

小額投資は創業を活性化させるか クラウドファンディングの意義と課題

政策調査部主席研究員

小野有人

03-3591-1306

arito.ono@mizuho-ri.co.jp

- ベンチャービジネスの新たな資金調達手段として、インターネットを通じて不特定多数の投資家から小口資金を調達する「クラウドファンディング」が注目を集めている
- クラウドファンディングは、事業への共感を示したい人々による寄付や、新製品・サービス開発の支援的な購入から始まった。最近では、金銭的な対価を伴う投資へと広がりを見せている
- クラウドファンディングがベンチャー企業へのリスクマネー供給の一翼を担うためには、質の低い事業の効率的な選別など、プラットフォーム運営業者や投資家が「賢さ」を兼ね備える必要がある

1. 注目を集めるクラウドファンディング

産業の新陳代謝の担い手であるベンチャービジネスの活性化には、ベンチャー企業にリスクマネーを供給する投資家の存在が必要不可欠である。ベンチャービジネスの投資家としてまず思い浮かぶのは、エンジェルと呼ばれる個人投資家や、ベンチャーキャピタル (VC) などの投資ファンドであろう。政府もこれまで税制措置やVCへの支援事業などを通じて、リスクマネー供給の活性化を促してきた。しかし、こうした政策支援にもかかわらず、日本ではエンジェルやVCによる投資額が、国際的にみて低水準にとどまっている (小野(2013))¹。

こうしたなか、ベンチャービジネスの新たな資金調達手段として、「クラウドファンディング」と呼ばれる新たなサービスが注目を集めている。クラウドファンディングは、英語の「群衆 (crowd)」と「資金調達 (funding)」からなる造語で、事業を興そうとする個人や法人が、インターネット上に開設されたクラウドファンディングのためのウェブサイト (「プラットフォーム」と呼ばれる) にて、事業内容や事業にかかる熱意を不特定多数の投資家に伝えて、資金を募るものである。

クラウドファンディングは、ソーシャルメディアが発達・普及したことや、グローバル金融危機後に欧米で多くの創業企業が資金調達難に直面したことを背景に、近年急速に拡大してきた。調査会社 Massolutionによれば、クラウドファンディングによる資金調達額は、欧米を中心に2013年に51億ドルに達したと見込まれている (Massolution (2013))²。日本のクラウドファンディング市場の規模は、先行する欧米に比べるとまだまだ小さいとみられるが、政府が成長戦略の一環として、2014年5月に投資型クラウドファンディング (後述) の利用促進のため金融商品取引法を改正したこともあり、注目度は徐々に高まっている。

以下では、クラウドファンディングの現状を整理し、その意義とさらなる普及のための課題について検討する。

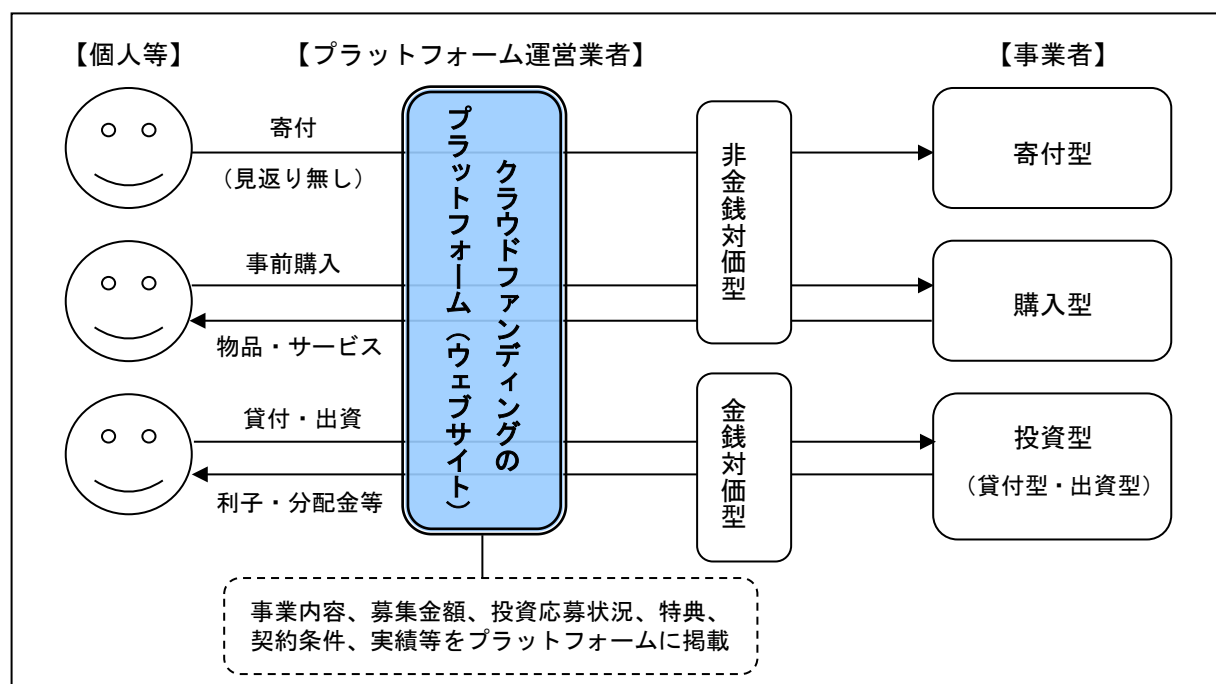
2. クラウドファンディングの3 類型

クラウドファンディングのビジネスモデルは多様であるが、資金の出し方の形態に応じて概ね3つに分類できる（図表1）。

第一は、寄付によって資金を提供するものである（「寄付型」）。個人やNPO団体等が、自然災害の被災地への支援や芸術・研究・スポーツ活動などの支援について、個々の案件ごとに寄付を呼びかけ、その活動に共感した人が寄付を行っているケースである。たとえば、英国で設立され日本でも活動する寄付型クラウドファンディングのジャストギビングは、これまでに約6,300件の支援活動に対して11.6億円、11万件の寄付を集めており、単純平均では、支援活動1件当たりの資金調達額は約18万円、「投資」家からみた1件当たりの寄付金額は1万円強となっている（2014年9月19日アクセス）。

第二は、製品開発などのプロジェクトに対して資金を拠出し、その対価としてプロジェクトの成果となるモノやサービスを受け取る「購入型」である。たとえば、映画製作であれば映画観賞券、ゲーム開発であればゲームソフトが対価となる。購入型クラウドファンディングの場合、集めた資金は売上として計上されるため、金銭的な返済負担は生じず、やはり共感をベースにしたスキームといえる。日本で活動する購入型クラウドファンディングには、CAMPFIRE、READYFORなどがある。プロジェクト1件当たりの資金調達額（単純平均）は数十万円程度、投資家1人当たりの支援額は1万円前後である³。

図表1 クラウドファンディングの仕組み



（資料）みずほ総合研究所作成

寄付型、購入型は、金融取引には該当せず、金融商品取引法などの金融規制もかからない。また、プロジェクト1件当たりの資金調達額、投資家1人当たりの支援額も少額である。これと性質を異にするのが、第三の「投資型」である。投資型の場合、投資家が、資金調達者である事業者から金銭的なリターンを受け取ることが想定されており、貸付契約であれば利子、出資契約であれば事業成果に連動した配当や分配金等が生じる。ただし、日本では、規制により、投資家が事業者に直接貸付や出資をすることができないため、プラットフォーム運営会社が設置したクラウドファンディングのための「ファンド（匿名組合）」を通じて、間接的に貸付・出資を行っていることが多い。

投資型クラウドファンディングの場合、投資家の事業への関与の仕方はプラットフォームによってまちまちであり、寄付型・購入型と同じように事業への共感をベースに資金を出すタイプのものもあれば、投資リターンへの関心が専らで事業そのものへの関心は薄いタイプのものもある。

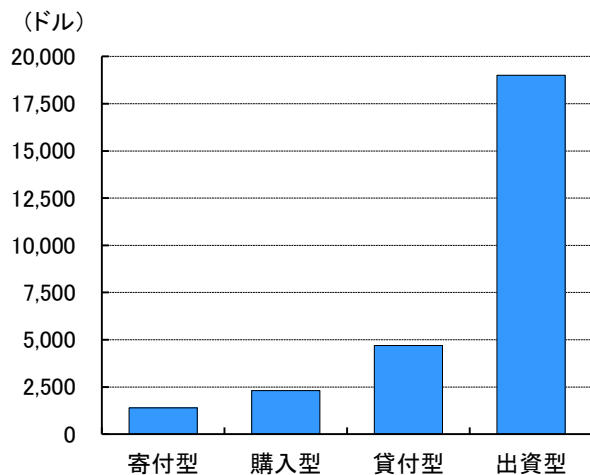
後者のタイプ、すなわち投資リターンに関心をもつ投資家と資金調達したい事業主とを仲介するプラットフォームとしては、maneoやAQUASHがある。これらのサイトを覗くと、事業主の事業目的、資金使途や金利、担保の有無といった契約条件など、通常の貸付で必要とされる情報が、比較的簡素な形で提示されている。案件ごとの資金調達額は数百万～数千万円のものが多く、通常の中小企業向け貸出と同程度の規模といえる。最低投資金額は数万円程度に設定されているが、投資家1人当たりの平均投資額は238万円（maneoの場合。2014年9月19日アクセス）と、寄付型・購入型よりもかなり大きい。また、金利は5～8%程度のものが多いようだ。金利については、個人信用情報機関やスコアリングモデルを利用して設定しているとみられる（山際(2013)）⁴。

一方、これとはやや趣を異にするのが投資型クラウドファンディングのセキュリティである。セキュリティのウェブサイトを見てみると、事業者が実現したいと考える様々な事業（たとえば新しい銘柄の日本酒の開発、ミュージシャンのアルバム制作など）ごとにファンドが開設され、そのプロジェクトにかかる事業者の熱意や思いに多くの「紙幅」が割かれている。出資の契約条件等もちろん記されているが、ウェブサイト上で前面に出ているのは、こうした契約条件よりもむしろ現物給付などの特典であり、寄付型・購入型の要素も併せ持っているように見受けられる。ただし、1ファンド当たりの資金調達額は約1,570万円（2014年9月19日アクセス）と、やはり寄付型や購入型よりもかなり大きくなっている⁵。

世界のクラウドファンディング市場に関する包括的な統計としては、先述のMassolution（2013）がある。これは、クラウドファンディングのプラットフォーム運営業者に対するサーベイ調査を集計したものであり、Massolutionが所在を確認した813のプラットフォーム運営業者のうち、362社から回答を得ている（回答率45%）。このうち、有効回答数は308社である。

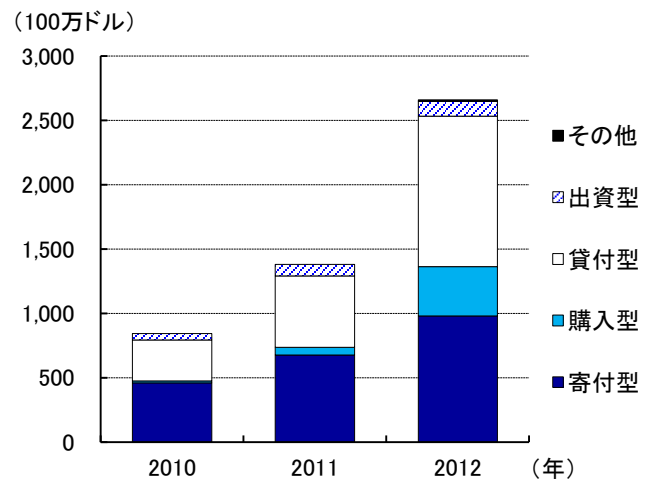
Massolution（2013）は、クラウドファンディングを寄付型、購入型、貸付型、出資型の4類型に分けている。このうち、資金調達件数が最も多いのは寄付型であり（2012年のシェア62%）、次いで貸付型（同22%）である。ただし、貸付型はプロジェクト1件当たりの平均的な資金調達額が寄付型よりも大きいため（図表2）、金額ベースでみると、寄付型を若干上回っている（図表3）⁶。金額ベースでこれに次いで大きいのは購入型であり、出資型は2012年時点では数%程度のシェアにとどまっている。

図表2 プロジェクト1件当たりの
資金調達額（中位値）



(資料) Massolution (2013)

図表3 形態別にみた
クラウドファンディングによる資金調達額



(資料) Massolution (2013)

3. クラウドファンディング台頭の背景

クラウドファンディングが台頭してきた背景には、金融危機後の創業企業の資金調達難という一時的な要因だけでなく、いくつかの構造的な要因があったと考えられる (Agarwal et al. (2013)、柳川 (2013))⁷。

第一は、インターネットを活用することで、多くの投資家から少額の資金を低コストで集めることができるようになったことだ。ここでのコストには、プラットフォーム運営業者の人件費・物件費が安いことだけでなく、資金の出し手と受け手が自分の嗜好にあう相手を探すサーチ・コストが低下したことにより、両者のマッチングがより効率的に行えるようになったことも含まれる。たとえば、エンジェルやVCによるベンチャー投資の場合、対面での接触が必要とされるため、投資先企業は地理的に近い先に限定されるが、インターネットを活用することでそうした地理的な制約が克服されることになる。

また、投資額が少額であれば、事業に対する共感という、金銭的なリターン以外の動機に基づいて投資したいと考える人は多いだろうし、多少はリスクに対して寛容になる効果もあるかもしれない。このことは、投資家が事業者を求める資本コスト（貸付であれば金利）を低下させることにつながる。

第二は、事業者の情報開示や投資家による情報収集について、新たなスキームを提供したことだ。事業者からすれば、積極的に情報開示することによって、資金調達だけでなく、開発しようとする製品が市場で受け入れられるかどうかをテストする、あるいは潜在的な顧客をいち早く獲得するというメリットもある⁸。こうした効果は、とくに共感をベースとした購入型のクラウドファンディングにおいて大きいであろう。また、多くのクラウドファンディングでは、事業者が設定した目標調達額を募集期間内に集めた場合のみ案件が成立する「all-or-nothing」方式をとっており、プラットフォーム

ム上で、時々刻々と資金調達状況が更新されている。このため、投資家は、多様な群衆の評価をみながら投資するかどうかを決めることができる。

4. クラウドファンディングの課題

クラウドファンディングは、新たな仕組みに基づく金融取引の機会を投資家、事業者を提供するものであり、大きな可能性を秘めているといえる。これまでのところは寄付型や貸付型が主流であったが、今後はベンチャービジネス活性化の観点から、出資型のクラウドファンディングの役割が増大するのではないかと期待も高まっている。米国では、2012年4月にJOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）が成立し、一定の要件を満たす出資型クラウドファンディングは、SEC（米証券取引委員会）の情報開示規制等が免除されることとなった。また日本では、2014年5月の金融商品取引法改正により、2015年以降、投資家がファンドを介さずに事業者直接向けして株式を取得することができるようになる予定だ。

しかし、クラウドファンディングはまだ黎明期にあり、今後、ベンチャー企業への出資も含めてどの程度の広がりを見せるかは未知数といえる。今後、クラウドファンディングについて解明・解決すべき課題としては、以下の3点が指摘できる。

第一に、多様な群衆による評価が、本当に質の高い事業の選別につながるのかどうかは、実はよく分かっていない部分も多い。たとえば、投資の意思決定に際して他人の評価に頼る比重が高まると、誰も真面目に事業を評価しなくなる可能性がある。音楽活動を支援するクラウドファンディングとして著名なSellabandのデータを用いた実証研究であるAgarwal et al. (2011)は、累積投資額があらかじめ定められた目標調達額に近づくほど（資金調達の成功確率が高まるほど）、加速度的に新たな投資家が集まる「群衆行動(herding)」が生じていると報告している⁹。この場合、資金調達に成功した事業の質をみるうえでポイントとなるのは、群衆行動が生じる前の初期段階の投資家の判断が的確なものであったかどうかである。Agarwal et al. (2011)は、初期段階の投資家は事業主の友人・家族が多く、事業主のことをよく知っている友人・家族による初期投資が、他の投資家に対して良い「お墨付き」効果をもつ可能性を指摘している。しかしその一方で、このことは、事業主がその友人や家族に働きかけて投資を装わせるなどの情報操作の余地があることも意味している。

第二に、金銭的なリターンを追求する投資型クラウドファンディングのなかには、投資家が、プラットフォーム運営業者の審査能力、たとえば業者が提示する格付に依拠して投資判断をするタイプのものも多い。プラットフォーム運営業者は、外部の信用評価モデルなどを活用して機械的に格付を設定していることが多いようだが、この場合、モデルの精度や、モデルで捕捉できなかった質の低い事業を排除できる仕組みを構築できるかどうかが問われることになる。実際、欧米の貸付型クラウドファンディングのなかには、事前に想定していた以上にデフォルト率が上昇したため、投資家の信用を失って低迷したものもある（慎(2012)、第6章）¹⁰。他方で、プラットフォーム運営業者による関与が行き過ぎれば、多様な群衆による評価というクラウドファンディングの利点を消すことにもなりかねないという難しさがある。

第三に、寄付型・購入型と投資型、とくに出資型とでは、投資家が直面するリスクの質が大きく異なる (Agarwal et al. (2013))。すなわち、寄付型・購入型の場合は、特定のプロジェクトや製品開発の成否が主たる関心事だが、出資型の場合、企業価値に関わるすべての事柄（企業統治の仕組み、企業の事業ポートフォリオの配分など）が投資価値に直結する。ベンチャービジネスへのリスクマネー供給において、これまでVCなどの事業参加（ハンズオン）型の投資家が支配的であった背景には、ビジネスに関する様々な事柄について事業主と密接に情報を共有し、意見をぶつけ合うことが必要だったからだと考えられるが、クラウドファンディングの場合、どのような形で企業統治の仕組みが担保されるかは未知数である。

クラウドファンディングは、事業への共感を投資という形で示したい人たちの「熱意」から生まれた。今後クラウドファンディングが、ベンチャー企業へのリスクマネー供給も含めてさらに広がりを持つためには、プラットフォーム運営業者や投資家が「賢さ」を兼ね備えることが必要になると思われる。たとえば、プラットフォーム運営業者においては、質の低い事業を効率的に選別するための仕組みを構築することが、投資家においては、ベンチャー企業の資金調達手段が他にもあるなかで、なぜその事業にクラウドファンディングが必要とされるのかについて納得できる理由（ストーリー）を見極めることが求められよう。

¹ 小野有人 (2013)、「中小企業の成長に向けた金融戦略～エクイティ性資金をめぐる期待と課題～」、みずほ総合研究所『みずほインサイト』、3月13日

² Massolution (2013), *2013 Crowdfunding Market Analysis Report*, April 11. Massolution (2013)が把握しているクラウドファンディングによる資金調達額の約9割は欧米となっているが、これは、日本を含むアジアの市場規模が小さいことに加えて、調査対象が欧米のクラウドファンディング・プラットフォームに偏っているためである可能性があり、留意が必要である。

³ CAMPFIRE では、これまで910件以上のプロジェクトが資金調達を行い、支援者数は5万人以上、累積支援額は約4.3億円となっている (2014年9月19日アクセス)。プロジェクト1件当たり資金調達額、支援者1人当たりの支援額は、それぞれ約48万円、0.9万円強である。READYFOR では、これまで951のプロジェクトが資金調達を行い、支援者数は4.3万人、累積支援額は5.4億円となっている (2014年5月末時点、2014年9月19日アクセス)。プロジェクト1件当たり資金調達額、支援者1人当たりの支援額は、それぞれ約57万円、1.2万円強である。

⁴ 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：「共感」「参加意識」か、単純な投資活動か」、『週刊金融財政事情』7月15日

⁵ ファンド募集総額は約46億円、ファンド数は295となっている (2014年9月19日アクセス)。

⁶ 欧米では、貸付型のクラウドファンディングは「P2P (peer to peer) レンディング」とも呼ばれ、Prosper や LendingClub などの著名なプラットフォーム上で、多くの取引が行われている。

⁷ Agarwal, Ajay K., Christian Catalini, and Avi Goldfarb (2013), “Some Simple Economics of Crowdfunding,” NBER Working Paper Series No. 19133, June、柳川範之 (2013)、「小額投資が金融変える」、『日本経済新聞』経済教室、7月23日

⁸ 他方で、真に革新的なアイデアの場合、競争相手にも情報開示することになる、特許取得やサプライヤーとの交渉上不利になる、といったデメリットも考えられる。Agarwal et al. (2013)は、クラウドファンディングによるメリットが大きいのは、製品の価値を文字やビデオで伝えることが容易だが、見ただけでは模倣される可能性が乏しい消費財ではないかと指摘している。こうした事例としては、クラウドファンディング・プラットフォームのKickstarterを通じて開発資金を調達したスマートウォッチ「Pebble」が挙げられる。

⁹ Agarwal Ajay K., Christian Catalini, and Avi Goldfarb (2011), “The Geography of Crowdfunding,” NBER Working Paper Series No. 16820, February

¹⁰ 慎泰俊 (2012)、『ソーシャルファイナンス革命：世界を変えるお金の集め方』、技術評論社