

クラウドファンディングと地域再生

松尾 順介

要 旨

近年、世界的にクラウドファンディングが注目されている。

我が国では、2013年6月に閣議決定された、政府の日本再興戦略を受けて、金融審議会が資金調達が多様化および地域のリソースの活用のための方策として、クラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて検討を行い、さらに第二種金融商品取引業協会も「投資型クラウド・ファンディングに関する検討会合」を設置し検討を行っている。

他方、現政権下でも、地方創生関連法案が審議され、地域活性化・再生は、重要な課題と位置づけられているが、かねてより内閣官房地域活性化統合事務局によって「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会」が設置され、一般から小口の投資資金をファンド形式で調達し、地域活性化を促すという試みを支援する取組が進められている。

本稿では、クラウドファンディングの類型を確認した上で、日本での現状を概観するとともに、世界規模でのクラウドファンディングの市場規模と最近の動向を検討する。その上で、地域再生におけるクラウドファンディングの役割を考察する。さらに、今後クラウドファンディングが拡大するためには、規制の役割が重要な課題となることを踏まえ、規制のあり方について検討を加える。

特に、地域再生という観点では、地域の小規模な事業者の活性化・再生が重要な課題であり、そこではクラウドファンディングが重要な役割を果たし得ることを示唆した。

ただし、今後のクラウドファンディングの成長にとって、規制のあり方をどのように設計するかは、きわめて重要である。過剰な規制が採用されると、このようなスキームはコスト面で成り立たなくなる反面、過小な規制状況では、不正の横行が懸念される。適切な規制をどのように設計するかは、今後のクラウドファンディングの成長にとって不可欠な課題である。

目	次
I. クラウドファンディングとは	III. 地域再生におけるクラウドファンディングの役割
1. クラウドファンディングの種類	1. クラウドファンディングによる再生事例（酔仙酒造）
2. クラウドファンディングの現状と規制	2. クラウドファンディングによる再生事例（八木澤商店）
II. クラウドファンディングの世界的市場規模	IV. クラウドファンディングにおける規制上の課題
1. massolution による調査と分類	まとめ
2. 世界のクラウドファンディング市場の成長と内訳	
3. キャンペーンの成功率と活発さ	
4. クラウドファンディング市場の今後の発展	

はじめに

近年、クラウドファンディングが注目されている。クラウドファンディングとは、必ずしも明確な定義が確立されているわけではないが、インターネットを通じて多数の資金提供者を集め、投資や寄付などの形態で小口資金を資金調達者に提供する仕組みと理解される。通常、多数から小口の資金を集めるためには、相当な調達コストがかかるが、IT 技術によって、ウェブ上で情報提供から契約や決済などの手続きが低コストで容易に行われるようになったことが、クラウドファンディングの運営を可能にしている。さらに、クラウドファンディングが広がっている背景には、フェイスブックなどのソーシャルネットワークが普及したことで、これらを介してビジョンや価値観などを共有する人々が集まるネット上のコミュニティが形成されたことが指摘できる。つまり、このようなコミュニティの中で、多種多様な目的のもとに資金提供者と資金調達者が出会い、資金のやり取りを行っている。したがって、クラウドファンディングには、寄付型、物品・サービス購入型、投資型など、資金の性格の異なるものが混

在しており、資金調達者や資金使途なども多岐に及んでいる。

そのような状況の中、我が国では、2013年6月に閣議決定された、政府の日本再興戦略を受けて、金融審議会が資金調達の多様化および地域のリソースの活用のための方策として、クラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて検討を行っている。つまり、ここでは新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、クラウドファンディングが取り上げられている¹⁾。さらに、同審議会の審議に対応するため、第二種金融商品取引業協会は、「投資型クラウド・ファンディングに関する検討会合」を設置し、2013年8月から検討を開始している²⁾。

他方、現政権下でも、地方創生関連法案が審議されているように、地域活性化・再生は、重要な課題と位置づけられているように、2012年8月に内閣官房地域活性化統合事務局によって「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会」が設置されており、一般から小口の投資資金をファンド形式で調達し、地域活性化を促すという試みを支援する取組が進められている³⁾。この観点から考えると、地域の中堅・中小企業、さらにはコミュニティ・ビジネスやソーシャ

ル・ビジネスにとって、クラウドファンディングが有力な資金調達手段となる可能性がある。

したがって、本稿では、クラウドファンディングの類型を確認した上で、日本での現状を概観するとともに、世界規模でのクラウドファンディングの市場規模と最近の動向を検討する。その上で、地域再生におけるクラウドファンディングの役割を考察する。さらに、今後クラウドファンディングが拡大するためには、規制の役割が重要な課題となることを踏まえ、規制のあり方について検討を加える。

I. クラウドファンディングとは

1. クラウドファンディングの類型

「クラウドファンディング (crowdfunding)」と呼ばれているものの定義は必ずしも明確でない。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場合が多く、その資金調達には、寄付、物品・サービス購入、投資などが含まれている。金融審議会資料では、資金調達別にクラウドファンディングを寄付型、購入型、投資型に分類している。

寄付型は、ウェブ上で寄付を募るものであり、金銭的リターンは想定されていない。この種のクラウドファンディングとして有名なものは、一般財団法人ジャスト・ギビング・ジャパンが運営する JustGiving Japan であり、同サイトは、2001年に英国で設立された JustGiving を端緒として、2010年3月から運営が開始された。このサイトでは、寄付を呼びかけるのは、サイトの運営者や資金調達者ではなく、チャレンジャーといわれる呼びかけ人が、支援する団体を指定して、サポーターと呼

ばれる資金提供者に寄付を呼びかける仕組みとなっている。その際、支援先は、子ども、社会環境、医療・障がい・介護、人権、地域芸術・スポーツ、教育、自然資源・エネルギー、被災者など17の分野から選択する。現在、寄付金総額1,077,860,223円、チャレンジ件数5,773件、寄付件数101,002件、寄付件数896団体となっている⁴⁾。なお、iPS細胞の研究でノーベル賞を受賞した山中伸弥教授もこのサイトで研究費の寄付を募集したことが報道されている⁵⁾。

購入型は、ウェブ上でモノ作りなどのプロジェクトに対して資金調達が行われ、そのプロジェクトの成果となるモノやサービスなどが対価として資金提供者に還元される仕組みである。現在、この種のサイトとしては、READYFOR? (レディフォー)、CAMPFIRE (キャンプファイアー)、COUNTDOWN (カウントダウン)、motion gallery (モーションギャラリー)、myringHR (マイリングエイチ・アール)、WESYM (ウィシム) などがある。例えば、READYFOR? は、同社のHPによると⁶⁾、同社は日本初のクラウドファンディングサービスであり、取扱額でも国内最大である。また、2011年4月の開設後、約400プロジェクトの資金調達を行い、これまで合計で約3万人から約2億4千万円を調達している。さらに、他のクラウドファンディングサイトに比べ、公共性・社会貢献性の高い活動への支援が特に多いことを特徴とする、マルチジャンルのプラットフォームとしている。なお、同サイトで公開されるプロジェクトは、同社が審査した上で支援募集が開始される。また、同サイトでは、「All or Nothing」型が採用されており、プロジェクトの実行者は、支援金の目標金額と募集期間を設定し、募集期間内

に目標金額が集まった場合のみ、プロジェクトが成立し、支援金を得ることができる。逆に、目標金額に満たない場合は、プロジェクトは成立せず、支援金は支援者に全額返金されることになる。それは、不十分な資金では、プロジェクトは実行できず、支援者へのお礼もできないからであるという。なお、プロジェクトが成功した場合の手数料は17%である。現在、同サイトでは、小津安二郎監督作品「晩春」の修復プロジェクトに対する資金募集が行われており、1万円の資金提供者には、修復後のブルーレイ1枚などが送られることになっている。

投資型は、資金提供者は資金調達者から金銭的リターンを受けることを想定しており、ここには、集団投資スキーム型と株式投資型が含まれる。前者は、運営者を介して、投資者と事業者との間で匿名組合契約などの出資契約を締結し、出資を行う仕組みである。また、後者は資金調達者が株式を発行し、資金提供者はその株式を取得し、剰余金分配や株価の値上がりによって利益を得る仕組みである。この投資型については、次の2で考察する。

なお、金融審議会の資料では、以上の3分類以外に、「匿名組合契約に基づき投資家から出資を募り、集めた資金の貸付を行う形態」が存在することが注記されている。この場合は、資金調達者は資金提供者に対して、一定期間後に所定の利息と元本を返済する仕組みとなる。現在、この種のサイトとしては、2009年からサービスを開始したAQUSH（運営会社は、株式会社エクステンジコポーレーション）による、AQUSHローンマーケットが挙げられる。このスキームは、匿名組合を通じて出資者から資金を集め、資金調達者に融資を行うものであり、資金調達者はAQUSHの審査によって、5段

階の信用格付け（AQUSHグレード）が付与され、出資者は、このAQUSHグレードと金利で特定された匿名組合を選択して出資する。それぞれの匿名組合は、特定されたAQUSHグレードに合致する、個人または法人の借り手に対して、審査を行った上、小口分散化して貸し付けを行う。現在、出資額は総額884,017,686円である⁷⁾。また、2013年から日本クラウド証券はクラウドバンクという業務を開始し、個人投資家がネットを通じて小口資金をベンチャー企業や新興国のマイクロファイナンス金融機関等に貸付ける業務に取り組んでいる。同社のスキームも匿名組合を設立した上で、ネット上で出資者を募り、同社が審査し、融資可能と判断した複数の貸付先に融資を行うものであり、現在の運用資産総計は177,860,000円である⁸⁾。これらのスキームは、「貸付け型」と分類されることもあるが、このスキームでは直接資金調達者と資金提供者が貸付契約を結ぶわけではなく⁹⁾、出資者は匿名組合契約に基づく出資者であることを考えると、投資型の側面もある¹⁰⁾。

なお、金銭的リターンを伴うもの（投資型）と金銭的リターンを伴わないもの（非投資型）とに分類する考え方もある。この分類によれば、前者はエクイティ投資型とデット投資型に区分され、後者は寄付型と財・サービス型に区分される¹¹⁾。

以上は、資金調達あるいは提供の面からクラウドファンディングを分類したものであるが、クラウドファンディングの規制を考える際、第三者の関与のあり方によって規制の内容や種類も異なるものとなる。そこで、第三者の関与のあり方によって、プラットフォーム提供型、媒介型、引受け（元請け）型に分類される¹²⁾（図表2および3参照）。

図表1 日本におけるクラウドファンディングの概況

類型	寄付型	購入型	投資型
概要	ウェブサイト上で寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付する等	購入者から前払いで集めた代金を元手に製品を開発し、購入者に完成した製品等を提供する等	運営者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約を締結し、出資を行う等
対価	なし	商品・サービス	事業の収益
業登録の要否	－	－	第二種金商業
主な資金提供先	被災地・途上国等の個人・小規模事業等	被災地支援事業、障害者支援事業、音楽・ゲーム制作事業等を行う事業者・個人等	音楽関連事業、被災地支援事業、食品、酒造、衣料品等
資金調達規模	数万円程度	数万円～数百万円程度	数百万円～数千万円程度
一人あたり投資額	一口1円～(任意)	一口1,000円程度～	一口1万円程度～

※上記のほか、匿名組合契約に基づき投資家から出資を募り、集めた資金の貸付けを行うといった形態も存在。

〔資料〕 各種ウェブサイト

〔出所〕 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」第1回会合配布資料、p.13

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20130626/03.pdf

まず、プラットフォーム提供型では、第三者（ウェブサイトの運営者）は、あくまでもプラットフォームを提供しているだけで、資金調達者と資金提供者の間の取引に関与しない¹³⁾。次に、媒介型では、第三者が両者の間の取引を媒介するものである。さらに、引受け（元請け）型では、第三者が引受人となり、それぞれ資金調達者および資金提供者と取引を行なうことになる。

このように分類した場合、プラットフォーム提供型と媒介型においては、第三者は資金調達者と資金提供者間の取引に参加しないため、資金調達や対価の提供は当事者の自己責任となる（ただし、プラットフォーム提供や媒介を行なうことに伴う説明責任などが発生する）が、引受け型では、第三者は両者との取引に直接関与するため直接的な責任を負担することになる¹⁴⁾。

2. 投資型クラウドファンディングの現状と規制

1で述べたように、投資型クラウドファンディングには、集団投資スキーム型と株式出資型がある。現状を見る限り、前者は匿名組合方式を採用するスキームがほとんどを占めているものと思われる。また、後者は新株式発行による事例が出てきている。

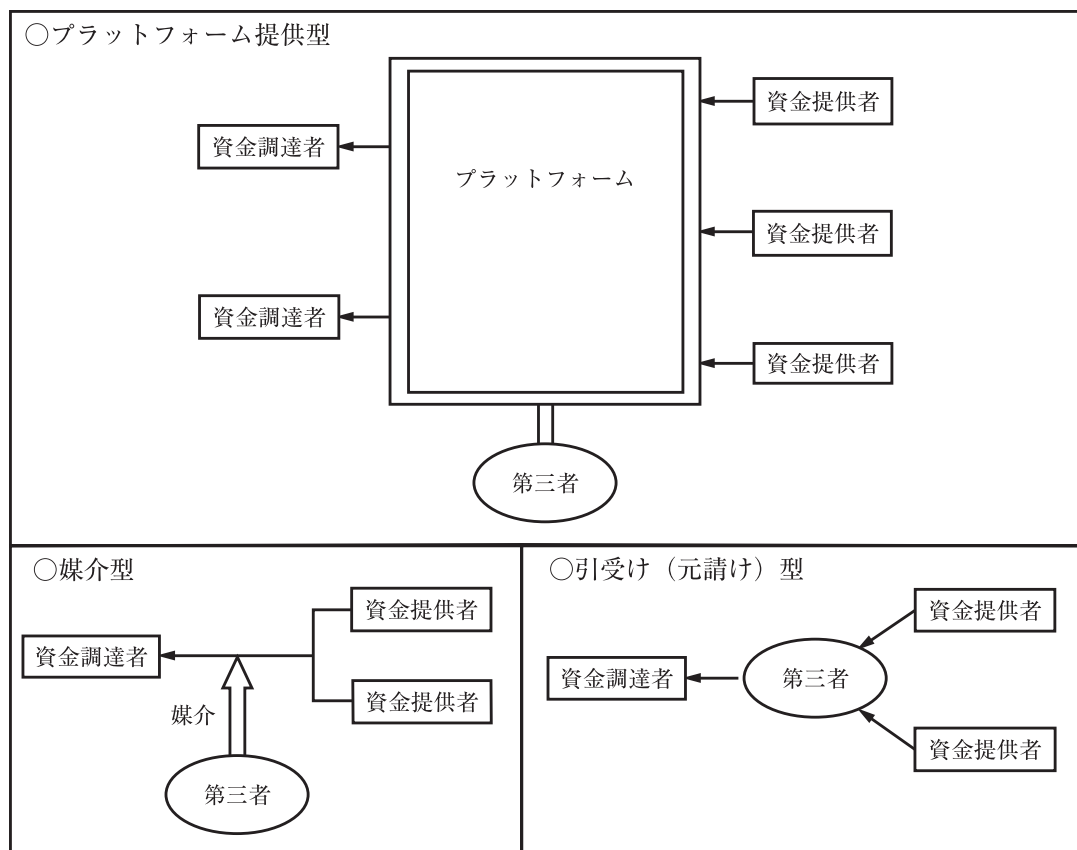
集団投資スキーム型としては、メディア等でもよく紹介されているのが、ミュージックセキュリティーズであり、同社は2000年に設立され、当初は音楽ファンドを運営していたが、現在では食品、日本酒、衣料、農業、林業、スポーツクラブ、工芸品、さらに被災地や途上国支援など多種多様な業種・分野に投資するファンドを運営しており、これらはいずれも匿名組合契約である¹⁵⁾。ただし、同社の場合は、単に

図表2 第三者の関与態様による類型

類型	第三者の関与の態様
プラットフォーム提供型	第三者（プラットフォーム提供者）は、資金調達者が必要情報を掲示し、資金調達を募るためのクラウドファンディングの「場（プラットフォーム）」となるウェブサイトを経営し、提供するが、資金調達者と資金提供者の間の個別の取引には存在しない
媒介型	第三者（媒介者）が資金調達者と資金提供者の間の取引を媒介する
引受け（元請け）型	第三者（引受人）が資金調達者・資金提供者とそれぞれ取引を行い、資金提供者から調達した資金を資金調達者に供与しつつ、資金調達者から提供される対価を資金提供者に還元する

〔出所〕 有吉 [2013] p.17

図表3 第三者の関与態様による類型：類型イメージ



〔出所〕 有吉 [2013] p.18

金銭のリターンだけでなく、投資先の生産品の現物給付やイベント参加などの特典をつけるファンドも多く、購入型の要素も併せ持ってい

る面があるといえる。

他方、株式型¹⁶⁾としては、2013年8月、日本クラウド証券が春うらかな書房の新規発行株

式をフェイスブックやYouTubeを使って募集した事例がある。この事例では、1株113,000円、募集額は約5,000万円であった¹⁷⁾。

ところで、投資型クラウドファンディングの規制を考察する際、現状のスキームは、資金調達手段として、不特定多数の投資家に対して株式発行を行う場合と、匿名組合を利用する場合とに大別されるため、両者を区別して規制を考察する。

まず、株式発行の場合については、50名以上の投資家に対する株式発行による資金調達は、原則として金融商品取引法上の有価証券の募集に該当し、株式の発行総額が1億円未満であることなどの要件を満たす場合を除き、同法に基づく開示規制が課されることになる。これには、いわゆる「プロ私募」などの例外規定が定められているが、クラウドファンディングの性格上、このような除外規定に該当する可能性はほとんどないと考えられる。したがって、有価証券届出書の提出や目論見書の作成・交付などの発行開示とともに、有価証券報告書の提出などの継続開示が必要となる。

さらに、ここで論点となるのは、株式発行に関与する第三者の位置づけであろう。第三者が有価証券の募集の取扱いを行う場合、金融商品取引業に該当し、第一種金融商品取引業の登録が必要となる。ただし、クラウドファンディングにおいては、第三者がどのような行為を行った場合、募集の取扱いとみなされるかについて、必ずしも明確な基準はないようであるが、株式の取得について、事実上尽力した場合、募集の取扱いに該当するという見方が示されている¹⁸⁾。なお、有価証券の募集の際、当該有価証券を取得させることを目的として、その一部または全部を取得した場合、有価証券の引受に該

当し、これを業とする場合、第一種金融商品取引業に該当する¹⁹⁾。特に、元引受を行う場合は、財務要件がより厳しくなる。

次に、匿名組合を利用する場合、資金提供者は匿名組合との間で出資契約を締結し、集団投資スキーム持分、つまり金融商品取引法上の有価証券を有することになる。また、集団投資スキーム持分の発行者は、業としてこれを行う場合、第二種金融商品取引業の登録が必要となる²⁰⁾。しかし、クラウドファンディングのような比較的資金規模の小さなスキームを運用する場合、資金調達者にとって第二種金融商品取引業の登録は負担が大きい可能性がある（ちなみに、最近設立された市民出資型の太陽光発電ファンドでは、上記の負担を回避するため、匿名組合を利用せず、信託を利用した事例がみられる²¹⁾）。そこで、第二種金融商品取引業の登録を必要としない場合としては、発行者が第三者に取得勧誘を委託した（自分では全く行わない）と評価される場合がこれに該当する。ただし、その評価基準は明確でなく、スキームの個別事情に応じて判断されることになるとされている²²⁾。あるいは、資金調達者が1名以上の適格機関投資家と49名以下の適格機関投資家以外に限定した取得勧誘を行った場合、調達者が適格機関投資家等特例業務の届出を行うことにより、第二種金融商品取引業の登録は不要であるが、クラウドファンディングの性格上、これに該当する可能性はほとんどないと考えられる。

また、開示規制については、集団投資スキーム持分は、株式とは異なり、流動性に乏しいという理由から、原則として金融商品取引法上の開示規制は適用されない。ただし、出資対象事業が主として有価証券に対する投資を行う事業である場合には、開示規制が適用される（な

お、この場合も取得者を500名未満に制限することで、開示規制の適用を回避できる)。しかし、実際のクラウドファンディングの資金調達者には、これに該当するような事業はほとんどないように思われる。したがって、匿名組合を利用したスキームの場合、ほぼ開示規制の対象とはならない。むしろ資金調達者または媒介者・引受人に課される規制として、契約締結前交付書面の交付による情報提供がある。同書面の記載事項は、①金融商品取引業者の商号、名称または氏名、住所、②金融商品取引業者である旨および登録番号、③当該金融商品取引契約の概要、④手数料・報酬等、顧客が支払うべき対価に関する事項、⑤市場リスクによる損失が生ずるおそれがあるときはその旨、⑥市場リスクにより元本を上回る損失が生ずるおそれがある時はその旨、⑦その他顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要事項として内閣府令定めるもの、となっている。なお、この金融商品取引業等に関する内閣府令82条～97条は16条にわたって書面の共通記載事項等が定められている。ただし、この契約締結前交付書面に関しては、顧客が適切な投資判断を下す際の重要な資料であるとされるものの、一般投資家にとって内容が難しく、理解することが至難であるという指摘もある²³⁾。なお、このスキームにおいて、第二項有価証券の募集・私募の取扱を行う者は、第二種金融商品取引業者の登録が必要となる²⁴⁾（さらに、引受を行う場合は、第一種金融商品取引業の登録が必要である）。

II. クラウドファンディングの世界的市場規模

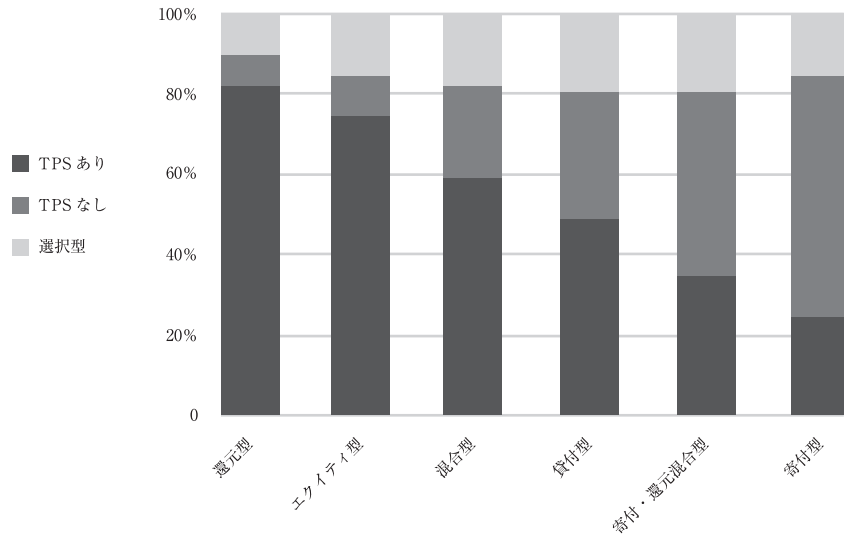
1. massolution による調査と分類

世界のクラウドファンディング市場の現状について、詳しい調査結果を公表しているのは、massolution という組織であり、その調査レポートが“2013CF The Crowdfunding Industry Report”である。なお、同社は、政府、機関および企業のクラウドソリューションの利用について先駆的な調査・助言会社であるという²⁵⁾。

同レポートは、いくつかのデータソースと外部調査から情報を得ている。同レポートによると、813と推計されるプラットフォーム（活動中と準備中を含む）のうち362のクラウドファンディング・プラットフォームがCrowdsourcing.orgのウェブサイトを通じてこの調査に参加しており、回答率は45%である²⁶⁾。以下、同レポートの主たるポイントを紹介する。

まず、クラウドファンディングの分類として、以下の4モデル、①寄付型 (donation-based)、②還元型 (reward-based)²⁷⁾、③貸付型 (lending-based)²⁸⁾、④エクイティ型 (equity-based)、および新規モデルとして、ロイヤリティ型 (royalty-based)²⁹⁾が挙げられており、これらは取引ベースの分類である。他方、Threshold-Pledge System (TPS) をベースにした3分類も示されている。このThreshold-Pledge System については、的確な訳語が見当たらないが、いわゆる all or nothing 型に相当するものと思われる。通常、クラウドファ

図表4 TPSの有無による分類



〔出所〕 massolution [2013] p.136

ンディングには、all or nothing 型と keep it all 型があると言われ、前者は当該事業者（キャンペーンオーナー）の設定した資金調達目標額を下回る資金しか集まらなかった場合、資金調達者に資金が渡されず、キャンセルされるタイプであり、後者は資金調達目標額を下回った場合でも、資金が渡されるタイプとされる³⁰⁾。したがって、ここでは、当初公表された資金調達目標額がキャンペーンオーナーにとって達成を義務付けられているかどうかという点が分類上のポイントとなる。つまり、キャンペーンオーナーが資金目標額を達成しなければならない場合、そのクラウドファンディング・プラットフォームはTPSを有しているとされる。TPSは、しばしばクラウドファンディングにおいて必須のものと考えられているが、それは必ずしも正確ではなく、全世界の54%のプラットフォームしかこのシステムを採用しておらず、28%は到達目標に達するかどうかとは関係なく、キャンペーンオーナーに資金を提供して

いる。また、プラットフォームによっては、両方のキャンペーンオーナーをターゲットにしている場合やその判断をキャンペーンオーナーに委ねている場合があり、その比率は18%である³¹⁾。さらに、タイプ別のTPSの採用状況については、図表4の通りである。ここからは、還元型やエクイティ型の採用率が高く、逆に寄付型では低いことがわかる。これは還元型やエクイティ型においては、目標とする資金調達が達成できない場合、イベント自体が成り立たなくなる可能性が高いのに対し、寄付型ではそのような可能性が低いことが理由として考えられる。

2. 世界のクラウドファンディング市場の成長と内訳

世界のクラウドファンディング市場の成長について、同レポートでは、2012年の資金調達額は、前年比81%増で約27億ドルと報告している。内訳は、北米16億600万ドル、欧州9億

図表5 種類別のクラウドファンディングの拡大

(単位：100万ドル)

	2010年	2011年	2012年	2013年（推計）
寄付型	460.4	675.7	979.3	1430.3
エクイティ型	49.9	88.9	115.7	165.9
貸付型	316.5	554.9	1169.7	2123.4
還元型	15.7	61.5	383.3	1344.2
混合型	—	—	12.4	74.1
合計	842.5	1381	2660.4	5137.9

〔出所〕 massolution [2013] p.25および p.29。ただし、元の2つのグラフを表に書き換え、合計額を算出した。

4,500万ドル、オセアニア7,600万ドル、アジア3,300万ドル、南米80万ドル、アフリカ6.5万ドルとなっており、北米と欧州の規模が圧倒的である³²⁾。なお、このような2012年のクラウドファンディングの市場規模の拡大は、主に貸付型と寄付型の成長に牽引されたものである。図表5に示された通り、2012年貸付型は対前年比11%で約12億ドルに急伸し、寄付型も45%増で9億7,900万ドルに増加している。なお、貸付型の主たる増加要因として、同レポートはマイクロ・ローンや地域中小企業向けローンを挙げている。また、寄付型や還元型のような金銭的なりたりのないクラウドファンディングについては、両者合わせて前年比85%増の約14億ドルである。このうち顕著な増加を示しているのは還元型である。つまり、資金提供者に対して何かが還元されるようなキャンペーンが増加したことを意味している。なお、ここには寄付と還元を結合させたタイプと純粋に対価の支給を求めるものが含まれる³³⁾。また、エクイティ型は法規制があり、世界的に成長が頭打ちとなっている。

さらに、同レポートは、2013年の市場規模を51億ドル、うち北米36億9,820万ドル、欧州13

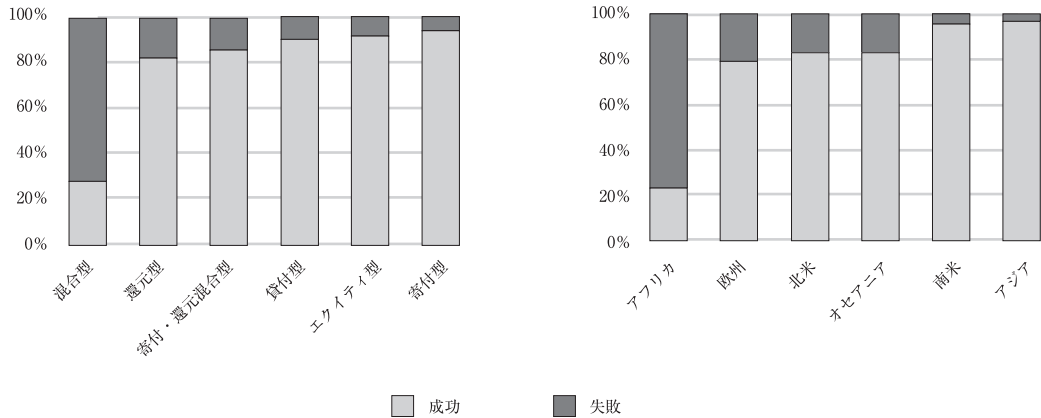
億3,000万ドル、その他地域1億970万ドルと推計している³⁴⁾。時に、北米のクラウドファンディングの急成長の要因として、貸付型の成長を指摘している³⁵⁾。逆に、エクイティ型は欧州で成長しているが、北米の貸付型に比べると市場規模は小さなものである。さらに、北米と欧州以外の地域では、今のところクラウドファンディングはまだ新規の概念であるが、今後3年以内に急成長するものと推測している³⁶⁾。

また、2012年には、全世界で110万件のキャンペーンが実施され、その内訳は、北米62.5万件、欧州47.0万件、その他地域0.8万件であった。また、タイプ別では、寄付型68万件、貸付型25万件であり、その割合は寄付型62%、貸付型22%、寄付・還元混合型15%、その他1%であった³⁷⁾。タイプ別のキャンペーン規模の中央値は、寄付型1,400ドル、寄付・還元混合型2,300ドル、還元型2,300ドル、貸付型4,700ドル、エクイティ型190,000ドルであった³⁸⁾。

3. キャンペーンの成功率と活発さ

キャンペーンの成功率については、図表6通りである。前述の通り、寄付型の場合、TPSを採用していないものが多いため、資金が支払

図表6 キャンペーンの成功率



〔出所〕 massolution [2013] p.39

われる可能性が高くなり、成功率も94%に達している。

また、同レポートでは、プラットフォームの活発さ (activity) について、キャンペーンの成功件数と個々のカテゴリーの資金調達額という2つのパラメータを使って測定し、10のカテゴリーについて、図表7その結果を示している。ただし、このデータで示されている百分率の計算根拠は示されていない。また、寄付・還元型と金銭リターン分配型という2つのタイプ別に、各カテゴリーの活発さを示したものが図表8ある。ここでも図表7同様に、社会奉仕が最も高い数値を示している。また、社会奉仕やアート系の分野では、寄付・還元型の活発さが比較的高いのに対し、ビジネス・起業、エネルギー・環境、情報・通信技術の分野では、逆に金銭リターン分配型の数値が高くなっている。このことは、前者のカテゴリーの資金提供者が金銭的なりターンよりも、社会貢献やあるいは趣味・趣向を動機として資金提供している割合が高く、逆に後者のカテゴリーの資金提供者は金銭的リターンを重視して資金提供しているこ

とを裏付けるものと考えられ、興味深い結果を示している。

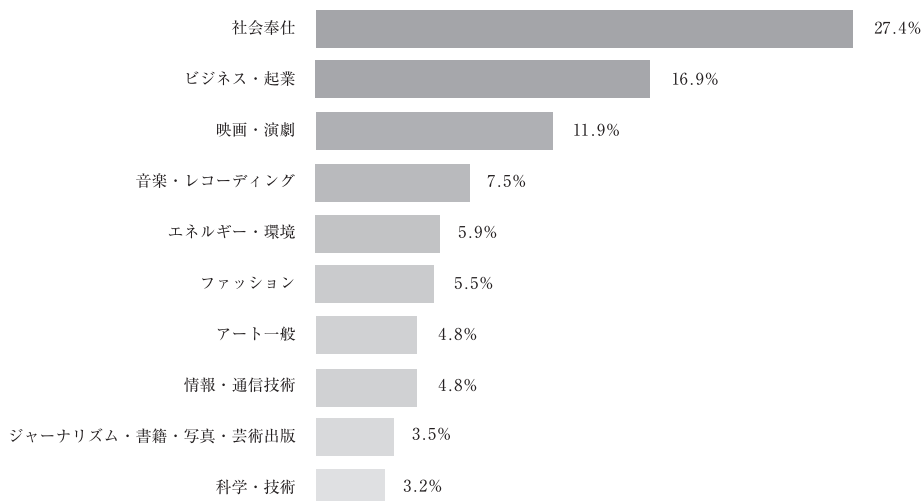
さらに、これらのカテゴリー別の活発さについて、寄付型、還元型、貸付型、エクイティ型、ロイヤリティ型という5タイプ別に示したのが、図表9である。

4. クラウドファンディング市場の今後の発展

同レポートは、クラウドファンディング市場の今後の発展について、いくつかの方向性を示している³⁹⁾。

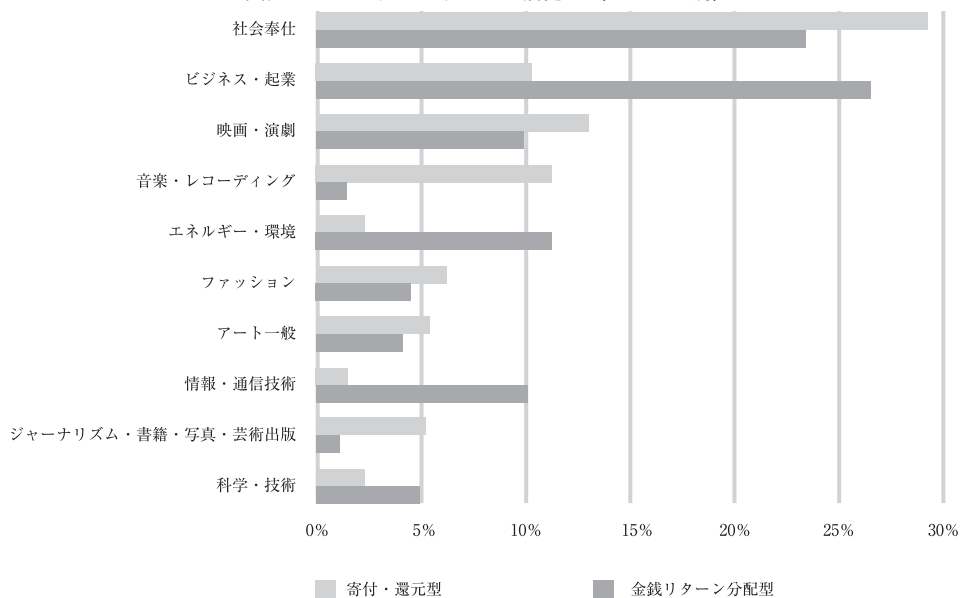
- ① ニッチ・プラットフォーム：特定のタイプのキャンペーンオーナーに特化したプラットフォームで、ビデオゲーム、レコード芸術、演劇、不動産、食品・飲料、情報技術、ファッション、ジャーナリズムなどが挙げられる。
- ② 地域投資／コミュニティ・プラットフォーム：地域投資に特化したプラットフォームであり、クラウドファンディングが、地域の投資を拡大させることが指摘されている。
- ③ ハイブリッド・プラットフォーム：様々な

図表7 プラットフォームの活発さ（各カテゴリー別）



〔出所〕 massolution [2013] p.41

図表8 プラットフォームの活発さ（2タイプ別）



〔出所〕 massolution [2013] p.43

クラウドファンディング・モデルを統合したプラットフォームであり、キャンペーンオーナーのニーズに即して、モデルを設計するようになるとされている。

④ 企業クラウドファンディング：規模の大き

な企業がクラウドファンディングの採用に関心を持つようになってきており、将来の製品・サービスの需要調査としてクラウドファンディングを採用すれば、市場分析などにかかるコストを低減させることを指摘している。

図表9 プラットフォームの活発さ (5タイプ別)

	寄付型	報酬型	貸付型	エクイティ型	ロイアリティ型
社会奉仕	32.6	17.7	12.5	23.3	15.6
映画・演劇	14.1	17.7	—	14.6	12.5
ビジネス・起業	12.8	16.3	54.2	29.1	32.3
音楽・レコーディング	9.3	11.1	4.2	—	—
アート一般	7.9	8.2	4.2	—	—
エネルギー・環境	—	—	25.0	5.1	12.5
情報・通信技術	—	—	—	14.9	—
ファッション	—	—	—	—	10.4

(注) 元の5つのグラフをひとまとめにした。

〔出所〕 massolution [2013] p.45-49

⑤ クラウドファンディングの経済成長：今後のクラウドファンディングの発展段階として、マクロレベルでの経済発展にどのように貢献できるかが問われるようになる。その際、クラウドファンディングが主要な開発銀行・機関の活動に組み込まれるかどうか、そこでシナジー効果が発揮されるかどうか、さらにクラウドファンディングという手法が、経済発展に寄与するかどうか、といった点が問われるようになる。

⑥ ライブ・クラウドファンディング：最後に、ライブ・クラウドファンディング (Live Crowdfunding) が特定の投資家のニーズに合致していることが指摘されている。ここでのライブ・クラウドファンディングについては、明らかではないが、一種のイベントと結びついたものであり、イベントとクラウドファンディングとの相互関係が、特定の起業家ニーズを充足するために進化すると指摘している。

なかでも、興味深いのは、地域投資／コミュニティ・プラットフォームという方向性である。近年、地域投資 (locavesting) という用語が登場し⁴⁰⁾、この用語がクラウドファンディングとともに語られるようになっており、クラ

ウドファンディングが、地域の投資を拡大させることが指摘されている。さらに、地域での資金調達には、事業者と投資家の信頼関係を強化し、両者はそれぞれに得るところが大きいと指摘している。さらに、今後、マクロレベルでの経済成長にどの程度寄与できるのかという点も重要な指摘であると考えられる。

そこで、以下では、上記の指摘を踏まえ、Ⅲにおいて地域再生との関連でクラウドファンディングを検討する。

Ⅲ. 地域再生におけるクラウドファンディングの役割

ここでは、地域再生におけるクラウドファンディングの役割を考察するにあたって、東日本大震災の被災企業のうちクラウドファンディングによって資金調達を行った2社の事例を取り上げ、上記2社へのインタビュー調査を踏まえて検討する⁴¹⁾。

1. クラウドファンディングによる再生事例（酔仙酒造）

酔仙酒造株式会社は、岩手県陸前高田市に本社（工場：同県大船渡市）を置く老舗酒造で、その創業は、1944年である。ただし、同社はもともと地元にあった8軒の造り酒屋が、戦時中の「企業統合令」によって1社に統合されたものである（統合時の社名は「気仙酒造」）。したがって、そのルーツは、江戸時代にさかのぼることができるという。しかし、2011年3月11日の東日本大震災による津波によって、同社倉庫を含む全ての建物が壊滅・流失し、一切の生産設備、在庫を失うとともに、7名の従業員も失う被害を被った⁴²⁾。

被災後、同社は、経営者および従業員の尽力と、各種義捐金、また同県所在の酒造、岩手銘蔵が酒蔵を貸し出すなどの支援によって、被災半年後には酒造を再開するにこぎつけた。さらに、震災翌年の2012年3月には、大船渡市に新工場の建築を開始し、同年8月には、新工場での仕込みを再開した⁴³⁾。

同社が、クラウドファンディングによって、資金調達するに至った経緯は、ファンド運営会社のミュージックセキュリティーズが被災直後の3月中から被災地企業に積極的にアプローチしたことがきっかけとなっている。その際、同社社員が同社に転職する前に勤務していた、別の酒造会社がクラウドファンディングによって資金調達した経験を有しており、当該社員がこの資金調達方法について、ある程度認識していたことも、同社がクラウドファンディングを利用する上で有益だったという。

同社がクラウドファンディングによって調達した資金は、3,000万円、ファンドは匿名組合

契約であり、そのスキームは、以下の通りである⁴⁴⁾。

- ①取扱者：ミュージックセキュリティーズ株式会社
- ②出資募集最大総額（口数）：15,000,000円（3000口）
- ③申込単位（1口あたり）：5,000円、ただし、本匿名組合契約の申込には1口あたり5,000円の応援金が別途必要となり、出資金のみまたは応援金のみでの申込は不可。（上限口数：100口）
- ④出資金取扱手数料：500円（ただし、応援金には手数料は不要。）
- ⑤取扱者の報酬：出資金取扱手数料500円／口
- ⑥募集受付期間：2011年10月21日～2012年3月31日
- ⑦会計期間：営業開始日から7年（84ヶ月）
- ⑧契約期間：本匿名組合契約成立日から会計期間終了日
- ⑨分配比率：会計期間開始日から36ヶ月間は、無分配期間とされ、売上金額の0.00%であるが、無分配期間終了後から会計期間終了日まで48ヶ月間は、売上金額の1.06%である。
- ⑩予想リターン平均月売上金額：29,481,132円（税込）
- ⑪被災前概算平均月売上金額：77,356,583円（税込）

なお、資金使途は、原材料購入費（酒米購入費等）22,300,000円、酒造設備（充填機、ボイラー、ジェットプリンター、タックラベラー等）7,700,000円、計30,000,000円である。

また、取扱者（ミュージックセキュリティーズ）は、年1回監査を行うことになっている。

このスキームでは、1口1万円で総額3,000万円の資金を集めている。このうち半額の

5,000円は寄付、残り半額の5,000円が出資であり、寄付と出資によって被災企業を支援するものとなっている。また、出資部分の5,000円については、最初の3年間は無分配で、残りの4年間で分配される。その際の分配金は、売上高の1.06%を設定している。予想リクープ月次売上高は、29,481,132円とされているので、年間353,773,584円となり、これが実現すると年間の分配金総額は、3,750,000円となるので、4年間の合計額15,000,000円となり、1口当たり5,000円の分配となる。したがって、予想を上回る売上が実現した場合、分配金額は出資金額を上回ることになり、逆に下回れば、分配金額は出資金額を下回ることになる。

なお、投資家特典として、①出資口数3口以上の出資者を対象に、「活性原酒・雪っこ」(720ml)を3口ごとに1本送付、②同社の蔵での交流会参加(ただし、渡航費、宿泊費、食費等は参加者負担)を実施する予定である。

同社によると、出資者は842名であり、そのうち出資以前からの同社商品の購入者は、2割程度で、残りの8割は震災をきっかけに、被災地支援のもとに出資に参加したと推測されることである。また、同社の本格的な再建のためには、工場建設資金として10億円以上が必要とされるので、クラウドファンディングでの調達資金によって全額を賄えない。したがって、クラウドファンディングを利用する趣旨は、単なる資金調達だけでなく、同社商品のマーケティング的な側面があり、これを契機に情報発信し、購入者層の拡大につなげる意図を有しているようである。そのためには、出資者向けのイベント企画(工場見学など)が有益であり、継続的に企画を実施したいとのことである。特に、ミュージックセキュリティーズのファンド

に出資すると、IDおよびパスワードが設定され、同社HPからファンド情報にアクセスできる仕様となっている。ここでは、ファンドの運用状況、出資先企業の営業状況、様々なメッセージ、動画などの情報が発信され、出資者と企業のコミュニケーションが図られており、一種のコミュニティが形成されていると考えられる。このようなコミュニティが、マーケティングにも有用なチャネルになるものと思われる。

2. クラウドファンディングによる再生事例(八木澤商店)

株式会社八木澤商店は、岩手県陸前高田市に本社を置く、醤油醸造会社である。設立は1960年であるが、そのルーツは1807年(文化4年)の八木澤酒造の創業に始まる。大正年間、醤油醸造業を兼業していたが、1944年、8つの酒造業が合併し、気仙酒造操業工場となるものの、1945年には気仙酒造操業工場を辞退し、ヤマセン味噌・醤油製造を開始し、上記の通り1960年、株式会社八木澤商店が設立された。その後、1982年には、しょうゆを加工した、つゆ・たれ類製造を開始し、2007年には、創業200周年を迎えた。しかし、2011年3月11日の東日本大震災によって、同社の蔵および製造工場が全壊、流失した。震災直後から、岩手県の内陸に営業拠点を移し、岩手県、秋田県、宮城県、新潟県の醸造蔵に製造を委託、その商品の販売を開始し、翌2012年5月には、岩手県一関市大東町に製造工場の建設を着工し、同年10月には、岩手県陸前高田市に戻り、本社兼店舗を再開するとともに、岩手県一関市大東町に自社製造工場を竣工し、2013年2月からは、自社工場での製造を開始した⁴⁵⁾。

同社社長によると、社長自身も従業員もクラ

クラウドファンディングと地域再生

クラウドファンディングのみならず、投資ファンドに関する知識はなく、むしろ警戒心も持っていたという。それにもかかわらず、クラウドファンディングによって資金調達することとなったのは、クラウドファンディングによって資金調達した会社関係者と人的な信頼関係があり、その紹介でミュージックセキュリティーズの担当者に出会ったのがきっかけという。

同社は、2回にわたってクラウドファンディングによる資金調達を行っている（ただし、2号ファンドは、2014年10月末現在、募集中）。

まず、第1号ファンドによる資金調達額は、5,000万円であり、そのスキームは、以下の通りである⁴⁶⁾。なお、①および③～⑤については、酔仙酒造のスキームと同様であるので省略する。

②出資募集最大総額（口数）：25,000,000円（5000口）

⑥募集受付期間：2011年4月25日～2011年9月30日

⑦会計期間：営業開始日から8年10ヶ月（106ヶ月）

⑧契約期間：本匿名組合契約成立日から会計期間終了日

⑨分配比率：会計期間開始日から36ヶ月間（無分配期間）：売上金額の0.00%、無分配期間終了後から会計期間終了日まで（70ヶ月間）：売上金額の1.00%

⑩予想リターン平均月売上金額：35,714,286円（税込）

⑪被災前概算平均月売上金額：12,250,000円（税込）

なお、資金用途は、新工場の設備費（ボイラー、ライン設備、釜の設置等）23,000,000円、製品原材料購入費（1年分）27,000,000

円、計50,000,000円である。

また、酔仙酒造のスキームと同様、予想を上回る売上が実現した場合、分配金額は出資金額を上回ることになり、逆に下回れば、分配金額は出資金額を下回ることになる。

同社によると、この第1号ファンドは、予定よりも早く8月末には満額の出資が集まり、募集完了となった。また、出資者総数は1620名であった。

現在、募集中の第2号ファンドは、資金調達額1億円となっているが、そのスキームは第1号ファンドとほぼ同様であるので、主な相違点のみ挙げると、以下の通りである。

②出資募集最大総額（口数）：50,000,000円（10000口）

⑥募集受付期間：2011年11月29日～2015年3月31日

⑦会計期間：2012年4月1日から2022年3月31日（10年）

⑨分配方法：分配金は一括して、最終決算日後に支払われる。なお、分配金には劣後特約が付される。

⑩分配比率：会計期間開始日から36ヶ月間（無分配期間）：売上金額の0.00%、無分配期間終了後から会計期間終了日まで（84ヶ月間）：売上金額の3.9%

⑪予想リターン平均月売上金額：15,262,515円（税込）

⑫被災前概算平均月売上金額：15,005,250円（税込）

なお、資金用途は、醤油工場建設費の一部25,000,000円、醤油工場製造設備（麹室、ボイラー等）の一部25,000,000円、醤油原材料費の一部（初年度）50,000,000円、計100,000,000円である。

同社社長によると、クラウドファンディングによる資金調達の意味は、同社商品のマーケティングの側面があるだけでなく、むしろ調達資金が金融庁の「金融検査マニュアル」上、資本性劣後ローンとされ、資本とみなされる措置がとられたことが重要であると指摘している。この措置は、以下である。

金融庁は、2011年11月、「『資本性借入金』の積極的な活用を促進することにより、東日本大震災の影響や今般の急激な円高の進行等から資本不足に直面している企業のバランスシートの改善を図り、経営改善につながるよう、金融検査マニュアルの運用の明確化を行う」旨を発表した⁴⁷⁾。それによると、金融検査マニュアルに記載されている「十分な資本金の性質が認められる借入金」（「資本性借入金」）について、「資本」とみなすことができる条件を明確化した。具体的には、①償還条件：15年から5年超に変更、②金利設定：業績悪化時の最高金利0.4%から「事務コスト相当の金利」の設定も可能に変更、③劣後性：無担保（法的破綻時の劣後性）から「必ずしも『担保の解除』は要しない（但し、一定の条件を満たす必要）」に変更、である。さらに、ここでは、この措置により「例えば、震災の影響で資本が毀損している企業であっても、既存の借入金を「資本性借入金」の条件に合致するよう変更（DDS：デット・デット・スワップ）することにより、バランスシートが改善し、結果として、金融機関から新規融資を受けやすくなるなどの効果が期待される」とし⁴⁸⁾、具体的な利用例として、①日本政策投資銀行と地方銀行との連携ファンド等による活用、②被災企業を支援する小口出資ファンドによる活用が挙げられ、「小口出資ファンドのような匿名組合出資方式のファンド等におい

ても、本スキームを活用することが可能」であることが明記されている。

現在、同社の資本金は1,000万円であるが、再建のための資金を融資として受け入れると財務上負債に組み込まれるため、過剰債務を抱えることになり、金融検査マニュアル上の債務者区分が低くなり、金融機関からの新規融資が得られなくなるが、クラウドファンディングによって得られた資金が資本とみなされると、過剰負債状態に陥らず、債務者区分も上方遷移し、通常先として新規融資の対象となる。その財務上の効果は、再建を目指す企業にとって極めて重要であると考えられ、この事例は、クラウドファンディングが資本増強策として活用された事例と言える。

この事例の意義を敷衍すると、クラウドファンディングの資金規模は、当該企業の必要資金規模からすると、必ずしも大きなものではなくても、その資金が提供されることで、既存の金融機関の資金を誘引する効果が生じ、両者の資金チャンネルが結合され、一種のシナジー的な効果が生まれると考えられる。つまり、クラウドファンディングと既存の金融機関は、二者択一的なものではなく、両者が共存することで企業再生に寄与するものと考えられる。このことは、企業のみならず地域再生を考える上でも示唆的であると思われる。

IV. クラウドファンディングに関する規制上の課題

もともとクラウドファンディングが注目されるきっかけの一つとして、2012年4月に米国でJumpstart Our Business Startups Act（通称JOBS法）が成立し、従来の証券法等の改正と

して、クラウドファンディングの除外規定が定められたことにより、不特定多数の投資家からインターネットを通して資金調達することが可能となったことが挙げられる。同法の背景として指摘されるのは、同法の主たる目的は、小規模の成長企業が資金調達を容易に行うことができるように改革することをされており、その背景としては米国 IPO 市場の低迷に対する懸念が示され、その要因として従来の証券規制などが問題視されたことが挙げられる。そのような経緯のもとに提出された同法案は、①新興成長企業に対する米国資本市場の再開放、②雇用創出者のための資本調達方法、③クラウドファンディング、④小規模会社の資本形成、⑤閉鎖会社の柔軟性及び成長、⑥資本増強、という6法案から構成されている。したがって、JOBS法の第3章は、クラウドファンディングについての規定が定められており、ここでは小規模成長会社がインターネットを通じて資金調達するための手段として、クラウドファンディングが位置付けられており、そのための規制改正が導入されている⁴⁹⁾。つまり、リスクマネーの調達手段としてクラウドファンディングが位置付けられているものと思われる。

他方、日本では、2013年6月に閣議決定された日本再興戦略を受けて、金融審議会に対して、新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方などが検討課題として示された。これを受けて、金融審議会は、新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループを立ち上げ、クラウドファンディングを含めた検討を行い、2013年12月に報告書を公表した。また、金融審議会の審議に伴い、2013年7月、第二種金融商品取引業協会は、「投資型クラウド・ファンディングに関する検

討会合」を設置し、投資型クラウドファンディング市場の健全な成長を促し、投資者の信頼性確保並びに市場仲介者である第二種金融商品取引業者による機能発揮の観点から、自主規制規則の導入を含む必要な施策について検討を開始した。具体的な検討項目は、①金融審議会ワーキンググループにおける検討への対応、②投資型クラウドファンディング業務を第二種金融商品取引業者が行う場合の必要な支援策（市場インフラ作り）、③投資型クラウドファンディングを活用しようとする事業者（事業者）に対する支援策、④投資型クラウドファンディングの健全な市場としての拡大に不可欠な投資者保護のための方策の検討、⑤規律ある投資型クラウドファンディング市場の成長を支える正会員の増加に向けた方策、などである⁵⁰⁾。

このように日米では、リスクマネー供給手段としてクラウドファンディングを位置づけ、その活用をそれぞれ模索している状況にあるといえる。そこで、リスクマネー供給手段としてクラウドファンディングが活用されるためには、どのような課題があり、どのような方向性が見いだされるべきかを検討する必要がある。その際、上記の分類の中では、投資型クラウドファンディングに焦点が絞られることになる。

まず、規制のあり方については、金融審議会報告では、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮が示されている。クラウドファンディングの場合、資金調達規模が相対的に小さいため、規制に伴うコスト負担が過大であると、金融商品としてのスキームが成り立たなくなる可能性がある。その反面、過小規制になると、詐欺的なスキームなど市場参加者の信頼を損ねる危険性もある。したがって、自主規制機関による適切な自主規制に委ねる方向性は妥当

なものであると思われる。ただし、適切な自主規制のあり方については、必ずしも明確ではなく、今後検討を積み重ねていく必要があるが、その際、クラウドファンディングの市場参加者の特性を十分考慮する必要があると思われる。つまり、クラウドファンディングは、経済的には金融仲介の新たな分野として位置づけられる⁵¹⁾が、そこでの市場参加者は、資金提供者・調達者もプラットフォームの運営者も含めて、従来の金融や証券市場の参加者ではなく、むしろソーシャルネットワークなど、ネット上のコミュニティの参加者となる可能性がある。また、それによって市場の成長が促されるものと考えられる。したがって、従来の金融・証券規制やその基になっている概念が共有されにくく、むしろ独自の志向性や価値観を有している可能性がある。そうなると、いわばカルチャーの異なる市場参加者が拡大する中で、自主規制のあり方を設計することになる。したがって、そのようなカルチャーの異なる市場参加者とのコミュニケーションをとりながら、自主規制を設計する必要がある。仄聞するところ、すでにクラウドファンディングのサイトの運営業者の間で、自主規制的な団体をつくる動きもあるようである⁵²⁾。もしそうならば、そのような動きと連携しながら自主規制を設計することが望ましいと思われる。

次に、投資型クラウドファンディングの資金調達者として、新規・成長企業が想定されるものの、現在の資金調達者を見る限り、地域のリソースを活用した伝統的産業・業種や再生可能エネルギー分野がかなりの割合を占める傾向にあり、今後も当面この傾向は変わらないように思われる。その際、このような資金調達者は、資金や成果の地産地消を重視する場合がある。

例えば、再生可能エネルギーの場合、発電施設（大型風車など）は地域住民にとっては迷惑な設備である場合もあり、常に地域住民に受け入れられるとは限らない。そこで、地域との親和性を確保するため、「コミュニティパワー3原則」⁵³⁾といった考え方が提示され、かなり広く受け入れられている。この考え方によれば、資金提供者は地域住民が中心となるものと解される。しかし、クラウドファンディングの場合、資金調達の地域性はなくなり、むしろ広域性が特徴となるため、「地産地消」という側面は重視されなくなり、地域との親和性が確保されなくなる可能性がある。現在、地方自治体の中には、地域活性化の中でクラウドファンディングの利用を検討する動きがあるが、そこでも地域の資金を活用することが政策的に重視されているようである。しかし、資金の地域性に拘泥しすぎると、クラウドファンディングの特性を生かすことができない。むしろ、成果の地域への一部還元など、スキームの中に地域との親和性を確保するような工夫を凝らすべきだろうと思われる。

第三に、投資型クラウドファンディングだけでなく、寄付型なども含めて、資金提供者には、社会貢献や環境に対する意識が高く、そのような価値観からスキームに参加することも見込まれる。これについては、内閣官房地域活性化統合事務局が「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会」を設置し、そこでは「家計の志を活かした新たな資金の流れの形成と活性化に向け、『ふるさと投資（地域活性化小口投資）プラットフォームの構築』」が検討された⁵⁴⁾。このような「志ある資金」に基づくスキームの場合、資金提供者に対して、その投資あるいは資金提供によって、どのような成果が達成され

たのかが明示される必要があるだろう。その際、スキームの運営者が情報提供するだけでなく、中立な第三者が公正かつ客観的な評価を行い、その評価が適切に開示される仕組みも必要であると考えられる。そのためには、第三者による評価機関も検討されるべきであろうと思われる⁵⁵⁾。また、このような評価が行なわれることによって、詐欺的なスキームや市場参加者の排除が図られるものと考えられる。

まとめ

以上、本稿では、クラウドファンディングの類型を確認した上で、日本での現状を概観するとともに、世界規模でのクラウドファンディングの市場規模と最近の動向を検討した。その上で、地域再生におけるクラウドファンディングの役割について考察を加えた。さらに、今後クラウドファンディングが拡大するためには、規制の役割が重要な課題となることを踏まえ、規制のあり方について検討した。

特に、地域再生という観点では、地域の小規模な事業者の活性化・再生が重要な課題であり、そこではクラウドファンディングが重要な役割を果たし得ることが示唆される。中でもクラウドファンディングによる資金調達、従来の金融機関からの融資資金の調達を促すという側面が確認できたことは興味深い。このことは、クラウドファンディングと従来の金融チャネルが共存することで、シナジーを高める側面があることを示唆するものと考えられる。

ただし、今後のクラウドファンディングの成長にとって、規制のあり方をどのように設計するかは、きわめて重要である。クラウドファンディングは、単にツールとしてインターネット

を利用するというだけでなく、市場参加者のあり方やニーズといった点で、従来の金融・証券市場の常識や通念が通用しにくいという側面を持っていると思われる。それは、ソーシャルネットワークの世界が、従来のアナログの世界とはかけ離れていると同様であろう。したがって、クラウドファンディングのあり方を考える際、そのような質的な差異を踏まえた議論を積み重ねる必要があるだろう。

注

- 1) 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」平成25年12月25日、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf、参照。
- 2) 同検討会合の検討内容については、第二種金融商品取引業協会 HP、<http://www.t2ffa.or.jp/event/k-kai.go.html>、参照。
- 3) ふるさと投資プラットフォームに関しては、同推進協議会メンバーによる共著書、赤井厚雄、小松真実、松尾順介『ふるさと投資のすべて』きんざい、2013年5月、を参照。
- 4) JustGiving Japan の HP、<http://justgiving.jp/about/justgiving>、参照（2014年1月26日）。
- 5) 「iPS細胞研究の山中教授マラソンで資金集め」『産経新聞』（大阪）2012年2月22日朝刊、p.22、参照。
- 6) READYFOR? の HP、<https://readyfor.jp/>、参照（2014年1月26日）。
- 7) AQUSH の HP、<https://www.aqush.jp/invest/markets>、参照（2014年1月31日）。
- 8) 日本クラウド証券 HP、<https://www.crowdbank.jp/>、参照（2014年1月31日）。また、同社へのインタビューによる。
- 9) 我が国の場合、資金提供者が資金調達者に対して直接貸付を行う場合、現行規制では、資金提供者に対して貸金業法上の規制が課される可能性がある。有吉 [2013] p.22参照。
- 10) ただし、匿名組合と資金調達者との間では、貸付契約が結ばれていることから、「貸付型」として、別の区分を設けるという考え方もある。海外の統計を見ると、「Lending」（貸付型）を区分しているものもあり、比較的大きな割合を占めているようである。例えば、クラウドファンディングの市場規模を見る際に、しばしば参照される massolution [2013] は、Equity（株式型）、Lending（貸付型）、Donations（寄付型）、Rewards（報酬型）、Donation-Reward mix（寄付・報酬混合型）、mixed others（その他混合型）という分類のもとに統計を公表している（同 p.25）。ただし、どのようなスキームがそれぞれの分類項目に含まれているのかは、

- 必ずしも明確ではない。
- 11) 例えば, 神山 [2013] p.175, 参照。
 - 12) 有吉 [2013] pp.17-18
 - 13) ただし, ビジネスという観点からすると, ただ単にプラットフォームだけを提供し, なんら取引に関与しないという事態は想定しにくいものと思われる。
 - 14) 詳しくは, 前掲, 有吉 [2013] p.17, 参照。特に, プラットフォーム提供者の責任については, 「特定電気通信役務提供者の損害賠償責任の制限及び発信者情報の開示に関する法律」を参照。
 - 15) 同社の取組については, 小松真実・猪尾愛隆「ふるさと投資の実例」(赤井厚雄・小松真実・松尾順介 [2013] pp.52-84, 参照。
 - 16) 株式型クラウドファンディングについては, 有吉 [2014] および森本 [2014] 参照。
 - 17) 『『クラウド』で株募集』『日本経済新聞』2013年8月29日朝刊, p.15, 参照。
 - 18) 前掲, 有吉 [2013] p.20, 参照。
 - 19) 2014年5月23日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(平成26年法律第44号)において, 非上場の電子募集取扱業者であって, 有価証券の発行価額が少額であることなどの要件を充たすのみを行う業者を「第1種少額電子募集取扱業者」(第29条の4の2の第9項)とし, 通常の第1種金融商品取引業者に比べて, 登録時の要件緩和などが図られることとなった。これについては, 有吉 [2014], 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 [2014], 小長谷他 [2014], 森本 [2014], 松尾 [2014d], 参照。なお, 金融審議会報告書では, 「少額」については, 発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以内であることが適切であるとされている。これについては, 金融審議会 [2013] p.3, 参照。
 - 20) 前掲注19の法改正において, 第1種と同様, 「第2種少額電子募集取扱業者」の規定が設けられた(第29条の4の3第2項)。これについては, 小長谷他 [2014] p.33, 参照。
 - 21) 例えば, 福島県伊達市霊山町に建設された「アースソーラー(りょうぜん市民共同発電所)」の事例では, 信託が利用されている。http://tvt-f.jp/ryouzen/index.html
 - 22) 前掲, 有吉 [2013] p.21, および金融庁「『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等について-コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成19年7月31日), p.58, 参照。
http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf
 - 23) 河本一郎・大武泰南 [2011] p.306, 参照。
 - 24) なお, 金融審議会報告では, 「第一種金融商品取引業のうち, 非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第一種金融商品取引業者』と, また, 第二種金融商品取引業のうち, ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第二種金融商品取引業者』とそれぞれ位置付け, 財産規制等を緩和することが考えられる」とし, 「少額の範囲としては, 『発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以下』とすることが考えられる」としている。金融審議会 [2013] p.3-4, 参照。したがって, この提言に沿って本国会で審議が行われるものと思われる。
 - 25) massolution の HP, <http://www.massolution.com/about>, による。
 - 26) massolution [2013] p.12
 - 27) 寄付とは異なり, 資金提供者に対して, 当該事業やイベント等の成果が還元されるタイプを指しており, しばしば日本で「購買型」と称されるタイプはこれに含まれると考えられる。
 - 28) 以下, Debt とされている場合もあるが, 本稿では「貸付型」と表記した。
 - 29) ロイアリティ型とは, massolution [2013] p.49によると, 「キャンペーンオーナーが報酬を生み出す企業の利害(stake)を提供するのではなく, 報酬(revenue)の分配を提示する」モデルを指し, 最も新しいタイプであるという。
 - 30) 両タイプについては, 神山哲也 [2013] p.179, 参照。
 - 31) massolution [2013] p.20.
 - 32) massolution [2013] p.23-24
 - 33) massolution [2013] p.25
 - 34) massolution [2013] p.27
 - 35) massolution [2013] p.28
 - 36) massolution [2013] p.28
 - 37) massolution [2013] p.32-33
 - 38) massolution [2013] p.34
 - 39) massolution [2013] p.83-86
 - 40) この locavesting という用語は, 経営・金融ジャーナリストの Amy Cortese が2011年に出版した著書, Cortese [2011] の中で「地域的な投資の革命」がいかんにして出現するかという文脈の中で使ったとされる。
 - 41) 以下, 2社に関する記述は, 特に注記がない限り, インタビュー調査によるものである。
 - 42) 同社 HP, <http://suisenshuzo.jp/about/history.html>
 - 43) 同社 HP, <http://suisenshuzo.jp/about/history.html>
 - 44) ミュージックセキュリティーズ HP, <http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=i&fid=201>
 - 45) 同社 HP, <http://www.yagisawa-s.co.jp/outline/index.html#p02>
 - 46) ミュージックセキュリティーズ HP, <http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=a&fid=167>
 - 47) 金融庁「『資本金性借入金』の積極的活用について」(2011年11月22日), <http://www.fsa.go.jp/news/23/ginkou/20111122-4.html>
 - 48) ここでは, DDSによる劣後化が挙げられているが, 「金融検査マニュアル」では, 「『債務者の実態的な財務内容』の把握にあたり, 十分な資本的性質が認められる借入金は, 新規融資の場合, 既存の借入金を転換した場合, のいずれであっても, 負債ではなく資本とみなすことができることに留意する」と注記され, 新規融資も対象としている。「金融検査マニュアル」(2014年6月) p.

- 209-10, 参照。
<http://www.fsa.go.jp/manual/manualj/yokin.pdf>
- 49) JOBS 法成立およびその内容については, 千田 [2012], 岩井 [2012], 金融商品取引法研究会 [2013], 野村 [2013] などに詳しい。
- 50) 同検討会合の報告書は, 「『投資型クラウドファンディングに関する検討会合』報告書」として, 2013年2月12日に公表された。
<http://www.t2ffa.or.jp/event/pdf/k-kaigo-hokoku.pdf>
- 51) この点については, 赤井 [2014] p.25-29, 参照。
- 52) 海外では, すでにクラウドファンディング協会などが設立され, 行動規範を公表するような事例もあるようである。神山 [2013] p.187, 参照。
- 53) この考え方は, World Wind Energy Association (世界風力エネルギー協会) が示したものとされ, ①地域の利害関係者がプロジェクトの大半もしくはすべてを所有している, ②プロジェクトの意思決定はコミュニティに基礎をおく組織によっておこなわれる, ③社会的・経済的便益の多数もしくはすべては地域に分配される, という3原則から構成されている。
http://www.wwindea.org/home/index.php?option=com_content&task=view&id=309&Itemid=40, 参照。
- 54) ふるさと投資プラットフォーム推進協議会 [2013] p.2, 参照。
- 55) 諸外国での取組については, 拙稿 [2013] pp.72-79, 参照。
- 会合』報告書」2014年2月12日, pp.1-20
- 岩井浩一 [2012] 「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーター』第16巻第2号, 2012年秋, pp.125-136
- 小長谷章人・山辺紘太郎・伊東成海・佐々木豪・原昌宏 [2014] 「新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等」『商事法務』No.2039, 2014年7月25日, pp.28-36
- 神山哲也 [2013] 「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーター』第16巻第4号, 2013年春, pp.174-180
- 神山哲也 [2013] 「欧米におけるクラウドファンディング市場の現在」『金融財政事情』3033号, 2013年7月15日, pp.20-23
- 金融審議会 [2013] 「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」2013年12月25日, pp.1-22
- 千田雅彦 [2012] 「クラウドファンディングの幕開け～JOBS Act 成立の意義とその内容～」『月刊資本市場』323号, 2012年7月, pp.38-47
- 出縄良人 [2013] 「グリーンシート市場はなぜうまくいかなかったのか」『金融財政事情』3033号, 2013年7月15日, pp.24-30
- 野村敦子 [2013] 「米国で成立したクラウド・ファンディング法の概要とわが国への示唆」『金融』2013年6月, pp.3-11
- 比嘉邦彦・井川甲作 [2013] 『クラウドソーシングの衝撃』2013年, インプレス R&D (電子版)
- ふるさと投資プラットフォーム推進協議会 [2013] 「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会とりまとめ」2013年3月, pp.1-14
- 増島雅和 [2013] 「エクイティ・クラウドファンディングの規制を考える」『金融財政事情』3033号, 2013年7月15日, pp.15-19
- 松尾順介 [2013] 「ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資の評価手法」『証券経済研究』第84号, 2013年12月, pp.63-82
- 松尾順介 [2014a] 「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」『証研レポート』1682号,

参 考 文 献

- 赤井厚雄 [2014] 「クラウド・ファンディングの現状と課題」『証券アナリストジャーナル』第52巻第1号, 2014年1月, pp.24-36
- 赤井厚雄・小松真実・松尾順介 [2013] 『ふるさと投資のすべて』きんざい, 2013年5月, pp.1-111
- 有吉尚哉 [2013] 「クラウドファンディングの類型と規制の適用関係」『NBL』No.1009, 2013年9月15日, pp.15-24
- 有吉尚哉 [2014] 「非上場株式取引制度に関する近時の動向と実務への影響－株式投資型クラウドファンディングと「投資グループ」制度の活用可能性と留意点」『金融法務事情』No.2005, 2014年11月10日, pp.88-96
- 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 [2014] 「『投資型クラウドファンディングに関する検討

- 2014年2月, pp.1-19
- 松尾順介 [2014b] 「海外におけるクラウドファンディングの現状」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所), No.1683, 2014年4月, 8~26頁
- 松尾順介 [2014c] 「クラウドファンディングの投資家と地理的分散」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所), No.1685, 2014年8月, 1~15頁
- 松尾順介 [2014d] 「クラウドファンディングの可能性」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所), No.1687, 2014年12月
- 森本健一 [2014] 「株式投資型クラウドファンディングに関する我が国における規制の今後の展望について」第82回証券経済学会全国大会報告, 2014年11月1日, 和歌山大学, 要旨: http://www.sess.jp/meeting/report_82/03.pdf
- 山際勝照 [2013] 「黎明期にある日本のクラウドファンディング」『金融財政事情』3033号, 2013年7月15日, pp.10-14
- Cortese, A. [2011] *Locavesting*, John Wiley & Sons, Inc., (digital version)
- massolution [2013] “2013CF The Crowdfunding Industry Report”, <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>, pp1-92

*筆者は、内閣官房地域活性化統合事務局ふるさと投資促進プラットフォーム協議会および第二種金融商品取引業協会の検討会合に委員として参加する機会を与えられ、委員の方々から有益なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。また、本稿を執筆するに際し、有吉尚哉氏(西村あさひ法律事務所)、池田唯一氏(金融庁)、浦出俊和氏(大阪府立大学)、大前和徳氏(日本クラウド証券)、梶原耕太郎氏(金融庁)、神谷亘氏(ミュージックセキュリティーズ株式会社)、河野通洋氏(株式会社八木澤商店)、小松真実氏(ミュージックセキュリティーズ株式会社)、金野連氏(酔仙酒造株式会社)、金野泰明氏(酔仙酒造株式会社)、竹歳一紀氏(桃山学院大学)から有益なご教示を頂戴いたしました。厚く御礼申し上げます。ただし、本稿中の意見に関する部分は、すべて筆者のものであり、記述内容に関する責任も、すべて筆者に帰属することをお断りいたします。なお、本稿は桃山学院大学共同研究プロジェクト(11連213)の成果です。同研究プロジェクトに厚く御礼申し上げます。

(桃山学院大学経営学部教授・
当研究所客員研究員)