

令和元年6月20日現在

機関番号：25407

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K03668

研究課題名(和文) 疑似エクイティ型と株式型クラウドファンディングのベンチャー育成機能の日英米比較

研究課題名(英文) Comparison of Venture Development Function of quasi-equity and equity Crowdfunding. Analysis of patents of US, Japan and UK.

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) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、主に以下の3点を解明することが出来た。第1に、疑似エクイティ型と株式型のクラウドファンディングを比較しながら現状を明らかにした点である。2つ目に、疑似エクイティ型と株式型のクラウドファンディングは、投資の専門家からの資金調達ではなく、群衆と呼ばれる一般の投資家からの資金調達のため、情報の非対称性が高く、資金調達の優先順位が低くなることが予想されたが、資金調達に目的や資金以外に得られるものによりその優先順位が高くなることを明らかにした点である。最後に、切迫した資金需要下にあっても経営権が制限される可能性のある資金の導入はクラウドファンディングであっても回避されることを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の学術的意義は、新たな資金調達と言われるクラウドファンディングの中でもいち早く株式型を取り上げるとともに、先行した疑似エクイティ型との比較をすることでそれぞれの仕組みの意義と現状、問題点を考察し、その一端を明らかにした点にある。本研究の社会的意義は、クラウドファンディングに関する研究のうち、日本に関する研究、特に投資型に関する研究は非常に少なく、さらに、出資者型がどのような情報を必要とし、判断材料としているかについては未解明であるが、本研究はそれらについてもデータを収集したことで、資金調達者、資金提供者、仲介業者に新たな知見を提示できたことに実用性がある。

研究成果の概要(英文)：This study elucidated the following two points.

Firstly, this study clarifies the current situation of funding of quasi-equity and equity Crowdfunding. Secondly, quasi-equity and equity Crowdfunding has high asymmetry of information because funders are general investors called crowd not specialist on investment, so the funding priority in new venture is low. However, this study has been revealed that the priority is raised by what is obtained for purposes other than funding and purpose. Lastly, this study revealed that the introduction of funds that might have limited control even under imminent demand for funds is avoided even with crowdfunding.

研究分野：経営学

キーワード：クラウドファンディング 株式型クラウドファンディング 組合型クラウドファンディング ベンチャー

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

研究開始当初の背景

(1) 株式型クラウドファンディングの解禁

創業期のベンチャー企業に対するリスクマネー供給の重要性については、多くの先行研究が存在し、研究代表者らもかねてよりビジネス・エンジェル(西澤、2000、2014)、地域VC(玉井、2007)、ギャップ・ファンド(玉井、2006)、公的VC制度(玉井、2009)などの機能と必要性を指摘してきた。しかし、新たな資金調達仕組みとして世界中で注目を集め始めていたのはインターネットを通じ多数の人々から資金を調達する仕組み、クラウドファンディングであった。クラウドファンディングは図表1で示すように5つの種類(寄付型、購入型、貸付型、組合理型、株式型)があるが、この仕組みに世界的な注目が集まった契機は2012年に米国で起業促進を狙いとしたJOBS法が成立し、株式型クラウドファンディングが解禁されたことである。株式型とは出資者がインターネットを介して投資先企業の株式を取得する仕組みであるが、法的課題により実施不可能な国が多い。日本も研究開始当初は同様に実施不可能であったが、米国の動きに追従し2015年に金融商品取引法が改正され、2016年より株式型が解禁されることとなった。

図表1 クラウドファンディングの種類

概要	非投資型(非金銭的リターン)		投資型(金銭的リターン)			
	※金銭以外を対価		※対価として金銭の分配			
	寄付型	売買・役務提供型	貸付型	出資型		
	(贈与契約)	役務提供型 (役務提供契約)	売買型 (売買契約型)	金銭消費貸借契約型	匿名組合理型 (匿名組合理型)	株式型 (投資契約)
対価	無償	「事業によるサービス」が対価となる。	「製品(完成品等)」が対価となる。	「支払われる元本と利息」が対価となる。	「分配収益・償還元本」が対価となる。	「配当・キャピタルゲイン」が対価となる。

出典：各種資料により筆者作成

(2) 疑似エクイティ型の位置づけ

一方、日本でいち早く利用が始まっていたのは図表1で示す匿名組合を利用した匿名組合型のクラウドファンディングであった。この仕組みは、出資者が投資先企業の株式を取得するのではなく、投資先企業を営業者とする匿名組合に出資する仕組みである。我々はこの仕組みにいち早く着目し、株式型とは区別する意味で「疑似エクイティ型」と定義し、この仕組みがわが国の懸念であった創業期ベンチャー企業に対する投資ファンドとして活用できるのではないかと考えていた。なぜなら、疑似エクイティ型は収益に応じて調達した資金を返還する仕組みとなっているが融資とは異なり返済義務はなく、出資者に議決権もない。そのため、融資と株式の中間の仕組みのようなものになっている(玉井、2014)。2011年に発生した東日本大震災で被災した中小企業がこの仕組みを利用して一般の投資家から資金調達を行っていた。この成果により、一定の要件を満たす場合には資本金性借入金として資本に準じた扱いとなるなど、日本独自のユニークな機能を持つ仕組みとして展開していたからである(西澤、2011)。

(3) 先行研究の状況

クラウドファンディングに関する研究は、研究開始当初は量的に少なく、さらに株式型と疑似エクイティ型が実施可能な国は世界的にみても非常に限定的であった。そのため、既存研究の多くが概念的な議論にとどまっており、特に実証的な研究は非常に少ない状況であった。そこで本研究では、独自の機能を持ち、投資型クラウドファンディングの先行事例と位置付けられる疑似エクイティ型と新たに導入される株式型との比較検討を通じて、それぞれがどのような特性を持つ企業の資金調達において機能と限界を持つかを明らかにすることとした。これにより同仕組みがベンチャー育成において持続的なリスクマネー供給方式となりえるための条件を提示し、学術的にも実面的にも重要な貢献を果たせると考えた。

2. 研究の目的

本研究では、以上で指摘した状況を念頭に置きながら、以下の3点を解明することを目的とした。

(1) 株式型クラウドファンディングの全体像の把握

1つ目の目的は、日本で新たに導入される株式型クラウドファンディングの仕組み、募集、成果、今後の可能性を明らかにすることである。図表1で示したように、株式型は資金提供の見返りとして金銭の分配を受ける投資型クラウドファンディングである。日本において株式型クラウドファンディングが実施不可能だったのには2つの理由があった(玉井、2014)。第1

に、50名以上の投資家に対する株式発行は原則として金融商品取引上の有価証券の募集に該当し、株式発行総額が1億円未満などの要件を満たす場合を除き、同法に基づく開示規制（有価証券届出書の提出や目論見書の作成、交付、有価証券報告書の提出など）への対応が必要であり、小規模な企業や創業したばかりの企業にとっては負担が大きかった。第2に、株式の募集に該当した場合、第三者が募集の取り扱いを行った場合には、その行為は有価証券の引き受けに該当し、当該業務を行うためには、第一種金融商品取引業の登録を受けた金融商品取引業者である必要があった。さらに、非上場株式の勧誘は日本証券業協会の自主規制で原則禁止となっていた。

株式型に関する既存研究は、その多くが法的枠組みや先行事例の紹介にとどまっており、実証が十分行われていなかった。数少ない実証研究としては、資金調達成否に免責事項の設定と財務予測が影響を与えており、仲介業者による情報開示の重要性と出資者のリターンを重視する傾向が指摘されていた（Ahlers, G.K.C., Cumming, D., Gntner, C. and Schweizer, D., 2014.）。そこで本研究では、日本の株式型クラウドファンディングの実態を解明することを第一の目的とした。

（2）株式型と疑似エクイティ型の比較

2つ目の目的は、創業期ベンチャー企業へのリスクマネー供給という役割において、株式型と疑似エクイティ型を具体的に比較検討することにより、その実態と効果を明らかにすることである。日本の中小企業の資金調達は銀行融資に依存しており、所有と経営が未分離な未上場企業では経営権への介入が危惧される株式による資金調達は忌避する傾向があるとされる。これは、企業の資金調達選好順位を説明するペッキングオーダー仮説でも説明がされており、企業は内部資金の優先順位が最も高く、内部資金で足りない金額を融資で調達し、最後に株式を選好するとされる。したがって、日本での株式型の解禁は、企業が複数の手段から自社に合う仕組みを選択できるという意味で意義が大きい。既存研究を踏まえた場合、株式型の利用は日本では期待するほどに進まず、わが国中小・ベンチャー企業の資金調達においては疑似エクイティ型がより効果を発揮する仕組みなのではないかと考えられる。そこで本研究は、それぞれがどのような企業特性を持つ企業の資金調達に効果を持つかを分析する。

（3）出資者の意思決定を規定する情報の解明

3つ目の目的は、出資者の意思決定を規定する要因を明らかにすることである。クラウドファンディングは「銀行やベンチャーキャピタリスト、ビジネスエンジェルといったプロフェッショナルからではなく、個人やグループからの資金調達」（Schwienbacher and Larralde, 2012）と言われるように銀行、投資家など金融の専門家からの資金調達ではなく、クラウドと称される一般の人々からの資金調達である。Allison et al. (2014)や Lin et al. (2014)らの研究によれば、クラウドファンディングの資金提供者は金銭的なリターンに加えて、社会的な名声や資金提供者がもつ本質的な欲求から資金提供を行っている示唆している。Gerber et al. (2012)も資金提供動機について、他の人々を助けたい、コミュニティに参画したいなどがあることを指摘している。また、Ordanini et al. (2011)はクラウドファンディングには消費者を投資家に变化させる仕組みがあるとしている。一方、Mollick (2014b)はアマチュアと位置付けられるクラウドファンディングの資金提供者とプロと位置付けられるベンチャーキャピタルとは、企業家の質の測り方が似ていると結論づけている。以上のことから、株式型と疑似エクイティ型を利用する出資者はその意思決定をどのように行っているのか、本研究はその要因を探索的に探ることを目的とした。

3. 研究の方法

本研究では大きく分けて3段階に分けて研究を実行した。

（1）既存研究成果の整理・検討

第1段階では、株式型と疑似エクイティ型クラウドファンディング機能と効果に関する議論を中心に既存研究の整理・検討を行い、本研究の学術的な位置づけを明確にすることを目指した。また、分析枠組みの構築においては、既存の投資理論やベンチャーファイナンスからの視点だけではなく、クラウドファンディングに重要な役割を果たすと指摘されている「共感」の解明に向けて、共感に関する研究が進展している心理学や組織行動論についても既存研究の収集を行い、それらを統合させていくことを目的として先行研究の収集を行った。

（2）株式型クラウドファンディングの停滞と疑似エクイティ型のフォローアップ

研究初年度は既存研究の収集・整理・検討に加えて、株式型クラウドファンディングの全体像の解明に向けて実態調査を行うことを予定していた。しかしながら、2015年6月から2017年3月までの約2年間、株式型の利用実績がゼロという状況が生じた。本研究では、研究の初期段階から日本では疑似エクイティ型と株式型を比較した場合、株式型の利用が思うように進まないのではないかと仮説を提示していたものの、これほどまでに株式型の利用が進まないことは想定していなかった。そのため、株式型の実態調査は2年間ほど行えず、その間は疑似エクイティ型を利用して資金調達を行った企業に対する調査を行った。インタビュー調査は

ミュージックセキュリティーズ社の震災復興ファンドを利用して資金調達を行った企業5社と資金提供者50名であり、それぞれ半構造化インタビューを実施した。インタビュー内容はテキスト化し、テキストから概念やカテゴリーを抽出するグラウンディッド・セオリー・アプローチに基づいて分析を行った。

具体的には、資金調達企業にはなぜクラウドファンディングによる資金調達を行ったのか、その利用動機と資金調達における優先順位、資金調達の結果、企業にどのような効果があったのかを尋ね、構造的要因やその背後にあるメカニズムを解明することを目指した。

(3) 株式型クラウドファンディングの調査と資金提供者に対する質問票調査

研究期間の最終年度に入り、株式型の利用実績が少しだけ出てきたことから株式型を利用して資金調達を行った企業に対してヒアリング調査を行った。最後にインターネットリサーチ会社を利用して、クラウドファンディングに関する質問票調査を実施した。対象者はクラウドファンディングを利用して資金提供者をした経験がある人、クラウドファンディングを利用して資金調達をしたことがある人、クラウドファンディングを利用したことがない人である。資金提供者に関してはクラウドファンディングの種類別にある一定数の回答が得られるように回収した。

質問票調査の実施時期についても株式型の利用が進まなかったことから想定よりもかなり遅れ、最終年度の年度末の調査となった。データの分析はこれからとなるが、本研究では収集したデータから主に3つの定量分析を行うことを想定している。

クラウドファンディングの認知度

クラウドファンディングの種類別に見た出資者の意思決定を規定する要因の解明

資金調達経験者の特徴

4. 研究成果

上記まで述べたように、本研究は日本で新たに利用可能となる株式型クラウドファンディングの全体像を解明し、そのうえで先行事例である疑似エクイティ型との比較を行い、それぞれの仕組みがベンチャー企業の資金調達と成長にいかなる貢献をしえるかについて、総合的な分析・評価を行うことを目的としていた。しかしながら、上述の通り、株式型の利用遅延は研究当初の想定をはるかに超えた結果であった。そのため、研究期間を1年延長する結果となったが、これにより当初の想定ほどではないものの、株式型に関する一定のデータ収集が行うことができた。そのため、分析と考察はこれからとなり、現段階で得られている成果は非常に限定的なものである。本研究の研究成果は、大きく分けて以下の3つである。

(1) 株式型と疑似エクイティ型の現状

制度施行後、利用が進まなかった株式型であるが、日本証券業協会のデータによれば2019年3月までに累計119社が12億円ほどの資金調達を行っている。その内訳は2017年約3億、2018年が約7億、2019年3月末までで約1億円程度となっており、徐々にではあるが株式型の利用が増加していることがうかがえる。さらに詳細を見ると、目標金額の7割程度の資金調達ができている。また、株式型を取り扱う仲介企業は4社となっている。米国のAngelListが実施しているシンジケートと言われる著名なエンジェル投資家の投資案件に相乗りできる仕組みの類似した仕組みを導入し、新株予約権と組み合わせるなど仲介企業ごとに違いが出てきている。

一方、疑似エクイティ型を利用して資金調達された金額は2017年度に50億程度となっており、株式型よりも多くの企業に利用をされていることがわかる(矢野創業研究所、2018)。しかし、最も多くの企業に利用された仕組みは貸付型クラウドファンディングであった(矢野創業研究所、2018)。

(2) 株式型クラウドファンディングの優先順位について

クラウドファンディングは金融の専門家ではない人々からの資金調達であることから、資金提供者との情報の非対称性が高く、その結果エージェンシーコストが高くなるため、ペッキングオーダー仮説が成り立つとされるわが国中小企業やベンチャー企業の資金調達において、その優先順位が低くなることが予想された。だが、考察の結果、資金調達の目的や資金以外の得られるものによりその優先順位が高くなることが確認できた。しかしながら、切迫した資金需要下にあっても所有と経営が一致する企業においては経営権が制限される資金の導入を躊躇することが確認できた。そのため、株式型と疑似エクイティ型と比較した場合、当初の仮説通り疑似エクイティ型が支持されることが予想される。

(3) クラウドファンディングの認知度ならびに資金提供者の特徴

資金提供者のアンケートについては現在分析中であり、まだ学会や論文等での報告を行っていない。そのため、非常に限定的ではあるが今回得られたデータから明らかになっている点を列挙するとクラウドファンディングの認知度は6割程度であり、資金提供経験者は3.5%、資金調達経験者は0.6%となっている。種類別みると資金提供をしたことのある割合が最も高

いのは購入型であり、株式型、疑似エクイティ型ともに全体の 1%程度となっている。今回の調査では本人の個人属性のほか、クラウドファンディングにおけるプロジェクトの選択基準やクラウドファンディングへの資金提供を決定する際に重要とされる共感を解明することを目的として調査を実施している。具体的には、心理学の分野で用いられている多次元共感性尺度や向社会的行動尺度を用いており、今後はデータを用いて分析を行い、資金提供の決定要因にこれらがどのような影響を及ぼしているかに関して分析を行っていく予定である。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 3 件)

1. 西澤昭夫 (2015)「Non-acquisition Agency における SBIR の実施」『VENTURE REVIEW』NO.26, pp.45-50. (査読あり)
2. 玉井由樹 (2016)「企業家志向性の構成概念と理論的基盤の検討」『都市経営』9 巻, pp.117-125. (査読なし)
3. 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』6 巻, pp.1-10. (査読あり)

〔学会発表〕(計 3 件)

1. 柴田聡・玉井由樹 (2017)「トリプルヘリックスの陥穽 利益相反するコミュニティアクターの問題」日本経営学会 91 回年次大会.
2. 玉井由樹・遠藤憲子・柴田聡 (2017)「コミュニティライフサイクルのダイナミクス」日本ベンチャー学会第 20 回全国大会.
3. 玉井由樹 (2018)「株式型クラウドファンディングの現状」現代経営研究学会.

〔図書〕(計 0 件)

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)

取得状況 (計 0 件)

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：西澤昭夫

ローマ字氏名：NISHIZAWA AKIO

所属研究機関名：東洋大学

部局名：経営学部

職名：教授

研究者番号 (8 桁)：80257435

(2) 研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。