

クラウドファンディングとその特性

目次

- I. はじめに
- II. クラウドファンディングとは？
- III. クラウドファンディングの特性
- IV. 資本市場への影響
- V. おわりに

受託財産企画部

副部長 杉崎 幹雄

プロダクト戦略グループ 主任調査役 山口 智弘

I. はじめに

近年、クラウドファンディングが注目され始めている。クラウドファンディングは、不特定多数の人々(群衆: crowd)からインターネットを経由して資金調達(funding)を図ることをいう造語であり、ソーシャルレンディングとも呼ばれる。金融庁は、新規・成長企業へのリスクマネー供給促進を目的として、2014年に金融商品取引法等を改正し、クラウドファンディングの環境整備を実施している。

本稿ではクラウドファンディングという仕組みが内包する特性に着目し、今後の資本市場へのインプリケーションについて考察する。

II. クラウドファンディングとは？

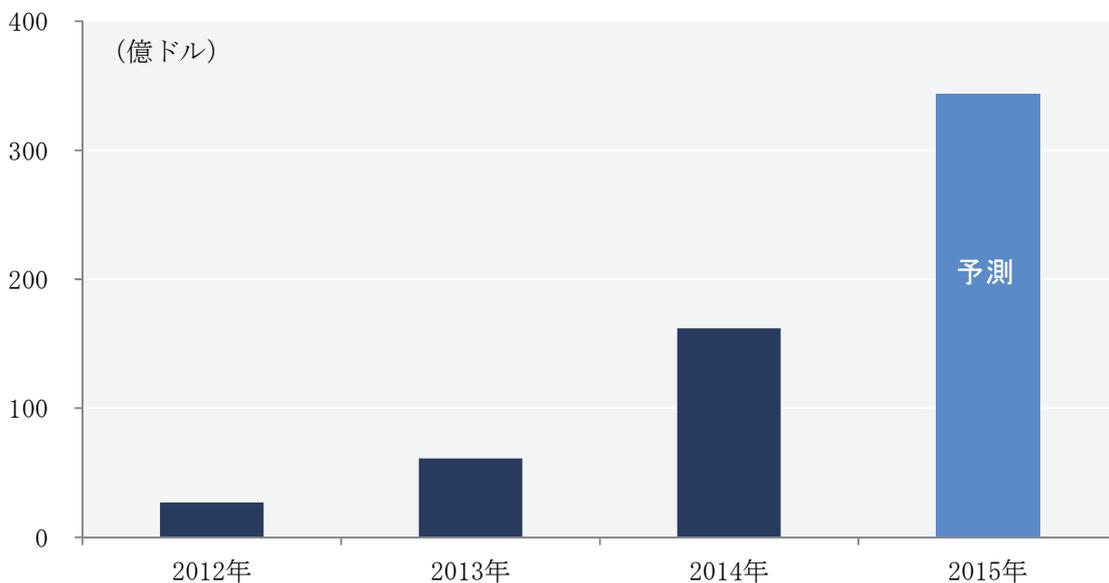
1. クラウドファンディングの特徴

クラウドファンディングの最大の特徴は、インターネット上のプラットフォームを介して、個々の出資額は少額でも、多数の人々に出資を募ることで、一定程度の資金を集めることができる点にある。これは、直接金融の究極ともいえる一つの形であり、特に信用力が乏しく銀行等からの資金調達が困難な創業期の企業にとって極めて有効な手段と考えられる。

また、クラウドファンディングの仕組みを利用した資金調達は企業に限らない。特定のプロジェクトや、アーティストの創作活動や映画製作、研究者の科学研究・発明品の開発、被災地支援など、多様な資金需要に活用できるため、豊かで競争力のある社会実現の礎ともなり得よう。

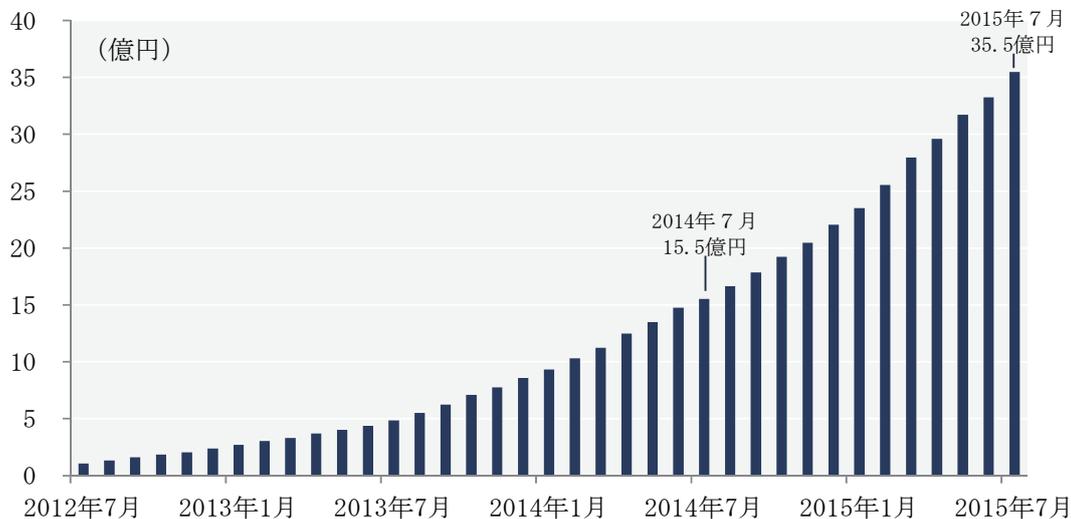
尚、世界のクラウドファンディング市場規模については、Massolution(2015)の世界のクラウドファンディング 1,250 社の調査では、2014 年は 2013 年に比べて+167%、101 億ドル増加の 162 億ドルに拡大している(図表 1)。北米の比率が最も大きい、アジアの増加が顕著で、市場規模拡大の主な要因となっている。更に、2015 年には 112%増加し、344 億ドルに達する見込みである。日本の市場規模については、現在 100 億円程度とみられているが、visualizing.info(2015)の日本の主要クラウドファンディング 10 社の調査では、2014 年 7 月の 15.5 億円から 2015 年 7 月の 35.5 億円へと急拡大している(図表 2)。

図表 1：世界のクラウドファンディング市場規模



出所: Massolution(2015)より三菱UFJ信託銀行作成

図表 2：日本の主要クラウドファンディング 累計支援額 (月次推移)



出所: visualizing.info(2015)より三菱UFJ信託銀行作成

2. クラウドファンディングの分類

また、クラウドファンディングはその仕組みにより、主に寄付型、購入型、投資型に分類することができる(図表3)。仕組みの概要は、次のとおりである。

図表3：クラウドファンディングの分類

類型	仕組み
寄付型	資金提供者が無償で資金を提供する
購入型	資金提供者は対価として何らかの財・サービスを受ける
投資型	資金提供者は対価として収益の配当又は財産の分配を受ける <ul style="list-style-type: none"> ・融資型: 資金提供者は匿名組合契約に基づき資金を融資する ・投資型: 資金提供者は匿名組合契約に基づき出資持分を取得する ・株式型: 資金提供者は出資先の株式を取得する

出所: 各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

まず、寄付型は金銭的な対価の無い、文字どおり寄付による資金供給である。支援先は社会環境、文化、子供、医療、被災地等々が中心であり、支援に対する充足感や社会的な価値向上が対価ともいえる。また、インターネットを用いて複数のプロジェクトの詳細や進行も確認できること等が、従来の寄付より優れた点である。

購入型についても金銭的な対価は無く、対象となるプロジェクトから生み出される財・サービスが対価となる。事業性よりも公益的な要素や創造性があり心躍る、資金提供者が応援したくなる要素があるプロジェクトが中心となる。また、資金調達というよりも、マーケティングの観点から活用する場合もある。インターネットを用いてプロジェクトを訴求することにより顧客ニーズ喚起を図り、反応もダイレクトに把握でき、そして資金調達後の受注生産による効率経営といった使い方もされている。

一方、投資型については金銭的な対価が有る調達手法である。投資型は更に融資型、投資型、株式型に分類が出来る。まず、融資型は運業者が匿名組合を設立しインターネット上で出資を募り審査の上融資を行い、資金提供者には所定の利息と元本を収受する。また、投資型については運業者を介して資金提供者は資金調達者と匿名組合契約を締結して出資を行い、金融商品取引法上の有価証券となる集団投資スキーム持分を取得する。また、株式型については資金調達者が非上場の株式を発行し、資金提供者はインターネットを經由して株式を取得し配当や株価の上昇等による対価を得る。

実際には各分類の仕組みを組み合わせたプロジェクトが大半であり、資金の需給者双方のニーズを満たすべく究極の直接金融として進化している。尚、政府は新興企業への資金供給手段として投資型クラウドファンディングの推進を図っている。

3. クラウドファンディングを巡る環境整備

クラウドファンディングが注目されている理由としては、究極の直接金融としての仕組みの他に、政府が成長戦略として取り組んでいることや、その一環として制度面での整備が進められてきたことも大きい。次に、一連の環境整備について述べる。

(1) 政府の取り組み

まず、政府の成長戦略である「日本再興戦略 2013」¹において、クラウドファンディングの枠組みを検討することが示された。これを受けて、金融審議会(2013)は投資型クラウドファンディングにかかる制度整備について検討し、使い易くかつ投資家保護を講じる制度設計を促した。

また、経済産業省はベンチャー企業に投資した個人(エンジェル)に対する税制上の優遇措置であるエンジェル税制を改善し、40頁もの申請書を見直す等、使い易くする取り組みを行っている²。そして、国土交通省(2014)はクラウドファンディングを活用したまちづくりを推進するために、マニュアル作成や支援制度等に取り組んでいる。

更に地域活性化資金をクラウドファンディング等の手法で集める「ふるさと投資」³が内閣官房を事務局として、地方公共団体、地域金融機関や仲介事業者等により推進が図られている。この様に、日本再興戦略を契機とした各種取り組みが、官民挙げて進められている。

(2) 制度面の整備

米国では 2012 年に成立した「新規産業活性化法」(Jumpstart Our Business Startups Act : 通称 JOBS 法)において、少額のインターネットを通じた取引について「ファンディング・ポータル」という概念を導入した上で、1933 年証券取引法に基づく登録が免除されるなど規制緩和が行われた。

日本においても金融審議会(2013)の報告を受け、新規・成長企業へのリスクマネー供給促進を目的として、金融庁は 2014 年 5 月に投資型クラウドファンディングの利用促進を図るべく金融商品取引法等の改正を行った。

尚、投資型クラウドファンディングにおいては、投資対象が金融商品取引法上の有価証券である株式もしくは集団投資スキーム持分となるため、株式の勧誘には第 1 種金融商品取引業者、集団投資スキーム持分の勧誘には第 2 種金融商品取引業者としての登録が必要である。

¹内閣官房(2013)『日本再興戦略—JAPAN is BACK—』参照。

²経済産業新報(2013)『産業の新陳代謝促すベンチャー支援(7月1日号)』参照。

³吉野他(2013)『ふるさと投資ファンド: 意欲のある中小企業が資金を得る仕組み』参照。

第1種金融商品取引業者の登録には、5,000万円の最低資本金を満たす必要がある他、金融商品取引法上の兼業規制が課されており、金融から遠く離れた業務との兼営が認められていない。また、第2種金融商品取引業者には1,000万円の最低資本金を満たす必要があり、投資型クラウドファンディングの普及を妨げる要因と指摘されてきた。

しかしながら、2014年の金融商品取引法等の改正により、発行総額1億円未満で、1人当たり投資額が50万円以下の株式を、インターネット等を利用して募集又は私募の取扱いを行う場合においては、金融商品取引法上の兼業規制を課さないこととし、登録に必要な最低資本金基準を、第1種金融商品取引業者は1,000万円、第2種金融商品取引業者は500万円までハードルを引き下げている。

また、日本証券業協会においては、従来原則禁止としてきた非上場株式の勧誘について、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」を2015年5月に制定し、クラウドファンディングを通じた非上場株式の勧誘を少額に限り解禁した。

これらの緩和策に対して、詐欺的な行為に悪用されることが無いよう、投資者保護のためのルール整備も講じている。まず、改正金融商品取引法において投資型クラウドファンディング業者に対して「ネットを通じた適切な情報提供」や「ベンチャー企業の事業内容のチェック」を義務づけた。これを受けて日本証券業協会や第二種金融商品取引業協会は自主規制において、業者に対して発行者の事業に対する厳正な審査、電話や訪問による投資勧誘の禁止、ウェブサイトにおける一定の情報提供を定める等、投資家保護を図っている。

4. クラウドファンディングの例

ここで、代表的な例としてクラウドファンディングの起源ともいえる、マイクロファイナンスから発展し、図表4のとおり実績を積み重ねる、KIVAとミュージックセキュリティーズについて述べる。

図表4：KIVAとミュージックセキュリティーズの実績

KIVA		ミュージックセキュリティーズ	
・融資総額	:744.76 百万ドル	・募集総額	:56.12 億円
・資金提供者数	:1,335,092 人	・事業者数	:272 社
・借手の数	:1,720,299 人	・ファンド数	:405 本
・融資件数	:933,067 件	・償還済ファンド数	:116 本

出所：各社ホームページより三菱UFJ信託銀行作成 注：データはホームページからの取得時点

(1) KIVA

KIVAはマイクロファイナンスを行うNPOで、2005年10月にアメリカのフラネリー夫妻によって設立された、世界初のperson to personマイクロファイナンス機関である。KIVAは貧困緩和のため、融資を通じて人々を繋ぐことを事業目的としている。インターネットを用いて少額の出資を募り、それを取りまとめて発展途上国の起業家に融資している。起業家といえ先進国でイメージする起業とは異なり、織物を作って商売するための糸の購入資金、ミルクを絞って乳製品を作り商売するための家畜の購入資金等を募る、貧困からの脱却を図る勤労意欲の高い起業家である。

資金提供者はKIVAを通して貧困層へ無利子で融資を行うことで社会貢献を行っている⁴。

(2) ミュージックセキュリティーズ

ミュージックセキュリティーズは2000年に設立された日本におけるマイクロファイナンスのパイオニア的な存在である。社名の由来となる音楽ファンドを運営し、無名アーティストを支援するために、国内の音楽業界で大手にしかできなかったCDの制作・販売・流通を、インターネットで小口の出資を募り運営するビジネスモデルを構築した。資金提供者にとって実際にインターネットで音楽を聴き、アーティストを支援したいという気持ちが出資の動機となる。売上に応じた分配金の他、CDジャケットのクレジットに名前が記載される特典等、プロデューサーとしての気分も味わえる。

また、2009年に世界初となる日本酒ファンドを開始し、音楽ファンド以外への事業展開を図る。2011年に投資型クラウドファンディングを行うプラットフォーム「セキュリテ」を立ち上げ、食品、衣料、農業、林業、スポーツクラブ、工芸品の他、被災地応援ファンド等と多様なファンドを運営している。

Ⅲ. クラウドファンディングの特性

次に、クラウドファンディングの代表的な二つの特性として、資金提供者にとっての「谷町」性、インターネットを経由することでの「直接」性について述べる。

1. 資金提供者にとっての「谷町」性

(1) 応援したい気持ち

クラウドファンディングにおいてはKIVAやミュージックセキュリティーズの例のとおり、

⁴最終的な資金の貸手となる現地マイクロファイナンス機関は利子を収受し、運営費用等をまかなっている。

資金提供者は対価というよりも「この人に融資してあげたい」、「この人を応援してあげたい」という強い思いから出資を行う。これは、日本では「谷町」と呼ばれる概念に近いと考える。「谷町」とは、明治の末頃、大阪谷町の相撲好きの外科医が、力士からは治療費を取らなかったことから、力士のひいき筋、後援者のことを示すようになった言葉である。

一般的に出資は、貸し倒れや投資価値の減少による出資金の毀損リスクを伴い、それを上回る経済的な対価がなければ、資金提供者は出資しない。したがって、資金提供者は対象案件の吟味を念入りに行うか、専門家に判断を委ねる。また、出資する案件を分散することで、リスクを軽減する方法が一般的に取られる。

一方、クラウドファンディングにおいては、専門家でもない一般の個人が融資先や投資先の分散も限定的な中、出資を行っている。資金提供者にとっては、その案件が応援したいと思えるかどうか重要なのである。経済的な対価は大目にみて、応援に値する将来性や社会性を兼ね備えているか、資金提供者がファンとなれるかが判断材料となる。

(2) ダブルボトムライン運用

これを資産運用の新しい形として称したのが、ダブルボトムライン運用⁵である。ダブルボトムライン運用は、資金提供者である運用者が経済的対価(ファーストボトムライン)だけを目指とするのではなく、社会貢献(セカンドボトムライン)をもう一つの資産運用の目標に掲げて投資を行うことである。社会貢献だけでなく、環境(サードボトムライン)への配慮も同時に目指すことでトリプルボトムライン運用と呼ぶこともある。すなわち、従来の経済的対価だけを目指した資産運用から、社会貢献というもう一つの尺度を資産運用に持ち込むという考え方において、クラウドファンディングの第一の特性である「谷町」性に通じる。クラウドファンディングがスキームやプラットフォームを指すのに対し、ダブルボトムライン運用は資金提供者の視点からの新しい資産運用の考え方を指している。

2. インターネットを経由することでの「直接」性

次にクラウドファンディングの第二の特性である、インターネットを介することによる直接性であるが、ここでの「直接」性とは、資金提供者と需要者を直接結びつけるということである。銀行を介した間接金融や投資信託等といった市場型間接金融でもない、株式市場を通じた大企業による既存の直接金融でもない、新しい「直接」性を有する究極の直接金融である。

まず、間接金融とは銀行を通して資金提供者と資金需要者が結ばれる仕組みである。また、

⁵ 松尾順介(2013)「日米のダブル・ボトムライン投資ファンド」参照。

市場型間接金融として資金提供者は投資信託などの器を通じて、資金需要者である企業に投資を行い、企業業績の還元を配当や株価の上昇などにより収受する。また、大企業の株式市場を通じた資金調達その他、ベンチャーキャピタルによる出資等も直接金融である。

一方、クラウドファンディングにおいては、資金需要者は一般の複数の資金提供者からインターネットを用いて直接的に資金を調達する。従って、クラウドファンディングは間接金融のみならず既存の直接金融とも異なる、新しい究極的な直接金融といえる。

クラウドファンディングはまさに IT (Information Technology) 技術の進歩の賜物である。資金提供者、需要者ともに複数の個人となれば、その組み合わせは莫大な数になる。ただし、IT 技術の進歩により、莫大な量の情報を貯め込むメモリーの価格や、莫大な情報をやり取りするネットワークの通信コストが劇的に低下した。結果として、この莫大なデータをシステム的に管理することが可能となった。

この構図は、流通機構の変化にも似ている。従来であれば、全国各地の農家が生産した農作物は、卸業者や小売業者という仲介者を經由して最終消費者に届いていた。しかし、近年の IT 技術や宅配便など流通網の進歩により、最終消費者が直接、生産者にアクセスし、自身の気に入った商品を直接取り寄せることも容易に可能となった。

IV. 資本市場への影響

以上の特性のとおり、クラウドファンディングによって新しい直接金融の形が出現したといえるが、今後の資本市場へのインプリケーションを考察する。

1. セカンドボトムラインへの要求

クラウドファンディングの進展は、従来の経済・金融理論の前提となる期待効用の概念に変化を及ぼす可能性を秘めている。例えば、クラウドファンディングでは創業期の資金調達が多いが、リスクは高く、本来リスク回避的であろう期待効用はリスク選好となっている可能性がある。

尚、柳川(2003)のとおりクラウドファンディングは、少額であるがためリスク選好が許容される面があると思われる。一方、クラウドファンディングの進展と定着によって、資本市場がセカンドボトムラインを求めるようになれば、少額に留まらず多様なニーズの資金が市場へ流入し、懐の深い市場への成熟が期待される。市場の成熟は安定化をもたらすが、セカンドボトムラインの評価手法⁶確立が課題となり、期待効用はより複雑化しよう。

⁶ Tulchin, D. (2003) "Microfinance's double bottom line: Measuring social return for the microfinance industry" 参照。

2. インターネットの効果再考

(1) エージェンシー問題への効果

資本市場には、資金提供者と資金需要者との情報非対称性がもたらす、エージェンシー問題が存在するといわれる。ある行為主体 A が、自らの利益のための労務の実施を他の行為主体 B に委任することを、プリンシパル(行為主体 A) / エージェント(行為主体 B) 関係という。出資における行為主体 A は最終リスク負担者である資金提供者であり、代理人たる行為主体 B は、資金需要者である事業を任された経営者となる。代理人はプリンシパルの利益のために委任されているものの、時としてプリンシパルの利益に反して、代理人の利益を優先した行動を取ることがある。これを経済学では、エージェンシー問題という。

このような問題が発生する背景は、プリンシパルがエージェントの職務遂行状況をモニタリングするには多大な労力を払わねばならず、情報の非対称性が存在することによる。

一方、クラウドファンディングにおいてはインターネットの「直接」性により情報取得は容易となり、情報非対称性は低減しよう。ソーシャル・ネットワーキング・サービス等 IT 技術の進展により、集合知なども活用することによって、投資判断の妥当性評価も期待できる。

クラウドファンディングの世界的な進展は、投資家を募る手段として経営者がインターネットを用いた情報開示や対話に積極的に取り組み、資金提供者は進展した IT 技術を駆使することによって、情報の非対称性が低減したことも要因であろう。

尚、エージェンシーコスト低下は、資本を調達する費用である資本コスト低下をもたらす。高リスク資金の調達手段であるクラウドファンディングにとって、資本コスト低下は常に重要な課題であり、インターネットを使った情報非対称性低減の技術は、今後も向上すると思われる。

(2) コーポレートガバナンスへの効果

また、クラウドファンディングでは議決権への制限がある場合など、資金提供者の権利に制約がみられる中、コーポレートガバナンスの観点からもインターネット活用は欠かせない。インターネットを用いた集合知によるモニタリングや、「直接」性による経営者と資金提供者の対話が進むことによって、ガバナンスを高める技術についても向上すると思われる。

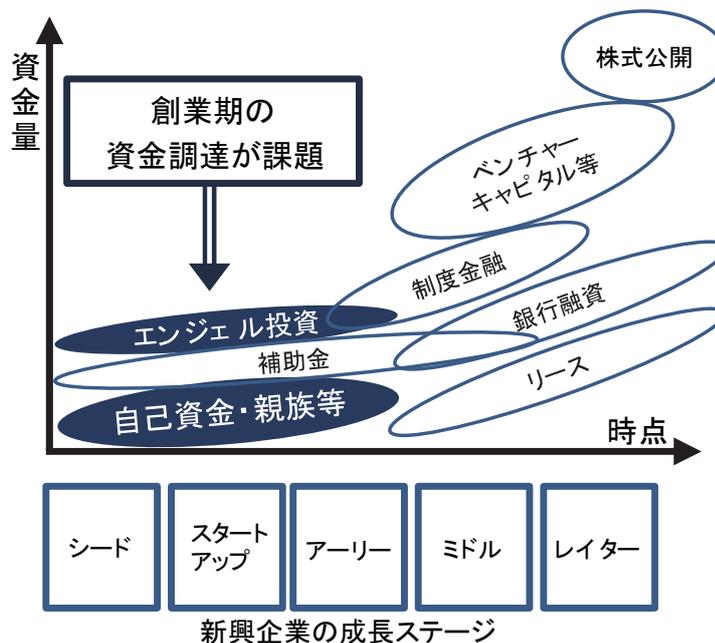
これらの技術向上はクラウドファンディングにとって核となるが、上場企業にも応用可能である。インターネットの効果を再考し、資本市場全般での活用と市場活性化が期待される。

3. 創業期の資金調達ニーズ充足

創業期の資金調達を担うエンジェル投資について、米国におけるエンジェルの年間投資額

が1.5兆円程度といわれているのに対し、日本でエンジェル税制を利用した個人投資家の投資額は年間約14.8億円(2013年度)⁷に過ぎない。米国では政府の支援等を受けてエンジェルネットワークが発展し、創業期の資金調達ではエンジェル投資が核となっている。一方、日本においては自己資金や親族等の資金に頼らざるを得ず、ベンチャー企業の誕生を阻害する要因とみられている(図表5)。

図表5：新興企業の資金調達



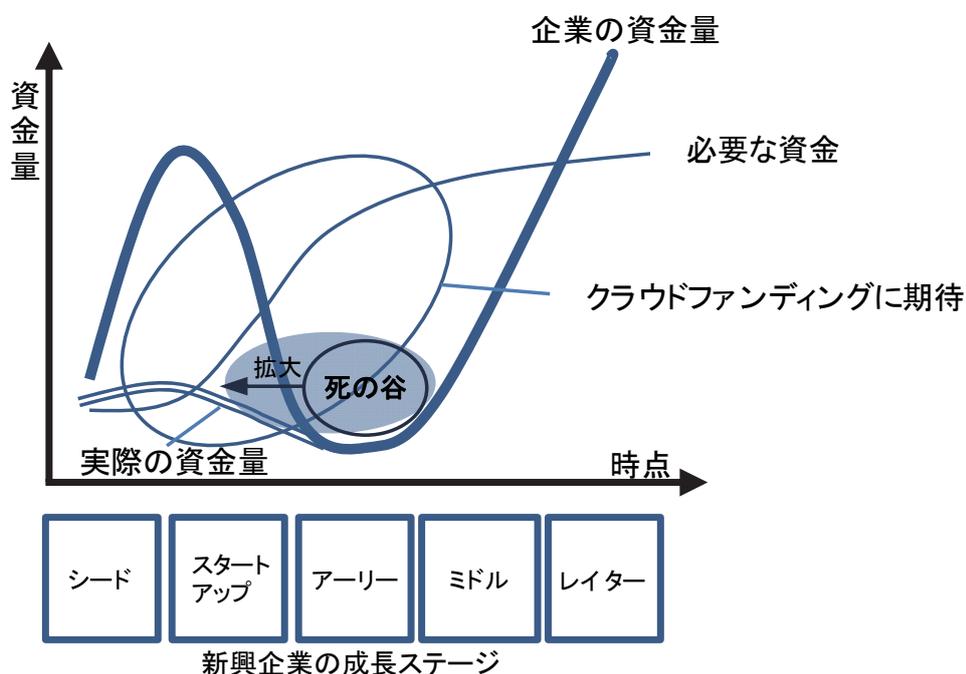
出所：奥谷(2012)及び各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

また、ベンチャー企業が陥る「死の谷」とは、必要な資金を確保して創業した後、事業により利益を上げて資金を得るまでには相当の期間を要するため、必要な資金が増加する中、企業の資金量が谷のように不足する現象である。しかしながら、日本においては創業期の資金調達に厚みが乏しく、実際の資金量は創業から少ないため「死の谷」が拡大しており、クラウドファンディングによる資金供給に期待が高まる(図表6)。

いわずもがな、1,700兆円の個人金融資産を抱える日本において、目詰まりとなっていた創業期への資金供給を、クラウドファンディングによるエンジェル投資が拡大することによって充足し、起業や新規ビジネスの創出の活性化につながることを期待したい。

⁷経済産業省(2015)「地方分権に伴う税制措置の事務手続体制の見直し」参照。

図表6：死の谷とクラウドファンディング



出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

V. おわりに

本稿ではクラウドファンディングという仕組みが内包する特性に着目し、今後の資本市場へのインプリケーションについて考察した。

内包する特性としては「谷町」性といった期待効用の変化や、インターネットによる「直接」性を反映した究極の直接金融として、従来の金融とは大きく異なる点が示された。政府の成長戦略を受けた取り組みや悪用を抑える制度導入とこれらの特性とが相俟って、拡大する世界のクラウドファンディング市場と同様に、日本の市場も拡大する可能性がある。

今後の市場への影響については、まず多様な期待効用を受けた資金の流入による市場の成熟である。また、インターネットの「直接」性のメリットについては、上場企業にも適用されることにより、市場全般のエージェンシーコスト低下やガバナンス向上が期待される。そして、創業期の資金調達に厚みが増すことにより、新興企業の増加を促そう。

クラウドファンディングの拡大は、留意点はあるものの、心躍る財・サービスを提供する企業の増加や寄付の定着等、もとより豊かで競争力のある社会実現の礎ともなり得よう。

(平成27年8月20日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・奥谷貴彦(2012)「ベンチャー企業の資金調達」『Economic Report』 2012年3月2日
大和総研
- ・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』
- ・経済産業省(2015)「地方分権に伴う税制措置の事務手続体制の見直し」『平成27年度税制改正要望』
- ・経済産業新報(2013)『産業の新陳代謝促すベンチャー支援(7月1日号)』
(<http://kspress.biz/archives/2935/>)
- ・国土交通省(2014)『第2回 クラウドファンディングを活用したまちづくりに関する検討会』
- ・内閣官房(2013)『日本再興戦略—JAPAN is BACK—』
- ・松尾順介(2013)「日米のダブル・ボトムライン投資ファンド」『証券レビュー』 53(3),
81-123
- ・柳川範之(2013)「講演録 クラウド・ファンディングとこれからの金融市場」『月刊資本市場』 340, 58-70
- ・吉野直行・塩沢修平・嘉治佐保子(2013)『ふるさと投資ファンド: 意欲のある中小企業が資金を得る仕組み』慶応義塾大学出版会
- ・Massolution(2015) “2015 CF Crowdfunding Industry Report,”
(<http://www.crowdsourcing.org/>)
- ・Tulchin, D. (2003) “Microfinance’s double bottom line: Measuring social return for the microfinance industry,” Social Enterprise Associates
- ・visualizing.info(2015)『日本の主要クラウドファンディング単月での支援額 月次推移』
(<http://visualizing.info/article/4255.html>)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）