

クラウドファンディングの発展： 現状と課題

宮 川 大 介

(早稲田大学商学学術院商学部教授)

企業による資金調達の取り組みは、企業金融（corporate finance）と呼ばれる学術研究の領域で、その実態とあるべき姿が、理論と実証の両面から研究されている。そこでは、企業実務と密接に関係している領域の特性から、資金調達の「新しい」取り組みが強い関心を集めてきた。様々な主体が各自の取り組みの実態を理解し、規制当局があるべき経済状態の実現に向けた政策を検討する上で、こうした研究の蓄積が果たす役割は大きい。

残念ながら、取り組みの新しさゆえに検討が追いつかない場合もあった。例えば、2000年代末の世界金融危機は、現時点から振り返れば、単純化された理論ヘナイクブに依拠した実務とデータに基づかない不十分な規制の帰結だった。研究と実務との間の本来あるべきやり取りについてのこうした反省は、実態が不確かな取り組みについて、可能な限り理論と実証の両面から検討を進めることの重要性を示唆するものである。

本特集のテーマである「クラウドファンディング」は、企業の資金調達における新しい取り組みの典型例といえる。特集を構成する4本の論文が様々な視点と立場から議論している通り、インターネットを通じて不特定多数の主体から資金を調達するクラウドファンディングについて、現状では、依って立つ理論も実証的な含意も十分に整理されていない。そもそも、クラウドファンディングは、過去において試みられて

きた様々な資金調達手法の亜種に過ぎないのだろうか。それとも、何らかの本質的に新しいアイデアを含むものなのだろうか。本特集では、学術・政策・実務の立場から、情報通信技術を活用したこの新しい資金調達手法を検討するための情報を提供する。

まず、稲葉論文では、クラウドファンディングの類型を整理した上で、標準的な資金調達チャネルの1つとして定着するための方策を提案している。資金調達主体と資金供給主体との間の情報の非対称性という、企業金融の分野において最も重要な理論的整理を踏まえた議論が特徴的だ。クラウドファンディングを通じた近年の資金調達の成功例として取り上げられることの多い国立科学博物館のケースが、こうした理論のレンズを通してみると、汎用性の低い例外的な特殊事例として位置付けられるという指摘は示唆に富む。「起業家精神の民主化」を実現する有力な手法としてクラウドファンディングが発展していくための道筋を理論的に検討するというゴールへ向けて、重要な論考が提供されている。

次に、島崎・齊藤論文では、規制当局の視点から、投資型のクラウドファンディングを対象として、現在進行中の規制改革の中身を紹介している。具体的には、第1に、貸付型のクラウドファンディングにおいて問題となった近年の事例を踏まえて、資金調達主体のより適切な情報提供を求める規制の導入が進んでいる。第2に、スタートアップ企業を中心とする資金需要

の高まりと他国の規制動向を踏まえて、投資型のクラウドファンディングにおける調達と投資の両面における上限の柔軟化が検討されている。これらの規制改革は、新しい技術を利用したイノベティブな取り組みが正しく発展していくための基盤である。新しい取り組みに関するアクセラとブレーキの正しい使い方を模索する政策デザインの実例に触れることのできる素材としても価値が高い。

続いて、松尾論文では、クラウドファンディングの世界的な動向について、具体的な計数を参照することで実態の描写を試みている。信頼できるハンディな統計が必ずしも存在しない中での難易度の高い作業を通じて、例えば、米英を中心とした貸付型のクラウドファンディングが着実にその市場規模を拡大していることや、日本におけるクラウドファンディングの特徴として購入型と寄付型が占めるシェアが顕著に高いことなど、理論と実証の両面からクラウドファンディングを理解するためのヒントとなる情報が豊富に提供されている。また、これらの整理において一旦埒外に置いた中国の状況についても、時系列でみた市場規模の変動が極めて大きいことなど、当該市場の現状を理解するために欠かせない知識を得ることが出来る。

最後に、小松論文では、クラウドファンディングを事業として営むプラットフォーマーの立場から、事業投資型のクラウドファンディングが日本で更なる発展を遂げるための条件が整理されている。クリエイターの独立性が発揮されるための資金調達を目指して、クラウドファンディングという名称が生まれる前から取り組んできた同氏の主張は明確である。すなわち、社会や地域の課題解決のために日本独自の歴史（例：頼母子講、匿名組合出資）を持つ事業投資型クラウドファンディングが効果的であり、性質の異なる非金融型クラウドファンディングと

明確に区別した上で、税制改正や海外展開に取り組むべきとしている。東日本大震災時の被災企業の資金調達支援など、同氏がこれまでに取り組んできた数々の案件のパワフルなエピソードから、こうした前向きな検討が高い価値を持ち得ることが想像される。

企業の資金調達に関する研究は、「資金調達の有り方が企業価値に影響しない」とするモジリアーニ・ミラー定理の古典的なスケッチを出発点として、実務との対話を含めた現実の理解を試みつつ、あるべき市場の姿を模索する中で多種多様な方向へ広がってきた。情報通信技術を活用した現代的な金融技術と言えば、本特集で対象としたクラウドファンディングと密接に係るブロックチェーン技術を用いた資金調達の仕組みもイメージされる。この他にも、アップル社などの非金融事業会社がその事業基盤と技術を活用して金融事業へ進出するケースや、広義のデータ分析技術を用いた予測タスクの高度化など、様々な方向性での金融市場の発展が今後も期待される。本特集を構成する4本の論考は、研究者、規制当局、事業者の各々の立場から、黎明期にある日本のクラウドファンディング市場の将来を展望する上で貴重な素材を提供するものである。

金融教育やコンサルティングなどに関わる教育者・実務家としての立場からは、4本の論文が提供する知見を踏まえた上で、島崎・齊藤論文で紹介されているような政策面での前向きな検討が進むことを期待したい。また、金融分野における学術研究者の立場からは、クラウドファンディングをめぐる議論が「取り組みの本質的な新しさ」を掘り下げる形で蓄積されることを期待したい。この点について、松尾論文における現実描写、稲葉論文と小松論文に共通する目的ドリブンな資金調達手法の発展に向けた提案が大きなヒントとなるだろう。