

クラウドファンディングの可能性

松尾 順介

はじめに

二〇一三年六月に閣議決定された、政府の日本再興戦略を受けて、金融審議会が資金調達が多様化および地域のリソースの活用のための方策として、クラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて検討を行っている。ここでは新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、クラウドファンディングが取り上げられている。⁽¹⁾今後、クラウドファンディングが拡大するかどうかを検討するに当たっては、資金調達側のニーズ、資金提供者の広がり、スキームの拡大、仲介業者のビジネスモデルとしての持続可能性、規制の在り方など、様々な観点から検討を行う必要がある。

まず、資金調達者としては、新興・成長企業の資金調達手段としての可能性が議論されているが、現状では新興・成長企業よりも、地場産業や伝統産業、あるいは再生可能エネルギーなどの分野の資金調達事例が主流を占めているように思われる。

次に、資金提供者としては、ネット利用環境を有する、一般の個人が対象となることは言うまでもないが、単にネット上で呼びかければ、自ずと資金が集まるような安易なものではない。プロジェクトの内容や性格によって異なる属性の資金提供者が対象となるとともに、プロジェクトの運営者と資金提供者の関係も重要な要素であると考えられる。

第三に、投資型のクラウドファンディングについては、金融商品取引法の観点から様々な議論や検討がなされている。現在、投資型クラウドファンディングについては、匿名出資組合を利用する事例が多いが、株式型についても検討されている。実際に株式型がどの程度利用されるかは予見できないが、資金の受け皿としてのスキームの拡大は、クラウドファンディングの利便性を高めるうえで重要な課題であろう。

第四に、クラウドファンディングが金融チャネルとして成り立つためには、仲介業者のビジネスが持続可能でなければならぬ。しかし、小口の資金を多数の出資者から集めて、小規模な事業に提供するというビジネスは、採算性の厳しいビジネスモデルである。したがって、仲介者の収益性も重要な要因であると考えられる。

第五に、規制については、現在自主規制という方向性が示されているが、今後さらに検討を重ねる必要がある。詐欺的な事例が横行すると、市場参加者の信頼を失う反面、過剰な規制は市場の成立の阻害要因となる。バランスの良い規制の在り方について検討する必要がある。

本稿では、以上の課題のうち、①資金調達者のニーズ、②資金提供者の属性、③スキームの拡大という点について検討する。

1 資金調達者のニーズ

日本再興会議の議論では、新興・成長企業の資金調達手段として、クラウドファンディングが注目されているが、現状を見る限り新興・成長企業よりも、地場産業や伝統産業、あるいは再生可能エネルギーなどの分野の資金調達事例が主流を占めているように思われる。逆に、技術系のベンチャーの場合、クラウドファンディングとの親和性は必ずしも強くないように思われる。その理由としては、第一に資金提供者が技術を理解し、投資判断

を下すことは困難である点、第二に資金調達者が技術面の開示に積極的でない可能性があるという点である。後者については、技術を開示するとライバルに先を越される危険性につながる事が考えられる。そこで、以下の事例は、伝統的な地場産業がクラウドファンディングによって資金調達した事例である。いずれも東日本大震災の被災企業という点で、特殊な事例ではあるが、クラウドによる資金調達ニーズに関して示唆する点があると考えられるので、これを紹介する。

(1) クラウドファンディングによる再生事例 (酔仙酒造)

酔仙酒造株式会社は、岩手県陸前高田市に本社(工場・同県大船渡市)を置く老舗酒造で、その創業は、一四四年である。ただし、同社はもともと地元にあった八軒の造り酒屋が、戦時中の「企業統合令」によって一社に統合されたものである(統合時の社名は「気仙酒造」)。したがって、そのルーツは、江戸時代にさかのぼることができるといえる。しかし、二〇一一年三月一日の東日本大震災による津波によって、同社倉庫を含む全ての建物が壊滅・流失し、一切の生産設備、在庫を失うとともに、七名の従業員も失う被害を被った。⁽²⁾

被災後、同社は、経営者および従業員の尽力と、各種義捐金、また同県所在の酒造、岩手銘蔵が酒蔵を貸し出すなどの支援によって、被災半年後には酒造を再開するにこぎつけた。さらに、震災翌年の二〇一二年三月には、大船渡市に新工場の建築を開始し、同年八月には、新工場で仕込みを再開した。⁽³⁾

同社が、クラウドファンディングによって、資金調達するに至った経緯は、ファンド運営会社のミュージックセキュリティーズが被災直後の三月中から被災地企業に積極的にアプローチしたことがきっかけとなっている。その際、同社社員が同社に転職する前に勤務していた、別の酒造会社クラウドファンディングによって資金調

達した経験を有しており、当該社員がこの資金調達方法について、ある程度認識していたことも、同社がクラウドファンディングを利用する上で有益だったという。

同社がクラウドファンディングによって調達した資金は、三〇〇〇万円、ファンドは匿名組合契約であり、そのスキームは、以下の通りである。⁽⁴⁾

- ① 取扱者…ミュージックセキュリティーズ株式会社
- ② 出資募集最大総額（口数）…一五〇〇万円（三〇〇〇口）
- ③ 申込単位（一口あたり）…五〇〇〇円、ただし、本匿名組合契約の申込には一口あたり五〇〇〇円の応援金が別途必要となり、出資金のみまたは応援金のみでの申込は不可。（上限口数…一〇〇口）
- ④ 出資金取扱手数料…五〇〇円（ただし、応援金には手数料は不要）
- ⑤ 取扱者の報酬…出資金取扱手数料五〇〇円／口
- ⑥ 募集受付期間…二〇一一年一月二日～二〇一二年三月三十一日
- ⑦ 会計期間…営業開始日から七年（八四ヶ月）
- ⑧ 契約期間…本匿名組合契約成立日から会計期間終了日
- ⑨ 分配比率…会計期間開始日から三六ヶ月間は、無分配期間とされ、売上金額の〇・〇〇％であるが、無分配期間終了後から会計期間終了日までの四八ヶ月間は、売上金額の一・〇六％である。
- ⑩ 予想リクープ平均月売上金額…二九四八万一一三二円（税込）
- ⑪ 被災前概算平均月売上金額…七七三五万六五八三円（税込）

なお、資金用途は、原材料購入費（酒米購入費等）一三三〇万円、酒造設備（充填機、ボイラー、ジェットブ

リンター、タックラベラー等)七七〇万円、計三〇〇〇万円である。

また、取扱者(ミュージックセキユリティーズ)は、年一回監査を行うことになっている。

このスキームでは、一口一百万円で総額三〇〇〇万円の資金を集めている。このうち半額の五〇〇〇円は寄付、残り半額の五〇〇〇円が出資であり、寄付と出資によって被災企業を支援するものとなっている。また、出資部分の五〇〇〇円については、最初の三年間は無分配で、残りの四年間で分配される。その際の分配金は、売上高の一・〇六%を設定している。予想リクープ月次売上高は、二九四八万一一三二円とされているので、年間三億五三七七万三五八四円となり、これが実現すると年間の分配金総額は、三七五万円となるので、四年間の合計額一五〇〇万円となり、一口当たり五〇〇〇円の分配となる。したがって、予想を上回る売上高が実現した場合、分配金額は出資金額を上回ることになり、逆に下回れば、分配金額は出資金額を下回ることになる。

なお、投資家特典として、①出資口数三口以上の出資者を対象に、「活性原酒・雪っこ」(七二〇ml)を三口ごとに一本送付、②同社の蔵での交流会参加(ただし、渡航費、宿泊費、食費等は参加者負担)を実施する予定である。

同社によると、出資者は八四二名であり、そのうち出資以前からの同社商品の購入者は、二割程度で、残りの八割は震災をきっかけに、被災地支援のもとに出資に参加したと推測されることである。また、同社の本格的な再建のためには、工場建設資金として一〇億円以上が必要とされるので、クラウドファンディングでの調達資金によって全額を賄えない。したがって、クラウドファンディングを利用する趣旨は、単なる資金調達だけでなく、同社商品のマーケティングの側面があり、これを契機に情報発信し、購入者層の拡大につなげる意図を有しているようである。そのためには、出資者向けのイベント企画(工場見学など)が有益であり、継続的に企

画を実施したいとのことである。特に、ミュージックセキュリティーズのファンズに出資すると、IDおよびパスワードが設定され、同社HPからファンド情報にアクセスできる仕様となっている。ここでは、ファンドの運用状況、出資先企業の営業状況、様々なメッセージ、動画などの情報が発信され、出資者と企業のコミュニケーションが図られており、一種のコミュニティが形成されていると考えられる。このようなコミュニティが、マーケティングにも有用なチャネルになるものと思われる。

(2) クラウドファンディングによる再生事例（八木澤商店）

株式会社八木澤商店は、岩手県陸前高田市に本社を置く、醤油醸造会社である。設立は一九六〇年であるが、そのルーツは一八〇七年（文化四年）の八木澤酒造の創業に始まる。大正年間には、醤油醸造業を兼業していたが、一九四四年、八つの酒造業が合併し、気仙酒造操業工場となるものの、一九四五年には気仙酒造操業工場を辞退し、ヤマセン味噌・醤油製造を開始し、上記の通り一九六〇年、株式会社八木澤商店が設立された。その後、一九八二年には、しょうゆを加工した、つゆ・たれ類製造を開始し、二〇〇七年には、創業二〇〇周年を迎えた。しかし、二〇一一年三月一日の東日本大震災によって、同社の蔵および製造工場が全壊、流失した。震災直後から、岩手県の内陸に営業拠点を移し、岩手県、秋田県、宮城県、新潟県の醸造蔵に製造を委託、その商品の販売を開始し、翌二〇一二年五月には、岩手県一関市大東町に製造工場の建設を着工し、同年一〇月には、岩手県陸前高田市に戻り、本社兼店舗を再開するとともに、岩手県一関市大東町に自社製造工場を竣工し、二〇一三年二月からは、自社工場での製造を開始した。⁽⁵⁾

同社社長によると、社長自身も従業員もクラウドファンディングのみならず、投資ファンドに関する知識はな

く、むしろ警戒心も持っていたという。それにもかかわらず、クラウドファンディングによって資金調達することとなったのは、クラウドファンディングによって資金調達した会社関係者と人的な信頼関係があり、その紹介でミュージックセキュリティーズの担当者に出会ったのがきっかけという。

同社は、二回にわたってクラウドファンディングによる資金調達を行っている（ただし、二号ファンドは、二〇一四年一〇月末現在、募集中）。

まず、一号ファンドによる資金調達額は、五〇〇〇万円であり、そのスキームは、以下の通りである。⁽⁶⁾なお、①および③④⑤については、酔仙酒造のスキームと同様であるので省略する。

② 出資募集最大総額（口数）：二五〇〇万円（五〇〇〇口）

⑥ 募集受付期間：二〇一一年四月二十五日～二〇一一年九月三十日

⑦ 会計期間：営業開始日から八年一〇ヶ月（二〇六ヶ月）

⑧ 契約期間：本匿名組合契約成立日から会計期間終了日

⑨ 分配比率：会計期間開始日から三六ヶ月間（無分配期間）：売上金額の〇・〇〇％、無分配期間終了後から会計期間終了日まで（七〇ヶ月間）：売上金額の一・〇〇％

⑩ 予想リターン平均月売上金額：三五七一万四二八六円（税込）

⑪ 被災前概算平均月売上金額：一二二五万円（税込）

なお、資金使途は、新工場の設備費（ボイラー、ライン設備、釜の設置等）二三〇〇万円、製品原材料購入費（一年分）二七〇〇万円、計五〇〇〇万円である。

また、酔仙酒造のスキームと同様、予想を上回る売上高が実現した場合、分配金額は出資金額を上回ること

なり、逆に下回れば、分配金額は出資金額を下回ることになる。

同社によると、この第一号ファンドは、予定よりも早く八月末には満額の出資が集まり、募集完了となった。また、出資者総数は一六二〇名であった。

現在、募集中の第二号ファンドは、資金調達額一億円となっているが、そのスキームは第一号ファンドとほぼ同様であるので、主な相違点のみ挙げると、以下の通りである。

② 出資募集最大総額（口数）：五〇〇〇万円（二万口）

⑥ 募集受付期間：二〇一一年一月二十九日～二〇一五年三月三十一日

⑦ 会計期間：二〇一二年四月一日から二〇二二年三月三十一日（一〇年）

⑨ 分配方法：分配金は一括して、最終決算日後に支払われる。なお、分配金には劣後特約が付される。

⑩ 分配比率：会計期間開始日から三六ヶ月間（無分配期間）：売上金額の〇・〇〇％、無分配期間終了後から会計期間終了日まで（八四ヶ月間）：売上金額の三・九％

⑪ 予想リクープ平均月売上金額：一五二六万二五一五円（税込）

⑫ 被災前概算平均月売上金額：二五〇〇万五二五〇円（税込）

なお、資金用途は、醤油工場建設費の一部二五〇〇万円、醤油工場製造設備（麹室、ボイラー等）の一部二五〇〇万円、醤油原材料費の一部（初年度）五〇〇〇万円、計一億円である。

同社社長によると、クラウドファンディングによる資金調達の意義は、同社商品のマーケティングの側面があるだけでなく、むしろ調達資金が金融庁の「金融検査マニュアル」上、資本性劣後ローンとされ、資本とみなされる措置がとられたことが重要であると指摘している。この措置は、以下である。

金融庁は、二〇一一年一月、「資本性借入金」の積極的な活用を促進することにより、東日本大震災の影響や一般の急激な円高の進行等から資本不足に直面している企業のバランスシートの改善を図り、経営改善につながるよう、金融検査マニュアルの運用の明確化を行う⁽⁷⁾旨を発表した。それによると、金融検査マニュアルに記載されている「十分な資本的性質が認められる借入金」（「資本性借入金」）について、「資本」とみなすことができる条件を明確化した。具体的には、①償還条件…一五年から五年超に変更、②金利設定…業績悪化時の最高金利〇・四％から「事務コスト相当の金利」の設定も可能⁽⁸⁾に変更、③劣後性…無担保（法的破綻時の劣後性）から「必ずしも『担保の解除』は要しない（但し、一定の条件を満たす必要）」に変更である。さらに、ここでは、この措置により「例えば、震災の影響で資本が毀損している企業であっても、既存の借入金を「資本性借入金」の条件に合致するよう変更（D D S…デット・デット・スワップ）することにより、バランスシートが改善し、結果として、金融機関から新規融資を受けやすくなるなどの効果が期待される」とし、⁽⁸⁾具体的な利用例として、①日本政策投資銀行と地方銀行との連携ファンド等による活用、②被災企業を支援する小口出資ファンドによる活用が挙げられ、「小口出資ファンドのような匿名組合出資方式のファンド等においても、本スキームを活用することが可能⁽⁸⁾であることが明記されている。

現在、同社の資本金は一〇〇〇万円であるが、再建のための資金を融資として受け入れると財務上負債に組み込まれるため、過剰債務を抱えることになり、金融検査マニュアル上の債務者区分が低くなり、金融機関からの新規融資が得られなくなるが、クラウドファンディングによって得られた資金が資本とみなされると、過剰負債状態に陥らず、債務者区分も上方遷移し、通常先として新規融資の対象となる。その財務上の効果は、再建を目指す企業にとって極めて重要であると考えられ、この事例は、クラウドファンディングが資本増強策として活用

された事例と言える。

この事例の意義を敷衍すると、クラウドファンディングの資金規模は、当該企業の必要資金規模からすると、必ずしも大きなものではなくても、その資金が提供されることで、既存の金融機関の資金を誘引する効果が生じ、両者の資金チャネルが結合され、一種のシナジー的な効果が生まれると考えられる。つまり、クラウドファンディングと既存の金融機関は、二者択一的なものではなく、両者が共存することで企業再生に寄与するものと考えられる。このことは、企業のみならず地域再生を考える上でも示唆的であると思われる。

2 資金提供者の特性

次に、資金提供者の特性について検討するに際して、市民出資による再生可能エネルギーファンドを組成した事例をもとに検討する。具体的には、奈良県下で五回にわたって市民共同発電所を組成した「おてんとさん市民共同発電所」（一〜四号機）および「恋の窪未来発電所@ならコープ」（一号機）の事例は、クラウドファンディングの出資者を考える上で示唆的であると思われるので、以下インタビュー調査をもとに同事業を検討する。

この事業の発端は、二〇〇二年九月、ならコープの理事など六名が自然エネルギーの普及を目的として「自然エネルギー研究会」を始めたことがきっかけとなっている。その後、同会は「サークルおてんとさん」と名称を変更した後、特定非営利法人に組織変更し、現在までに四つの市民共同発電所を設立している。また、同非営利法人と人的関係を有する一般社団法人・地域未来エネルギー奈良が、これらの事業の経験を踏まえて市民共同発電事業を行い、合計五つの事業を展開している（図表1参照）。

まず、おてんとさん市民共同発電所の最初の事業（一号機）は、社会福祉法人協同福祉会の運営する特別養護

図表1 「おてんとさん市民共同発電所」および「恋の窪未来発電所 @ならコープ」の事例

事業主体	任意団体サークルおてんとさん			NPO法人 サークルお てんとさん	地域未来エ ネルギー奈 良
事業名称	おてんとさん市民共同発電所				恋の窪未来 発電所@な らコープ
項目	1号機	2号機	3号機	4号機	1号機
発電所名称	あすなら苑 おてんとさん 発電所	ならのはお てんとさん 発電所	あすなら保 育園おてん とさん発電 所	あすなら苑 第2おてん とさん発電 所	恋の窪未来 発電所 @ならコー プ
発電種類	太陽光	太陽光	太陽光	太陽光	太陽光
設置地域（市町村）	奈良県大和 郡山市	奈良県奈良 市	奈良県大和 郡山市	奈良県大和 郡山市	奈良県奈良 市
場所（屋根・陸上）	屋根	屋根	屋根	屋根	屋根
建物・土地所有者	社会福祉法 人協同福祉 会	社会福祉法 人ならのは	社会福祉法 人協同福祉 会	社会福祉法 人協同福祉 会	市民生活協 同組合 なら コープ
設備所有者	社会福祉法 人協同福祉 会	社会福祉法 人ならのは	社会福祉法 人協同福祉 会	社会福祉法 人協同福祉 会	一般社団法人 地域未来 エネルギー 奈良
事業主体（団体名）	おてんとさん プロジェクト	サークルお てんとさん	サークルお てんとさん	サークルお てんとさん +協同福祉 会	一般社団法人 地域未来 エネルギー 奈良
資金募集事業者名称	あすなら苑 おてんとさん 発電プロ ジェクト	ならのはお てんとさん 発電プロ ジェクト	あすなら保 育園おてん とさん発電 プロジェ クト	NPO法人 サークルお てんとさん	トランスバ リユー信託 株式会社
出資募集期間	2003.9.1～ 2004.3.31	2006.8.10～ 2007.3.31	2010.9.1～ 2011.3.31	2013.11.21～ 2013.12.12	2014.2.3～ 3.17
資金調達形態	寄附+助成 金	寄附+助成 金	寄附+助成 金	建設協力金 （借入金） 金銭消費賃 借契約	実績配当型 合同運用指 定金外信託
稼働開始年月	2004年3月	2007年2月	2011年3月	2014年1月	2014年5月 予定
設備容量（kW）	20kW	10kW	10kW	10.08kW	49.6kW
メーカー	SANYO	シャープ	ホンダソ ルティック	ソーラーフ ロンティア	ソーラーフ ロンティア
工事費（円）	18,259,500	6,099,450	7,980,000	3,715,530	16,569,900
総事業費*（啓発事業含む）	1883万円	647万円* (639万円)	813万円* (811万円)	3,880,000	18,000,000

次ページへ続く

資金内訳 (円)	寄付	2311人 9,617,628	313人 3,171,635	142人 1,533,000	80,000	0
	おてんとさんちよきん		200,000	400,000	300,000	0
	補助・助成金	NEDO 9,129,750	NEDO 3,097,094	※ 4,350,000	0	0
	グリーン電力証書代金			155,660	0	0
	施設の自己資金	553,899	0	1,694,340	1,500,000	0
	建設協力金	0	0	0	2,000,000	0
	融資	0	0	0	0	18,000,000
	計 (円)	19,301,277	6,468,729	8,133,000	3,880,000	18,000,000
経費	点灯式・講演会、書類郵送等	約57万円	約29万円	約13万円	約17万円	手数料その他約100万円
収益の活用用途		全量自己消化。発電に見合う電気代金一部を会費として年5万円10年間おてんとさんちよきん(再生エネ普及資金)へ。	全量自己消化。発電に見合う電気代の一部をまとめて50万円おてんとさんちよきんへ。	余剰電力を販売。発電量に見合う電気代の一部を会費として年5万円10年間おてんとさんちよきんへ。	FIT制度を活用し、全量売電。借入金(1口10万円×20口)を10年後11万円で一括返済する予定。寄付金については啓発資金に充てる予定。	毎年、返済、維持管理費、動産総合保険料、修繕費積立、信託報酬、固定資産税、法人税などの支出あり。返済以降ならば可能。(人件費までは難しい)さらに発電所を設ければ、ある程度まとまった資金は出てくる計画。小水力利用やバイオマス利用支援への活用を検討。
年間発電量 (平均kWh)		20489	10867	12999	予測10493	予測50000
売電収入 (年)		0	0	約11万円 (余剰電力24円/kWh)	予測約40万円 (36円+消費税:37.8円/kWh)	予測約195万円 (36円+消費税:38.8円/kWh)
*総事業費のうち()の金額が実際に掛かった費用。最終調整の結果、余剰分は「おてんとさんちよきん」に積み立て						融資期間15年 年金利2.35%
※助成金		新エネルギー導入促進協議会 3,800,000 関西グリーン電力基金 500,000 ならこーブ(点灯式費用) 50,000			—	信託期間15年1ヶ月 予定配当率年1.25% 信託報酬1.1%

(出所) 一般社団法人・地域未来エネルギー奈良の内部資料による

施設あすなる苑⁽⁹⁾（大和郡山市）の屋根に太陽光発電パネルを設置する事業であり、二〇〇三年九月から寄附を募り、七ヶ月の募集期間に九六一万七六二八円の寄附を集め、これにNEDOによる助成金九一二万九七五〇円および同施設の自己資金五万五三八九〇円を加え、総額一九三〇万一二七七円で実施された。資金提供者は、合計二二二一人であった。

次に、同発電所二号機は、社会福祉法人なのはの運営する施設（奈良市）に、一号機同様に太陽光パネルを設置する事業であり、二〇〇六年八月から寄附を募り、約八ヶ月で三一七万一六三五円の寄附を集め、同様の助成金を加え、総額六四六万八七二九円で実施された。資金提供者は、合計三二三人であった。

第三に、同発電所三号機は、社会福祉法人協同福祉会の運営する、あすなら保育園（大和郡山市）の屋根に太陽光パネルを設置する事業であり、二〇一〇年九月から寄附を募り、七ヶ月で一五三万三〇〇〇円の寄附を集め、助成金を加え、総額八一三万三〇〇〇円で実施された。資金提供者は、合計一四二人であった。

これら一〜三号機に関して、寄附は一口三〇〇〇円で、寄附を集める活動としては、ならコープの生協各店舗で、地球温暖化や自然エネルギーに関する学習会を開催し、啓発活動に努めるとともに、ならコープも注文用紙で寄附ができる仕組みを提供した。また、全国の生協の理事長等にも寄附を呼びかけた。したがって、寄附金の提供者は、生協組合員が中心であり、これに全国の生協理事長等が加わっている。

第四に、同発電所四号機は、一号機の設置されたあすなる苑の屋根にもう一つのパネルを設置する事業であるが、今までの三事業とは異なり、NPO法人サークルおてんとさんによる「疑似私募債⁽¹⁰⁾」の発行によって資金調達された。また、一〜三号機の発電が自己消化（ただし三号機は余剰電力を売電）であるのに対し、この四号機は、FIT制度を利用し、全量売電によって借入金返済および利払いを行う契約となっている。したがって、同

疑似私募債は、貸借期間…二〇一三年一月二日～二〇一四年七月末、予定利率…一％（単利）、申込単位…一口一〇万円（一口以上、二口まで）、計算期日…貸借期間の毎年三月末日（年一回）、計算期間…二〇一四年四月一日から当該計算期日までの期間、元本償還および利息支払日…二〇一四年七月（元本および利息の合計一〇万円（一口）は、満期一括返済であり、期中の元本返済および利息支払いは行わない）となっており、二〇一三年一月二日から二月二日までの期間に出資を募り、合計二〇人の資金提供者から総額二〇〇万円を集めた。なお、出資を募った相手先は、同NPO会員および関係者であったため、資金提供者も同NPO会員および関係者であった。

第五の事業は、一般社団法人地域未来エネルギー奈良が事業主体となり、市民生活協同組合ならコープの屋根に太陽光パネルを設置したものである。この事業は、これら一連の事業の中で、初めて多数の出資者から投資資金を集め、ファンドを組成したという点で特徴的である。このファンドは、「自然のちからファンド・アースソーラー（恋の窪未来発電所@ならコープ）」と名付けられており、そのスキームは、以下の通りである（図表2参照）。

①実績配当型合同指定金銭信託

②受託者…トランスバリュー信託株式会社

③募集期間…二〇一四年二月三日～二〇一四年三月一七日（ただし、先着順による受付となり、募集の総額に達した場合終了する。また、受託者の都合により、募集期間を延長したり、予告なく終了することがある。）

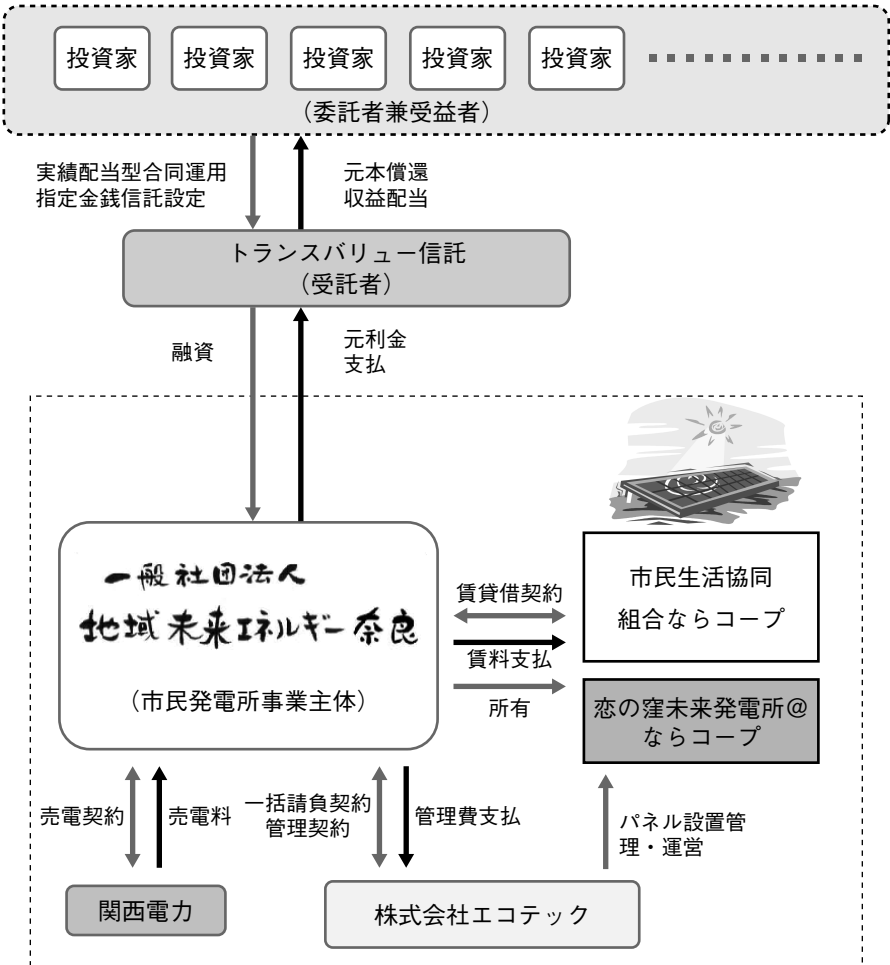
④募集の総額（口数）…一八〇〇万円（一八〇口）

⑤最低募集額…一八〇〇万円（ただし、二〇一四年三月一七日時点において、この商品の信託金の合計額が最低

募集金額に満たない場合は解約となる場合がある。）

⑥ 信託期間…二〇一四年四月一日～二〇二九年五月三十一日（五年一ヶ月間）
 （ただし、信託終了日前に信託財産が全額換金された場合は全額換金された日の翌銀行営業日に、信託を継続し難い事由が生じる等の強制終了事

図表 2 自然のちからファンドの仕組み



(出所) トランスバリュートrust株式会社「自然のちからファンド」販売用資料、2014年2月、4ページ。

由が発生した場合は受託者から通知した日に信託期間は終了する。）

⑦ 申込単位…一口一〇万円（一口以上一口単位、上限五口）

⑧ 申込手数料…申込者一人につき二一六〇円

⑨ 計算期日…信託期間中の毎年四月末日（年一回）

⑩ 計算期間…信託開始日又は直前の計算期日の翌日から当該計算期日までの期間

⑪ 元本償還及び収益配当支払日…各計算期日から一ヶ月後の応当日（尚、初回は二〇一五年五月末日、ただし、当該日が銀行休業日の場合は、その翌営業日）

⑫ 予定配当…予定配当率 年一・二五％（ただし、予定配当率は、実績配当の目標参考値としてお示ししているものであり、記載の配当率を保証するものではない。合同運用財産の状況および実際発生する経費により変動することがある。）

⑬ 信託報酬…信託元本残高に対して年一・一％

⑭ 課税関係…収益配当金に対し二〇・三一五％（所得税一五・三一五％、地方税五％）の税率により源泉徴収

⑮ 中途解約、譲渡、担保、質入…中途解約、譲渡、担保、質入は不可。相続は可。

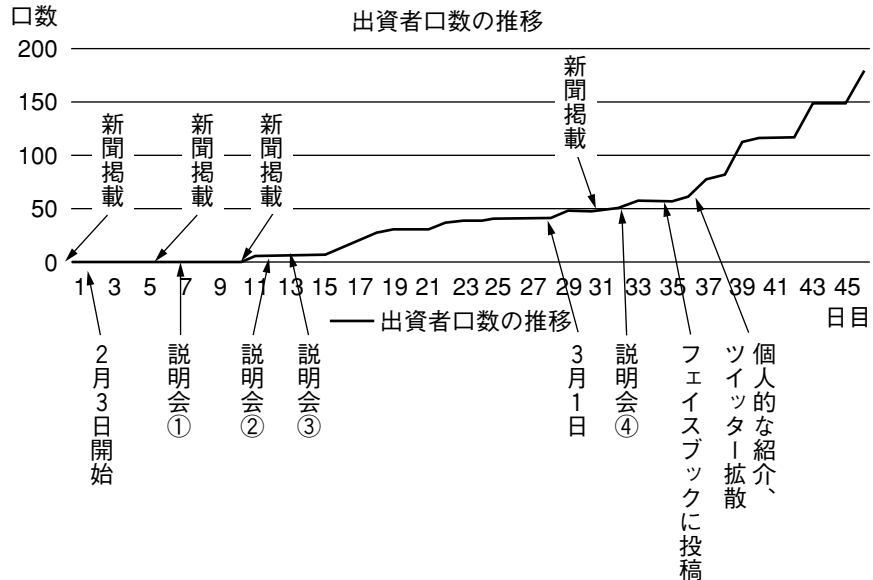
このファンドは、二〇一四年二月に出資募集を開始し、予定通り約一ヶ月半のうちに五一名から一八〇〇万円を集めた。一人当たり平均出資額は、約三五万円であり、その県別の内訳（金額ベース）は、奈良県九四％、京都府二％、大阪府二％、愛知県二％であり、出資者の属性別内訳（同）は、ならこorp組合員および職員三七％、地域未来エネルギー奈良関係者一三％、奈良市の行政関係者（職員）七％、一般四三％である。ただし、出資口数の推移をみると、新聞掲載よりもフェイスブックへの投稿やツイッターの拡散が口数の増加につながっている

ように見受けられる（図表3参照）。また、ならこ
 ープなどが中核的な役割を果たしていたこともわ
 かる。

クラウドファンディングの場合、インターネット
 トで不特定多数の資金提供者に呼びかけることが
 できる点の特徴であるが、実際には中核となる資
 金提供者が重要な役割を果たしていることが指摘
 されている。例えば、Agrawal et al. [2011]も中核
 的な投資家をファミリー／フレンド投資家と名付
 け、その重要性を指摘している。⁽¹¹⁾この事例におい
 ても、ネットによる情報の提供・拡散が重要であ
 ると同時に、中核的な資金提供者グループの役割
 にも注目される。したがって、クラウドファンデ
 イングによる資金調達の成否には、これらの資金
 提供者グループの存在が重要な要素となることが
 示唆されると考えられる。

さらに、中核的な資金提供者を集めるためには、
 事業内容に対する共感と事業を担う主体に対する

図表 3



(出所) 清水順子「想いを形に」(NPO法人自然エネルギー-市民共同発電主催「第2回市民がエネルギーをつくる時代『自然エネルギー学校・せんしゅう』」2014年11月9日、泉大津市テクスピア大阪にて開催) 配布資料、28ページ。

信頼という点が重要であると考えられる。この事業の場合、ここで紹介した一〇年以上にわたる取組がこのような共感と信頼の基盤となっていると思われる。

3 スキームの拡大

クラウドファンディングのスキームの拡大として、注目されるのが、株式型である。投資型クラウドファンディングは、大別すると匿名組合型と株式型に分けられるが、株式型を採用している例は極めて少なく、ほとんど事例は匿名組合型である。

このように株式型が少ない理由としては、規制面でのハードルが高いことが指摘できる。まず、現行の規定では、他者の発行する株式を投資勧誘については、第一種金融商品取引業者（証券会社）の登録が必要であり（金商法二八条一項一号）、さらに非上場株式については、日本証券業協会の自主規制規則により、非上場株式の募集および私募の取扱は原則禁止されている（店頭有価証券規則第三条）。したがって、既存の事例としては、グリーンシート銘柄の発行例が報道されている。

このような株式型に関する現行規制について、二〇一三年六月以降、金融審議会では、「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等に関するワーキング・グループ」において検討が重ねられ、同年一二月二五日に報告書が取りまとめられた。同報告書では、クラウドファンディングに関して、①仲介者の参入要件の緩和、②投資者保護のための必要な措置、③自主規制機能による適切な自主規制機能の発揮などの必要性が指摘され、さらに、非上場株式の取引・換金のための枠組みについても提案が示された。

特に、仲介者の参入要件緩和に関しては、「現行の第一種金融商品取引業および第二種金融商品取引業について

て、登録の特例を設けることが望ましい」との判断を示した上で、具体的には、「第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第一種金融商品取引業者』と位置付け、財産規制等を緩和することが考えられる」とし、ここでの少額の範囲として、「発行総額一億円未満かつ一人当たり投資額五〇万円以下」という見解が示された。⁽¹³⁾

また、非上場株式の取引・換金のための枠組みについては、グリーンシート銘柄制度の利用企業数減少と売買の大幅低迷という現状を踏まえた上で、日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として「新たな非上場株式の取引制度」の創設を提言している。具体的には、①投資勧誘の範囲を「第一種金融商品取引業者が銘柄毎に組成・管理する『投資グループ』のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留める」、②インサイダー取引規制に関しては「適用対象外」、③開示義務に関しては「グリーンシート銘柄制度におけるほどの開示義務を課す必要はない」という見解が示されている。⁽¹⁴⁾

この金融審議会の報告書を受けて、二〇一四年五月二三日、「金融証券取引法の一部を改正する法律」（平成二六年法律第四四号）が成立した。この法改正では、投資型クラウドファンディングの利用促進と非上場株式の取引制度に関する法改正が行われた。⁽¹⁵⁾

このうちクラウドファンディングに関しては、以下の改正が行われた。

まず、インターネットを利用して有価証券の私募・募集等の取扱を「電子募集取扱業務」とした上で、この電子募集取扱業のうち、非上場株式であり、その発行総額および投資者一人あたりの払込額が少額である場合、「第一種少額電子募集取扱業」とした。この第一種少額電子募集取扱業のみを行う旨を登録申請書に記載し、その登録を受けた者が「第一種少額電子募集取扱業者」となる。

次に、第一種少額電子募集取扱業者に係る特例として、①参入規制が緩和され、兼業規制および自己資本規制は適用されない、②行為規制が緩和され、兼業規制、標識の揭示、金融商品取引責任準備金および自己資本規制比率の規定は適用されないこととされた（ただし、金融商品仲介業者への業務委託、公開買付事務取扱および大量保有報告規制における特例報告は行えない）。

第三に、電子募集取扱業者に係る特例として、登録拒否要件に、業務を的確に遂行するために必要な体制整備という要件が付加されるとともに、行為規制に、業務管理体制の整備が付加された。さらに、投資家保護の観点から、電子募集取扱期間中のウェブサイトでの情報提供が課されることとなった。

他方、非上場株式の取引制度に関しては、日本証券業協会の「規則において流通性が制限されていると認められる有価証券として内閣総理大臣が定めるもの」は取扱有価証券から除外され、インサイダー取引規制や相場操縦等規制の適用から除外されることとなった。

このような法改正を踏まえて、二〇一四年六月一七日、日本証券業協会の非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループが報告書を取りまとめ、公表した。

同報告書では、株式型クラウドファンディングに関して、以下の方向性が示されている。¹⁶⁾

①非上場株式の電子募集取扱業務については、第一種少額電子募集取扱業者に対しても証券会社と同様の規制を適用することを基本とし、必要に応じて、証券会社に対する規制を加減していく。

②電子募集取扱業務は、引受を伴わない非上場株式の募集・私募の取扱に適用される、現在の自主規制をそのまま適用することを基本とし、必要に応じて、これに加減していく。

③証券会社が行える非上場株式の電子募集取扱業務は「少額」であるもの、すなわち第一種少額電子募集取扱業

務に限る。

④証券会社であっても、第一種少額電子募集取扱業務を行う場合の勧誘手法はインターネットに限ることとし、電話および対面等その他の勧誘手法を併用してはならない。

さらに、同報告書では、投資者におけるリスク等の認識について、「確認書」の徴求によって確認するものとしている。ただし、第一種少額電子募集取扱業務により取り扱う非上場株式の発行者の事業内容のチェック等のために必要な体制整備については、今後の内閣府令によって定められることとなっていることなど、具体的な政令および内閣府令の内容が明らかでないため、同報告書では、具体的な自主規制の詳細な内容について結論を下していない。

また、非上場株式の取引制度に関しては、情報開示に関して、以下を提言している。①インサイダー取引規制の適用対象外とされることに伴い、発行者に対して適時開示義務が課されなくなるとともに、②発行者による会社情報の提供は、既に発行者が作成している書類とすることを原則とした上で、有価証券報告書を作成・提出していない会社の場合、「会社法に基づく事業報告書および計算書類等」とし、③募集等の取扱を行う場合は、「募集事項等に関する内容が記載された書面」として⁽¹⁾いる。さらに、同報告書では、証券会社から投資グループ加入者への会社情報の提供（ウェブサイト上での閲覧・取得可能な状態の確保等）、投資グループへの加入および脱退、投資者におけるリスク等の認識の確認、契約締結前交付書面の交付およびこれによる説明、投資グループを組成する銘柄の選定、証券会社に関する情報の提供、投資グループ内で行われる募集の取扱などについても提言を行っている。

以上のように、二〇一四年の金融商品取引法改正によって、株式型クラウドファンディングの導入・拡大が促

進される可能性が高まったと言える。特に、株式型の場合、流通・換金性の確保が重要であるが、この法改正では、投資グループ制度と一体にした改正が進められた点は注目される。また、グリーンシート制度の低迷という状況に対する反省を踏まえて、改正が進められた点も重視すべきであろう。

現在、海外における株式型クラウドファンディングの先行事例としては、英国での利用が紹介されている。それによると、英国での利用例として目立つのは、地域密着型の事業や消費者を対象とした事業といわれる。⁽¹⁸⁾したがって、日本での「ふるさと投資」の対象となるような企業にとって発行ニーズがあることが予想される。その一方で、今後の具体的な制度運営がどのように実施されるのが注目される。特に、業者に対する規制は、どの程度コスト要因となるのか、また投資者保護において有効かどうかという点が重要であろう。前者については、クラウドファンディングの資金調達規模が少額であることを考えると、規制のコストはビジネスモデルの持続可能性を大きく損ねる可能性がある。また、後者については、クラウドファンディングの投資者の特性に合致するかどうかは課題であろう。

まとめ

以上、本稿では、クラウドファンディングについて、①資金調達者のニーズ、②資金提供者の属性、③スキームの拡大という点について検討した。ただし、株式型のみならず投資型クラウドファンディングについては、今後具体的な規制のあり方によって、その成否は大きく左右されるであろう。例えば、前述のように、上記報告書では「第一種少額電子募集取扱業務を行う場合の勧誘手法はインターネットに限ることとし、電話および対面等その他の勧誘手法を併用してはならない」とされているが、本稿でも検討したように、クラウドファンディング

においても中核的な資金提供者の役割は重要であり、このような出資者たちとは、直接的なコミュニケーションが不可欠である。そのような事情を考慮すると、「インターネットに限定する」という措置は、未公開株式投資に係る詐欺的な勧誘防止には有効であると想像されるが、現状のクラウドファンディングの特性を損ねる可能性も危惧される。実際の規制がどのように運用されるか、注目される場所である。また、現時点においても、投資型クラウドファンディングの取扱に関しては、案件の規模と手数料とを勘案すると、取扱業者あるいはNPOなどの仲介者は、必ずしも十分な収益性を確保しているとは言えないと思われる。その上で、さらに規制によるコストがかかってくると、取扱業者は持続的なビジネスモデルを構築することが難しくなる。また、それを手数料に転嫁すると、金融商品として成り立たなくなる。しかし、投資と位置付けられる以上、一定の投資家保護を確保する必要があることは言うまでもない。今後も規制のあり方について検討が重ねられるべきであろう。

* 本稿を執筆するに際し、有吉尚哉氏（西村あさひ法律事務所）、神谷亘氏（ミュージックセキュリティーズ株式会社）、河野通洋氏（株式会社八木澤商店）、小松真実氏（ミュージックセキュリティーズ株式会社）、金野連氏（酔仙酒造株式会社）、金野泰明氏（酔仙酒造株式会社）、清水順子氏（NPO法人サークルおてんとさん、一般社団法人地域未来エネルギー奈良）、前田美代子氏（NPO法人サークルおてんとさん、一般社団法人地域未来エネルギー奈良）から有益なご教示を頂戴いたしました。厚く御礼申し上げます。ただし、本稿中の意見に関する部分は、すべて筆者のものであり、記述内容に関する責任も、すべて筆者に帰属することをお断りいたします。

注

- (1) 金融審議会「[10-13]」 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf 参照。
- (2) 同社HP、<http://suenshuzo.jp/about/history.html> 参照。
- (3) 同社HP、<http://suenshuzo.jp/about/history.html> 参照。
- (4) ミュージックセキユリティーズHP、<http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=a&fid=167> 参照。
- (5) 同社HP、<http://www.yagisawa-s.co.jp/outline/index.html#p02> 参照。
- (6) ミュージックセキユリティーズHP、<http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=a&fid=167> 参照。
- (7) 金融庁「資本性借入金」の積極的活用について(二〇一一年一月二三日)、<http://www.fsa.go.jp/news/23/ginkou/20111122-4.html> 参照。
- (8) ここでは、DDSによる劣化が挙げられているが、「金融検査マニュアル」では、「債務者の実態的な財務内容」の把握にあたり、十分な資本的性質が認められる借入金は、新規融資の場合、既存の借入金を転換した場合、のいずれであっても、負債ではなく資本とみなすことができることに留意する」と注記され、新規融資も対象としている。「金融検査マニュアル」(二〇一四年六月)二〇九―二一〇頁、参照。<http://www.fsa.go.jp/manual/manual/yokin.pdf> 参照。
- (9) 同苑は、介護施設として創意工夫のある取組を行っていることで知られている。その取組については、社会福祉法人協同福祉会「[二〇〇九]」、参照。
- (10) 内閣府のHP「Q&A特定非営利活動促進法に関する疑問にお答えします」によると、「擬似私募債」とは、「社債の少人数私募債に準じた形で発行するもので、利息制限法・出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律等

- の關係法令及び各種業法をクリアした民法上の証拠証券、すなわち、金銭消費貸借契約の証書であり、NPO法人等も発行することができるもの」と定義されている。 <https://www.rpo-homepage.jp/q&a/kobetsu3-a.html> 参照。
- (11) Agrawal et al.[2011]の実証研究については、松尾 [二〇一四c] で紹介している。
- (12) 例えば、日本クラウド証券による春うららかな書房の株式発行の事例が報道されている。これについては、『日本経済新聞』二〇一三年八月二十九日（朝刊）、参照。
- (13) 金融審議会 [二〇一三] 三～四頁。なお、同報告書では、「第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第二種金融商品取引業者』と位置づけ、財産規制等を緩和すること」も提言している。
- (14) 金融審議会 [二〇一三] 六～八頁。なお、同報告書では、この「投資グループ」について、「メンバーとして想定される投資者層としては、当該非上場企業の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先のほか、当該非上場企業から財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）者などが考えられる」とし、「その際、『投資グループ』に加入できる者を特定の属性により限定することは困難であるため、一定程度の流通性に留めることを担保する観点からは、この銘柄毎に組成・管理される『投資グループ』への加入に当たって、当該銘柄に対して投資意向を有する投資者から第一種金融商品取引業者への自己申告を基本とし、また、新たな非上場株式の取引制度の特性やリスクについて、第一種金融商品取引業者が投資者の納得・了承を得るといった仕組みを設けることが適当である」としている。
- (15) 本改正については、有吉 [二〇一四] および小長谷ほか [二〇一四]、参照。
- (16) 日本証券業協会 [二〇一四] 一三～一六頁。

- (17) 日本証券業協会「二〇一四」二二三頁。なお、同報告書では、「募集事項等に関する内容が記載された書面について、
「会社法二〇三条第一項に基づき、募集株式の引受の申込をしようとする者に対して通知すべき事項を記載した書面。
この場合、調達資金の用途に関する事項を追加すべきと考えられる」としている。
- (18) 奥谷「二〇一三」、三頁、参照。

参考文献

- ・赤井厚雄・小松真実・松尾順介「二〇一三」『ふるさと投資のすべて』きんぎょ、二〇一三年五月、一〜一一頁。
- ・有吉尚哉「二〇一三」「クラウドファンディングの類型と規制の適用関係」『NBL』No. 一〇〇九、二〇一三年九月十五日、一五〜二四頁。
- ・有吉尚哉「二〇一四」「非上場株式取引制度に関する近時の動向と実務への影響―株式投資型クラウドファンディングと「投資グループ」制度の活用可能性と留意点」『金融法務事情』No. 二〇〇五、二〇一四年一月一〇日、八八〜九六頁。
- ・奥谷貴彦「二〇一三」『英国・クラウド・ファンディングで株式募集』『金融資本市場』（大和総研）二〇一三年四月二十五日、一〜四頁。http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130425_007094.pdf
- ・金融審議会「二〇一三」『新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告』二〇一三年二月二十五日、一〜二二頁。http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf
- ・小長谷章人・山辺紘太郎・伊東成海・佐々木豪・原昌宏「二〇一四」『新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等』『商事法務』No. 二〇三九、二〇一四年七月二十五日、二八〜三六頁。
- ・社会福祉法人協同福祉会「二〇〇九」『介護の本』かもがわ出版、一〜一八二頁。

- ・ 日本証券業協会「二〇一四」「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式取引制度のあり方について」『非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ』報告書「二〇一四年六月一七日、一～四五頁。 http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/houkokusyo_0617.pdf
- ・ ふるさと投資プラットフォーム推進協議会「二〇一三」「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会とりまとめ」二〇一三年三月、一～一四頁。
- ・ 増島雅和「二〇一三」「エキイティ・クラウドファンディングの規制を考える」『金融財政事情』三〇三三号、二〇一三年七月一五日、一五～一九頁。
- ・ 松尾順介「二〇一四 a」「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」『証研レポート』一六八二号、二〇一四年二月、一～一九頁。
- ・ 松尾順介「二〇一四 b」「海外におけるクラウドファンディングの現状」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一六八三、二〇一四年四月、八～二六頁。
- ・ 松尾順介「二〇一四 c」「クラウドファンディングの投資家と地理的分散」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一六八五、二〇一四年八月、一～一五頁。
- ・ 森本健一「二〇一四」「株式投資型クラウドファンディングに関する我が国における規制の今後の展望について」第八二回証券経済学会全国大会報告、二〇一四年二月一日、和歌山大学、要旨：http://www.sess.jp/meeting/report_82/03.pdf
- ・ Agrawal, Ajay, Christian Catalini, and Avi Goldfarb. 2011. "The Geography of Crowdfunding", NBER Working paper number 16820, Feb. <http://www.nber.org/papers/w16820>

(まつお じゅんすけ・客員研究員)