

2019 年度 証券ゼミナール大会

第 1 テーマ

国内非上場企業の資金調達について

5 (新たな選択肢のクラウドファンディング)

立命館大学 松本ゼミナール 3 班

10

15

20

目次

	はじめに	3
	1 章中小企業の資金調達の現状	4
	2 章クラウドファンディングとは	6
5	2 - 1 「融資型」	7
	2 - 2 「購入型」	8
	2 - 3 「寄付型」	9
	3 章クラウドファンディングがあげられる理由	9
	3 - 1 「貸し手における規模の経済」	9
10	3 - 2 「情報の非対称性の低減」	9
	4 章クラウドファンディングの事例	10
	4 - 1 骨伝導式イヤホン「earsopen」の開発事例	10
	4 - 2 「3D プリンター」の開発事例	10
	4 - 3 玩具開発の事例	11
15	4 - 4 東日本大震災の事例	11
	5 章クラウドファンディングのメリット・デメリット	12
	5 - 1 ほかの資金調達との違い（メリット）	12
	5 - 2 ほかの資金調達との違い（デメリット）	13
	終わりに	14
20	参考文献	15

はじめに

日本の企業の 99.7%は中小企業である。つまり日本の企業のほとんどが中小企業であり、大企業は 0.3%に過ぎない。そのため日本経済が成長するには日本の企業の 99.7%を占める、中小企業の発展・成長が必要である。

- 5 中小企業が発展するためには設備投資や新規事業の資金を調達することが不可欠である。主な資金調達は銀行借入である。しかし、金融機関からの貸出の推移は、バブル崩壊以降に大きく落ち込んでいることが図 1 より読み取れる。リーマンショック以降は、大企業については回復するも、中小企業については横ばいで、金融機関からの借入は大変厳しい状況下にあることが見て取れる。
- 10 融資はリスクの少ない大企業に向けられ、中小企業に資金が回らない状況となっているのである。にもかかわらず日本の中小企業は銀行借入(間接金融)に依存している。中小企業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)が利用しにくいことも理由としてあげられる。

- 2013 年 6 月 14 日に「日本再興戦略」(アベノミクス 3 本の矢)が公表された。そこで政府はバブル崩壊以降の「失われた 20 年」からの脱却を謳っている。「日本再興戦略」なかで「クラウドファンディング」は技術やアイデアを事業化する段階でのリスクマネーの供給を強化するとともに地域のリソースを活用するための方策の一つとして挙げられた。
- 15

- そこで以下では、中小企業の銀行借入が増加しない理由を考察し、「日本再興戦略」で取り上げられたクラウドファンディングが、中小企業の銀行借入に代わる資金調達になるかを事例とともに考察する。
- 20

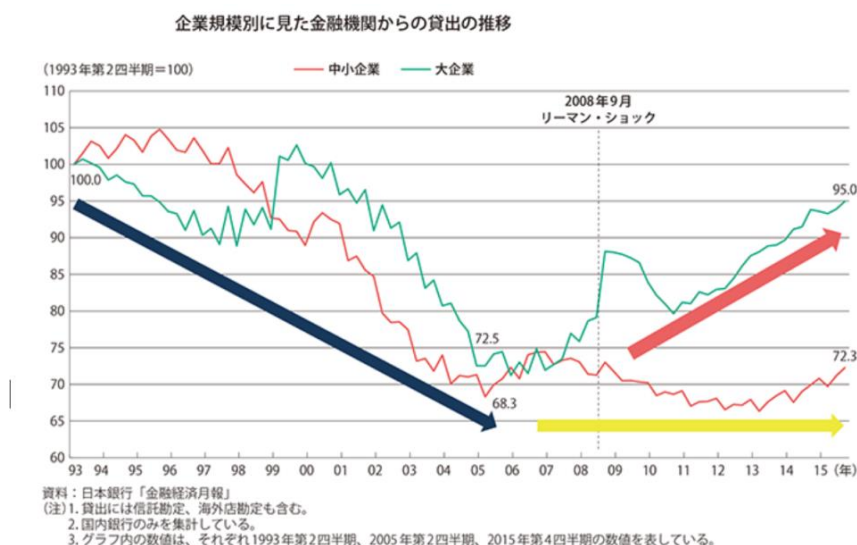
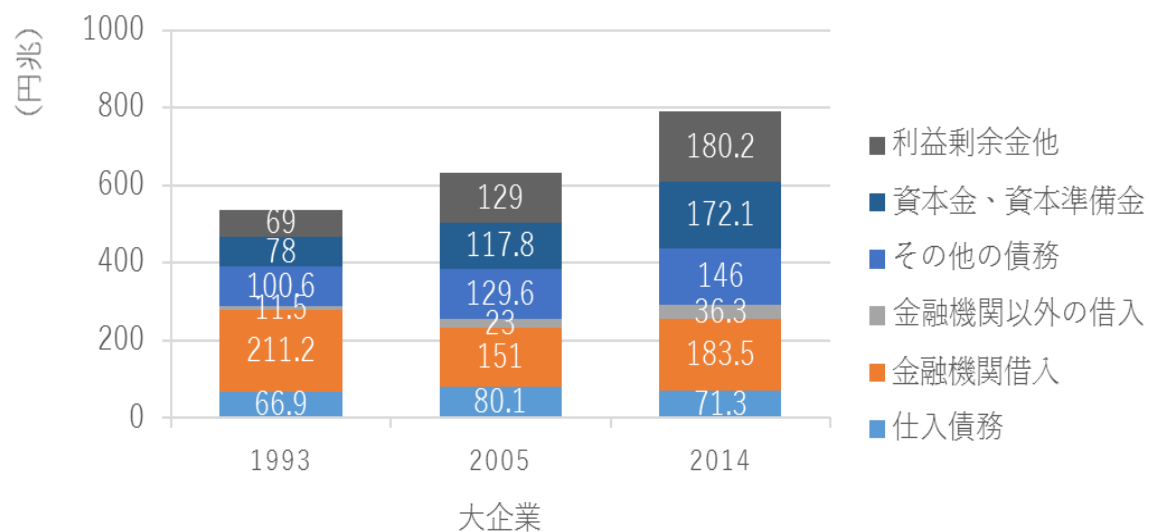


図 1

【出典】（平成 28 年度版中小企業白書より引用）

5 1 章 中小企業の資金調達の現状

まず中小企業の資金調達行動に当てはまる仮説として「ペッキング・オーダー仮説」が存在する。「ペッキング・オーダー仮説」とは後述する「情報の非対称性」の観点から考えられた仮説である。資金調達者と資金提供者間の情報の非対称性が資金調達コストに影響を及ぼすため、企業は「情報の非対称性」の小さい順である、内部資金、銀行借入、社債、株式の順に利用するというものである。実際中小企業は主に銀行借入（間接金融）を活用している。



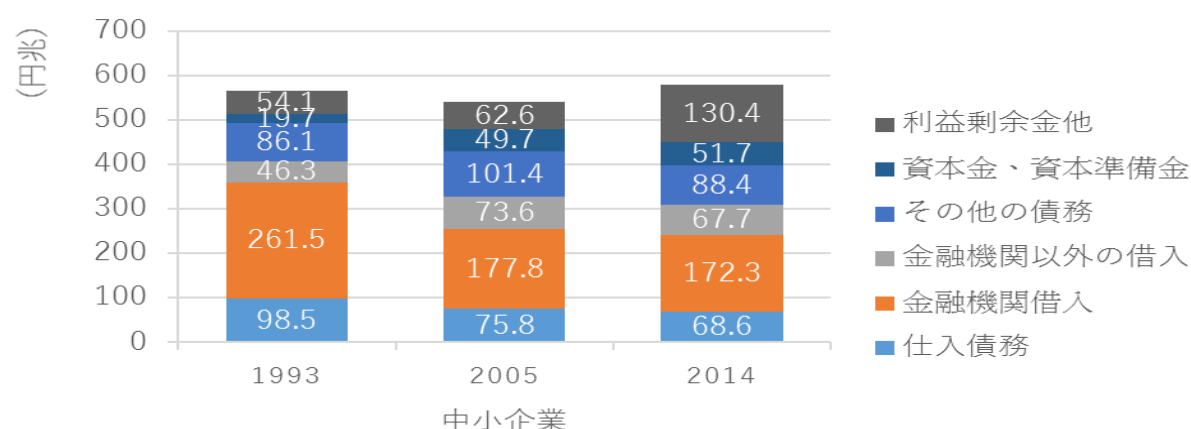


図 2

【出典】（財務省「法人企業統計調査年報（2016）」より作成）

財務省の「法人企業統計調査年報」では中小企業の自己資本（利益剰余金と
 5 資本金・資本剰余金の合計）の比率が 31.4%であるのに対し、借入金の占める
 割合が 41.4%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 27.8%よりも自己資本の割合 44.6%が高くなっている。つまり大企業は
 内部資金と外部資金を活用し、中小企業は外部資金、特に間接金融に依存して
 10 いる。これ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直接
 金融が中小企業には利用しにくいことにあると考えられる。また中小企業の経
 営者は自社の所有権や支配権を維持したいがために株式発行よりも、負債によ
 る間接金融を好むという点も挙げられる。

借入依存での中小企業の資金調達には問題がある。例えばクラウドファンディング・
 15 アウト効果である。これは基本的には、民間消化を提とする国債発行によって政
 府が財政資金を調達するとき、金融市場から資金が吸上げられ、資金の不足、利
 子率の上昇をもたらし、その結果、民間資金需要が「押しのけ」(crowd-out)ら
 れ、民間投資ひいては消費支出が後退を余儀なくされる効果である。今回の場
 合に照らし合わせると、大企業が銀行から先に融資を受けることで中小企業が
 20 「押しのけ」られ、融資を受けることができないことを表す。大企業が中小企
 業より優先して融資を受ける、原因の一つは、「貸し手における規模の経済」が
 働くためと考えられる。

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の単位当たり貸出コストは低下する。例えば、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。そのため銀行は小口の融資である中小企業より大口の融資である大企業を優先するため、中小企業は融資を受けることができず、また利率の高い融資になるのである。

また中小企業の資金調達が難しくなる原因の第二に、「情報の非対称性」の問題がある。大企業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を雇うことができ、企業の HP など多数の投資家に企業の情報を提供できるのに対して、中小企業は専門的な知識を持つ人材を確保できず十分な情報を投資家に提供できない、資金提供者と資金調達者の間に「情報の非対称性」が大きいがために資金を得ることができない。そのため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。近年、マザーズやヘラクレスなどの新興市場が創設されるなど、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。

さらに金融機関が借り手に関する情報が入手できない場合など、リスクを穴埋めするために、担保提供を要求することがある。中小企業が金融機関から融資を受ける際には、不動産を担保に設定するのが一般的だ。大企業であれば資産が多いために、不動産を担保に設定するのは大きな問題ではないであろう。しかし、中小企業の場合保有している不動産が少ないため、設定することができない企業が多い。そのため担保での資金調達も大企業に比べて不利である。

これらより間接金融でもなく直接金融でもない、新たな資金調達方法が必要だと考えられる。そこで近年注目されているクラウドファンディングに着目する。

2 章 クラウドファンディングとは

まず初めに、クラウドファンディングについて説明する。クラウドファンディングという言葉には定義が決まっていないので、いくつかの論文から引用しそれらの共通点をまとめる。

・クラウドファンディングとは通常、ネットを通じた不特定多数からの資金

調達をこの名称で呼んでいることが多く、その資金調達には寄付、物品・サービス購入、投資などが含まれる。(松尾順介、2014)

・クラウドファンディングとは、最終資金需要者が自らの事業に用いるため、資金提供者に価値あるものを対価として仲介プラットフォームを通じて、不特定多数の人々から資金を得る直接金融の仕組み。(玉井由樹、2018)

・クラウドファンディングとは、インターネットの Web サイトで、資金提供者と資金需要者をマッチングして、資金調達を可能とするもので寄付型、事前購入型、融資型、投資型、株式型の 5 種類がある。(遠藤正之、2018)

これらをまとめると、クラウドファンディングとは資金需要者がインターネットを通じて不特定多数の人々から資金を調達する仕組みということがわかる。また、資金の調達方法にはいくつかの種類が存在することも読み取れる。以下では「融資型」「購入型」「寄付型」の大きく分けて 3 つの種類について考察する。

15 2 - 1 「融資型」

融資型とは、資産運用を考えている投資家などが資金を必要としている企業や個人にお金を提供する仕組みのクラウドファンディングである。資金調達者である企業や個人が金利、返済期間などをサイト上に掲載し、提供者はそれらを考慮し投資を行う。投資家が直接企業や個人に融資するのではなく、このクラウドファンディングの運営者が投資家から小口で現金を集め企業や個人に融資を行う。簡単に言うと、お金を借りたいというニーズとお金を運用したいというニーズをマッチングさせる仕組みである。この融資型はソーシャルレンディングとも呼ばれ、日本では 2008 年から始まった。2014 年のソーシャルレンディングの市場規模は約 143 億円であったが、2017 年には約 1316 億円にまで成長を遂げた。この融資型は日本のクラウドファンディング全体の 9 割を占めている。

この融資型を行うメリットは、金融機関から融資を受けられない企業でも利用することができることである。銀行から融資を受けるには創業年数や業種の条件が厳しく受けられない企業も存在する。そこでこの融資型は有効だといえる。また、他のクラウドファンディングとは違いお金がリターンとして返

ってくるので、資金提供者は資産運用を行うことができるということである。
このクラウドファンディングでは金利が一般的な定期預金よりも高く設定されているため定期預金よりもリターンが大きい。しかし、この資産運用にはリスクも存在する。それは融資先が業績不振に陥った場合、リターンを受けることができなくなるということだ。その点を踏まえて、提供者は慎重に判断する必要がある。

2 - 2 「購入型」

購入型とは、出資に対するリターンとして企業が出資者に対して商品やサービスなどを提供するという仕組みのクラウドファンディングである。出資額が少額の場合にはお礼の手紙やステッカーなどのお金のかからないリターンが提供され、多額の場合にはその出資によって開発することのできた商品やサービスを提供するのが一般的である。

さらに、この購入型クラウドファンディングには2つの種類がある。1つ目は All or Nothing 型(達成後支援型)である。これは決められた期限までに目標金額が集まった場合にのみ資金調達者のもとに送金される仕組みだ。もし目標金額に達しない場合プロジェクトはキャンセルとなり、資金は提供者に返金される。2つ目は All in 型(即時支援型)である。これは決められた期限までに目標金額が集まらなかったとしても、それまでに集まった金額を得ることができる仕組みであり、支援者には必ずリターンを届ける必要がある。日本では1つ目の All or Nothing 型がメジャーである。

企業がこの「購入型」クラウドファンディングを行うメリットは資金調達以上のものがあると言われている。それは多くの人の目に触れるサイトにプロジェクトを掲載することで商品サービスの宣伝を行うことができるということである。また、市場のニーズも知ることができる。短期間で目標金額が達成された場合は、そのプロジェクトは市場にニーズがあることが読み取れ、プロジェクトを行う価値があると判断できる。反対に達成されない場合はニーズが少ないのだと読み取れる。その結果プロジェクトを実行した時のコストや、在庫管理のコストを抑えることができる。特に中小企業はもともと資金が少ないのでニーズを把握することは大きなメリットとなる。

2 - 3 「寄付型」

寄付型は資金需要者がサイト上にプロジェクトを掲載し、資金提供者は自分で支援したいプロジェクトを選択し支援を行う。このプロセスは購入型と同じだが、寄付型クラウドファンディングで集めた資金は非営利の公益を目的とするプロジェクトに限られるのが特徴である。具体例としては、ノーベル賞受賞者である京都大学の山中伸弥教授が、IPS 関連プロジェクトの資金調達を行ったことが知られている。また他のクラウドファンディングとは違い、支援者にリターンを送る必要はない。日本では 2011 年に発生した東日本大震災の復興支援のために行われ、それをきっかけに日本でクラウドファンディングが根付いたとも言われている。

このクラウドファンディングは自分の寄付したお金がどこでどう使われたかをネットで確認することもでき、社会に貢献していることを実感することができるというメリットがある。

3 章 クラウドファンディングがあげられる理由

3 - 1 「貸し手における規模の経済」の克服

クラウドファンディングがあげられる理由として、小口の取引が可能になる点である。元々金融取引は情報や行動を把握するために審査コストがかかり、規模の経済が働くと考えられ、金融機関からは費用対効果が見込めず小口の取引は敬遠されてきた。しかし、IT の技術やインターネットの普及により取引コストが低下し、さらに直接取引が可能になった。そのため金融機関とは異なり、不特定多数の資金提供者は一つ一つの取引額が少額でよいとため、投資する際に見られるリスク回避的な傾向が見られなくなり、小口の取引が可能になった。

3 - 2 「情報の非対称性」の低減

また「情報の非対称性」の低減も挙げられる。上述したように、中小企業は「情報の非対称性」が大きいために資金提供者からの融資を受けにくい。しかしクラウドファンディングは「情報の非対称性」を小さくできる。クラウドファンディングで資金を集める場合には、資金提供者に高い信用を与える必要が

ある。つまりここでいう信用とは情報である。資金調達者は資金提供者から信用してもらうためにより多くの、より正確な情報を提供すると考えられる。またインターネットの「直接」性により資金提供者による情報取得は容易となる。SNS等を活用している資金提供者も存在し、直接対話することで情報のやり取りが可能になり、間接金融だけでなく、株式などといった他の直接金融に比べても、「情報の非対称性」は低減する。

4 章 クラウドファンディングの事例

クラウドファンディングの利用動機や優先順位を他の資金調達手段と比較している研究が見当たらない。そのため以下では「中小企業のクラウドファンディング(玉井由樹、2018)」「中小企業のためのクラウドファンディング(丸山隆、2018)」に取り上げられているクラウドファンディングの利用事例を参考にし、他の資金調達手段と比較していく。

15 4 - 1 骨伝導式イヤホン「earsopen」の開発事例

この製品は鼓膜ではなく骨を振動させて音を伝えるという新方式のイヤホン。耳たぶにクリップをはさみ、耳をふさがずに音を聞けるという画期的な製品である。

難聴者やランニング時の利用など製品の用途が明確なこと、また特許に裏付けられた製品であることより、幅広い層から支持を集めた。結果3か月間で7593人から約1億150万が集まった。日本では数少ない1億円という大台に突破した製品だったことが広告効果となり、流通業者から注目を浴び、一般販売へところぎつけた。開発者は元々資金に困っていたからではなく、マーケティング効果を期待して、クラウドファンディングを利用した。

25

4 - 2 「3D プリンター」の開発事例

2014年1月15日、3Dプリンターの開発手掛ける「ボンサイラボ(株)」はクラウドファンディングサイト「kibidango」で3Dプリンターの製造・販売プロジェクトを立ち上げ、約1050万(達成率525%)を集めることに成功した。この事例は支持者から集まった資金が目標に達すると成功となり、支持者に同

30

製品が届く仕組み。つまり購入型であることが分かる。

「リーズナブルな価格の 3D プリンターを日本中の教育現場に届けたい」という訴えが多くの人賛同を得たという。

5 4 - 3 玩具開発の成功事例

バネメーカーの五光発條（横浜市）は 6 種類のばねと接続パーツでブロックのように組み上げる玩具「SPLink(スプリック)」を開発し、2013 年 12 月に発売した。

同社社長はクラウドファンディングを活用することで、「売れるかどうかを販売前に判断できた」と振り返る。構想段階では社内の反応も悪かったが、クラウドファンディングを通じて、2 か月間で資金が 55 万円集まった。「支持者を 52 人集められたことが自信につながった」という。

開発中は毎日のようにフェイスブックやメールで支持者に状況を報告。支持者から様々な反応が返ってき、同社社長はプレッシャーも感じていたという。

この事例は資金提供者が支持者となり、構想・開発段階から一緒にプロジェクトに取り組んだ成功事例である。

4 - 4 東日本大震災の事例

「中小企業のクラウドファンディング(玉井由樹)」によると、研究対象は融資型クラウドファンディングを利用した事例である。具体的な対象は 2011 年 3 月に発生して東日本大震災により大きな被害を受け、復興過程において融資型のクラウドファンディングを利用した企業である。その企業は水産加工業であり、東日本大震災を契機にいち早くクラウドファンディングを用いて、資金調達を行った企業である。企業へインタビュー、またはブログ書籍などで集めた情報をもとにしている。

その企業は水産加工業を営む会社であり、震災前の資本金は 1 千万円、売上高は約 5 億円であった。業務用の売上が 8 割を占めており、小売での直接販売の比率は 2 割程度であった。取引先との関係性も売上も安定していたものも、国内の販売に限界を感じ、海外進出も考えていた時期であった。震災以前は新たな資金調達の必要性は感じてなかった。

2011年3月11日に発生した震災により、本社、工場、倉庫が全て津波により流出した。再建を考えており、中国の企業から100億～200億の出資の話があった。しかし、経営権を手放す気はなく出資を断った。そこでNPO法人の事務局長Y氏からの提案がきっかけでクラウドファンディングによる資金調達

5 始めた。具体的には、寄付型クラウドファンディングで5千万円、融資型クラウドファンディングで5千万円、合わせて1億円である。出資者は2532人であった。決意した理由としては融資型クラウドファンディングの資金調達がリスクのない仕組みだと考えたためである。これは株式と違い経営権の移動がなく、また失敗した場合元本を返済しなくても良いという点である。

10 企業が他の資金調達方法と最も違うと感じた点として、出資者が顧客になっているという点である。出資者特典を送付したところ、お歳暮の注文が急激に増加した。一方で2000人を超える出資者への返済に銀行借入とは違ったプレッシャーを感じたと述べている。

また今後の利用については今回1億を募るために10ヶ月もかかった。今後

15 は良い事業でないと集まらないと感じているため、融資型クラウドファンディングを利用する条件として、出資者を巻き込むような新規事業の場合であれば利用したいと考える。しかしそれ以外の場合は銀行借入を利用しようと考えている。

また同じような状況下で、融資型クラウドファンディングを行った別の企業

20 によると、集めた金額は少額であるが、つながりが大きな効果を持っていると考える。銀行借入と組み合わせて使うことが有効ではないかと感じている。

5章 クラウドファンディングのメリット・デメリット

5-1 他の資金調達との違い（メリット）

25 まず調達者のリスクの低さである。金融機関から融資を受ける場合、利息を含めて返済義務があるが、上記で述べたように寄付型や購入型は金銭でなく、また融資型は事業に失敗した場合の返済義務がない。この点で金融機関から融資を受けるより大きな利点がある。

また他の資金調達方法と違い、資金調達者と資金提供者の間に投資とリター

30 ン以外の関係が生まれているという点である。バネメーカーの五光発條の事例

では、出資者とメールで様々なやり取り、東日本大震災の事例では出資者が顧客になるという話が出ていた。特に東日本大震災事例ではリターンである出資者特典を送付した後にお歳暮に注文が増加した。寄付型クラウドファンディングや融資型クラウドファンディングは出資者側に大きなリスクが存在する。そのため出資する際に株式による資金調達よりも、その企業や企画そのものの魅力を優先する。結果ほかの資金調達方法より資金提供者とのつながりが感じられるのではないかと考えられる。

さらに資金提供者以外の第三者にもつながりが生まれるという点である。骨伝導式イヤホンの事例では、クラウドファンディング集まった金額の反響で流通業者とつながり、一般販売にこぎつけた。また五光発條 HP にて同社長は「SNS やクラウドサービスの発展によって、技術を持て余した町工場の人たちと、新しいことを始めようとしているデザイナーやクリエイターがつながるようになった」と話している。金融機関からの借入では、企業は金融機関の人以外に事業の PR を積極的にする必要がない。そのため第三者は企業が行う事業に注目はおろか気づくこともないだろう。しかし、クラウドファンディングは企業が資金調達のため積極的に SNS など情報発信するため、資金提供者だけでなく、販売や共同事業を考える第三者を集めることができると考える。

資金調達者と資金提供者、資金提供者以外の第三者とのつながりという点は3章で述べた「貸し手における経済の規模」の克服、「情報の非対称性」の低減が大きな要因となっている。「貸し手における経済の規模」の克服では、資金調達者は少額での取引が可能になった。結果、資金調達者は多数の資金提供者とつながりが生まれた。「情報の非対称性」の低減では、インターネットの「直接性」により資金提供者による情報取得が容易となった。そして、簡単にやりとりが可能になったことで、資金調達者は資金提供者、資金提供者以外の第三者とのつながりが生まれた。

5 - 2 他の資金調達との違い（欠点）

一つは集めるのに時間がかかってしまうという点である。金融機関からの融資の場合、審査が通れば融資が実行されるまでに 3~4 週間ほどといわれている。しかし東日本大震災の事例にもあるように 1 億円を集めるために 10 か月

もの時間を要した。銀行融資の 10 倍ほどの時間がかかっている。そのためすぐに実行したい企画などには向いていない。クラウドファンディングで資金を募る場合、すぐに集まるという自信のある企画か、ある程度の時間を見積もった企画でなければならない。最悪の場合、目標の金額まで集まらないこともある。

また資金需要が限定的である。上記の事例の通り、新規事業や事業の拡大といった資金需要が多く、経営改善のための資金は集めにくいという点である。経営が悪化している、利益が出ていないために、経営を続けるための資金を募ったところで、資金提供者は興味を持たずに、その企業に資金は集まらないだろう。クラウドファンディングで資金を集めることができるのは、新規事業や事業の拡大など限られた資金需要だと考えられる。

終わりに

現在、日本の中小企業の資金調達は間接金融、特に銀行借入に依存している。その理由として、「貸し手における規模の経済」の問題より、大企業に比べて小口の銀行融資を受けることができない。「情報の非対称性」の問題より、高い利率での借り入れになるなど、資金調達の際に大きな問題があった。そこで、クラウドファンディングはそれらの問題を解決できる、資金調達方法であると考えた。具体的な事例をもとに、ほかの資金調達と比較した。その結果、5 章で述べたように、クラウドファンディングは資金を集める過程で他の資金調達にないメリットがあることが分かった。メリットの一つは資金調達者リスクが低いこと。二つ目は「貸し手における経済の規模」の克服、「情報の非対称性」の低減より、資金調達者と資金提供者、資金提供者以外の第三者とのつながりが生まれることが分かった。

中小企業の間接金融に依存した資金調達の現状を変えるにはクラウドファンディングは十分な方法だ。しかし、経営改善に活用しにくい点や資金が集まるか不確定な点など課題は存在する。また IT を駆使した他の資金調達、「オンラインレンディング」、「トランザクションレンディング」も存在する。今後はこれらの他の FinTech と比べ、資金調達者である中小企業のニーズに合わせた資金調達方法を研究したい。

参考文献

- ・石川常雄(1980)「クラウドディング・アウト効果をめぐって」経済論叢, 126(3-4): 127-149 <<https://doi.org/10.14989/133842>> 2019 年 10 月 24 日アクセス
- ・上原啓一 (2007)「中小企業における資金調達の課題」
- 5 <https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf> 2019 年 10 月 23 日アクセス
- ・遠藤正之 (2018)「中小企業金融の資金調達分野のイノベーション動向と展望」
- <https://www.jstage.jst.go.jp/article/jasmin/2018t10/0/2018t10_295/_pdf/-char/ja> 2019 年 10 月 23 日アクセス
- 10 ・遠藤正之 (2017)「FinTech が中小企業金融にもたらす影響」『日本政策金融公庫論集第 37 号』
- <https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/ronbun1711_03.pdf> 2019 年 10 月 24 日アクセス
- 15 ・玉井由樹 (2018)「中小企業の資金調達とクラウドファンディング」現代経営研究 : 現代経営研究学会誌 / 現代経営研究学会 編
- ・中小企業庁「中小企業白書 (2016 年)」
- <https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf> 2019 年 10 月 23 日アクセス
- 20 ・中野清 (2013)「中小企業を救え！」(東洋経済新報社)
- ・丸山隆平 (2018)「中小企業のためのクラウドファンディング入門」(一般財団法人 経済産業調査会)
- ・松尾順介「クラウドファンディングと地域再生」
- <http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/88/88_02.pdf> 2019 年 10 月 23 日アクセス
- 25