

# 我が国におけるクラウドファンディングの課題と可能性



横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授 井上 徹

## ～要旨～

クラウドファンディングには、寄付型、購入型、貸付型、事業投資型、株式型（未公開株投資型）の5つの基本類型があり、様々なヴァリエーションを生みながら拡大している。投資収益を求める貸付型、事業投資型、株式型はクラウド投資とも呼ばれる。

我が国では、クラウドファンディングの現実的課題に対応して、2019年3月にソーシャルレンディングの融資先匿名化解除が行われ、2020年5月に「特定デジタルプラットフォームの透明性及び公正性の向上に関する法律」が成立した。本論文は、このような状況を踏まえて、我が国におけるクラウドファンディングの現状と課題を概観し、今後の新たな展開の可能性を考察するものである。

本論文の主要な結論は、非対称情報と逆選択がクラウドファンディングの本質的問題であり、そこから発生するエージェンシー問題や不適切利用などの現実的課題の解決には、クラウドファンディングの優位性である優れた情報生産と取引費用の低さを保持する対応、具体的には、クラウドファンディング・プロジェクトの透明化、プラットフォーム間の連携と官民の協力、広範な情報共有、不適切な利用に関する判断基準の明確化が必要であることである。また、タイプの異なるクラウドファンディング・プラットフォーム間の連携のみならず、既存のECプラットフォームや金融機関等との相互補完によって大きなシナジー効果を得られる可能性がある。

## 1 はじめに

クラウドファンディングは「インターネット上のプラットフォームを介して不特定多数から資金を集める仕組み」であり、国内外で件数、市場規模双方が拡大している。

クラウドファンディングは、様々なヴァリエーションを生みながら拡大しているが、寄付型（Donation-based）、購入型（非金銭報酬型 Rewards-based）、貸付型（融資型、あるいはソー

シャルレンディング Debt-based）、事業投資型（ファンド型 Royalty-based）、株式型（未公開株投資型 Equity-based）という5つの類型が、世界的に見て最も広く受け入れられている分類であろう（表1参照）。取り扱い件数としては、国内外を問わず、購入型が飛び抜けて多いが、金額的には貸付型（ソーシャルレンディング）の規模が圧倒的である。また、上記の5つの類型の中で、資金の出し手の目的が金銭的リター

表1 クラウドファンディングの主要な5類型

金銭・非金銭リターン	類型	支援の対象	具体的なリターン	事業者の資金調達手段	留意すべき点
非金銭リターン (広義のリワード型)	寄付型	何らかの社会的価値を持つプロジェクト	0 (非金銭的 Reward を含む)	寄付	
	購入型	商品・サービスの開発・生産  何らかの社会的プロジェクト	予約購入した商品・サービス等  * 寄付的支援を伴う場合、資金提供者の事前のリターンは金額評価では非正であり、通常はマイナス	予約販売 (代金先払い) と見なせる  Debt の性格を持つ	1 shot project か継続事業かで大きく異なる 需要調査ともなる
金銭リターン (クラウド投資)	貸付型 (融資型、ソーシャルレンディング)	企業等 (匿名組合契約、投資事業有限責任組合等を介する)	(予定された) 利子	Debt	従来の金融仲介との差異 マイクロファイナンスとの関係 P2P ファイナンス
	事業投資型 (ファンド型)	企業等が行う事業 (匿名組合契約等を介する)	事業からの利益の分配	Equity	企業への出資 (株式の購入) ではなく、事業への出資
	株式型 (未公開株投資型)	未公開株	配当・キャピタルゲイン	Equity	未公開株の流動性

(注) 井上 (2017) の表を改訂

ン (投資収益) である貸付型、事業投資型、株式型をクラウド投資、Crowd Investing と呼ぶこともある。

我が国では、2019年から2020年にかけて、クラウドファンディングの本質に関わる出来事が2つ起きている。

一つは、2019年3月18日の金融庁によるソーシャルレンディングの融資先匿名化解除に関する公式見解公表である。後で詳しく述べるが、この匿名化解除により、多くの貸付型プラットフォーム運営者が言うように、我が国における貸付型クラウドファンディングは「本来の形となった」と言える。

もう一つは、2020年5月27日の「特定デジタルプラットフォームの透明性及び公正性の向上に関する法律」(これ以降、透明化法と略す)の成立である。この法律は、通販サイトなどのデジタルプラットフォームに出店・出品する企

業と結ぶ契約条件の開示を促し、取り組み状況を国に報告することを義務付けるものであるが、対象企業の要件などを2020年秋までに決定し、2021年春より施行の予定である。これに対して、アジアインターネット日本連盟・ECネットワーク・新経済連盟・日本クラウドファンディング協会・日本シェアリングエコノミー協会が連名で、「デジタル・プラットフォーム企業が介する消費者取引における環境整備についての要望書」(これ以降、要望書と略す)を提出しており、2020年9月末時点で、この透明化法の具体的運用については未定である。一方、要望書の提出団体の一つである新経済連盟 HP 掲載の要望書の概要は以下の通りである。

・プラットフォーム事業者は、消費者がプラットフォームを安全に利用できるように日々努力しているが、安心してご利用いただくためにより一層充実した自主的な取組に努めてい

くこと

- ・行政には法整備ではなく、自主的取組の促進、悪質な出品事業者等に対する法執行の強化を期待すること
- ・消費者の信頼をより向上させるための協力体制を構築すべく、プラットフォーム事業者は連携して様々な課題に取り組む場を設置する方向で話し合いを始める用意があり、政府関係者等も参加の上、前向きに取り組んでいくことで環境改善・持続可能な発展が期待できること

要望書は、細かい法規制よりもプラットフォーム事業者の自主的取組を促すよう求めたもの、と言えるが、透明化法とこの要望書は、クラウドファンディングの現状と課題をも反映しており、それらを把握する手がかりとなる。

本論文の目的は、このような状況を踏まえて、我が国におけるクラウドファンディングの現状と課題を概観し、今後の新たな展開の可能性を考察することである。本論文の構成は以下の通りである。2節では、クラウドファンディングの主要な類型と現状について改めて概観する。3節では、クラウドファンディングの本質的な問題と現実の課題を関連付けて考察し、解決の方向性を探る。4節では、今後のクラウドファンディングの可能性について述べ、まとめとする。なお、これ以降、寄付・購入・投資、あるいはその組み合わせによって資金を出す者を支援者（Buckerの訳）、クラウドファンディングによって事業やプロジェクトを行う者を事業者（要望書では出品事業者）、クラウドファンディングのプラットフォームを運営する者をプラットフォームと呼ぶこととし、クラウドファンディングを適宜CFと略す。

## 2 クラウドファンディングの主要な類型と現状

まず、CFの主要な5つの類型とその特性、現状について、改めて見ておこう。

### (1) 寄付型クラウドファンディング

寄付型クラウドファンディングは、何らかの事業・プロジェクトに対する「寄付」であり、2020年、新型コロナ禍の渦中にある日本では、経営危機に陥った病院への寄付のような直接の寄付のみならず、医療関係者にサージカルマスクやガウン、場合によっては新鮮なサラダを届けるといった間接的な寄付プロジェクトも多く行われている。

なお、寄付ではあるが、寄付先が地方公共団体、特定公益法人等でなければ、寄付者は税法上の寄付金控除を受けられない。また、寄付金の15～17%程度がプラットフォーム運営者への手数料として支払われるので、CFを用いない寄付と同様、調達額のすべてが事業等に実際に使われるわけではないが、「寄付を集めるコスト」は相対的に低いと考えられており、また、支援者に対して、事前のみならず、使途報告や結果報告などの事後的な情報開示を迅速に行うことも容易である。それ故、プラットフォームの手数料は、広範かつ容易に寄付を集められることや情報開示サービスに対する報酬と解釈できる。この点は、CFプラットフォーム全般に共通、あるいは、類似する点である。

寄付には常に詐欺のリスクが付きまとうが、寄付型クラウドファンディングも同様であり、海外では大規模かつ悪質な詐欺事件がいくつも起きている。我が国では大規模な事件は起きていないが、使途の開示、透明化は、寄付型クラウドファンディングのみならず、寄付全般における永遠の課題である。

## (2) 購入型クラウドファンディング

購入型クラウドファンディング（RCF）は、プロジェクトへの支援・出資に対して商品やサービスなど非金銭的なりターン（報酬）がもたらされるものであり、最初に普及したCFである。スタートアップを含む個人・法人・団体が、プロジェクトを企画し、それに賛同した支援者は予約購入という形で資金を提供する。支援者は、復興支援のような社会的価値が明らかな事例では、プロジェクトの意義や魅力によって出資するが、RCFは単純化すれば予約販売と同じ形となるので、新事業立ち上げの資金をCFによって調達する必要がない事業者が、RCFを予約販売や単なる通信販売を行うプラットフォームとして利用する事例が増えており（「通販感覚？クラウドファンディングの今」読売新聞2019年1月31日記事）、2020年9月時点では、そのようなプロジェクトが過半を占めている。実際、国内最大手のMakuakeは、2020年6月のIR資料において「新商品のEC市場がメインターゲット」と述べており、あるRCFサイトでの検索ワードのトップが、長期間にわたって「小型・軽量化」であったことも観察されている。また、そのような変化に伴い、不誠実な事業者や転売と思われる案件が散見されるようになっており、購入者・支援者とのトラブルも増加している。

海外では、予約販売の形態を、創業支援のような資金調達を伴う購入型クラウドファンディング（Rewards-based）と区別してPre-order、予約販売と分類する場合もあるが、両者の線引きは難しく、それらが購入型プラットフォーム上に混在しているのが現状である。

また、新型コロナ禍にあって、医療関係者に新鮮なサラダを届けるといった形態を変えた寄付と言える購入型プロジェクトや、事業継続の

ためのキャッシュフローを得るため既存商品やサービスをディスカウント販売する購入型プロジェクトなどが数多く見られるようになっており、予約販売、通信販売とみなせるプロジェクトの増加とも相まって、購入型CFは多様化しており、支援者に対する情報開示、支援者の情報活用の意義と必要性は増している（井上（2020）参照）。

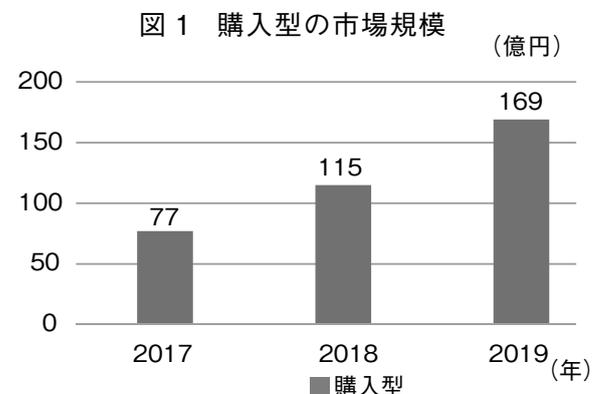
日本クラウドファンディング協会による集計では、購入型の市場規模は伸び続けており、2019年には約170億円に達している（図1）。

なお、我が国ではふるさと納税を利用して、地域や地方自治体のプロジェクトを支援しリターンを受け取る一方、減税を受けられる「ふるさと納税型」と呼ばれるものもあるが、仕組みとしては購入型である。

## (3) 貸付型クラウドファンディング

貸付型クラウドファンディング（融資型）は、主として、匿名組合契約を利用した貸付をインターネット上のプラットフォームを介して行っており、この形態はソーシャルレンディングとも呼ばれる。

匿名組合契約とは、匿名組合員（投資家）が、事業者（資金調達者）の事業のために資金を提



(注) 日本クラウドファンディング協会が、Makuake、READYFOR、CAMPFIRE (FAAVO含む)、GREEN FUNDING、Motion Gallery、Kibidango、A-portの募集金額を集計したもの

供し、その事業から生じる利益の分配を受けることを約束する契約であり、日本では、商法第535条に規定されている。匿名組合は団体ではなく、法的には事業者と匿名組合員の間の双務契約であり、後述の事業投資型クラウドファンディングでも用いられる。

貸付型の約束利率は相対的に高いが、当然ながら貸付先のデフォルトリスクも銀行の融資に比べて高いことが多く、本質的には出資であるから、約束利率はもちろん、通常は元本の保証もないため、世界的には「ミドルリスク・ミドルリターン金融商品」と見なされている。資金を必要とする企業等への資金提供は貸付（レンディング）という形で行われるが、貸付型プラットフォームが「投資的資金」を受け入れて運用するという点では投資信託に近く、プラットフォームは仲介のみならず、ファンドマネージャーの機能を果たしている。日本では、プラットフォームが海外を含む複数の企業・事業に融資（もしくは投融資）するファンド（投資事業有限責任組合）を設立し、そのファンドへの出資を募集する、という形が多く見られ、このスキームでは、投資家は、ファンドの融資先や約束利率・リスクを勘案して出資する案件（ファンド）を選定し、利子・分配金を受け取る。

我が国では、当初、融資先が匿名化されており単なる高金利のリスク商品に近いものであったが、2019年に融資先の匿名化が解除され、ファンドの融資先である借り手企業の企業名・事業内容や財務状況といったより詳細な情報を、支援者が知ることができるようになった。このようなソーシャルレンディングは、「金融の民主化」と位置づけられることもあるが、最終的な資金の出し手である個人が、開示された貸付先の情報に基づいて、自らの判断で出資の可否、出資額を決定できるという意味で、非集権化、分権

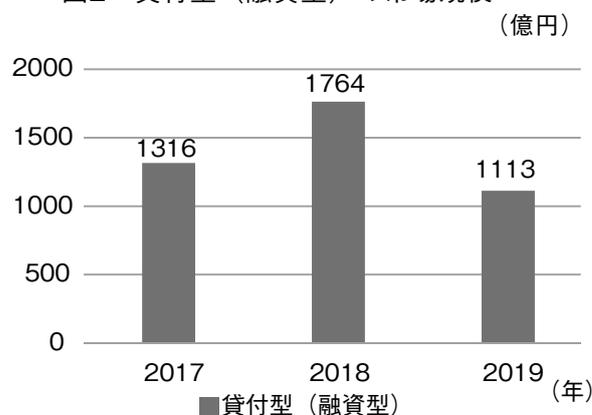
化であることは間違いない。

日本クラウドファンディング協会による貸付型（融資型）の2019年の市場規模は約1,113億円であり、前年から40%近く減少している（図2）。

なお、これまでに数社のソーシャルレンディング・プラットフォームが行政処分を受け、適切な対応を行った一社を除いて廃業しているが、融資先の匿名化解除以前のことであり、後述の情報の非対称性を悪用したものと言える。貸付型を運営するプラットフォームによれば、大半の貸付型クラウドファンディングにおいて、約束利率での利払いが行われているとのことである。

不動産特定事業型クラウドファンディング（不特法型）は、不動産特定事業法に基づき、出資を募って不動産の売買・賃貸を行い、収益を配当するクラウドファンディングであり、急速に増えている。現時点では約束利率という形を取っているものが多いようであるが、本質的には事業投資型であり、現在の形は貸付型と事業投資型の特殊なハイブリッドと見るべきであろう。不特法型の市場規模は、2018年は約12億円、2019年は約39億円であり、株式型を大きく上

図2 貸付型（融資型）の市場規模



（注）日本クラウドファンディング協会が、SBIソーシャルレンディング、クラウドバンク、maneo、クラウドクレジット、OwnersBook、funds、クラウドリアルティ、SAMURAI FUND、Nextshift Fund、CAMPFIREについて集計

回る規模となっている。

個人間の貸借を媒介するP2Pレンディングは、貸付型クラウドファンディングの範疇と考えられ、我が国ではこれからであるが、海外では急速に伸びている国もある。

#### (4) 事業投資型クラウドファンディング (ファンド型)

事業投資型クラウドファンディング(ファンド型)は、企業や組織ではなく、事業に対して投資を行う匿名組合契約を設定し、インターネット上のプラットフォームを介して出資を募る。事業者は、当該プロジェクトを行うための資金を出資によって調達し、投資家はプロジェクトに対して出資を行いプロジェクトから発生した利益の分配を受ける。ソーシャルレンディング同様、ファンド型プラットフォームが、海外を含む複数の事業に投資するファンドを設立し、そのファンドへの出資を募集する、という形も見られる。

出資者は、プラットフォームが開示する出資先の事業計画をベースに、事業の成否を判断して出資するものであるが、株式を取得するものではないため、出資者に議決権に当たるものは基本的にはない。我が国では、社会的プロジェクトに対してファンド型が用いられる例が多く、出資者にとって、社会的貢献と金銭的リターンの双方が得られるものとして評価する声がある。我が国の事業投資型プラットフォームによれば、現時点では、ほとんどのプロジェクトで、出資者は予定されたリターンを受け取っているとのことである。

#### (5) 株式型クラウドファンディング (未公開株投資型)

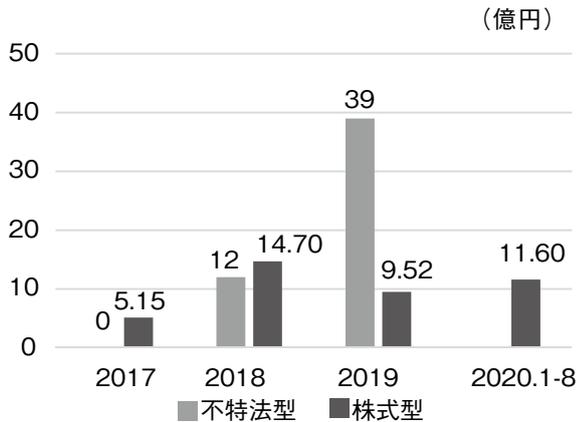
株式型クラウドファンディングは、インター

ネット上のプラットフォームを介して未公開株(Private Equity)や新株引受権に投資するものであり、我が国では、2015年5月に解禁された。株式未公開企業の事業概要・計画等を基に、個々の投資家が投資判断を行って出資するものであるが、ベンチャーキャピタル等が行っている専門性の高い未公開株への投資を直接個人が行うものと言え、投資した未公開株が公開・上場されれば、数十倍・数百倍といった大きな利益を生む可能性がある一方、公開・上場までの時間はもちろん、公開・上場自体が不確定であり、投資期間は無期限、もしくは不確定であるから、極めてハイリスクと言える。イグジットや大規模な追加資金調達に成功した例もあるが、現時点までの実現損益・事後的収益率は高くはない。しかしながら、このような形で資金調達を行うStart-upsは、ベンチャーキャピタルの投資ステージで言えば、殆どがシードもしくはアーリーの企業であり、投資結果・事後的収益率の評価は10年程度の期間を経てから行うべきであろう。なお、日本では、企業の株式投資型クラウドファンディングを通じた資金調達額は年間1億円未満、投資家の同一企業の未公開株式購入額は年間50万円以内とされており、この上限が妥当かどうかについては、議論の余地がある。

日本証券業協会の統計によれば、株式型の市場規模(発行価額の総額)は、2019年には一旦減少したが、2020年9月時点で既に再び増加に転じている(図3)。

以上が我が国の主要なクラウドファンディングの現状であるが、「金融の分権化、非集権化」、あるいは「民主化」に関しては、個人が出資先の情報を得て判断しコミットできる、また、そうした機会に自由にアクセスできるという意味で、クラウド投資全般、貸付型(ソーシャルレンディング、クラウド融資)、事業投資型、株式

図3 不特法型・株式型の市場規模



(注) 不特法型については、CREAL、FANTAS funding、RENOSY、Jointo a、SYLA FUNDINGの取り扱い額を日本クラウドファンディング協会が集計。株式型は、日本証券業協会ウェブサイト「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」の株式及び新株予約権の「発行価額の総額」を筆者が合計したものである。

型に共通して言えることである。しかし、分権化されたシステムの下で。個人の権利に基づき。個人の判断で出資を行うということは、同時に、その判断と権利行使に伴うリスク、それもクラウド投資の枠内では分散化不能なリスクを負うことを意味し、その点は十分に周知される必要がある。また、匿名化解除のみならず、プロジェクトの透明化、出資先の情報の適切な開示とそのため持続的努力は、クラウド投資における普遍的な課題である。

一方、購入型CFにおいても、プロジェクトの構成が大きく変化してきたことに伴い、支援者と事業者、支援者とプラットフォーマー、事業者とプラットフォーマーの間のトラブルも急増している。特に、支援者と事業者の間のトラブル、それも、むしろECサイトの利用者と出品者の間のトラブルと言えるものが急増しており、このことは、CF全般に共通する課題を示すとともに、透明化法や、プラットフォーマーによる透明化・公正化のための自主的取り組みに対する問題提起となっている。

次節では、これらの課題を、クラウドファンディングの本質的問題と関連付けて論じ、解決の方向性を探る。なお、主要なCFの種類と、そのメリット・デメリット、リスクについては、井上(2017)を参照されたい。

### 3 クラウドファンディングの本質と課題

そもそもクラウドファンディングの社会的価値とは何であろうか？

機会の拡大、すなわち、クラウドファンディングが消費機会・生産機会・投資機会を拡大していることは事実である。その機会の拡大によって生まれる便益と社会的費用の差が厚生経済学的な意味でのクラウドファンディングの社会的価値であり、現時点でそれは明らかに正である。

では、その価値は何によってもたらされているのであろうか？

一つは、インターネットを介したネットワークの形成・拡大とその活用であろう。それは、事業者と支援者双方にとって、禁止的に高かった取引費用を著しく減らす効果を持つ。ここで言う取引費用とは、探索費用、詳細かつ迅速な情報提供の費用を含むが、最終的な資金の出し手である支援者が、自身の判断によって出資を決定できることによってもたらされる出資が行われるまでの時間の短縮も大きな取引費用の節約である。これらの取引費用削減効果が、CFの社会的価値の源泉の一つと考えられる。

もう一つは、プラットフォーマーによる情報の生産である。購入型がわかりやすいが、個々の案件は、基本的には、商品ではなくプロジェクトであり、事業者の情報、プロジェクトの動機、生産の方法などが提示され、それらの情報に基づいて、支援者・購入者は意思決定を行う。プラットフォーマーは、そのプロジェクトの内容が価値あるものか、プロジェクトを行う事業

者が信頼できるかどうかを判断して、クラウドファンディング案件とすることを決定していると考えられ、この一連の行動は情報の生産を伴っている。また、この情報の質・量の豊かさがクラウドファンディングの優位性であると考えられる。

本節では、以上を踏まえて、クラウドファンディングの本質的な問題を考察し、それらと関連付けて現実の課題を展望する。

クラウドファンディングに関して指摘される本質的な問題は、情報の非対称性である。もちろん情報の非対称性は売り手と買い手、あるいは、株主と経営者の間で広く見られる一般的な問題であるが、クラウドファンディングという仕組みに特有の問題、就中、プラットフォーマーの役割が重要な問題であろう。前述のように、クラウドファンディング・プラットフォーマーは、情報を生産し、支援者と事業者の間の情報の非対称性を軽減する役割を担っている。

しかしながら、支援者と事業者はもちろん、支援者とプラットフォーマー、プラットフォーマーと事業者の間の情報の非対称性を完全に解消することは不可能であり、しかも、クラウドファンディングは先払いであるから、このことは、以下のような問題の原因となりうる。

- ・クラウドファンディングの不適切な利用
- ・事業者のモラルハザード

もう一つの基本的問題として指摘されるのは、逆選択である。逆選択の可能性は、主としてクラウド投資において指摘されており、粗く言えば、債務不履行リスクが高いため、銀行融資やベンチャーキャピタルからの出資によって資金調達を行うことができない事業者のみがクラウド投資によって資金を調達する可能性を指す。

しかしながら、金融機関の融資やベンチャー

キャピタルの出資に限界が存在することも事実であり、そのことがクラウド投資成立の根拠となっている。

まず、金融機関の融資基準やベンチャーキャピタルの出資要件にはそぐわないが、社会的に見て十分な収益を生む事業、例えば、スケールビリティはないが収益率は高い地域事業のような事業の存在が挙げられる。また、事業者は、クラウド投資によって、金融機関の審査に伴うコストや時間、ベンチャーキャピタルとの折衝に伴うコストや時間を節約できる可能性があり、資金調達までの時間の短さを理由にクラウドファンディングを利用する事業者も少なくない。実際、「資金の調達スピードが速く、細かいニーズも満たしやすいといったCFのメリット」(「コロナ下CF、病院に励み 資金調達+応援の声 経営難、利用相次ぐ」毎日新聞2020年10月5日)、という認知が進んでいることは事実である。クラウドファンディングによって、支援者はそのような事業への出資の機会を得るが、逆選択の可能性はもちろん排除できない。

このようなクラウドファンディングの本質的な問題は、現実の課題となって現れている(表2参照)。クラウドファンディングの支援者に共通するリスクは、提供した資金が期待通りに使われないこと、期待したリターンが得られないことの2つである。プロセスの問題と結果の問題と言い換えてもよい。

前者は、エージェンシー問題であり、寄付型、寄付的要素を持つ購入型においては倫理的により深刻であるが、通常の企業財務同様、クラウド投資においても支援者の利益を損なう可能性がある。しかも、エージェンシー問題は、支援者と事業者の間のみならず、プラットフォーマーと事業者、支援者と事業者の間にも生じうる。ただし、株式型においては、殆どの場合、資金

表2 クラウドファンディングの本質的な問題と支援者のリスク

類型	類型に特有な支援者のリスク	支援者に共通するリスク	共通する現実の課題	共通する本質的問題
寄付型				
購入型	資金調達を行おうとする事業者と、資金調達を行う必要がない事業者、不誠実な事業者を判別できない	資金の用途が期待、あるいは、当初提示されたものと異なる	エージェンシー問題 モラルハザード	情報の非対称性
貸付型 (融資型、ソーシャルレンディング)	約束された利子が支払われない 元本を失う	リターンが期待、あるいは、当初提示されたものと異なる	不適切利用	逆選択 (クラウド投資において、より重要)
事業投資型 (ファンド型)	約束された配分が行われない 元本を失う			
株式型 (未公開株投資型)	ハイリスク・ローリターンの可能性			

調達後も過半の株式を保有する創業者が当該企業の経営者であり、エージェンシー問題はさほど深刻ではなく、逆選択の方がより重要であろう。

後者の「結果の問題」は、リスク資産への投資であるクラウド投資においては、貸付型プラットフォームの行政処分事例に見られるような事業者やプラットフォームの詐欺的行為・プラットフォームの事業者選択における重大な過失等を除けば、問題ではない。「善意の事業者」の失敗による損失のリスクは当然存在する。

しかし、購入型においては、通常の通信販売に近いものが急増すると同時に、不誠実な事業者、悪質な事業者も増えており、商品の機能・デザインがプラットフォーム上での説明とは異なるといった苦情や支援者とのトラブルも増加している。トラブルとなったものの中には、転売が疑われる「企画開発した製造委託商品」で事業者情報を見ても事業者の実体が不明という事例もある。(『「絹マスク生産、提供」でCF、届いたのは化繊製輸入品 業者「だました認識ない」』毎日新聞 2020年10月5日記事参照)

このような事業者とプロジェクトは、出品・

掲載を認めること自体に疑義があるが、トラブルとなった案件の多くは、違法であるかどうかの判断が難しい。また、不適切なプロジェクト・事業者に関する判断基準も、現時点では明確とは言い難く、広く共有されているとも言い難い。しかしながら、クラウドファンディングの特長である情報量の多さが悪用される事例が増えていることは事実であり、しかも、そういった事例は法規制の範囲内、もしくは判断が難しい形で行われることが多いのであるから、要望書にも「流通が望ましくない商品の販売規制や、各種規制の判断基準の明確化等を行っていただくことで、出品者の行為の違法性の判断が容易になり、プラットフォーム事業者の自主的取組がより積極的に実施しやすくなります。」とあるように、少なくとも、プラットフォームの自主的取組の根拠となる何らかの判断基準、ガイドラインのようなものが必要であろう。そのような判断基準、ガイドラインの明確化は、プロセスと結果の双方の問題を緩和すると考えられる。

もちろん、このような事例の根源となりうる情報の非対称性を軽減する努力、適切な情報開示によるプロジェクトの「透明化」は、常に必

要であり、それは、クラウド投資においても同様である。

また、官民の協力とプラットフォーマーの連携は今後必須となると思われる。まず、違法な事業者の処分は厳正かつ積極的に行われるべきであるが、行政が把握している要注意業者の情報は十分な共有がなされているとは言い難い。また、悪質な事業者はプラットフォーマーを渡り歩く、あるいは、ダミー事業者を設定して複数のプラットフォーマーを利用することが指摘されており、プラットフォーマーが連携して、情報を共有し、さらには支障のない範囲で開示することが必要である。

このプラットフォーマーの連携の必要性は、同一種類のプラットフォーマー間にとどまらない。米国では、実質的に同一の事業者が複数のタイプのクラウド投資を利用して、資金調達の上限規制を上回る資金調達を行った事例が報告されており（Komuro (2020)）、異なる種類のCFプラットフォーマー間の連携が必要である。

さらに、支援者に対して、適時に情報提供、注意喚起を行うことも必要である。前述のように、クラウドファンディングは多くのヴァリエーションを生みながら拡大しており、質的な変化も起こっている。そのような変化について周知するとともに、一種のリテラシーを提示することも必要であろう。特に、プロジェクトやリターン・商品の情報のみならず、事業者情報の確認を促すことが必要である。

補償サービスやCF保険といった支援者保護制度の拡充は、取引費用を増加させるが、悪質な事業者や不適切な案件の完全なフィルタリングを事前に行うことは不可能であるから、このような事後的な救済手段の整備は、結果的に取引費用を相対的に低く抑えると期待できる。

総じて言えば、取引費用と情報生産をクラウ

ドファンディングの優位性として保持し続ける努力が必要であり、そのことがクラウドファンディングの健全性を保ち社会的価値を高めると考えられるのである。

#### 4 結語 クラウドファンディングの可能性

クラウドファンディングは、情報生産と取引費用の削減によって、支援者の消費機会・投資機会を広げると同時に、事業者の生産機会を広げ、社会全体としての消費可能性集合・生産可能性集合を拡大する。それは、既存の市場、既存の金融機関等が様々な制約によって活用できなかった潜在的な需要と供給を掘り起こすものであり、同時に、未活用の資源を活用することでもある。そのような潜在的な需要・供給、未活用資源は、まだ多く残されており、また、新たな需要・供給・資源も生まれてくると期待できることから、クラウドファンディングが、今後も量的にも質的にも成長していくことはほぼ確実である。

しかしながら、情報の非対称性という本質的な問題と、それから生まれるエージェンシー問題、モラルハザード、不適切なクラウドファンディング利用といった現実の課題に対しては、不断の対応が求められる。プラットフォーマーによる事後的な結果・評価を含む「透明化」、情報共有を中心とした官民の協力・プラットフォーマー間の連携は、これらの問題・課題に対する基本的な対応であり、一層の努力が求められる。また、「不適切な事業者・プロジェクト」に関する判断基準、ガイドラインの明確化も必要であろう。

もう一つの本質的な問題である逆選択は、特に株式型において注意を払う必要があるが、前述のように、我が国においては十分なデータが蓄積されているとは言えず、評価を行うのは時期

尚早である。

最後に、クラウドファンディングの今後の展開の可能性について述べておきたい。

まず、現実の課題への対応として、類型の異なるプラットフォーマー間の連携も必要であると指摘したが、このような異種クラウドファンディングの連携は新たなシナジーを生む可能性がある。例えば、一定の利用上限や制約を設ける必要があるが、貸付型・事業投資型による資金調達と「資金調達の要素を含まない」購入型の組み合わせはあり得る組み合わせであろう。

特に、既にある地域振興、地域活性化のための購入型 CF 活用の試みについては、いくつかの事業を束ねる形で事業投資型や貸付型を併用することが可能であろう。その地域の資源や事業者の情報を持つ地域金融機関や自治体などが参加してクラウドファンディングを活用する、言わば「リレーション・ファンディング」は、検討に値すると考える。

また、クラウド投資は、既存の金融機関やその事業と代替的なものと捉えられており、実際、代替な事象も多く見られるが、上記の「リレーション・ファンディング」のように、既存の EC プラットフォーマーや金融機関等とクラウドファンディング・プラットフォーマーが相互補完することによって大きなシナジー効果を得られる可能性があり、その可能性を模索することにも十分な価値があろう。

しかしながら、クラウドファンディングに関しては、このような可能性の検討はもちろん、分析の基礎となるデータの蓄積・整理も未だ不十分であり、特に事後的評価については、購入型のみならず全類型において不足である。まず、そのような基礎的調査を含むデータ収集とデータベース化が必要であり、それと並行しながら、プラットフォーマーの行動モデルの開発、産業

としてのクラウドファンディングの実証分析、クラウドファンディングの様々な可能性の検討を行うことが、今後の研究課題である。

#### 【参考文献】

- アジアインターネット日本連盟・EC ネットワーク・新経済連盟・日本クラウドファンディング協会・日本シェアリングエコノミー協会 (2020) 「デジタル・プラットフォーム企業が介在する消費者取引における環境整備についての要望書」
- 日本クラウドファンディング協会 (2020) 「クラウドファンディング報告書」
- 青木昌彦 (2001) 『比較制度分析に向けて』瀧澤弘和・谷口和弘訳、NTT 出版
- 井上徹 (2017) 「クラウドファンディングを巡る諸問題：展望」『横浜経営研究』第 38 巻第 2 号、pp.137-149
- 井上徹 (2020) 「新型コロナ禍とリワード型クラウドファンディングの新展開 - その社会的な価値と理論的課題 -」『横浜経営研究』第 41 巻第 1 号、pp.25-39
- 藤原 賢哉 (2019) 「クラウドファンディングの成功要因に関する実証研究」『同志社商学』第 71 巻、pp.77-88
- Chang, Jen-Wen (2020) The Economics of Crowdfunding, American Economic Journal:Microeconomics, Vol.12, N0.2, pp. 257-80
- Komuro,Kei (2020) Challenges and Implications for Potential Reforms of Crowdfunding Law for Social Enterprises, NY Business Law Journal Summer 2019 , Vol. 23, No. 1, pp. 68-76
- Strausz, Roland (2017) A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard, American Economic Review, Vol. 107, No. 6, pp. 1430-76

Vismara, Silvio (2018) Signaling to Overcome Inefficiencies in Crowdfunding Markets, Ch.3, The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals and Investor Behavior, Cumming and Hornuf ed., Palgrave Macmillan

**【新聞記事・Web記事】**

「通販感覚？クラウドファンディングの今」読売新聞 2019年1月31日

<https://www.yomiuri.co.jp/fukayomi/20190130-OYT8T50036/>

「『絹マスク生産、提供』でCF、届いたのは化繊製輸入品 業者「だました認ない」」毎日新聞 2020年10月5日

<https://mainichi.jp/articles/20201004/k00/00m/040/125000c>

「コロナ下CF、病院に励み 資金調達+応援の声 経営難、利用相次ぐ」毎日新聞 2020年10月5日

<https://mainichi.jp/articles/20201005/dde/041/040/028000c>

「クラウドファンディングの利用者層を比較調査。『Makuake』『CAMPFIRE』の2強変わらず。」まなみな市場調査 2020年2月26日

<https://manamina.valuesccg.com/articles/27>

---

いのうえ とおる

1981年京都大学経済学部卒 大阪大学大学院経済学研究科博士後期課程を経て、1988年4月より横浜国立大学経営学部講師、1989年4月同学部助教授、2003年4月より現職。

専門は、金融、企業財務、近年の研究テーマは、起業ファイナンス、クラウドファンディング。

**【主要著書・論文】**

井上徹・鶴瀬由巳（1999）「わが国公的金融の役割」日本評論社

Fumio, Hayashi and Tohru Inoue (1991) 'The Relation between Firm Growth and Q with Multiple Capital Goods: Theory and Evidence from Panel Data on Japanese Firm', *Econometrica*,

**【近著】**

「クラウドファンディングを巡る諸問題：展望」(2017)『横浜経営研究』

「新型コロナ禍とリワード型クラウドファンディングの新展開 - その社会的な価値と理論的課題 -」(2020)『横浜経営研究』など。

---