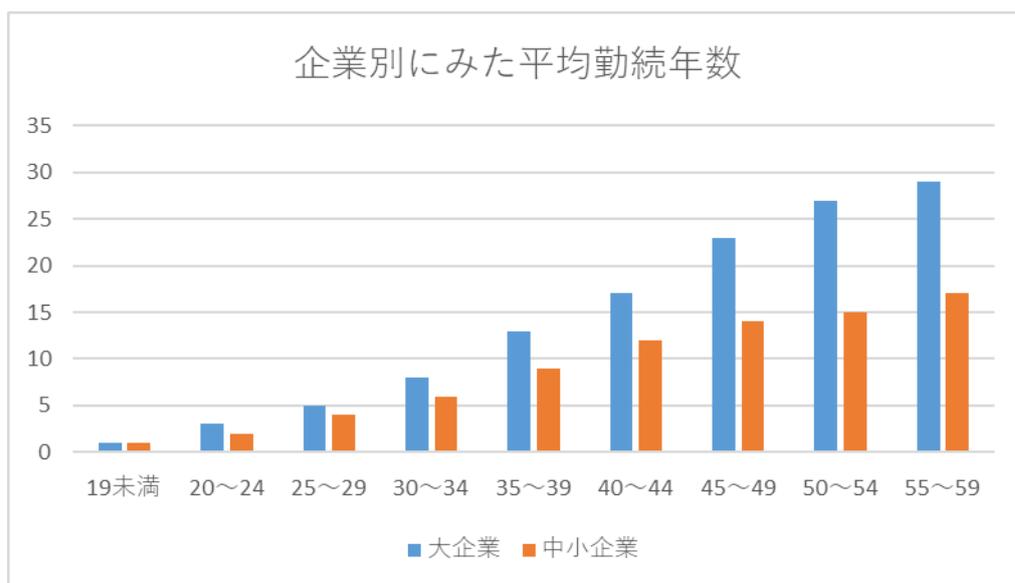
図表 4 の中小企業の開業率と廃業率のグラフを見てわかるように廃業率の方が高い状況が続いているからである。大企業に比べると規模が小さい中小企業が経営環境で優れているかみてみるとそうではなく、中小企業はさまざまな課題や問題を抱えている。経営上に抱えている問題は以下の通りある。1980年から始まった金融自由化の影響で資本市場が拡大していった結果大企業は直接金融により資金調達を増加させていくが事業リスクの高い中小企業は困難であった。そのため間接金融に依拠する割合が高くなるが融資の条件が厳しい場合が多いということである。また、取引をする際にもコスト条件が厳しいことがあり、また、経済環境が変わる時期には不利になることが多い。

10 大企業と中小企業の違い

中小企業は新製品開発に必要な技術をすべて自社でそろえる垂直統合型の大企業に比べると経営組織の規模が小さい。そのため、製品の製造・卸売・マーケティングといった一連の諸機能を内部化しているのに対して中小企業はそれらのうちの一部に特化して経営が行われている。そのため社内で使用できる経営資源が限られているので限界もある。

15 雇用面での違いは従業員規模の大・中小で賃金に格差がある。これは年功賃金で年齢が上がるとともに賃金が上昇していく大企業に対して中小企業は賃金上昇が年齢に対応していないからである。これは企業別の勤続年数にも関係していると考えられる。

図表 5 企業別平均勤続年数



20

(出所) 植田他 (2015) 『中小企業・ベンチャー企業論』 有斐閣社

図を見ればわかるように大企業の方が中小企業よりも勤続年数が長い。中小企業では中途

採用が主流であるのに対して終身雇用や年功賃金がある大企業が多いのは明らかである。

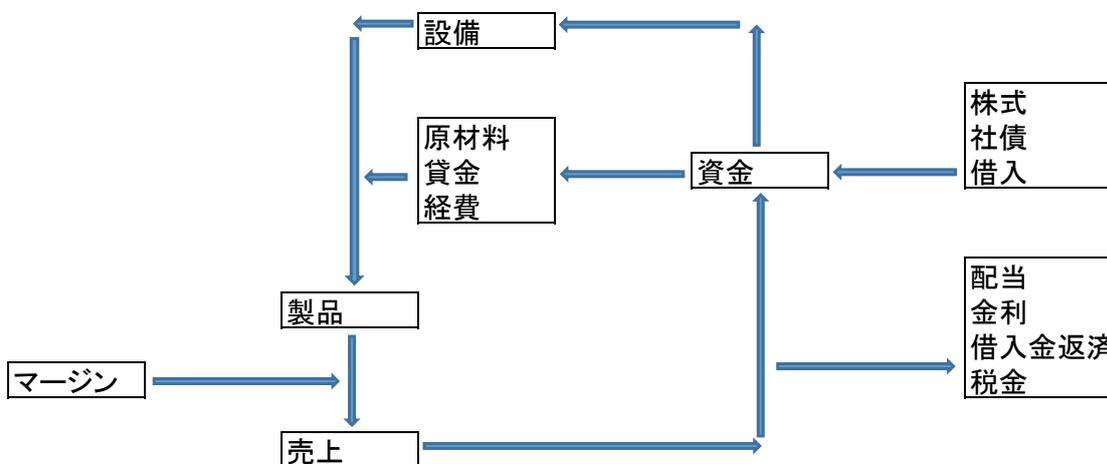
第2章 日本の中小企業とベンチャー企業の資金調達の比較

はじめに

- 5 我々が生活している経済社会での資金の流れをまとめてみると、経済社会では、紙幣を流通させることで経済活動が循環し、購買力を持った紙幣を一般的に資金と呼んでいる。資金は、商品やサービスの売買に使用される場合を資金の産業的流通と呼び、資金自体の貸借に使用される場合を金融的流通と呼んでいる。

- 10 この資金の産業的流通と金融的流通は深く結びついており、社会全体の資金の流れを作っている。資金の流れを以下のようにまとめた。

図表6 経営活動による資金の流れ



- 15 (出所)：百瀬恵夫 伊藤正昭 (1991)『中小企業論』白桃書房 p.328.

- 20 図表6を見ると、企業は株式、社債の発行、または金融機関からの借入れによって資金を調達している。その資金で原材料を購入する。そして貸金、経費の支払いをしている。生産活動によってできた製品にマージンを付け販売する。売れた製品は売り上げとして回収され、税金、借入金返済、金利、配当に流れるか、もう一度原材料、貸金、経費に流れ、循環していることが分かる。

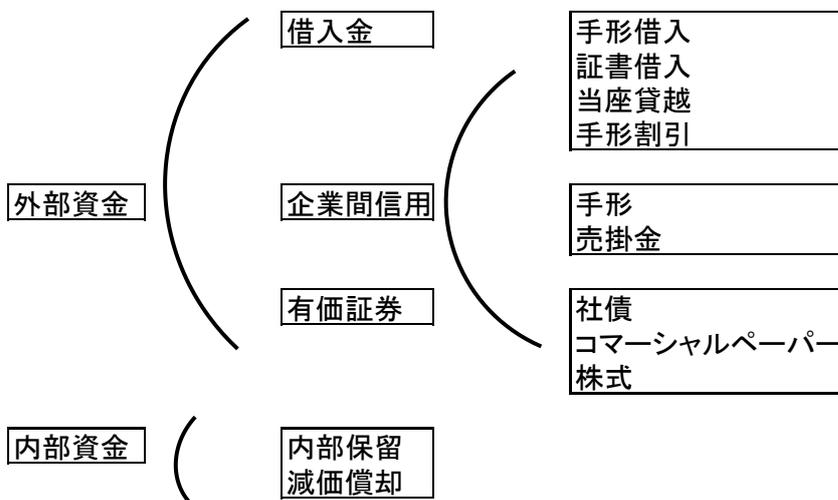
2-1-1 日本の中小企業の資金調達

- 25 中小企業の資金調達の手段は、外部資金と内部資金に分かれており、図表2のように、手形借入、証書借入、当座貸越、手形割引などの金融機関からの借り入れや、企業間信用による手形、売掛金の受け取り、コマーシャルペーパー(企業が短期資金調達の目的で、公開市

場で割引形式で発行する無担保の約束手形)、社債、株式の有価証券の発行による資金で構成されている外部資金である。次に内部資金は、資金の所属がその企業自体にあるもので、利益の内部留保と機械設備、建物等の減価償却によって構成されている内部資金に分かれていることが分かる。

5

図表 7 資金調達手段



(出所)：百瀬恵夫 伊藤正昭 (1991)『中小企業論』白桃書房 p.329.

10 2-1-2 借入

借入金は、資金を供給する側と調達する側の相対取引を原則としており、もっとも一般的な外部資金の調達方法である。この調達方法を行う企業が多く、この場合、金融機関から手形借入、証書借入、当座貸越、割引手形という方法をとる。

15 借入金は、期限1年未満を短期借入とし、1年以上を長期借入としている。短期借入の場合、手形借入、長期借入の場合は証書借入という方法をとる。日本では、長期借入、短期借入ともに金融機関が決めることになっているが、競争の厳しい銀行業界では同一の水準に決められている。

手形借入は、企業が金融機関あての約束手形を振り出し、約束手形と引き換えに金融機関が貸付を行う。

20 証書借入は、金銭消費貸借契約証書を記入機関に提出して資金を手に入れるものである。

当座貸越は、当座預金の残高を超えて振り出した手形や小切手の支払いについて、一定の期限であったら金融機関が自動的に貸出を行うものである。

2-1-3 企業間信用

25 企業間信用は手形、掛金の2つに分けられ、通常取引で発生する売り手と買い手双方の

信用のことである。

手形とは、一定の金額を一定の期日に支払うことを約束した有価証券で、商品・サービスを購入する顧客が支払いのために手形を発行し、売り手がそれを受け取る。受け取った側は、満期日前であっても、それを金融機関や割引業者に渡し、譲渡日から満期日までの割引いた金額を受け取ることができる。企業は、受け取った手形を割引いてもらうより、本来の入金時期より早く資金を回収することができる。

掛金とは買い手が売り手に対してもつ負債を買掛金、その反対に売り手が買い手に対してもつ債権を売掛金という。アメリカでは売掛債権を購入するファクタリング業が存在しており、近年日本でもファクタリング業をする企業が出てきている。

10

2-1-4 有価証券

有価証券とは、企業の財産権をイメージした証券である。金融機関からの資金調達、預金や金融債で資金を預かった金融機関が資金配分する間接金融である。それに対して、有価証券による資金調達は、企業が発行する証券を出資者が直接購入するという直接金融である。図表 7 で分かるように、有価証券は社債、コマーシャルペーパー、株式に分かれており、社債とコマーシャルペーパーは外部資金であるが、借入と異なり、市場からの資金調達で、多額の資金を有利な条件で調達できるメリットがある。

15

2-1-5 内部資金

企業がみずから生み出し、資本形成の一部として使われる資金を内部資金という。これに対して、図表 7 であるように借入金、企業間信用、有価証券は企業外から入ってきた資金であるため外部資金という。内部資金の中の 2 つの内の 1 つの内部留保は、企業が自らあげた利益の中から外部資金を除いたものである。残りの減価償却は経営活動に使用した固定資産を所得した時点から有用性がなくなるまでの期間に毎年一定額を回収する手続きをしている。減価償却は企業にとってコストになってくるが、現金の流出をとまなわない特殊なコストでもある。このように調達された資金を使用し、企業は企業の目的を果たすため経営活動をしている。

20

25

2-1-6 中小企業の資金調達の現状

図表 8 は金融の自由化が始まる前の日本の中小企業の 1978 年から 1983 年の 5 年間と、金融の自由化が発展した 1983 年から 1988 年の 5 年間にかけての中小企業の資金調達の变化を表したものである。

30

図表 8 を見ての通り、金融の自由化が発展したことにより、借入金のシェア率は上がってきているが、企業間信用、有価証券はシェア率が低くなっていることが分かる。全体の外部資金としてはややシェア率が下がってきている。その反面、内部資金のシェア率は減価償却が若干下がってはいるものの全体としてはシェアは上がってきていることが分かる。

35

図表 8 資金調達の変化

	中小企業の資金調達		単位(%)	
	78年～83年増加額シェアA	83年～88年増加額シェアB	A-B	
外部資金	98.2	94.2	△4	
借入金	66.5	73.2	6.7	
短期	30.6	34.3	3.7	
長期	34.9	38.8	3.9	
企業間信用	27.7	18.8	△8.9	
支払手形	12.5	6.5	△6	
買掛金	15.2	12.3	△2.9	
有価証券	5.5	2.3	△3.2	
社債	0	0	0	
株式	5.5	2.3	△2.7	
内部資金	1.8	5.8	4	
内部保留	△1.2	3.2	4.4	
減価償却	3	2.6	△0.4	
合計	100	100	—	

(出所)：百瀬恵夫 伊藤正昭 (1991)『中小企業論』白桃書房 p.329.

5 大蔵省『法人企業統計年報』より引用・筆者作成

(注)四捨五入の関係から合計は必ずしも 100 に一致しない。

2-1-7 中小企業向けの各金融機関

10 中小企業向けの金融機関には、大きく分類して普通銀行、委託銀行、長期信用銀行、協同組織金融機関、政府系金融機関の 5 つがある。

普通銀行とは、銀行法に定める銀行の中で委託銀行以外のこと。普通銀行を細かく分けてみると、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行が存在する。普通銀行は、主に預金を資金源として、手形貸付、証書貸付、手形割引を中小企業や大企業に貸し付けを行っている。しかし、比較的小短期の貸出が中心となっており、貸出金利も他の金融機関と比べて比較的低くなっている。

委託銀行とは、委託業法に基づいてできた銀行である。資金の運用は、電力、鉄鋼を扱っている業者に対して、長期資金の貸し付けが中心である。

長期信用銀行とは、長期信用銀行法に基づく銀行であり、基幹産業に対して長期資金の貸し付けを目的としている。

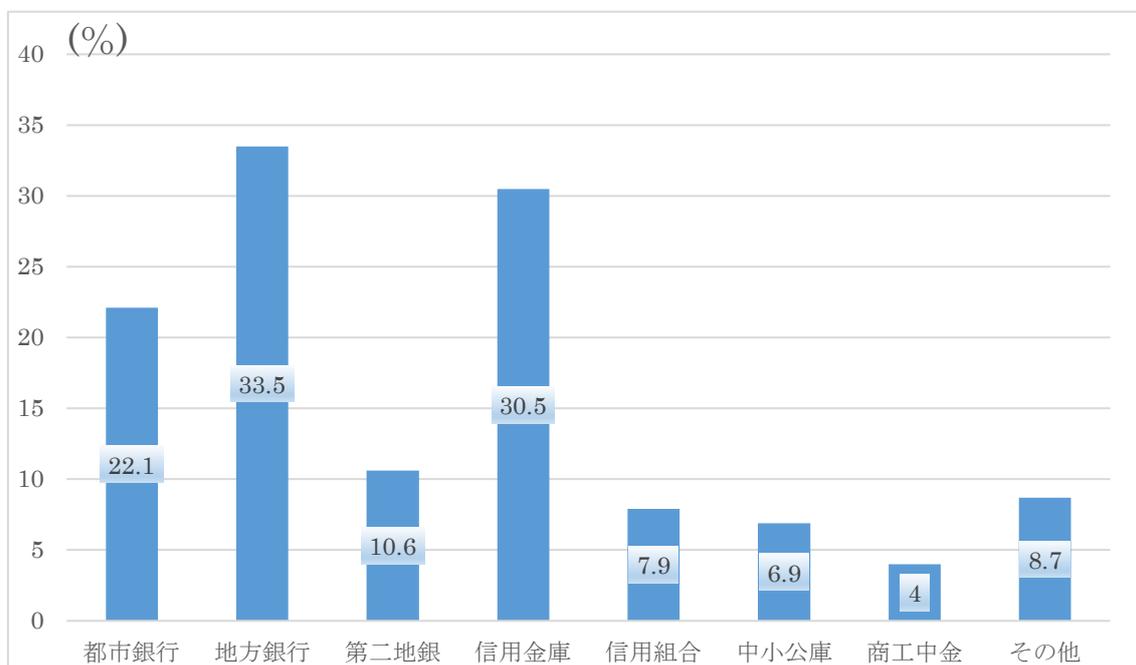
20 協同組織金融機関には、信用金庫、信用組合、労働金庫、農業協同組合があり、組合員に対する金融サービスを中心に成立している金融機関である。

政府系金融機関は、中小企業の保護・育成を目的に設立された金融機関である。中小企業と関わりが深い政府系金融機関は、国民金融機関、中小企業金融公庫、商工組合中央金庫である。

25 金融機関の利用率は、図表 9 を見ると、中小企業の利用している金融機関は 33.5%で地

方銀行が最も多いことが分かる。次に信用金庫 30.5%、都市銀行 22.1、第二地銀 10.6%の順で利用者が多いことが分かる。

図表 9 金融機関利用率



(出所)：国民金融金庫(1989)中小企業の金融機関利用の実態と金融ニーズ

(注)事業資金の借入先について、複数回答

次に、金融機関を利用するにあたって重視していることについてまとめてみた。図表 5 を見ると、借入金利が低い、必要金額が借りられる、返済期間が希望通り、いつでも気軽に相談、店舗所在地が便利、職員の対応がいいという声が半数以上であり、金利が低く、安心して利用できることを重視している。中小企業はこのようなことを重視して金融機関を選んでいることが分かる。

図表 10 金融機関への重視する意見

借入条件	1位	借入金利が低い ※
	2位	必要金が額借りれる ※
	3位	返済期間が希望通り ※
利便性	1位	いつでも気軽に相談 ※
	2位	店舗所在地が便利 ※
	3位	担当者がよく訪問
情報サービス	1位	経済・金融の情報
	2位	資産の運用相談
	3位	経営へのアドバイス
その他	1位	職員の対応がいい ※
	2位	地元の発展に貢献
	3位	知名度が高い

(出所)：百田恵夫・伊藤正昭（1996）『新中小企業』株式会社白桃書房

国民金融公庫(1989)中小企業の金融機関利用の実態と金融ニーズより引用・筆者作成

5 (注)※は半数以上が重視

2-2-1 日本のベンチャー企業の資金調達

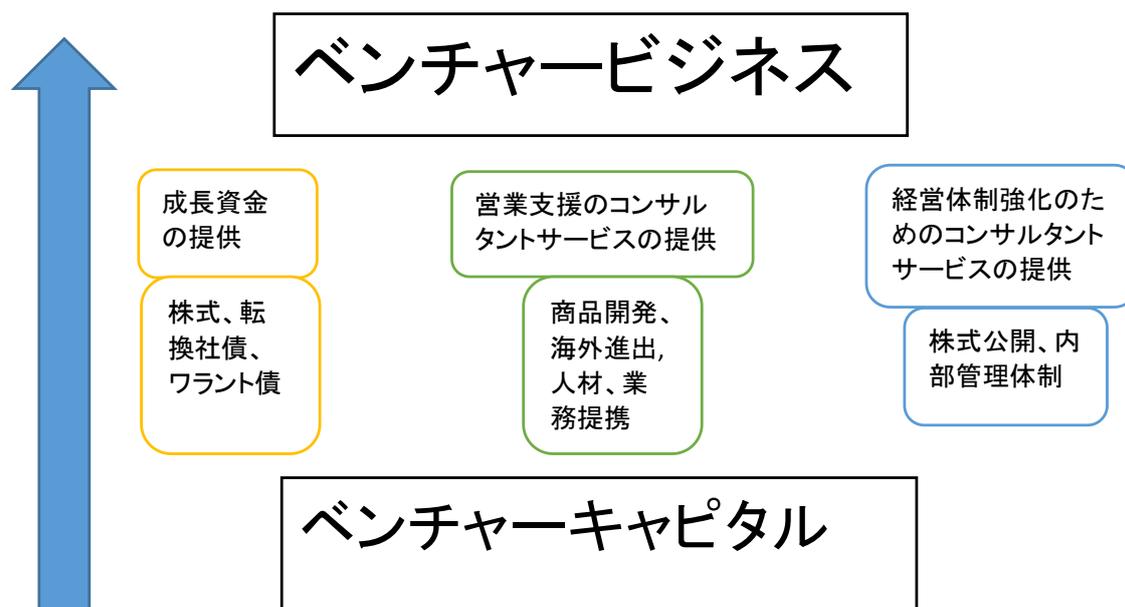
10 日本のベンチャー企業は、会社を立てて間もない企業に対して資金を融資するビジネスエンジェルや、高い成長率の未上場企業に対して投資をした後に経営指導をし、投資先の価値向上を図ったうえで株式を売却して利益を得る投資機関のベンチャーキャピタル、事業会社から資金の調達をしている。企業の創業期では、中小企業金融公庫などの政府系中小企業金融機関からの低利融資や、信用保証協会からの保証による金融機関からの融資が中心である。

15 ベンチャーキャピタルの役割とは3つあり、1つ目にベンチャービジネスへの成長資金の提供、2つ目に経営支援のためのコンサルタントサービスの提供、3つ目に経営体制強化のためのコンサルタントサービスの提供がある。これらを詳しくまとめると次のようになる。

20

25

図表 11 ベンチャーキャピタル



(出所)：長谷川博和(2010)『ベンチャーマネジメント入門』日本経済新聞 朝日監査法人 p105 より引用・著者作成

5

2-2-2 ベンチャー企業の資金調達の内訳

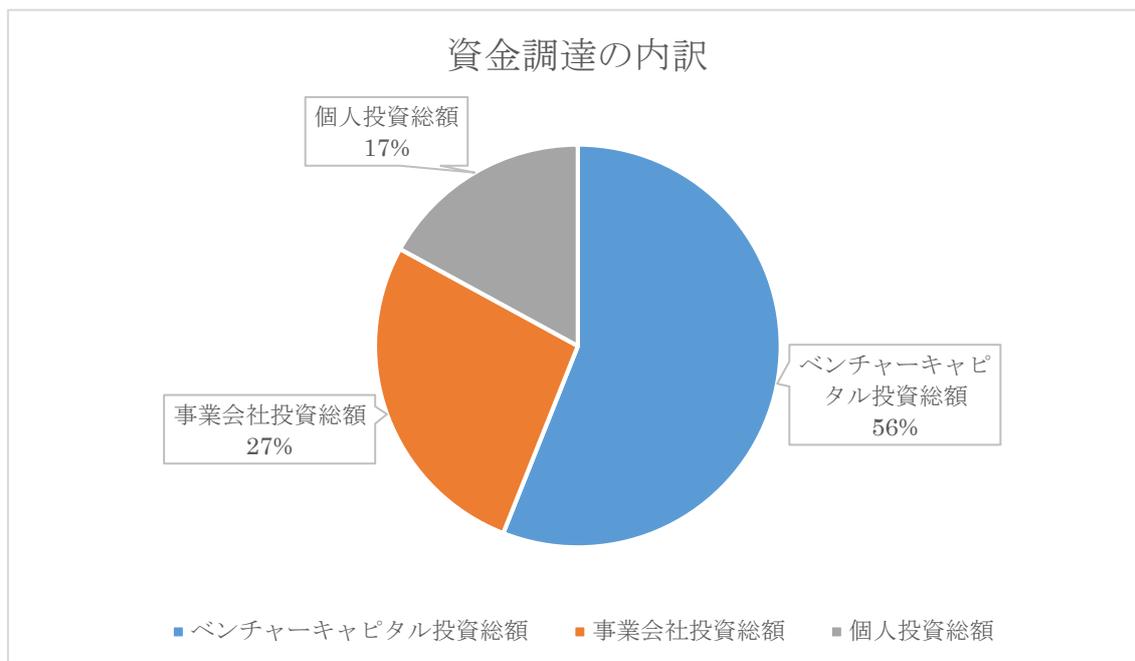
資金調達の内訳は、図表 7 を見ると、56%と半数以上とベンチャーキャピタルは多くのベンチャー企業へ投資していることが分かる。次に、27%で事業会社からの投資が多く、次に17%で個人からの投資である。ベンチャーキャピタルは、ほとんどのベンチャー企業へ投資している。

10

15

20

図表 12 資金調達の内訳



(出所)：ジャパンベンチャーリサーチ『2008年ベンチャービジネスの顧客と展望』
<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf>

5 [最終アクセス日 2018年10月14日](#)

2-3 中小企業とベンチャー企業の資金調達の比較

これまでをまとめると、中小企業は金融機関から資金を調達する外部資金、そして企業がみずから生み出した資金である内部資金から資金を調達している。外部資金の全体としてのシェア率は年々やや下がってきているが、内部資金はシェア率が上がってきている。中小企業が利用している金融機関は、地方銀行、信用金庫が最も多い。

中小企業に対して、ベンチャー企業は、ベンチャーキャピタルからの資金調達が半数以上であり、また会社を設立まもなくは、ビジネスエンジェルを通じての資金調達や、政府系金融機関、信用保証協会による融資である。

15 また、金融機関の利用については、大きく分けて5つある金融機関（普通銀行、委託銀行、長期信用銀行、協同組織金融機関、政府系金融機関）の中から、借入金利が低いことが最も重要であり、次に企業が必要としている金額が借入できること、そして借り入れた金額の返済期間が希望通りになることが重要である。

20 第3章 公的金融のあり方と証券市場について

3-1 企業と金融機関の関係

中小企業の中でも小規模企業は金融機関に借入の申し込みをすると、まずは保証協会保証付融資と公的金融機関融資を勧められる。その後、それらの融資の返済などを見て金融

機関自身の貸し出しを実行するかどうか検討が行われることになる。金融機関の融資の支援を受けられずに保証協会保証付融資と公的金融機関融資のみの企業もかなり多いのが実情である。民間金融機関が融資できない企業でも公的金融機関が融資に応じてくれるケースはかなりある。公的金融機関がパンフレットやホームページなどに開示している融資条件に合致しているなら、よほどのことがない限り融資に応じてもらえる。

金融機関は資金の運用や調達にかかわる金融取引を営む専門機関である。金融（お金の貸し借り）は金融仲介機関を通すか通さないかによって、直接金融と間接金融の2通りに分けられる。

10 3-1-1 直接金融

借り手が貸し手から直接お金を融通してもらう方法を直接金融という。直接金融を仲介する金融機関には証券会社がある。証券会社は直接金融の代表的な金融機関である。証券会社は企業と個人投資家との間に入り、仲介だけしか行わない。借り手が債務を返さない場合の責任は負っていない。

15 企業が国民の一人ひとりに貸借や投資を呼びかけるなど、個人が投資先を探し歩くことはできない。そのため、市場（マーケット）を活用して相手を探し、市場への取次や取引成立に向けたサポートを行っている。これが証券会社である。

直接金融においては「債券」や「株券」といった「証券（財産権など記した証書）」が取引に用いられ、その多くは流通市場で自由に売買を行うことができる。

20 直接金融において重要なことは、資金の供給者（投資家と呼ぶ）が行う投資の責任は全て投資家が負うということである。投資へのアドバイスやサポートを提供する金融機関が、結果責任を負うことはない。つまり、証券投資を行うためには金融や投資についての理解や知識が少なからず必要であり、国や金融機関にはそうした教育機会の提供や公正でわかりやすい説明、投資家のレベルに見合ったアドバイスなどが求められる。

25 証券投資には預金などの利回りを上回る配当や売買益が期待できる反面、投資元本が大きく毀損するというリスクもある。一方、資金の需要者にとっては、資金の利用目的に合った条件などで調達することが可能になるほか、間接金融モデルでは供給が難しい場合でも、投資家の理解を得やすいスキームの構築などによって調達が可能になるというメリットもある。

30 企業の資金調達は銀行からの融資に頼る間接金融から、株式や社債の発行により資金調達を行う直接金融へと、急速に移行していく。間接金融から直接金融に移行する流れは、貸し手（個人や企業）が投資先のリスクを直接に負わなければならなくなったことを意味する。自らの手で情報を収集して判断し、自己責任で投資を行う時代に入った。

3-1-2 間接金融

貸し手と借り手の間を銀行が仲介して、間接的にお金お融通する方法を間接金融という。銀行が預金の形で貸して（個人や企業）から資金を集めて、銀行の責任で借りて（国や企業）に貸し付ける。

5 間接金融は、借り手と貸し手の間に、金融仲介機関が介在する取引である。借り手が債務を返さないというリスクは、貸し手（個人や企業）ではなく、銀行が負ってしまう。

預金などの形で広く国民から集めた資金は、金融機関の判断と責任において企業などの資金需要者に供給される。間接金融の特徴は「資金の需要者と供給者が相対せずに、それぞれが個別に金融機関と貸借取引を行う」ところにあるため、たとえば銀行に預金した人が、10 自分のお金がどこに貸し出されたかを知ることができない。その代わりに、銀行などの融資先が倒産して元利金の返済が難しくなっても、預金はそのまま守られる。

資金の供給者にとっては、貸し出す相手の信用力を調べるといった手間がかからず、便利で安心と言えるが、融資などによって得た利益の一部は金融機関の経費や利益となるため、大きな利回りを得にくいというデメリットもある。

15 また、企業など資金の需要者にとっては、金融機関が求める条件をクリアすると資金調達が容易であり、かつ迅速に資金を得ることができる。

日本の金融機関は、間接金融である銀行を中心に発展してきた。銀行の貸出金利を低く抑えることで企業の借入負担を軽くしたことが、日本企業の国際競争力を高めたと言われている。（出所）金融大学のHPを参考に作成（<http://www.findai.com/yogo/0005.htm>）

20

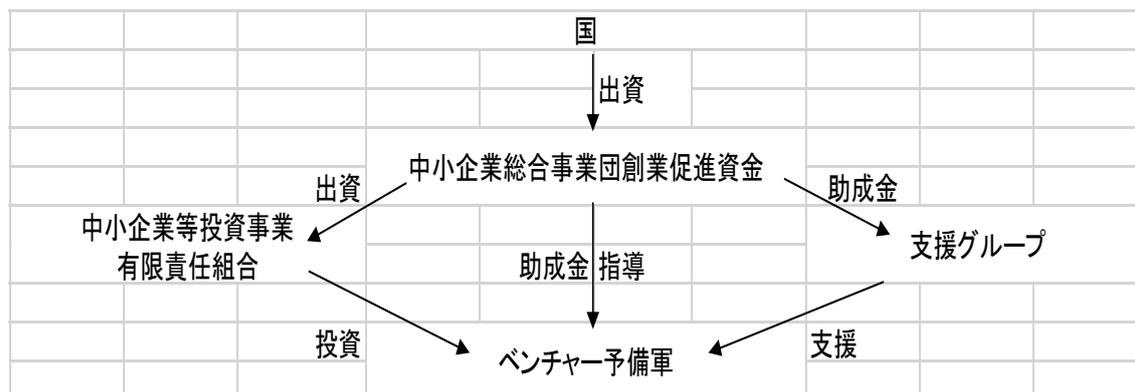
3-2 ベンチャー企業などの支援政策史

第一次大戦後の不況期に中小企業の救済が問題となっており、当時の問題は企業よりも企業主や働く人々への救済政策としてはじまった。1963年には中小企業基本法によって中小企業政策が制定されている。また、同年には中小企業投資育成会社法が成立した。この25 法律により、中小企業投資育成会社が各地方に設立され、中小企業の自己資本の充実を促進している。（松田(2000)『ベンチャー企業の経営と支援』pp.28-29.)

1990年代に入り、中小企業政策は開業・創業支援策が少しずつ大きくなってきた。そのためベンチャー企業支援のために様々な法律が制定された。その中でも1998年に設立された新事業創出促進法は創業者を意識して制定された法律である。この法律には従来にな30 い特徴があった。①支援処置を受けるために役所による認可が不要なこと。つまりアイデアのある人が直接中小企業総合事業団に申し込むことになる。②個人の脱サラ創業が既存企業の分社化や事業分野も問わず操業全般を支援する。モノ作りに限らず販売ノウハウなどでも良い。

中小企業総合事業団体は、新事業創出助成金の供給の他、投資事業組合への出資、ベンチャー支援グループの主催する起業案セミナーへの助成を実施する。図表13はこれらの35 流れを図示したものである。

図表 13 創業促進資金スキーム



(出所) 松田(2000)『ベンチャー企業の経営と支援』p.39.

5

資金源としては総額 300 億円が用意され、その構成は高度化融資経理の積立金、高度化融資経理の利益、中小企業総合事業団の出資金となっている。

1990 年代後半に入り、国民生活金融公庫や商工組合中央金庫、日本政策投資銀行などの政府系金融機関が融資制度をスタートさせた。国民生活金融公庫の融資は件数・金額ともに始めた当初は増加していった。しかし、それ以外の金融機関は融資能力がありながらも企業融資の件数・金額ともに極めて限られている。融資制度を実行する専門の部署を置き一定の人員配置をしているが実績は伴っていない。

政府系金融機関のこれらの融資制度は、知名度の高い割には利用されていないことになる。利用されていないということは借り手側にも問題があるといえる。借り手に十分な信用力がないとリスクが高すぎてお金を貸すこともできないというケースがある。借り手側は信用力をどう高めるかが重要であり、多少リスクがあっても信用力があれば融資ができ、金融機関の実績も上がっていく。

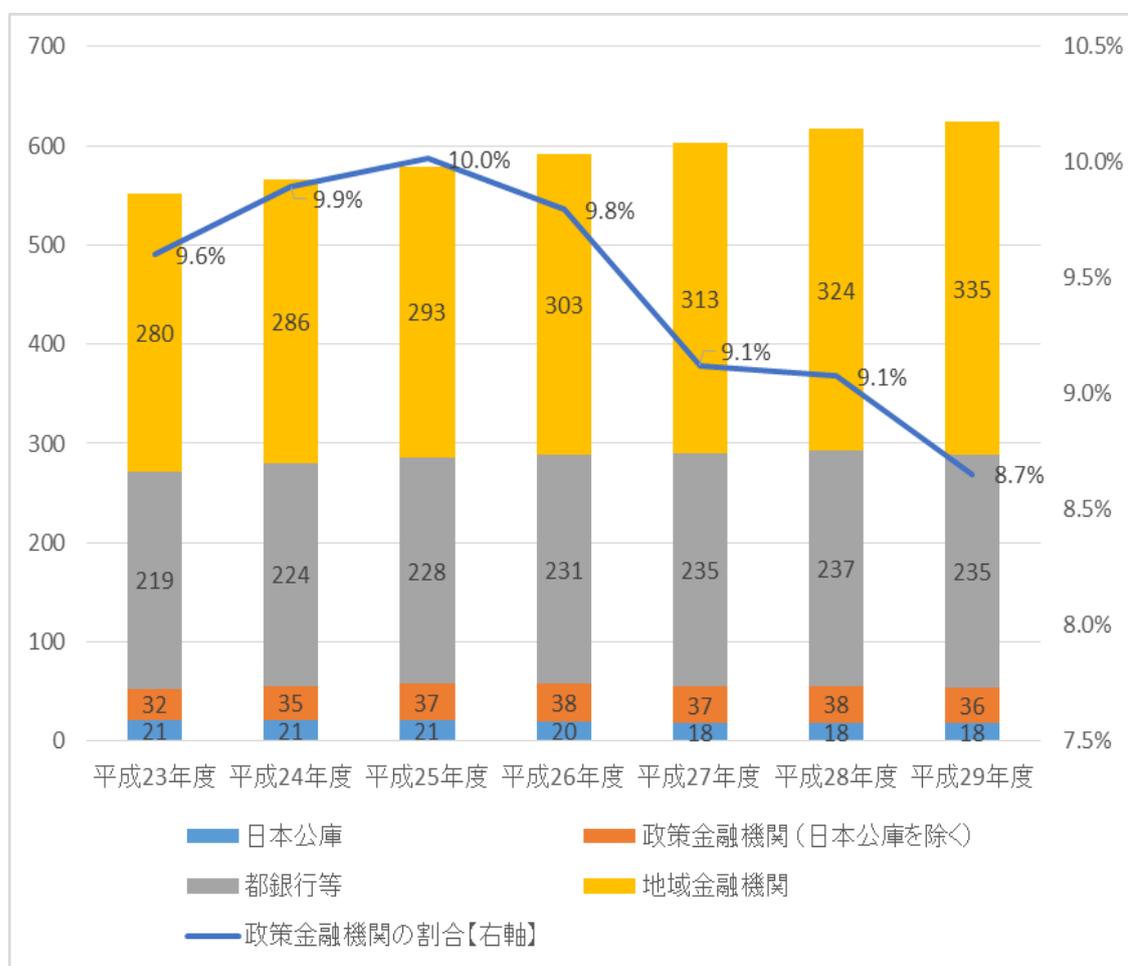
大阪の支援体制は充実しており、東(2005)によれば、ベンチャー支援団体も数多くあるとされている。大阪産業振興機構は、大阪市中央区にあり、資金支援、研究開発支援、経営支援などの諸事業を行っている。資金支援は、多様で創造的中小企業支援の直接投資、間接投資、債務保証がある。ベンチャービジネス融資支援事業として、住友、大和、富士などの銀行から融資を受ける際、元本の 90%を限度に保証する。経営支援として、ベンチャー企業に支援策を紹介している。(出所) 東(2005)『ベンチャー』pp.188-197.)

25 3-3 近年の金融機関の現状と取り組み

近年では政府系金融機関や民間金融機関の融資制度は充実してきている。図表 2 を見ても金融機関の貸出金残高は年々増加していることがわかる。しかし、日本政策金融公庫は徐々に減少している。日本公庫除いた政策金融機関も平成 27 年度から減少している。こ

のことから政策金融機関は平成 27 年度から貸出残高は減少していることになる。金融機関全体では増加しているが、それは地域金融機関が増加しているだけで政策金融機関は増加していないことがわかった。

5 図表 14 政策金融機関及び民間金融機関の貸出金残高（推移）



（出所）財務省大臣官房政策金融課（2018）「政策金融機関の現状について」

- 10 平成 27 年度 5 月の日本政策投資銀行法の改正を受け、民間金融機関との協調の徹底のため定期的な意見交換会を実施した。この意見交換会の結果を DBJ 業務全般の適正な競争関係の確保の状況等々を評価するアドバイザー・ボードと特定投資業務の適正な実施を評価するモニタリング・ボードに報告し、適正な競争関係確保の状況等について評価する取り組みを始めた。また、日本政策金融公庫などの政府系金融機関が民間金融機関との定期的な意見交換会を実施し始めた。これらの重層的な対話を促進することで、さらなる連携・協調に向けた取り組みにより地域経済の活性化を図っている。これにより協調融資実
- 15

績件数の推移は平成 27 年度から 29 年度までに 53%増加し、金額の推移も 24%増加した。(財務省大臣官房政策金融課(2018)「政策金融機関の現状について」)

金融機関全体の貸出残高は増えているが、政府系金融機関の実績は伸び悩んでいる。特に日本政策金融公庫はここ 4 年間減少している。一方、民間金融機関は増加しており、これは政府系金融機関との連携した取り組みの成果が出ているといえるであろう。政府系金融機関はこの取り組みにより民間金融機関の実績を上げ、全体の成果につなげたことは非常に良い取り組みである。

しかし、政府系金融機関自体の実績を上げることも必要となってくるのではないかと考えられる。民間金融機関はこの取り組みを継続していくことが成果につながっていく。政府系金融機関は民間金融機関との意見交換会を行う際に、民間金融機関の成果を上げることに着目しすぎず、政府系金融機関自体を良くしていくことも非常に重要である。そのために民間金融機関からの意見や案を積極的に取り入れ、民間金融機関も政府系金融機関を良くしていくことに焦点を当て、意見発信をしていくことが成果を上げることにつながると考えられる。

3-3 企業と証券市場の関係

株式は、株主であるという地位を表すために発行され、社債は資金を借りたということの証明として発行されている。株式も社債も権利を表した価値の有る紙という意味で有価証券という。株式や社債などの有価証券が取引される市場のことを証券市場という。証券市場は発行市場と流通市場から成り立っている。

株式会社や国・地方自治体が新しく発行した証券などが、初めて個人や企業など広く一般の投資家に売り出されるのが発行市場である。市場といっても特定の場所を指すわけではなく、日々、いろいろな証券が発行され売り出されることをまとめて市場といっている。株式が発行される市場を株式発行市場、社債や国債などの債券が発行される市場を債券発行市場という。

すでに発行されている証券が投資家の間で売買されるのが流通市場である。流通市場の中心は証券取引である。株式を売買したい投資家が証券会社に申し込んだ注文が、証券取引所に集められて売買されている。株式が売買される市場を株式流通市場、債券が売買される市場を債券流通市場という。単に、株式市場、債券市場ともいう。証券市場では、個人投資家、事業法人(一般の会社)、機関投資家(生命保険会社、損害保険会社など)、外国人投資家などが売買を行っている。

証券市場において結成される証券の価格およびその変動は、企業が証券市場を通じて資金調達を行うことの難易を判断する場合の情報提供することになる。例えば、証券市場において結成される価格は、企業の経営結果の反映であると考えられるから、企業経営者は自社の証券価格によって新しい投資プロジェクトの決定に必要な資本コストについての情

報を知ることができるという面も指摘される。このことから資金配分に関わる機能であり、証券市場を資金の配分者としてとらえることが重要であると考えられる。

第4章 中小企業とベンチャー企業の資金調達

5 4-1 中小企業の資金調達問題

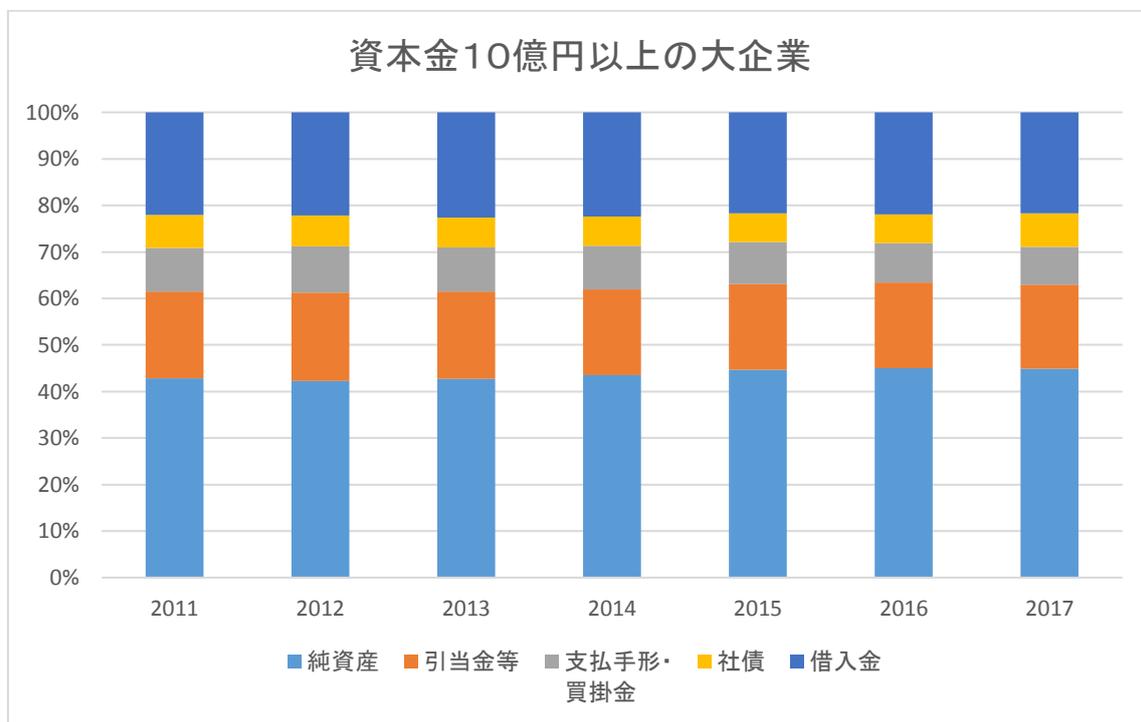
中小企業は『中小企業白書 2013年版』によれば国内全企業数の99%占めており多くの産業は中小企業なしには成り立たない。また従業者の3分の2は中小企業で働き、業種によっては9割を超えるなど日本経済において欠かせないものとなっている。

10 我々の生活は、小売りやサービス業など多くは中小企業が支えており、自動車などの工業製品の生産も多くの中小企業が分業に参画し成立している。また中小企業は地域社会や地域コミュニティを意識し、地域活動に積極的なものも多く、中小企業が地域経済に与える経済的、社会的、文化的影響は大きい。中小企業は大企業と比べて規模が小さいことによって従業員数が少ない分、経営者と従業員の距離が短く従業員から多くの意見が聞けて経営に反映することができる。(植田ほか(2015) pp.2-4.)

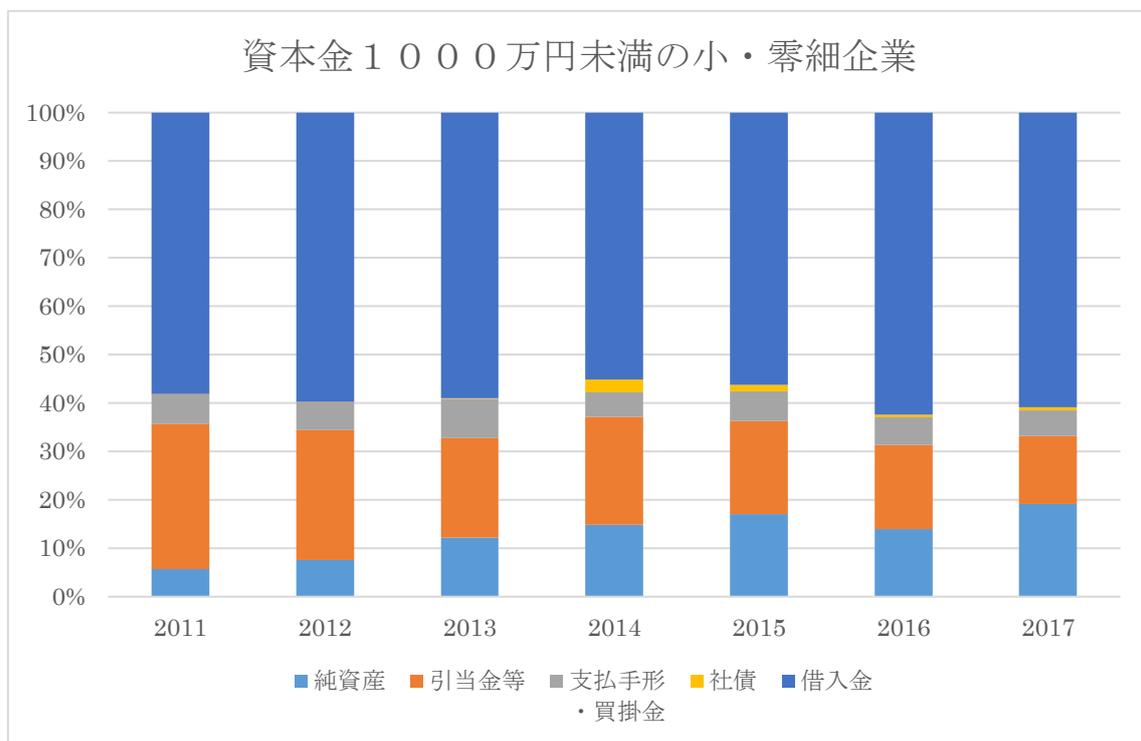
15 どの規模までを中小企業として考える。従業員のいない個人企業や従業員数人の零細規模の企業と、規模の上限に近い企業では、組織の形態、市場の範囲、金融機関との関係など、同じ中小企業といっても性格が異なる。1人当たりの売り上げや付加価値額には差がみられ、どの範囲までを中小企業とするのかという問題は、中小企業のどういった特徴を重視するのかにかかわる。中小企業の範囲がかかわる問題がもう1つあり、中小企業の下限である。20 とくに、個人企業や法人化されていない個人営業なども考えるべきである。規模は小さくとも企業という組織であることを重視し、組織形態ではなく現実の経済活動を行っていることを重視するのか評価は異なる。中小企業の範囲をどのように考えるのか、という問題は結局は中小企業をどのように把握し、中小企業の役割や中小企業をめぐる問題をどのように考えていくのかは、時代によって変化していく。それぞれの国の中小企業に対する考え方を25 反映し、国によっても異なっている。(植田ほか(2015) pp.4-7)

なぜ中小企業の資金調達は大企業と比べて厳しいのか、また中小企業はどのような資金調達を行っているのか見ていく。上原(2007)によれば2005年度において、中小企業は自己資本の比率が27.3%であるのに対し、借入金の占める割合が40.7%と高く、金融機関の貸出態度の影響を受けやすい資金調達構造になっている。大企業では借入金の割合が198030 年代では高水準であったが、2005年度時点で借入金(23.5%)よりも自己資本の割合(36.1%)が高くなっている。また、大企業の場合、社債の占める割合(5.8%)も中小企業(1.1%)に比べて高い(図表15)

図表 15 小・零細企業と大企業の資金調達構造



5



(出所) 財務省「法人企業統計年報」より筆者作成

一方、近年における企業の資金調達構造の現状は図表 15 の通りである。2011 年時点において小・零細企業は純資産が少なく引当金や借入金が多いが、近年は純資産の増加も見られる。大企業は小・零細企業と異なり純資産が多く借入金が少ない特徴がある。大企業は多くの資金調達手段を活用しているが小・零細企業は借入金が多く間接金融に依存しているのが現状である。その理由として未上場の中小企業においては株式や社債の発行により市場から直接資金を調達するのは難しいという背景がある。また直接金融は投資家が配当や利子を期待して投資を行うため利益にならない企業には投資はされず、このような側面からも中小企業が直接金融を通じて資金調達をすることは難しいと言える。直接金融による資金調達を実施するには企業財務情報開示のため資料作成や株式公開のために専門知識、これらを実施できる人材が必要とされる。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。このように中小企業は資金を調達する際に株式・社債発行などの直接金融による手段が活用しにくい間接金融である金融機関からの借入に頼らざるを得ない問題がある。

4-2 ベンチャー企業の資金調達の課題

ベンチャー企業にとって新規事業を開始するには多くの資金が必要であるが創業時に潤沢な資金を保有するベンチャー企業は少数派である。多くの企業で創業時に十分な資金は無くその為いかに事業資金を確保するかは起業初期の大きな課題となっている。

創業時は設立資金が足りないことが、日本のベンチャー企業のネックである。アメリカのエンゼル投資にあたる、資金供給者は日本には少なくベンチャーキャピタルは不十分でありこの改善が求められている。また資金の問題は創業時に留まらず日々の運転資金、中長期的の設備投資資金確保といった問題も関連してくる。

一方で銀行融資による資金調達は資産や実績のないベンチャー企業には困難であるためそれ以外の資金調達方法を考える必要がある。そこでまずは銀行融資以外の資金調達方法を検討するが、その後いかに資金を集めるかではなくいかに資金が集まる起業家を育成するかという側面で検討を行いたい。育成していくにはいかに起業するうえで現在の資金調達についての難しさを教え、IT 系などの専門知識や起業してみたいと思う考え方を教えていく。

4-3 ベンチャーキャピタルを通じた資金調達方法

ここではベンチャーキャピタルを通じた資金調達を Future Venture Capital の HP をもとに整理していく。ベンチャーキャピタルからの資金調達では企業の資金調達ニーズとベンチャーキャピタルの資金提供ニーズが合致すれば、ベンチャーキャピタルから投資が行われる。ベンチャーキャピタルは投資により無担保で返済義務のないリスクマネーを提供

し、対価として当該企業の株式を取得ができる。特徴としては株式上場を目指す企業に投資を行い、投資先企業が株式上場するまで時間がかかるため、ベンチャーキャピタルはファンドの運用期間内で株式を保有する。ベンチャーキャピタル本体から直接投資を行う企業もある。一般的にはファンドからの投資が基本である。利益として、ベンチャーキャピタルから投資を受けると、その後の資金調達が行いやすく一度ベンチャーキャピタルを入ると会社がベンチャーキャピタルに評価されていると思われ他の会社からも追加融資される。

直接、ベンチャーキャピタルから出資を受けると、ベンチャーキャピタルから役員の派遣などがあり、経営支援を受けることができる。ベンチャーキャピタルが経営に関与することで、ベンチャーキャピタルが保有する知識やノウハウを提供することができる。基本的に、ベンチャーキャピタルから出資を得ると、出資者から派遣される役員から経営についていろいろな注文がくる。自分がやりたい事業の内容が変わってしまうことやお金を借りている側なので、反論ができない。

ベンチャーキャピタルの主な投資スキームは以下のようにになっている。(図表 16)

15

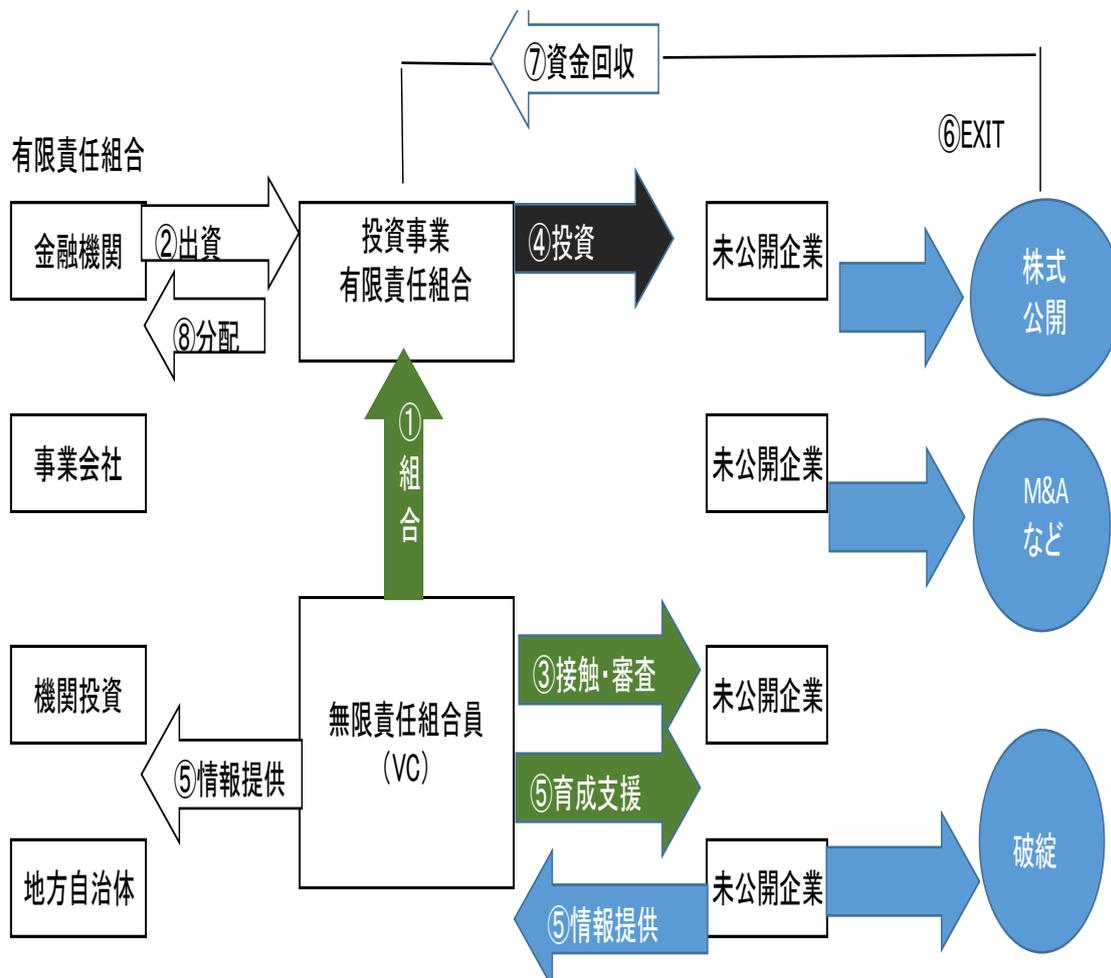
20

25

30

35

図表 16 投資スキーム



(出所) Future Venture Capital の HP から引用 (<https://www.fvc.co.jp/knowledge/>)

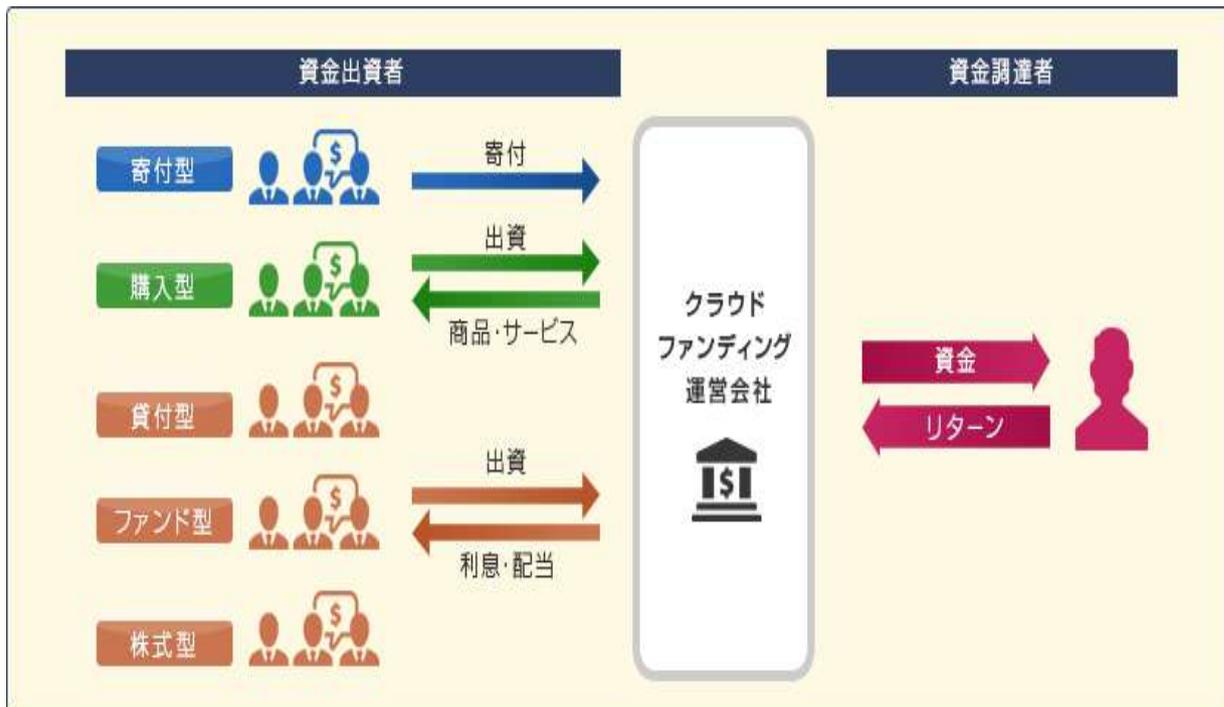
5 4-4 クラウドファンディングの資金調達

クラウドファンディングは不特定多数の人がインターネット経由で他の人々や組織に財源の提供や協力などを行うことができる。クラウドファンディングの実施者は、インターネットを利用して不特定多数の人々に比較的 low 額の資金提供を呼びかけ、必要とする金額が集まった時点でプロジェクトを実行する。(図表 17)

10

15

図表 17 クラウドファンディングの仕組み



(出所) 価格.com 投資・資産運用の HP から引用 (<http://kakaku.com/crowdfunding/>)

- 5 クラウドファンディングを利用して気軽に資金調達をすることができる、という点が最大の利点である。クラウドファンディングは支援者にわかりやすく商品、サービスであること、リターンが明確で魅力的であることが必要である。しかし、全てのプロジェクトが必ずしも成功するわけではない。また、調達できる資金も多いわけではないので多くの資金が必要となるプロジェクトは実行することはできない。
- 10 現在の「クラウドファンディング」という言葉には様々なタイプのスキームが含まれている。仕組みに共通しているのは「ネット」を使って「小口の資金」を「不特定多数」から集めるという概念である。
- クラウドファンディングは、出資者が資金提供に対して金銭的見返りを求めないタイプ（寄付型クラウドファンディング、購入型クラウドファンディング）がある。寄付型クラウドファンディングは、集まった資金は金額寄付になる。基本的に支援者にリターンはない。
- 15 購入型クラウドファンディングは現在の国内におけるクラウドファンディングは大多数が購入型になる。プロジェクト発案者が目標額と期限を決定し、支援者を集める。金銭的見返りを求めるタイプ（貸付型クラウドファンディング（ソーシャルレンディング）、ファンド型クラウドファンディング、株式型クラウドファンディング）の二つに大きく分けられる。
- 20 2014年5月に成立した改正金融商品取引法が2015年施行され、従来事実上禁止されていた「株式型」（出資の引き換えに未上場株を渡す）が解禁されるとともに「貸付型」「ファンド型」も小額のもの取扱業者の参入を容易にする決定が為されている。今後は新規参入の

業者も増え、株式型、ファンド型等幅広い「金融型」クラウドファンディングを中心とした市場のさらなる活性化が期待されている。

5 出資者は、各サービスサイトに提供されるプロジェクトの情報から自分が共感したプロジェクトやサービスに資金を提供し、出資後はプロジェクトの実施状況の報告を受けたり、見返りとしてサービスや商品を受取ったり、現金配当を得たりする。多くの人から寄付や事業資金を集めて何らかのプロジェクトを実行することは古くから世界中で行われており、決して新しい発想ではない。

10 しかし、ここで言うクラウドファンディングは、そこにインターネット上のプラットフォームという仕組みが介在することにより、資金調達者の情報がよりダイレクトで広範に個々の出資者に伝わる点や、プロジェクトに対してネット上の不特定多数の人々のニーズが把握できる点などが新しいと言える。

15 クラウドファンディングは、IT を利用した情報拡散や情報収集の利便性、出資者のニーズの把握などにより、従来は難しかった資金調達者と投資家をダイレクトに結びつけることができる仕組みともいえる。クラウドファンディングを活用することにより、これまで資金を調達することが難しかった事業者は新たな資金調達の可能性と手段を、資金を持つ人々は新たな資金活用の選択肢を得ることができる。(図表 18)

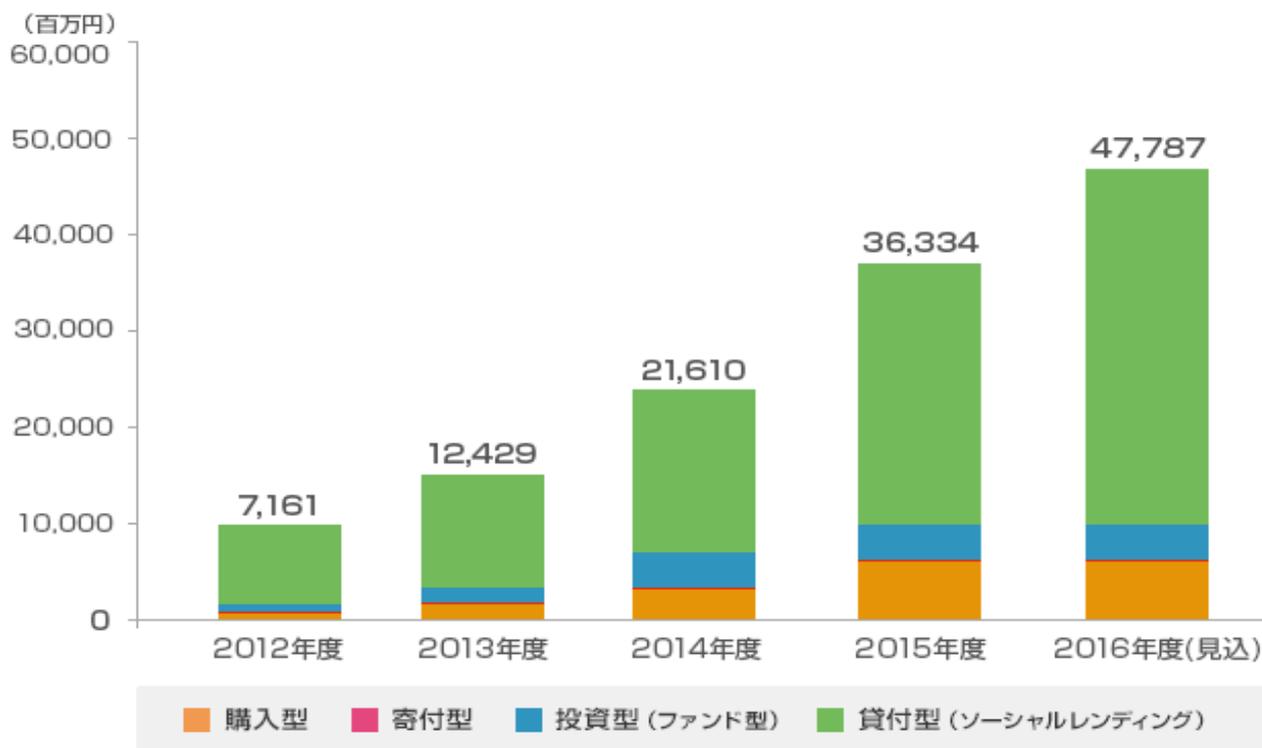
20

25

30

35

図表 18 新規プロジェクト支援額（市場規模）推移



国内クラウドファンディングの新規プロジェクト支援額（市場規模）推移（矢野経済研究所調べ）

5 (出所)価格.com 投資・資産運用のHP から引用 (<http://kakaku.com/crowdfunding/>)

矢野経済研究所の調査によれば、2015年度の国内の市場規模（支援額ベース）は363億3,400万円であり、約9割の322億円が「貸付型クラウドファンディング（ソーシャルレンディング）」であると推計されている。

10 件数ベースでは購入型が圧倒的に多いものの、個々の金額が相対的に小さいため、金額ベースでは金融型の「貸付型（ソーシャルレンディング）」が主流と見てよいだろう。また、伸び率では2015年度の市場全体の支援額は前年比68.1%増となっており、さらに2016年度には31.5%増の477億8,700万円の市場拡大が続くと見られている。

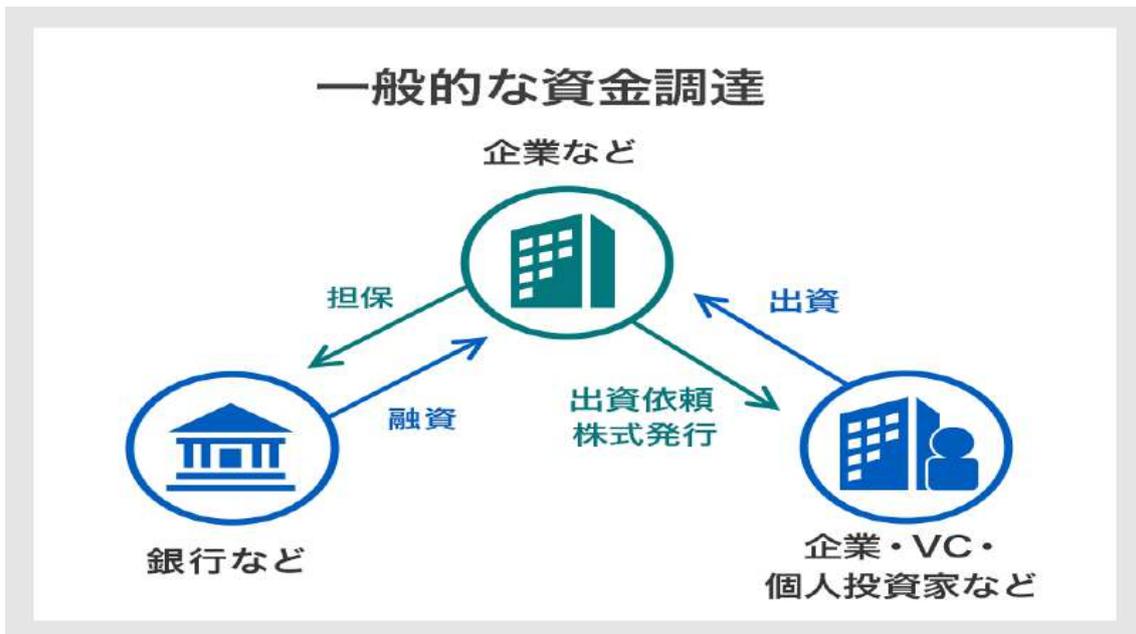
15 クラウドファンディングは認知度が非常に低い、景気の影響を受けにくい。その理由は、1口あたりの出資額が少額のものも多く、大きなリスクを嫌う日本人でも出資しやすいものとなっているためである。景気が悪化した場合でも、リスクの少ないクラウドファンディングは、他の資金調達方策より安定した資金調達が可能であると考えられる。

第5章クラウドファンディングについて

5-1 日本のクラウドファンディングの現状

- まず、クラウドファンディングとは、「こんなモノやサービスを作りたい」「世の中の問題を、こんなふうに解決したい」といったアイデアやプロジェクトを持つ起案者が、専用のインターネットサイトを通じて、世の中に呼びかけ共感した人から広く資金を集める方法である。

図表 19 一般的な資金調達



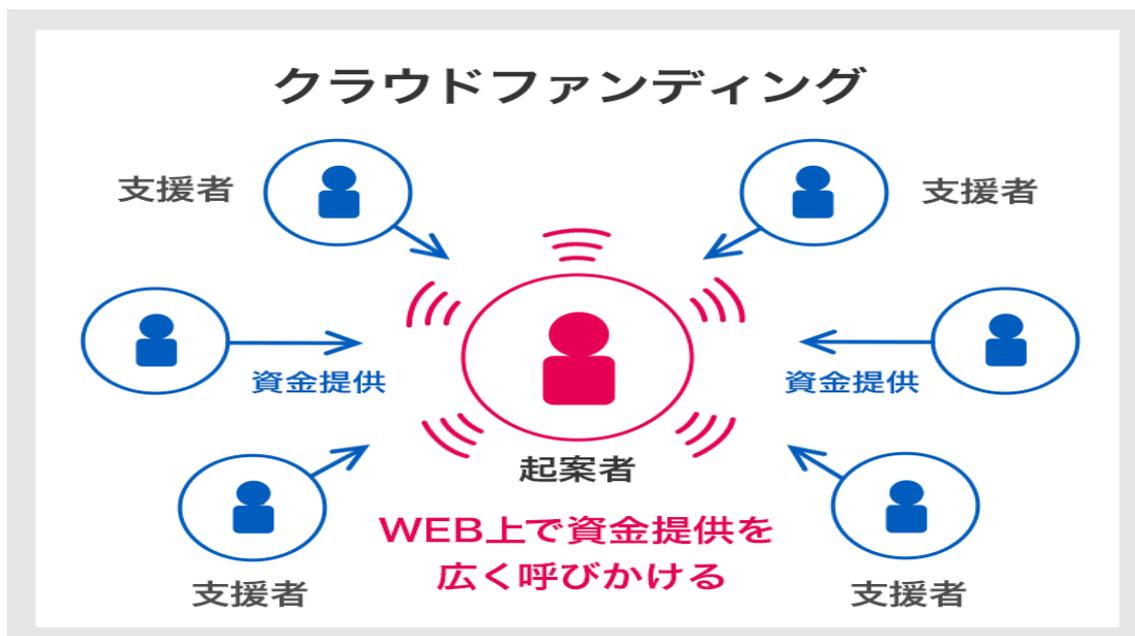
10

(A-Port より引用) <https://a-port.asahi.com/guide>

15

20

図表 20 クラウドファンディングの仕組み



(A-Port より引用) <https://a-port.asahi.com/guide>

5 クラウドファンディングには5つの種類があり寄付型・購入型・融資型（ソーシャルレンディング）・ファンド投資型・株式投資型があり、リターンがモノ・サービスだけであれば、寄付・購入型にある。しかし、それに加えて金利といったお金がもらえるような場合は、融資・ファンド投資・株式投資型といった分類になる。

10 日本の現状として、研究者やベンチャー企業から慈善団体やアーティストに至るまでの様々な資金需要者が、インターネットを通じて多数の資金提供者から少額ずつ資金を集めるクラウドファンディングが活発化している。資金集めに関する情報を掲載するサイト（ファンディング・ポータル）が、日本語でもいくつも開設されている。

クラウドファンディングには、資金提供の見返りに何が与えられるかで、①株式や債券などの有価証券を出資者に交付したり匿名組合出資の形で資金を集めたりする投資型、②資金提供の見返りに商品やサービスを提供する購入型、③特段の見返り提供を前提としない寄付型、の3つの類型に分けられる。

20 これらのうち投資型については、株式や債券の発行であれば第一種金融商品取引業者（商圏会社）の登録を受けた者が仲介する必要があるとあり、金融商品取引法（金商法）のディスクロージャー（情報開示）規制の適用を受ける場合もあるなど規制が厳しく、国内での円滑な実施は難しいと指摘されていた。

そこで2014年の金商法改正で、発行価額の総額1億円未満、投資家1人当たりの払込額50万円以下のクラウドファンディングだけを取り扱う業者について、新規参入を容易にするための規制緩和が行われた。

証券会社の自主規制機関である日本証券業協会や投資ファンド販売業者の自主規制機関として 2010 年に設立された第二種金融商品取引業協会もクラウドファンディングに関する自主規制ルールを整備した。

- 5 改正法は 2015 年 5 月 29 日に施行され、既に 2 年以上が経過した。規制緩和を受けた新規参入もみられ、2017 年 7 月末時点で、クラウドファンディングを取り扱うとして登録を受けている第一種業者は 5 社、第二種業者は 15 社となっている。

投資ファンド形態のクラウドファンディングについては、インターネットのみで完結する電子募集型の取扱い状況が集計されている（図表参照）。一方、株式形態でのクラウドファンディングは、2017 年 5 月に初の事案が現れ、これまでに数件が実施されている。

- 10 2014 年の法改正の狙いは、新規・成長企業へのリスクマネー供給の拡大だとされた。すなわち、創業間もないベンチャー企業が、クラウドファンディングを通じて幅広い投資家層からの出資を募ることで、「死の谷」と呼ばれるような倒産の危機に陥ることを回避できるようになると期待されたのである。

- 15 しかし、クラウドファンディングでは投資家 1 人当たりの払込額は 50 万円以下に制約されるので、1 億円弱の資金調達で 200 人もの株主が発生することとなる。将来の株式公開を目指すベンチャー企業の場合、反社会的勢力による株式の取得がないことを確認するといった上場審査時の手続を念頭に置けば、多数の株主を発生させるファンディングは現実的な資金調達手段ではないとの指摘が当初からあった。改正法施行後 2 年強を経て実施が数件という実績をみる限り、そうした見方は的確だったように思われる。

- 20 一方、金商法による規制の射程外に置かれている購入型や寄付型のクラウドファンディングについては、全体像を示す統計は見当たらないものの、1 件で 9,400 万円余りの資金調達に成功した事案が報じられるなど、一定の成功を収めているようである。

- 25 また、投資型の一類型である投資ファンド形態でのクラウドファンディングについても、投資ファンドの販売に必要な第二種金融商品取引業の登録規制が比較的緩やかであるといった事情もあり、先に触れた第二種業協会が集計しているファンドだけで 300 本を超えるなど、活発に利用されているようである。もっとも、投資ファンド形態のクラウドファンディングについては、市場の拡大を手放しで喜べないようにも思われる。

- 30 例えば、投資ファンド形態で行われるクラウドファンディングの中には中小企業などが事業資金を個人から募るソーシャルレンディングと称するものがある。1 年未満の運用期間で、年率 8%から 10%といった高い予想利回りを提示したファンド募集が行われていることもあり、超低金利に悩む個人投資家の関心も高い。しかし、募集時に提供された資金用途や貸付先の数等に関する情報が事実と異なっていたなどとして複数の仲介業者に対する行政処分が行われるなど、投資家保護の観点から不安を感じる面がある。

- 35 株式や債券とは異なり、投資ファンドについては情報開示に関する詳細な規制が及ばない上、監査人など第三者によるチェックも十分とは言えない。もちろんリスクを伴う投資は自己責任というのが基本原則であり、過剰な規制が自由な経済活動を萎縮させてはなるまい。

とはいえ、詐欺的な行為を排除できないのでは、クラウドファンディングという仕組みそのものに対する信頼が損なわれる懸念もある。

既に、第二種業協会が 2018 年から新たな自主規制ルールを適用することを決めるといった動きもある。投資家に信頼される市場の構築を期待したい。(Finacial Solutions より引用)

5 http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2017/11/201711_3.html

日本のクラウドファンディングの市場は急激に拡大しているが、必ずしも資金を集めることが目的ではなく、プロジェクトを通じた情報の発信で注目を集めることも重要な要素となっている。

日本のクラウドファンディングの魅力として、日本語での出展・やり取りが可能ということだ。海外のクラウドファンディングに出展する場合、手続きはもちろんのこと、キャンペーンの紹介文や動画も英語で作成しなければならない。さらにユーザーとのコミュニケーションやキャンペーンのプロモーションは英語力だけではなく、文化や慣習を含めた現地感覚も必要になると私は思う。さらにカスタマーサポートが充実している点もある。海外クラウドファンディングで出展する場合、いきなり目標金額や報酬を決めて出展することになる。クラウドファンディングで出展することに慣れていない人ならばそれで良いかもしれないが、初めて出展する人やアイデアはあるけど本当に成功するかどうかが不安な人にとってはハードルが高い。しかし、国内クラウドファンディングにはとりあえず相談するという選択肢がある。

20 5-2 海外のクラウドファンディングの現状

海外のクラウドファンディングの現状としてまずいえるのは、日本のクラウドファンディングよりも優れていて発達しているということだ。分類としては日本と同じで5つあり、寄付型・購入型・融資型（ソーシャルレンディング）・ファンド投資型・株式投資型がある。

25 ① 世界的な展開：世界全体でのクラウドファンディングのプラットフォームの新規設立状況を見ると、事業開始ベースでは、北米と欧州がともに全世界の四二・三%を占め、圧倒的な割合を占めており、アジア 6.7%、南米 4.3%、オセアニア 2.4%、アフリカ 1.9%を大きく引き離しているが、事業開始前のプラットフォームを見ると、北米五 1.9%で、他を圧倒している状態は変わらないが、欧州 26%、アジア 10.4%、南米 7.8%、アフリカ 2.6%、オセアニア一・三%となっている。なお、北米で事業開始前のプラットフォームが多いのは、金銭リターン分配型のクラウドファンディングに関する規制枠組みが定められておらず、準備段階であることを示すものと指摘している。逆に、アジア、南米、アフリカでは、規制の不確実さによって新規の事業開始が妨げられていると指摘している。

35 ② ニッチ・プラットフォーム：同レポートでは、250 を上回る事業開始前のプラットフォームに関して、そこから代表的な八五を選び出し、分析したところ、そのうち 40 のプラットフォームはニッチ、つまり特定の専門分野に焦点を当てたプラットフォームとして事

業開始予定であった。ニッチ別の内訳は、社会・個人福祉 38%、ビジネス・起業 25%、科学・技術 15%、アート一般 12%、映画・演劇 5%、住宅・不動産・地域開発 5%である。なお、ビジネス・起業が 25%と相対的に高い割合を占めていることは、米国の JOBS 法制定以降、起業のための資金調達手段として、クラウドファンディングが注目されていることが背景となっていると指摘している。

③ クラウドファンディング・モデルと T P S : 同レポートが調査対象としたプラットフォームでは、現在稼働中のプラットフォームのうち 55%近くは、寄付型、還元型など 5 タイプのクラウドファンディングのどれか一つに分類されるが、逆に事業開始前のプラットフォームでは、37.5%だけしかこれらのタイプに当てはまらず、より多種多様なもの、あるいはハイブリッドなものとなっている。さらに、事業開始前のプラットフォームでは、エクイティ型、貸付型、ロイヤリティ型といった金銭的リターンをとまなうクラウドファンディングのタイプの割合が現状よりも増加していることも指摘している。このことは、起業ファイナンスの分野において、伝統的な資金調達手段のオルタナティブという観点から、クラウドファンディングへの関心が高まっていることを物語っていると論評している。

④ プラットフォームへの資金提供: クラウドファンディングに対する関心が高まり、メディアで成功事例が報道されるにつれて、クラウドファンディングのプラットフォーム自体も専門的な投資家層から注目されるようになってきている。同レポートでは、より容易な資金調達手段を得るために、金銭的リターンをとまなうクラウドファンディングを提供するプラットフォームの出現を予想する向きもあると指摘している。

④ 資金流入: 最近、クラウドソーシング (crowdsourcing) が注目されるようになっており、2012 年、この分野へのベンチャーキャピタルやビジネスエンジェルの投資は、13.6 億ドルを上回ったことが指摘されている。クラウドソーシングとは、「人材資源のクラウド化」であり、「インターネットを介して世界中の人材資源にアクセスして仕事の受発注が行われている」と説明されている。ただし、クラウドソーシングの範囲は、必ずしも人材だけにとどまらず、知的財産などの経営資源全般を含み、本レポートでは、クラウドファンディングもそののちの一分野とみなされているが、ベンチャーキャピタルやビジネスエンジェルによる投資は、全体の 10%に過ぎなかったと報告している。しかし、ベンチャーキャピタルの中には、クラウドファンディングに対して関心を持っているものもあり、その対象は主に貸付型および寄付型に特化したプラットフォームである。これらのプラットフォームはかなり普及拡大しており、その内容や成長性についても周知されている。逆に、エクイティ型は、規制の不確実性のために、資金流入は小さなものに過ぎない。プラットフォームのタイプ別に資金流入の比率を示すと、貸付型 51%、寄付型 29%、還元型 13%、エクイティ型 7%となっている。(調査のチカラより引用)

http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1683/1683_02.pdf

海外のクラウドファンディングの魅力として、世界から注目されることが多く、調達額が大きいというのがまず一番に出てくる。世界を市場として資金調達できるということは、

5 海外のクラウドファンディングの最大の魅力だ。もちろん、日本にも英語で対応しているプラットフォームもあるが、ほとんどは、日本国内からの資金調達を目的としたサービスである。そのため、資金調達額・出資者数・プロジェクト数の視点から見ると圧倒的な差が出てきてしまう。さらに手数料が安い点もある。プラットフォームに支払う手数料も海外と日本ではことなり約 2 倍以上の差がある場合もある。次に、プロダクトを取り扱ったキャンペーンが多い点もある。キャンペーンの種類も国内と海外では大きく異なる。国内と海外クラウドファンディング、それぞれの資金調達額上位 100 のキャンペーンを調べると、プロダクトを取り扱ったキャンペーンが海外だと 75 個に対して、国内は 29 個と 2 倍以上の差が出ている。国内クラウドファンディングでは製品を出展するというより、イベントやチャリティー、店舗を開きたいというキャンペーンが人気だ。そのため、私はプロダクトに関するキャンペーンを行いたいなら日本より海外クラウドファンディングを行う。

5-3 クラウドファンディングのメリット・デメリット

15 まず、メリットとして今まで実現しづらかったプロジェクトや企業が資金調達できる。クラウドファンディングを通じて融資や寄付、出資を広く募れるようになったことで、今まで埋もれていた夢や目的を実現できる。例えば、寄付型クラウドファンディングの場合、サービスがあることで個人が比較的簡単に他人を支援できるようになる。

融資型や株式型クラウドファンディングでも、これまでの資金需要が満たされなかった事業者が投資家の力によってさらなる事業機会を得ることができる。

20 さらに、金銭から商品、思いまで様々な形のお返しがある。クラウドファンディングによってメリットがあるのは、プロジェクト実施者や企業だけではありません。出資を行う個人にも様々な形のリターンがもたらされます。例えば、購入型クラウドファンディングの場合、自分の欲しい商品や体験したいサービスを他に先んじて得ることができるなど、特別な待遇を得ることができる。融資型クラウドファンディングの場合は、金銭的リターン(利回り)を期待できる。

次にデメリットとして、各クラウドファンディングに共通して言えることが、必ずしも成功するとは限らず、資金募集されたプロジェクトが必ず成立するというわけではない。そして、プロジェクトが成立したとしても頓挫してしまう可能性もある。頓挫したからといって、支援者・出資者がその非を追及して資金を返してもらうということは基本的にはできない。支援、出資の際には、不成立や頓挫のリスクも考慮した上で行うべきだ。さらに悪意のある利用者の可能性もあり、各種クラウドファンディングの仕組みを知った上で、悪意を持った利用者が現れる可能性も否定できない。購入型クラウドファンディングや寄付型クラウドファンディングでは、集めた資金が全て正しく使われているかについては詳細に確認することは難しいだろう。人によってはクラウドファンディングの仕組みを様々な利用できる。購入型クラウドファンディング限定のデメリットとして、起案者が公開すると途中でやめられなく、購入型クラウドファンディングの起案者側からみると、プロジェクトページを公

開した時点で、途中で止めることが出来ないというデメリットがあり、なかなかお金が集まらないからといって、途中で止めることはできないと念頭に置いておく必要がある。

融資型クラウドファンディングのデメリットとして、投資家が融資先の企業情報がわからない。融資型クラウドファンディング以外のプロジェクトは、資金到達する起案者や企業の
5 情報を知ることができるが、どんな人がどんなプロジェクトを行っているかもお金をだす判断材料の一つになる。しかし、融資型クラウドファンディングサイトに掲載されている案件の場合融資先の情報公開が規制されているため、融資先の詳細情報がわからないようになっている。

投資型クラウドファンディングのデメリットとして、分配金の変動がある。投資型クラウド
10 ファンディングは、出資した事業の売上高に応じて分配金の変動する。事業が計画通り進捗していれば、募集条件に記載されている通りの分配金を受け取ることが出来るが、進捗が悪ければ分配金も少なる。この変動を読むことは難しく、場合によっては元本割れになることもあるため、投資家にとってはデメリットとなる。

クラウドファンディングのメリット・デメリットでは、メリット以上にデメリットが多く
15 クラウドファンディングはリスクが高いなと感じた。しかし、これは人それぞれで、それ以上のメリットを感じる人もいるだろう。このことを踏まえてクラウドファンディングを活用していきたい。

おわりに

20 本稿では、中小・ベンチャー企業の資金調達の問題を検討してきた。第1章では中小企業とベンチャー企業の定義と役割を明確にし、大企業と中小企業の違いを明らかにした。第2章では資金調達について比較し様々な資金調達について明らかにした。第3章では公的金融の在り方について金融機関と証券市場の関係について明らかにした。第4章と5章では
25 中小・ベンチャー企業の資金調達問題について考え、ベンチャーキャピタルとクラウドファンディングの活用の有効性を検討した。

企業が資金調達を行う際に信用度が金融機関からの貸出の基準となるため、企業は自身の信用度を高める必要がある。一方で大企業と比べて中小・ベンチャー企業はこの信用度を高めることに苦戦している事例が多い。そのためいかにして信用度を高めるかを経営者は考える必要がある。

30 金融機関側からこの問題を考えた時、民間金融機関において企業のリスクや将来性をどのように判断するかが重要となる。特に中小・ベンチャー企業では大企業と比較してリスクが高く、情報も少ないため融資の意思決定が難しくなる。そのため融資担当者には経営者の人柄や数値に現れないような非財務情報を含めた包括的な企業評価の能力が必要とされるであろう。

35 公的金融は民間金融機関よりリスクを許容することが可能であり、民間金融機関ではリ

スクが高く貸し出せない場合においても積極的に貸し出すことも可能である。しかし、第3章で述べた通り近年の公的金融機関の代表的な一つである政府系金融機関の貸出残高はここ数年減少傾向にあり、これを我々は問題と考えている。

5 多くの政府系金融機関では民間金融機関との意見交換会を実施し、民間金融機関は実績を伸ばしており、政府系金融機関側も民間金融機関の考え方や情報を生かして貸出増につなげる必要と我々は提言したい。

10 日本と海外のクラウドファンディングの現状を比較してきて、海外のクラウドファンディングは日本と比べて調達額が格段に多いということが明らかになった。その理由として出資者数が日本と比べて多いことがあり、日本においても出資者を増やすための法制度や税制優遇などのサポートが必要である。さらにクラウドファンディング自体の知名度の低さも我々は問題であると考えている。そのため知名度を上げるための対策が重要である。知名度を上げるためには、テレビのCMや街頭・電車の中などでの広告を増やし多くの人に認識してもらうことが重要である。こうして知名度を上げることができればクラウドファンディングの資金の出し手やクラウドファンディングを通じて資金調達を行う中小・ベンチャー企業が増加するであろうと我々は考えている。

15

引用・参考文献

- ・植田他（2015）『中小企業・ベンチャー企業論』有斐閣社
- 20 ・上原啓一（2007）「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～」 『経済のプリズム』（38） pp.1-10.2007-03
- ・財務省大臣官房政策金融課（2018）「政策金融機関の現状について」
- ・ジェフリーAティモンズ（1997）『ベンチャー創造の理論と戦略』ダイヤモンド・グラフィック社
- 25 ・長谷川博和（2018）『ベンチャー経営論』東洋経済新報社
- ・長谷川博和(2010)『ベンチャーマネジメント入門』日本経済新聞
- ・松田(2000)『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社
- ・水永政志（2006）『入門ベンチャーファイナンス』ダイヤモンド社
- ・宮脇敏哉（2006）『ベンチャー企業マーケティングと経営管理』株式会社同友館
- 30 ・百田恵夫・伊藤正昭（1996）『新中小企業』株式会社白桃書房
- ・百田恵夫・伊藤正昭（1991）『中小企業論』株式会社白桃書房
- ・米倉穰（2001）『21世紀型中小企業の国際化戦略』税務経理協会

参照 URL

- ・A-Port <https://a-port.asahi.com/guide>
- 35 ・開廃業率の推移と現状
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/h29/shoukibodeta/html/b1_2_1_2.ht

[ml](#)

- ・価格.com 投資・資産運用 (<http://kakaku.com/crowdfunding/>)
- ・金融大学 (<http://www.findai.com/yogo/0005.htm>)
- ・ジャパンベンチャーリサーチ 『2008 年ベンチャービジネスの顧客と展望』

5 <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf>
最終アクセス日 2018 年 10 月 14 日

- ・調査のチカラ http://www.isri.or.jp/publish/report/pdf/1683/1683_02.pdf
- ・Future Venture Capital の HP から引用 (<https://www.fvc.co.jp/knowledge/>)
- ・Financial Solutions より引用

10 http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2017/11/201711_3.html

- ・ベンチャー企業の資金調達 <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf> 最終アクセス 2018 年 10 月 14 日

15