

クラウドファンディングの成功要因に関する実証研究*

神戸大学大学院経営学研究科

藤原 賢哉

要 旨

クラウドファンディングとは、インターネットを通じて不特定多数の資金供給者 (crowd) から少額ずつ資金調達 (funding) する仕組みであり、近年、わが国においても、金融商品取引法等の改正 (2014 年) を契機として、クラウドファンディングの市場規模が増加しつつある。

クラウドファンディングに関しては、プロジェクトへの投資に対する純粋なリターンを期待して投資を行うというよりは、調達プロジェクトの社会的意義や借り手事業者のアイデアや熱意に「共感」して投資決定をする場合が少なくない。したがって、先行研究に関しても、借り手が実行するプロジェクトの成果や返済可能性に関する情報非対称性そのものよりは、クラウドファンディングの運営サイト上の情報や募集のデザイン設計 (プロジェクトの意義に関する説明、調達者のプロフィール、投資家とのコミュニケーションの方法、募集期間や目標金額の設定等)、投資家間の関係性 (群集心理、初期投資家と後期投資家の関係性)、資金調達 (募集状況) の時間的経緯等に焦点を当てた研究が多い。

しかしながらわが国では、クラウドファンディングに関しては、制度的な研究が中心であり、実証研究については、データの入手制約から、研究の蓄積が進んでいないのが現状である。そこで、本研究では、わが国のクラウドファンディングに関する実際のデータ (個別の募集状況に関するデータ) をインターネットから日々収集するとともに、クラウドファンディングの成功要因 (調達の成功要因) について実証的な分析を行った。

具体的には、購入型・寄付型の事例として Readyfor 社のサンプル、投資型 (ファンド型) の事例としてセキュリテのサンプル、投資家型 (貸付型) の事例として Crowd bank のサンプルを用い、1) 資金調達の成功 (失敗) の要因の分析、2) 募集金額の時系列的な変化に関する分析、を行っている。

結果は、購入型・寄付型の Readyfor 社の事例については、概ね、海外での先行研究と整合的な結果（目標金額や募集期間とは負の関係性）が得られた。一方、投資型（セキュリテ、Crowd bank）については、サンプル数の問題もあって解釈等が難しいが、購入型・寄付型とは違う性格（募集に対する返礼や利回り・満期の長さが影響）を持つと考えられる。

クラウドファンディングについては、伝統的な金融の仕組みとは異なり、ある個人が、対象となる借り手のプロジェクトの不確実性や情報の非対称性を評価して投資決定を行うのではなく、1) 複数の投資家が調達成功・失敗を決定する（特に all in nothing 型の場合）、2) リスクやリターンがかならずしも金銭的なものに限定されない、3) 社会貢献や地域再生等投資家の「共感」が投資決定に影響する、4) 購入型・寄付型では、資金が戻ってこないというリスクよりも、購入商品に関するトラブルや詐欺・マネーロンダリング等のリスクが存在する、という点が特徴的であるように思われる。

今後は、今回得られた実証結果を考慮に入れつつも、実証研究のベースとなる理論モデルの構築や実証研究の精緻化を進める必要がある。また、資金調達の成否のみならず、調達に成功したプロジェクトのその後の成果（資金調達者のさらなる事業拡大に貢献しているか、社会貢献等のプロジェクトの社会的評価、詐欺等の手段に使われていないかなど）についても一定の評価を行い、「共感」をベースとしたクラウドファンディングの仕組みが社会経済的な仕組みとして有効かについても検討を行う必要があると思われる。

1. はじめに

クラウドファンディングとは、インターネットを通じて不特定多数の資金供給者（crowd）から少額ずつ資金調達（funding）する仕組みであり、1990年代に、アメリカにおいて、アーティストの活動資金を、インターネットを通じて募集あるいは寄付の形で集めたことがその始まりであると言われている。近年、わが国においても、金融商品取引法等の改正（2014年）¹を契機として、クラウドファンディングの市場規模が増加しつつある（図1）。

図1 わが国クラウドファンディングの市場規模



出所) 矢野経済研究所 (https://www.yano.co.jp/press/images/2036_0.jpg)

わが国で、クラウドファンディングが最初に注目を浴びたのは、東日本大震災の時であると言われている。当時は、公的なサポート（民間金融機関含む）が十分ではない状況において、被災した事業者（清酒醸造業、醤油醸造業等）が、クラウドファンディングのスキームを使って、数千万規模の資金調達に成功し、工場の再建や事業の継続を行った事例が報告されている。また、調達した資金が、金融検査マニュアル上の「資本性劣後ローン」として位置づけられたことから、金融機関からの新規融資を促進する効果があったとも指摘されている。

クラウドファンディング自体は、災害時だけではなく、試作品製作のための資金調達、

* 本稿の作成に際して、ゆうちょ財団（平成30年度）から資金面での助成を受けた。ここに感謝申し上げたい。

¹ 主に投資型クラウドファンディングに関する制度整備として金融商品取引法の改正が行われた。具体的には、金融商品取引業者（登録制）の参入条件の緩和（最低資本金基準引き下げ、非上場株式勧誘解禁、兼業規制緩和）、投資家保護のためのルール整備などである。

地域再生や社会貢献のための資金調達、アーティスト等への支援・寄附、グリーンエネルギー普及促進のための資金調達など、その目的は様々であり、通常は、1) 購入型（資金提供者が製品等を受け取るもの）、2) 寄付型（資金提供者に金銭・物品等の見返りが無いもの）、3) 投資型（資金提供者に金銭等の見返りがあるもの）、に分類されている。また、3) の投資型については、さらに、貸付型（ファンド型²）、株式型にさらに区分されている。

クラウドファンディングに関しては、従来の金融機関からの資金調達が困難な借り手・プロジェクト（少額、非事業性、社会貢献）に対して、小口の投資家がインターネットを通じて資金提供を行うという意味において、既存の金融機関を通じる仕組みとは、代替的というよりも補完的であると見方がある。実際、金融機関の中には、借り手企業の知名度向上やマーケティング支援を目的として、クラウドファンディングの利用を勧めるケースも少なくない。

また、クラウドファンディングの投資家は、金銭的な見返りよりも、事業自体に共感し、応援したいと感じているケースが多く、資金調達者の観点からすると、従来の金融機関から調達よりも調達コストが低い可能性がある。借り手事業者の中には、ファンドの運用状況の報告に加えて、定期的に交流会等を実施し、投資家とのコミュニケーションを図っているケースも少なくなく、投資家＝顧客ファン構築という側面も見受けられる。

クラウドファンディング事業者（プラットフォーム）に関しては、資金調達者と資金供給者をマッチングさせる役割を担っており、サイト上で、資金調達の意義や目的、借り手事業者のパーソナリティ等に関して、画像（映像）やテキストを使って説明を行い、投資家への勧誘を行っている。クラウドファンディングの分類（タイプ）にも依存するが、通常は、投資家からの応募金額が、事前に設定した目標金額に達した場合にのみ、実際に資金の移転が行われ（all or nothing タイプと呼ぶ）、プラットフォームは、手数料（調達額の2割程度）を獲得するケースが多い。

II. 先行研究

クラウドファンディングに関しては、プロジェクトへの投資に対する純粋なリターンを期待して投資を行うというよりは、調達プロジェクトの社会的意義や借り手事業者のアイデアや熱意に「共感」して投資決定をする場合が少なくない。したがって、先行研究に関しても、借り手が実行するプロジェクトの成果や返済可能性に関する情報非対称性そのものよりは、クラウドファンディングの運営サイト上の情報や募集のデザイン設計（プロジ

² わが国では貸金業法との関係から、クラウドファンディング業者が、貸金業または金融取引業（第2種）の登録を行ったうえで、一般個人から匿名組合出資として資金を集め、資金調達者に対する貸し付けを行う形をとっている。

エクトの意義に関する説明、調達者のプロフィール、投資家とのコミュニケーションの方法、募集期間や目標金額の設定等)、投資家間の関係性(群集心理、初期投資家と後期投資家の関係性)、資金調達(募集状況)の時間的経緯等に焦点を当てた研究が多い。

例えば、Agrawal, Ajay K. et al. (2013) では、クラウドファンディングにおける投資家と事業者との「距離」の問題に焦点を当てて議論している。彼らは、実際のプラットフォームのデータを使って、事業者と投資家の所在地がどれだけ離れているかについて分析している(「地理的分散」に関する研究)。彼らは、資金調達に成功した事例では、比較的事業者に「近い」人々(事業者の近くに住む家族や友人)が最初に投資をし、その動きを見た他の投資家(いわゆるフォロワー)が、募集の後半期において、投資を行う傾向があることを見出している。資金調達が成功させるためには、「近い」人々の投資行動と、運営サイトの巧拙(デザイン、説明、インターフェース)が重要であることを示唆している。

また、Mollick (2014) は、プロジェクトの募集上の特徴(調達目標金額、募集期間長さ、調達者のネットワーク(facebookの友達の数で指標化)、ビデオの利用)と調達の成功確率との関係について実証的に分析しており、目標金額と募集期間の長さは、成功確率に負の影響を及ぼすこと、また、調達者のネットワーク指数とビデオの利用については、成功確率に正の影響を及ぼす可能性があることを見出している。

さらに、Kunz et al. (2017) では、投資家からの投資に対する何らかの「報酬(rewards)」が投資の成功確率に影響を及ぼすかについて分析を行っている。クラウドファンディングにおける「報酬」には、単なるお礼のメール(手紙)や、支援者の明示化(映画のエンドロールでの掲載や命名権の付与)、イベントや開発ミーティングへの招待、完成品やノベルティグッズ、宿泊券、食事券等の提供など様々なものがあるが、彼らは、これらの「報酬」の数や制限等の有無が、成功確率に有意な影響を及ぼすことを見出している。

Crosetto and Regner (2018) では、資金調達のダイナミクス(時間的経緯)について分析しており、募集開始当初の調達状況、途中段階での投資家とのコミュニケーション程度(募集サイトにおける調達側の追加情報や募集状況についてのコメント、投資家側の応援コメント等)が、調達の成功結果にどのような影響を及ぼすかについて分析を行っている。

クラウドファンディングに関しては、欧米で先行したこともあるが、わが国に関しては、制度的な研究が中心であり、実証研究については、データの入手制約から、研究の蓄積が進んでいないのが実情である³。そこで、本稿では、わが国のクラウドファンディングに関する実際のデータ(個別の募集状況に関するデータ)をインターネットを介して収集

³ わが国のクラウドファンディングに関する研究は、制度面に関するものが多く、導入の意義や課題について論じたものが多い(松尾(2014))。実証研究については、内田・林(2017)が唯一の研究事例であると思われる。

するとともに、クラウドファンディングの成功要因（調達の成功要因）について実証的な分析を行うことにする。

III. 実証分析

III-1 分析対象の運営事業者の概要と取得データ

本稿では、クラウドファンディングの運営事業者として、Readyfor、セキュリテ、Crowd Bank の3社を対象とし、実際の募集案件に関するデータを基に、クラウドファンディングの資金調達の成功要因について実証的な分析を行う。上記の3社の扱うファンドの特徴と各社の募集画面は下記のとおりである（表1、図1）。

表1 対象3社（Readyfor、セキュリテ、Crowd Bank）の取り扱いファンド特徴

	Readyfor	セキュリテ	Crowd Bank
投資・非投資類型	非投資型 (購入型・寄付型)	投資型 (ファンド型)	投資型 (貸付型)
特徴・投資対象	社会貢献、起業、地域再生、芸術その他	音楽、地域支援、食品・酒造、飲食	再生エネルギー 不動産ファンド等
リターン	金銭報酬なし 礼状・物品その他	分配金配当 投資時特典あり	元利返済
リスク	商品未完成・届かない、詐欺、マネロン	元本割れ、非流動性	デフォルト、非流動性
成立要件	All or nothing 中心	All or nothing 募集停止あり	all in 型
規制法律	特定商取引法 寄付型はなし	金融商品取引法	貸金業法 金融商品取引法

図1 各運営事業者の募集画面

Readyfor クラウドファンディングとは 仕組みる さがす ログイン・登録

クラウドファンディングトップ・社会にいいこと・子ども・教育・児童労働ゼロの世界へ！ ACE SDGsプロジェクト2019

児童労働ゼロの世界へ！ ACE SDGsプロジェクト2019

岩附 由香 (認定NPO法人ACE 代表)

寄附総額 4,193,000円

目標金額 5,000,000円

寄附者数 197人

残り日数 12日

83%

このプロジェクトに寄附する (ログインが必要です)

このプロジェクトはAll or nothing形式です。7月24日 (日) 午後11:00までに、5,000,000円以上集まった場合に成立となります。

プロジェクト概要 新着情報 10 New 応援コメント 497

(Readyfor https://readyfor.jp/s3/readyfor-img/project_photos/25153/medium/c77ca740466ef2c8351fd645262e214a7ec44681.jpg?1559913731)

セキリテ

ファンド 必須のリターン 動画 プロジェクト 寄付 社会へのリターン ニュース サイド よくある質問 お問い合わせ 会員登録 (無料) ログイン

ファンド詳細

受付中 積丹半島クラフトジン ボタニカルファンド

北海道積丹半島で生産するボタニカルを使ったジンの製造を支援

一口金額 42,000円

募集総額 22,160,000円

事業者名 株式会社積丹スピリット

参加人数 62人

地域 北海道 積丹郡積丹町

分野 食品製造・酒

募集期間 2019年7月4日～ 2020年3月31日

シリーズ

特典

口数に応じて下記の内容の特典を合計期間中にお送りします。

- ・1口1フロッグシップジンを1本送付 (送料税込み約5,000円相当) (2020年6月まで送付に送付)
- ・2口1フロッグシップジン、フローラルジンを1本ずつ送付 (送料税込み約11,000円相当) (2021年8月まで自費に送付)
- ・3口1フロッグシップジン、フローラルジン、ジンリキニールを1本ずつ送付 (送料税込み約18,000円相当) (2021年8月を自費に送付)
- ・4口1フロッグシップジン、フローラルジン、ジンリキニール、アブサンを1本ずつ送付 (送料税込み約26,000円相当) (2021年12月まで自費に送付)
- ・5口1フロッグシップジン、フローラルジン、ジンリキニール、アブサン、プレミアムジン1本ずつ送付 (送料税込み約36,000円相当) (2021年12月まで自費に送付)

特典の詳細をみる

(セキリテ <https://www.securite.jp/data/fund/5259/top.jpg>)

日本 その他

太陽光発電ファンド第971号

太陽光発電ファンド / Photovoltaic Energy Generation Fund

RENEWABLE ENERGY

太陽光発電

POLYVOLTAGE ENERGY GENERATION FUND

印簿金額 ¥ 2,763,000

応募人数 17名

目標金額 ¥ 16,250,000

最低投資額 ¥ 10,000 単位: ¥ 1,000

残り時間 6日8時間

この商品に投資する

目標利回り(税引前) ※1 年率 6.6%

運用期間 ※2 5ヶ月

担保・保証 ※3 「会員募集情報」等に記載されています。

(Crowd bank <https://crowdbank.jp/img/fund/main/A00002398.jpg?ts=1562831350>)

Redayfor 社については、購買型・寄付型のクラウドファンディングであり、取り扱いの件数は、わが国ではトップクラスである。ファンドのテーマも、社会貢献、地域応援、災害支援、貧困対策、ベンチャー資金、大学支援、アート・芸術支援、子育て支援、等々である。また、成立要件については、all or nothing 型がほとんどである。「報酬」については、礼状（メールや手紙）のケースが多く、経済的価値を持つものはあまり多くないように思われる。また、調達者本人の画像が掲載されており、商品トラブルや詐欺等を一定程度抑制している可能性がある。

次に、セキュリテについては、投資型（ファンド型）のクラウドファンディングの運営サイトであり、もともとは音楽事業を対象としていたものが、地域産品（酒造、食品）、観光、飲食、国際支援、再生エネルギー等、テーマが拡大している。購買型に比べて、募集期間は長めであり、成立要件は、基本的には、all or nothing 型であるが、一部は、all in 型（目標金額以下でも融資実行）も存在するようである。募集成立後についても、事後報告（経過報告、交流会様子）がウェブサイトに掲載されることも多い。報酬については、投資金額の配当とは別に、投資者に、経済的価値を持つ商品券（宿泊券、食事券、施設利用券）が渡されるケースが多い。

最後に、Crowd bank については、投資型（貸付型）の運営事業者であり、対象は、再生エネルギーや不動産ファンド等が中心である。サイトの画面を見ればわかるように、商品名、運用期間、想定利回り、担保の有無等の記載がある程度であり、上記 2 社とはちがって、「金融商品の販売サイト」というイメージに近い。

本稿では、各事業者（3 社）の募集ファンドごとに、募集プロジェクト名（タイトル）、カテゴリ（社会貢献、起業、地域支援等）、購入型・寄付型、成立条件、募集期間、目標金額、最低投資単位、達成額、報酬内容⁴（セキュリテ特典相当金額、Crowd bank は、想定利回り、満期、担保・保証有無のデータ）、募集案内テキスト文書、新着情報、応援コメント等を、インターネットから日次ベースで取得を行った。但し、データ取得の対象期間は、2019 年 1 月 1 日～2019 年 3 月 31 日までの 3 か月（一部は 4 月初旬まで）であり、サンプル対象となったプロジェクトは、この期間に、募集を開始し、終了した案件に限定している。表 2 は、取得したデータの項目とその記述統計をまとめたものである。

まず、Redayfor のケースについては、期間中の募集ファンドの数は 108 であり（購入型がほとんど）、そのうち、募集が成功（目標金額に達成）したものは、約半分（52%）程度である。募集目標金額は、5 万円から 200 万円までの広範囲であるが、数十万円～200 万円程度の案件が多い。セキュリテについては、一般的に募集期間が長いものが多い。募集が成功したものは約 7 割程度であり、募集に対する報酬（お礼）は、平均で 2390 円であった。最後に、Crowd bank については、収集したサンプル数は 46 ファンドであり、す

⁴ 購入型・寄付型である Redayfor の「報酬」は、ほぼ礼状等であったので今回は、特別に情報として収集を行わなかった。

べてについて募集が成立している（うち2ファンドのみが目標金額に達成していないが all in 型なので案件成立）。募集金額 200 万円、想定利回り 6%（年）、満期 9 ヶ月（表の数字単位は月単位）程度が多く、Readyfor やセキュリテとは違い、募集開始後数日で目標金額に到達するものが多い。

表2 サンプルデータの記述統計

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	VARIABLES	N	mean	sd	min	max
Readyfor						
	募集成功	108	0.519	0.502	0	1
	購入型ダミー	108	0.963	0.19	0	1
	募集金額	108	1.21E+06	2.18E+06	50,000	2.00E+07
	調達金額	108	803,637	2.90E+06	0	2.98E+07
	最低投資額	108	4,250	5,685	500	54,800
	募集期間	108	49.55	19.8	14	90
Securite						
	募集成功	21	0.714	0.463	0	1
	募集金額	21	1.03E+07	7.38E+06	2.00E+06	3.00E+07
	調達金額	21	6.92E+06	5.95E+06	210,000	2.00E+07
	最低投資額	21	27,014	14,292	10,500	52,500
	被災地ダミー	21	0.286	0.463	0	1
	お礼金額	21	2,390	1,725	0	6,000
	募集期間	21	295.2	94.57	75	375
Crowdbank						
	募集成功	46	0.957	0.206	0	1
	募集金額	46	19100000	893174	17000000	20000000
	調達金額	46	18730000	1843000	11830000	20000000
	最低投資額	46	10000	0	10000	10000
	利回り	46	0.0663	0.00275	0.062	0.069
	満期	46	9.565	3.998	4	21
	担保ダミー	46	1	0	1	1
	保証ダミー	46	0.891	0.315	0	1

III-2 資金調達の成功要因の分析

以下では、資金調達の成功と失敗を被説明変数として、ロジット回帰分析を行った。説明変数については、海外の先行研究を参考にしつつ、目標金額、最低投資金額、募集期間、各種ダミー変数（購入型ダミー、被災地テーマダミー）、利回り・満期（Crowd bankのみ）等を用いた。結果は、表3の通りである。

まず、Readyfor のケースについては、目標金額（および目標金額の自乗）、最低投資金額、募集金額、購入型ダミー、については、いずれも負の係数が得られている（このうち、統計的に有意なものは、最低投資金額と募集期間）。目標金額や募集期間が成功確率に負の影響を及ぼすという結果は、購買型に関する海外の先行研究の多くと同じ結果である。また、購入型ダミーが負であるということは、寄付型の成功確率が高いということの意味している。

次に、セキュリテのケースについては、サンプル数の影響か、有意な変数は得られなかった。但し、報酬（お礼）については、プラスの符号が得られており、投資決定に一定の程度影響している可能性がある。

Crowdbank については、目標金額に到達しなかった2例を「失敗」とし、それ以外を「成功」として分析を行っている。利回りについては正の符号、満期については負の符号が得られており、表面上は、通常の金融商品のリスクとリターンの関係と同じとなっている（なお担保・保証についてはほぼすべてのファンドが担保・保証ありなので今回の分析からは変数として排除している）。

表3 ロジット回帰分析

Readyfor			Securite			Crowdbank		
VARIABLES	(1) success	(2) success	VARIABLES	(1) success	(2) success	VARIABLES	(1) success	(2) success
目標金額	-1.17e-08 (-0.0910)	-2.01e-07 (-0.702)	目標金額	1.03e-08 (0.0778)	-7.76e-09 (-0.0410)	募集金額	8.59e-07 (0.897)	
目標金額^2		0 (0.701)	最低投資金額	0.000156 (1.070)	0.000176 (1.077)	利回り	496.6 (1.163)	513.6 (1.154)
最低投資額	-0.000211** (-2.364)	-0.000196** (-2.197)	被災地ダミー	-2.052 (-1.014)	-3.038 (-1.144)	満期	-0.262* (-1.705)	-0.240* (-1.736)
募集期間	-0.0318*** (-2.685)	-0.0314*** (-2.646)	お礼金額	0.00444 (1.535)	0.00551 (1.457)	定数項	-42.31 (-1.312)	-27.50 (-0.962)
購入型ダミー	-2.668 (-1.471)	-2.137 (-1.188)	募集期間		0.0145 (0.918)	観察数	46	46
定数項	5.035** (2.379)	4.585** (2.248)	定数項	-8.446 (-1.332)	-14.31 (-1.325)	z-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1		
観察数	108	108	観察数	21	21			
z-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1			z-statistics in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

III-3 資金調達の推移に関する分析

図2は、事業者ごとに、募集案件の資金調達状況（調達金額/目標金額）の時間的推移をグラフ化したものである。

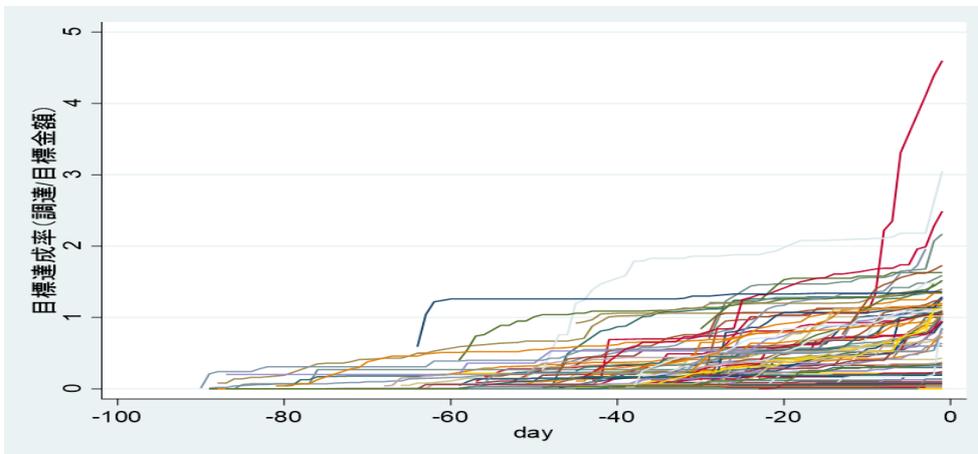
Readyfor については、募集の開始から終了期間までを横軸にとっており（横軸のマイナスは募集終了までの残り日数を意味している）、縦軸は、（調達金額/目標金額）の比率である。下記の図からはやや見にくいかもしれないが、調達に成功しているケースは、募集開始直後から少なくない投資家から資金を集めているものが多く、失敗しているケースは、最初から資金が集まっていないものが多い。この傾向は、海外での先行研究の結果とも整合的であり、最初のスタートで成功したものが目標金額に到達しやすい傾向があると思われる。また、成功しているファンドでは、募集の締め切り間際（一週間程度）で、調達額が急増するものも少なくない。これは、All or nothing 型の調達では、最初のスタートでつまずくと、投資家サイドから見れば、仮に自分が投資してもプロジェクトの調達が失敗に終わる可能性が高くなるので、余計に投資しなくなり、また、締め切り間際に目標額にあともう少しという状況にあれば、他の投資家の成立条件に及ぼす影響が小さくなり、投資家自身の投資決定が促されるという傾向を示しているかもしれない。

セキュリテについては、募集の状況が時系列的に入手できたサンプル数が少ないので一般的な傾向をつかむのが難しいが、募集に成功しているケースでは、想定していた募集期間が終了する前に目標金額に達成し、募集終了を前倒しにするものが多いと思われる。成功事例については、スタート直後から、少なくない投資家から募集を集めているという点はReadyfor の事例と同じである。

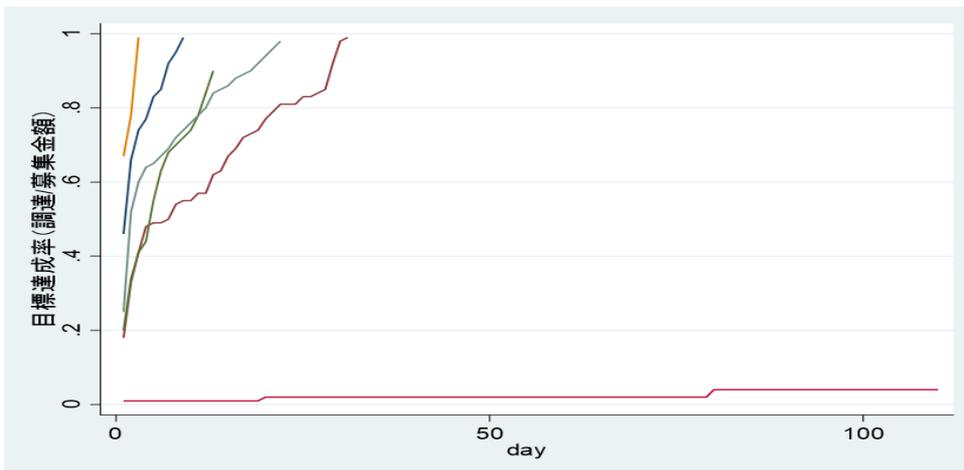
Crowd bank については、すべてが募集成立しているので、横軸には、募集開始からの日数を示しており、募集開始後から何日で目標金額に達成したか（募集終了）をグラフ化している（目標金額に到達しなかった2例は除外）。早いもので2日、遅いものでも1週間程度で目標金額に達成しており、今回取り扱った3事業者の中では、かなり、「異質」な印象を受ける。ロジット分析のところでも見たように、投資家はほぼ通常の金融商品と同様に（利回りや満期などの要因を基に）投資するかどうかの決定を行っているのではないだろうか。

図2 各ファンドの調達状況（調達金額/目標金額）の推移

Redyfor



セキュリテ



Crowd bank

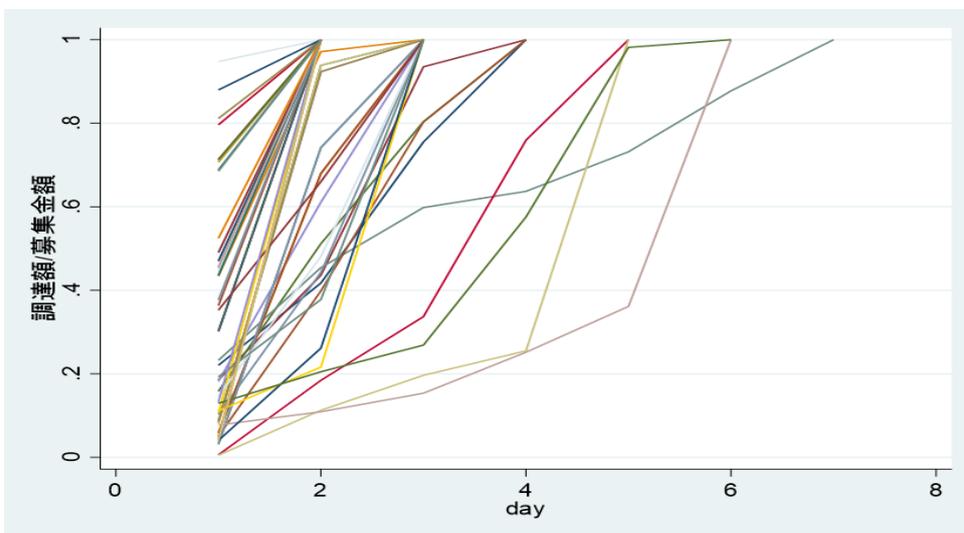


表4は、Readyforの事例について、パネルデータ分析を行った結果である⁵。被説明変数は、募集調達額/目標金額であり、説明変数は、目標金額、募集期間内の投資家人数、新着情報（調達者側の追加情報等（プロジェクトの追加情報、投資家に対するお礼や募集状況についてのコメント等）である。説明変数については、目標金額をコントロール変数としつつ、多くの投資家が参加し、また、募集期間中の投資家と調達者のコミュニケーションの度合いが活発な募集ファンドほど、調達がスムーズ（高位水準で経過）しているのではないかと想定に基づくものである。結果は、いずれの説明変数も正で統計的に有意となっている。

表4 パネルデータ分析

	(1)
VARIABLES	調達額/目標金額
目標金額	9.65e-08*** (8.98e-09)
投資家人数	0.00448*** (0.000125)
新規情報	0.0208*** (0.000892)
定数項	0.100*** (0.0315)
Observations	3,980
Standard errors in parentheses	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	

⁵ 固定効果と変量効果を比較し、固定効果モデルを採用している。

IV. 結語

本論文では、わが国のクラウドファンディングの実際のデータを用いて、調達成功（失敗）要因について実証分析を行った。具体的には、購入型・寄付型の事例として Readyfor 社のサンプル、投資型（ファンド型）の事例としてセキュリテのサンプル、投資家型（貸付型）の事例として Crowd bank のサンプルを用いた。

結果については、購入型・寄付型の Readyfor 社の事例については、概ね、海外での先行研究と整合的な結果が得られた。一方、投資型（セキュリテ、Crowd bank）については、先行研究があまりなく、また、サンプル数の問題もあって、明確な結論を言うのは難しいが、購入型・寄付型とは違う性格（通常の金融商品での購入判断に近い）を持つと想像される。

クラウドファンディングについては、伝統的な金融の仕組みとは異なり、ある個人が、対象となる借り手のプロジェクトの不確実性や情報の非対称性を評価して投資決定を行うのではなく、1) 複数の投資家が調達成功・失敗を決定する（特に all in nothing 型の場合）、2) リスクやリターンがかならずしも金銭的なものに限定されない、3) 社会貢献や地域再生等投資家の「共感」が投資決定に影響する、4) 購入型・寄付型では、資金が戻ってこないというリスクよりも、購買商品に関するトラブルや詐欺・マネーロンダリング等のリスクが存在する、という点が特徴的であるように思われる。

これらの特徴については、海外の先行研究でも、分析の視点（理論的フレームワーク）が明示的に提示されているとは言い難く、現状では、事実の確認（ファクトファインディング）にとどまっているように思われる。

今後は、今回得られた実証結果を考慮に入れつつ、実証研究のベースとなる理論モデルの構築や実証研究の精緻化を進める必要があるであろう。また、資金調達の成否のみならず、調達に成功したプロジェクトのその後の成果（資金調達者のさらなる事業拡大に貢献しているか、社会貢献等のプロジェクトの社会的評価、詐欺等の手段に使われていないかなど）についても、一定の評価を行い、「共感」をベースとしたクラウドファンディングの仕組みが社会経済的な仕組みとして有効かについても検討を行う必要があるであろう。

【参考文献】

- [1]Agrawal, Ajay K. et.al., (2013) “Some Simple Economics of Crowd Funding”,
National Bureau of Economic Research.
- [2]Kaur, Harmeet, and Jaya Gera.(2017) “Effect of Social Media Connectivity on
Success of Crowdfunding Campaigns.” *Procedia Computer Science* 122(0): 767–74.
- [3]Mamonov, Stanislav, and Ross Malaga.,(2018) “Success Factors in Title III Equity
Crowdfunding in the United States.” *Electronic Commerce Research and
Applications* 27: 65–73.
- [4]Mollick, Ethan, (2014) “The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study.”
Journal of Business Venturing 29(1): 1–16.
- [5]Cordova, Alessandro, Johanna Dolci, and Gianfranco Gianfrate.(2015) “The
Determinants of Crowdfunding Success: Evidence from Technology Projects.”
Procedia - Social and Behavioral Sciences 181: 115–24.
- [6]Crosetto, P., & Regner, T. (2018). It’s never too late: Funding dynamics and self
pledges in reward-based crowdfunding. *Research Policy*, 47(8), 1463–1477.
- [7]Davis, Blakley C, Keith M Hmieleski, Justin W Webb, and Joseph E Coombs, (2017)
“Fundors’ Positive Affective Reactions to Entrepreneurs’ Crowdfunding Pitches: The
influence of Perceived Product Creativity and Entrepreneurial Passion.” *Journal of
Business Venturing* 32(1): 90–106.
- [8] Kunz, M. M., Bretschneider, U., Erler, M., & Leimeister, J. M. (2017). *An empirical
investigation of signaling in reward-based crowdfunding. Electronic Commerce
Research* (Vol. 17).
- [9]Kuppuswamy, Venkat, and Barry L Bayus,(2017) “Does My Contribution to Your
Crowdfunding Project Matter?” *Journal of Business Venturing* 32(1): 72–89.
- [10] Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of
Business Venturing*, 29(1), 1–16.
- [11]Parhankangas, Annaleena, and Maija Renko, (2017) “Linguistic Style and
Crowdfunding Success among Social and Commercial Entrepreneurs.” *Journal of
Business Venturing* 32(2): 215–36.
- [12]Petitjean, Mikael,(2017) “What Explains the Success of Reward-Based
Crowdfunding Campaigns as They Unfold? Evidence from the French Crowdfunding
Platform KissKissBankBank.” *Finance Research Letters* (November): 0–1.
- [13]Wang, Nianxin et al.,(2018) “Understanding the Importance of Interaction between
Creators and Backers in Crowdfunding Success.” *Electronic Commerce Research and
Applications* 27: 106–17.

- [14]内田 彬浩、林 高樹「クラウドファンディングによる資金調達の成功要因」経営情報学会全国研究発表大会要旨集, 2017 年。
- [15]松尾 順介「クラウドファンディングと地域再生」『証券経済研究』日本証券経済研究所、vol. 88, 17-39、2014 年。
- [16]藤原 七重「金融サービスにおけるイノベーションと地域統合: EU におけるクラウドファンディングの発展」『国府台経済研究』、千葉商科大学、vol.26, 81-105、2016 年。