

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 24 日現在

機関番号：25407

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2012～2015

課題番号：24530501

研究課題名(和文)被災中小企業再生「疑似エクイティ投資ファンド」の現状と新たな可能性を探る

研究課題名(英文)Function

研究代表者

玉井 由樹(Tamai, Yuki)

福山市立大学・都市経営学部・准教授

研究者番号：50547362

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,800,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、東日本大震災で被災した中小企業の再建過程において疑似エクイティ型クラウドファンディングがどのような役割を果たしえるのか、その機能を明らかにすることである。本研究では主に以下の2点を実施した。第1に、クラウドファンディングに関する既存研究の整理、検討を通じて、定義、分類、分析枠組みを提示した。第2に、事例研究調査を通じて得られた定性分析を行い、震災時におけるクラウドファンディングの機能、資金調達企業に与えた影響、出資者の出資目的について明らかにした。

研究成果の概要(英文)：The purpose of this study is to clarify function of pseudo-equity-crowdfunding for small and medium sized companies' resilience after the Great East Japan Earthquake. This research carried out two topics. Firstly, this research extracted classification, definition and analysis framework of crowdfunding through previous research review. Secondly, this research analyzed the function of crowdfunding at the time of the earthquake, financing impact for companies, the purpose for investor for pseudo-equity-crowdfunding .

研究分野：経営学

キーワード：クラウドファンディング 東日本大震災 疑似エクイティ型投資ファンド ベンチャー

1. 研究開始当初の背景

2011年に発生した東日本大震災では、被災地の産業復興を阻む要因の1つに「二重債務問題」があった。当時、被災した企業では既存債務の処理のみならず、新規の資金調達についても、担保となりえる不動産などが津波被害を受け、その機能を果たせないなか、負債による資金調達が難しいという隘路が生じていた。あらためて指摘するまでもなく、株式会社形態は、資本(=エクイティ、自己資本)と負債(=デッド、他人資本)という二種類の資金調達方式を通じ、エクイティにより事業リスクに対応しつつ、デッドをレバレッジとして活用し、成長機会を果敢に取り込むなど、事業環境の変化に柔軟に適応しえる優位性を持つがゆえに、急速に普及したのである。だが、殆どの被災地中小企業にはこうした株式会社形態の理論モデルは妥当せず、企業家が創業時に投資するエクイティを除けば、事業資金の調達においてはデッドへの依存が一般的であった。その結果、大震災による津波で本社、工場、生産設備などを全て流され、担保に供していた不動産を殆ど喪失したことから、「二重債務問題」に直面したと言える。

そのような状況下において、被災地域では中小企業の再生を可能にする新たな金融支援策が模索されていたものの、未曾有の大震災ゆえに政府による補助金、助成金もすぐには対応できず、また既存金融機関も二重債務問題に加え、金融機関自体が被災企業であり、震災直後の対応が難しい状況にあった。そのようななか、クラウドファンディングの仕組みを利用して組成された「被災地応援ファンド」が被災地の中小企業再建に貢献しつつあった。その資金は、被災企業を救いたいという、いわば善意の投資資金であり、ハゲタカ・ファンドとして忌避されてきた投資ファンドの汚名をそそぐ起爆剤ともなっていた。

大規模震災後の企業再建に向けた資金支援策に関する研究ならびにクラウドファンディングに関する研究は、研究蓄積が薄い分野であり、概念的な議論にとどまっている状況であった。阪神淡路大震災は、ボランティアの制度化に向け、NPOの法制化というイノベーションを創出した、といわれているが、東日本大震災が金融支援策においてどのようなイノベーションを創出したのか、そのための第一歩としてこの新たな投資ファンドの実態調査が重要な課題となっていた。

2. 研究の目的

本研究の目的は、この新たな投資ファンドを疑似エクイティ投資ファンド」と定義し、その形成・現状・機能・成果について調査・分析することにより、この仕組みが被災した中小企業再建における新たな資金供給方式となりえるのか、さらにわが国の

懸案でもあった創業期のベンチャー企業に対する金融イノベーションとなりえる可能性を示すことである。

具体的な研究到達目標は以下の2点である。第1の目的は、この新たな投資ファンドを「疑似エクイティ投資ファンド」と定義し、その仕組み、募集、機能、成果、問題点などを解明しつつ、その理論的な特徴を明らかにすることである。

第2の目的は、ベンチャー企業の資金調達への活用可能性を検討することである。これまで英米及びわが国において展開されてきた中小・ベンチャー企業向けエクイティ投資促進策と対比することにより、その理論的特徴を明らかにし、東日本大震災後に創成された「疑似エクイティ投資ファンド」が、今後、わが国の創業期ベンチャー企業に対して、どのような貢献をなしえるか、その可能性を検証しつつ、これを創業期ベンチャー企業に向けた金融イノベーションに繋げる仕組みや政策対応などを提起することを目的とする。

3. 研究の方法

本研究の研究方法は、文献調査と被災地応援ファンドを対象とした事例調査を実施し、定性分析を行った。

文献調査に関しては、クラウドファンディングに関する既存研究成果の整理、検討を通じた分析枠組の設定、枠組みの導出を行った。つづいて、被災地応援ファンドの仕組み、募集、機能、成果、問題点を明らかにすることを目的に実態調査を行った。具体的には、同仕組みを利用して資金調達を行った企業10社へのヒアリング調査、出資者は延べ70名ほどにインタビューを実施した。仲介機関が実施する被災地応援ファンド視察ツアーにも参加し、資金調達企業、資金提供者、金融仲介機関の関係性の観察を行った。さらに、クラウドファンディング仲介機関にもインタビュー調査を実施した。また、英米における中小・ベンチャー企業向けエクイティ投資促進策の現状や成果についても調査を行った。

4. 研究成果

研究成果に関しては、文献調査を通じて得られた研究成果と事例調査の定性分析を通じて得られた研究成果の2つに分けて記述していく。

(1) クラウドファンディングの定義と疑似エクイティ型投資ファンドの位置づけ

これまでのクラウドファンディングの先行研究では研究蓄積が薄く、クラウドファンディングとは何か、その定義についても学術領域において流動的になっているとの批判がなされていた。そこで、本研究では先行研究レビューを行い、定義に共通する5つの要素(直接金融による資金調達、インターネット等の仲介プラットフォーム、不特定多

数の人々、資金調達目的、対価)を行い、本研究におけるクラウドファンディングの定義を「最終資金需要者が、自らの事業に用いるため、資金提供者にとって価値あるものを対価とし、仲介プラットフォームを通じて、不特定多数の人々から(1人当たり比較的少額な)資金を得る、直接金融による資金調達の仕組み」とした。

つづいて、クラウドファンディングの類型を行った。これまでの先行研究では日本で普及している匿名組合理型(本研究でいう疑似エクイティ型)について全く論じられておらず、その位置づけも不明であった。そのため、日本の契約関係に準拠して以下のような分類を行った。

類型	非投資型(非金銭的リターン) ※金銭以外を対価とする		投資型(金銭的リターン) ※対価として金銭の分配を受ける		
	寄付型 (贈与契約)	売買・役務提供型 (売買契約)	匿名組合理型 (匿名組合理契約)	株式型 (投資契約)	貸付型(注) (金銭消費貸借契約)
資金提供者が取得する対価	無償	「製品(完成品等)」が対価となる。	「分配収益」が対価となる。	「配当・キャピタルゲイン」が対価となる。	「利息」が対価となる。
概要	最終資金需要者(資金調達者)は、資金提供者から集めた資金を元手に事業を運営する。	最終資金需要者(資金調達者)は、資金提供者から前払いで集めた代金を元手に製品等を開発し、資金提供者に対価として完成品等を提供する。	最終資金需要者(資金調達者)は第三者を介して資金提供者と匿名契約を締結し、同契約により預け入れられた資金を元手に事業を運営し、資金提供者に対し収益の分配や元本の償還を行う。	資金提供者は資金調達者に資金を払い込むことにより、最終資金需要者(資金調達者)の株式を取得し、剰余金の分配や株主上昇によるキャピタルゲインによって利益享受する。	最終資金需要者(資金調達者)は、資金提供者から融資を受けた資金を元手に事業を運営し、資金提供者に元本を返済するとともに、対価としての利息を提供する。

(2) 震災時におけるクラウドファンディングの機能

被災地応援ファンドに関する調査から、震災時のクラウドファンディングの機能について以下の3点を明らかにした。第1に、金融機関、既存のファンド、公的資金が動きにくい時期に素早く、タイムリーに資金提供を行える仕組みである。第2に、不確実性が高く、既存金融機関とは情報の非対称性が高まった状況において、リスクを許容する資金提供者へ直接アプローチができる仕組みである。第3に、収益に応じた返還や寄付と組み合わせるなど震災後の見通しがはっきりとしない状況に対応可能な柔軟な仕組みである。

(3) 疑似エクイティ型クラウドファンディングの役割と限界

調査の結果、切迫した資金需要はあったものの、所有と経営の分離されていない企業にとっては複数の選択肢があるならば経営権が制約される資金の導入は震災時においても躊躇されることが明らかとなった。そのような状況において、経営権を確保しつつ、収益に応じて返済ができる仕組みは株式型と貸付型の間位置するような仕組みである疑似エクイティ型クラウドファンディングは、所有と経営の分離がなされていない既存中小企業にとっては使いやすい仕組みであった。

しかし、事業形態、資金用途によっては、銀行からの融資がよいという考えもあり、出資者を巻き込む事業であれば、相乗効果が高

いが、そうでなければメリットが少ない可能性もある点が明らかとなった。

(4) 企業への影響

第1に、被災地応援ファンドを利用して資金調達を行った企業は、出資者とのつながりを通じて、一般消費者へ(インターネット等を通じて)直接販売する方法を学ぶ機会を得ている。先行研究ではクラウドファンディングの機能としてプレマーケティング機能が強調されてきたが、本研究からはBtoBからBtoCへ移行するプロセスを学習する機会ともなっている点が明らかとなった。第2に、ホームページ、facebook、twitterなど、出資者や顧客と直接つながる仕組みの導入や改善に積極的になっており、これは継続して出資者につながる仕組みだからこその学習機会となっていると考えられる。さらに、この学習を行う上で、仲介プラットフォーム運営機関が出資者、顧客への伝える仕組みを提供し、それから事業者が学んだ効果も大きいと考えられる。第3に、出資者に対する対応が伴うことから、直接金融を経験し、出資者への対応を学ぶ機会となっている。

(5) 出資者の出資目的

出資目的は疑似エクイティ型の仕組みに共感、投資先企業の事業や経営者を応援したいとの回答が多く、利益や投資家特典を期待する声は少ない。リターン目的の投資と使い分けており、金銭的リターンを期待せず、共感ベースの資金提供では、株主にまでなりたいとは思わないとの指摘があった。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計6件)

玉井由樹(2015)「クラウドファンディングによる資金調達が被災中小企業に与えた影響」『日本中小企業学会論集』34巻,197-200(査読無)。

西澤昭夫(2015)「Non-acquisition AgencyにおけるSBIRの実施」『Ventures Review』第24号,59-64(査読有)。

玉井由樹(2014)「クラウドファンディングはエクイティギャップを埋めることができるのか」『中小企業季報』2014 NO.2, 1-13(査読無)。

Hongzhou Li, Min Yang, Yuki Tamai, and Yu Hong(2014) Technical efficiency and its determinants of Chinese service outsourcing industry, *Journal of Chemical and Pharmaceutical Research* 6(5), 1568-1573(査読有)。

Hongzhou Li, Min Yang and Yuki Tamai(2014) Efficiency and productivity of China's outsourcing industry,

Journal of Chemical and Pharmaceutical Research 6(4), 493-497 (査読有)。

西澤昭夫 (2014) 「英国 SBRI の再出発に向けた制度改革」『Ventures Review』第 24 号, 59-63, (査読有)。

〔学会発表〕(計 6 件)

玉井由樹「疑似エクイティ型クラウドファンディングが被災中小企業に与えた影響」中小企業学会第 34 回全国大会 (2014. 9.13), 桜美林大学(東京都町田市)。

玉井由樹「疑似エクイティ型クラウドファンディングが被災中小企業に与えた影響」クラウドファンディング研究会 (2014.10.16), 神戸大学 (大阪府大阪市)。

柴田聡・玉井由樹「企業家志向性の浸透」日本経営学会第 88 回年次大会 (2014.9.4), 国土館大学(東京都町田市)。

玉井由樹「疑似エクイティ型クラウドファンディングが被災中小企業に与えた影響」中小企業学会中部部会 (2014. 6.28), 名古屋大学 (愛知県名古屋市)。

Nishizawa, Akio (2013) Why should I stick on the New Venture Creation & Venture Finance in Japan?, Silicon Flatirons Center Seminar at UOC Boulder(2013.3.11), University of Colorado (Boulder, Colorado, USA)

西澤昭夫「3.11 がもたらした Crowdfunding のイノベーション」日中国交正常化 40 周年・大連 IT クラブ 10 周年記念フォーラム (2012.8.30), 大連ソフトウェアパーク (中国・大連市)。

〔図書〕(計 1 件)

西澤昭夫・忽那憲治・樋原伸彦・佐分利応貴・若林直樹・金井一頼 (2012) 『ハイテク産業を創る地域エコシステム』有斐閣, 執筆箇所 1-114 頁, 269-294 頁。

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)

取得状況 (計 0 件)

〔その他〕

なし

6. 研究組織

(1) 研究代表者

玉井由樹 (TAMAI, Yuki)

福山市立大学・都市経営学部・准教授

研究者番号: 5 0 5 4 7 3 6 2

(2) 研究分担者

西澤昭夫 (NISHIZAWA, Akio)

東洋大学・経営学部・教授

研究者番号: 8 0 2 5 7 4 3 5

(3) 連携研究者
なし