

# 株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合」

～オートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性～

松尾 順介

はじめに

「模合（モアイ）」とは、「ムエー」あるいは「寄合」ユレー」ともいわれ、沖縄で伝統的に行われている、相互扶助的な金融スキームであり、他府県で無尺講あるいは頼母子講と呼ばれてきたものとほぼ同じである。

無尺講や頼母子講は、沖縄以外の他府県においても広く普及していたが、現在、大都市圏ではほとんど見られなくなってきたのに対して、沖縄では、現在も広範囲に利用されているとともに、少額の掛金で行われる親睦目的のものから、掛金が一〇〇万円というような大口模合や企業単位で参加する企業模合が見られることが特徴的である。最近の県民意識調査では、「模合に参加している」という回答が四二・九%、「以前は参加していた」という回答が一七・九%となっており、両者を合わせた模合参加経験率は、六〇・八%に達している。<sup>(1)</sup>

歴史的には、この模合は琉球王朝時代に導入されたことが記録されている。沖縄の歴史書である『球陽』には、一七三三（尚敬二一）年、模合の法が定められたとされており、これが模合の起源とするのが通説のようである。これによれば、当初は士族階級の相互扶助として利用されたことがうかがえるが、<sup>(2)</sup> 廃藩置県以降、模合は庶民金融として普及したといわれる。

戦後の復興過程では、金融機関の整備が遅れたことや沖繩独自の金融構造<sup>(3)</sup>を背景に、模合は庶民金融手段のみならず、中小企業金融としての役割を担うことになる。一九五一（昭和二六）年、相互銀行法が制定され、無尽・頼母子講は相互銀行の相互掛金業務に吸収されていくとともに、都市化による人口の流動化なども相まって、他府県での無尽。頼母子講は徐々に姿を消していったのとは対照的に、沖繩の模合は、むしろその役割を高めていった。その過程では、大口の模合も設立されるようになる反面、投機的な模合も見られるようになり、大規模な模合崩れが発生し、時に社会問題化する事態も見られた。しかし、現在はこのような投機的な模合は、あまり見られないようである。

このように、模合は沖繩の伝統的な庶民金融スキームであるが、その特徴は、コミュニティ内での資金調達・提供であり、今日の株式投資型クラウドファンディングと相通じる側面がある。

したがって、本稿では、筆者の沖繩でのインタビューにもとづいて、中小・零細企業の資金調達手段としての模合について紹介した上で、株式投資型クラウドファンディングと比較・検討し、模合の運用から示唆される点を考察する。

## 1 模合の仕組み

### (1) 基本的な契約内容と運用

模合の仕組みについて、参加者たちは、経験的・慣習的に体得しているようであり、マニュアル本のような書籍はあまり見られない。また、模合の規約については、市販の模合帳簿<sup>(4)</sup>の最初のページに「模合規約」<sup>(5)</sup>が掲載されており、その空欄部分に必要な事項を記入する仕様になっている。この模合規約の要点は、以下である。

①入札および割戻金による決定・資金調達者（ここでいう借入者）を入札によって決定することと定めている。さらに、落札した入札者は、自らが提示した金額を割戻金として支払うこととしている。なお、後述するように、この割戻金をその場でメンバーに分配する方式を配当式といい、この場合落札者は、次回以降も当初と同額の掛金を支払う。また、落札者がこの割戻金を次回以降、最終回まで掛金に上乗せして支払うのが積立式である。この場合、次回以降の落札者の資金調達額は、割戻金が上乗せされた金額となる。なお、この規約には、明記されていないが、慣例としては、座元は当然に初回の落札者となるとともに、割戻金は支払わないとされている。また、この規約では、入札となっているが、抽選や輪番などで決定することもある。

②連帯責任・連帯保証人を定めることとしている。市販の模合帳簿では、連帯借用証書の雛形も組み込まれている。ただし、模合において、資金調達者が次回以降の掛金を支払わず、いわば取り逃がが生じた場合、その処理を巡っては、様々な事態が生じる可能性があり、法学分野の研究で議論されている。ただし、筆者がインタビューした事例では、座元が一貫して責任を負ったとされている。

③座料・落札者は、通常、当該模合の会合の飲食費を負担することと定められている。この会合は、模合にとって、重要な意味があり、親睦目的の模合は、この会合への参加が主たる目的となっている。また、資金調達・運用を目的とする模合でも、後述するように、会合を通じて、フェイス・ツー・フェイスの関係を保ちながら、信頼関係を相互に確認・維持しているものと考えられる。ただし、座料は、コーヒード程度から居酒屋での会食費、ホテルやレストランでのパーティ費用に至るまで様々である。

なお、実際の模合は、柔軟かつ弾力的な運用がなされるとともに、規約には定められていない運用が柔軟に行われているのが、実情であり、参加者によるオートノミー・ベースの運用が特徴である。

## (2) 模合の分類

模合の分類としては、参加者別の分類、目的別の分類、期間による分類、掛金による分類、仕組みによる分類などが行われる。まず、参加者別としては、友人・知人、地域住民、同級生、同業者、異業種さらには会社などが挙げられる。目的による分類としては、親睦目的と金融（資金調達・運用）目的とに大別されるが、両者が截然と区別できない点に模合の特徴があると思われる。さらに、金融目的については、物品購入（ミシン模合など）、教育資金、事業資金などに区別されるが、参加者によって異なる金銭的動機を有している可能性もある。期間による分類としては、通常は月毎に開催される模合（月模合）が大半であるが、年一回または半年に一回という模合もある。また、毎日開催される模合（日模合または日掛模合）もあるといわれる。<sup>6)</sup>さらに、一〇日、一週間などもあるといわれる。掛金額による分類としては、掛金が一〇〇万円の模合を百万模合などという場合がある。なお、筆者がインタビュー調査を行った模合は、一ヶ月の掛金が一〇三〇万円、合計一〇口、一ヶ月の掛金総額三〇〇万円で開催されていた。仕組みによる分類としては、様々な仕様が挙げられるが、現状では、配当式または積立式の二通りが一般的に使われているようであるため、以下の節でこの両者を取り上げて解説する。

## (3) 積立式

積立式は、資金調達したいメンバーが、入札によって資金を落札し、その落札金額を次回以降の掛金に上乗せする方式である。したがって、落札者は、次回以降、最終回まで掛金に落札額を上乗せした金額を支払うことになる。以下、この方式について仮設例1にもとづいて説明する。

仮設例1は、メンバー数一〇名、一人一口、一口当たりの掛金額一百万円で設立された月模合を積立式で運用し

たものである。

まず、第一回目は、慣例により座元が資金調達し、この場合、座元は入札金の支払いが免除される。したがって、座元は資金コストなしに満期まで、月々の掛金を支払いながらその資金を使うことができる。いわば月々均等弁済することになる。その一方、座元には、座元責任が課せられるとされている。ただし、この責任については、運用によって、様々な場合がある。

次に、第二回目は、入札によって資金調達者を決定する。落札者Aはメンバー全員の掛金総額である一〇万円を受け取るが、A自身も掛金を支払っているので、実質的な手取り金額は、九万円である。また、落札者以外のメンバーは、落札者の入札金一六〇〇円が分配されないため、掛金を支払うのみで、配当はない。

さらに、第三回目は、Bが一四〇〇円で落札している。第二回目の掛金総額は、一万円×九名に、Aの掛金額一万一六〇〇円を加算した金額となるため、Bの受取額は、一一万六〇〇円となる。ただし、B自身の掛金額を控除すると、その実質的な手取り金額は、一〇万六〇〇円である。

以下同様であるが、最終回の入札では、入札金はゼロである。

なお、ここでは、説明の簡略化のため、座料については、省略したが、実際には、初回は座元、第二回目以降は落札者が座料を負担するのが慣例のようである。したがって、資金調達コストや運用リターンを考える際には、座料も含める必要がある。座料については、次の配当式についても同様である。

#### (4) 配当式

これは、資金調達したいメンバーが、入札によって資金を落札し、その落札金を他のメンバーに分配する方法

仮設例 1 積立式

| 回数        | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      | 支払掛金      |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 落札者       | 座元      | A       | B       | C       | D       | E       | F       | G       | H       | I       |           |
| 落札金額      | 0       | 1,600   | 1,400   | 1,200   | 1,000   | 800     | 600     | 400     | 200     | 0       |           |
| 座元        | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
| A         | 10,000  | 10,000  | 11,600  | 11,600  | 11,600  | 11,600  | 11,600  | 11,600  | 11,600  | 11,600  | 112,800   |
| B         | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 11,400  | 11,400  | 11,400  | 11,400  | 11,400  | 11,400  | 11,400  | 109,800   |
| C         | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 11,200  | 11,200  | 11,200  | 11,200  | 11,200  | 11,200  | 107,200   |
| D         | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 11,000  | 11,000  | 11,000  | 11,000  | 11,000  | 105,000   |
| E         | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,800  | 10,800  | 10,800  | 10,800  | 103,200   |
| F         | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,600  | 10,600  | 10,600  | 101,800   |
| G         | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,400  | 10,400  | 100,800   |
| H         | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,200  | 100,200   |
| I         | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
| 掛金合計      | 100,000 | 100,000 | 101,600 | 103,000 | 104,200 | 105,200 | 106,000 | 106,600 | 107,000 | 107,200 | 1,040,800 |
| 落札者の資金調達額 | 90,000  | 90,000  | 91,600  | 93,000  | 94,200  | 95,200  | 96,000  | 96,600  | 97,000  | 97,200  | 940,800   |

(注) 落札者の資金調達額には、落札者自身の掛金額を含めていない。

(出所) 小澤 [1991] p. 73の表3を元に作成。

である。なお、分配方法については、まだ落札していないメンバーのみに分配する場合が多いようであるので、この方式について、仮設例2にもとづいて説明する。

まず、第一回目は、積立式同様に、慣例により座元が資金調達する。

次に、第二回目は、資金調達者が入札によって選定され、最高額の入札者が落札することになる。仮設例2では、Aが一万六〇〇〇円で落札したとされており、この入札金は、その場で未落札者全員（八名）に分配されるので、一人当たりの配当金は、二〇

仮設例 2 配当式

| 回数            |          | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      | 合計        |
|---------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 落札者           | 座元       | A       | B       | C       | D       | E       | F       | G       | H       | I       |         |           |
|               | 落札金額     | 0       | 16,000  | 14,000  | 12,000  | 10,000  | 8,000   | 6,000   | 4,000   | 2,000   | 0       |           |
| 座元            | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0         |
| A             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0         |
| B             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 2,000   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 2,000     |
| C             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 2,000   | 2,000   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 4,000     |
| D             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 6,000     |
| E             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 8,000     |
| F             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 0       | 0       | 0       | 0       | 10,000    |
| G             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 0       | 0       | 0       | 12,000    |
| H             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 0       | 0       | 14,000    |
| I             | 掛金       | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 100,000   |
|               | 受取<br>配当 | 0       | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 0       | 16,000    |
| 掛金合計          |          | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 100,000 | 1,000,000 |
| 落札者の<br>資金調達額 |          | 90,000  | 74,000  | 76,000  | 78,000  | 80,000  | 82,000  | 84,000  | 86,000  | 88,000  | 90,000  | 828,000   |

(注) 落札者の資金調達額からは、落札者の掛金と落札額を控除した。

(出所) 小澤 [1991] p. 72の表 1 をもとに作成。

〇〇円となる。

以下同様に、第三回以降も順次入札によって落札される。

## 2 模合と株式投資型クラウドファンディング

以下、模合と投資型クラウドファンディングについて、審査、情報提供およびフォローアップの三点について、比較・検討してみよう。

### (1) 審査

まず、審査については、株式投資型クラウドファンディングの場合、日本証券業協会の規則<sup>(7)</sup>によって、その審査項目は、①発行者及びその行う事業の実在性、②発行者の財務状況、③発行者の事業計画の妥当性、④発行者の法令遵守状況を含めた社会性、⑤反社会的勢力への該当性、反社会的勢力との関係の有無及び反社会的勢力との関係排除への仕組みとその運用状況、⑥当該会員等と発行者との利害関係の状況、⑦当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク、⑧調達する資金の用途、⑨目標募集額が発行者の事業計画に照らして適当なものであることとされ、「発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か」、「株式投資型クラウドファンディング業務により行う資金調達としてふさわしいか否か」および「当該発行者において法令に基づき会社情報が作成されているか否か」について特に留意するよう定められている。さらに、株式投資型クラウドファンディング業務を行う会員は、「当該株式投資型クラウドファンディング業務を遂行するために必要な事項を社内規則において規定するとともに、社内規則に定めた事項を適切に遂行するための体制を整備」することも求められている。

実際、株式投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営者は、これらの規則を遵守していると思われる。

これに対して、模合では、審査の基本となる情報は、模合メンバー間で共有されたソフトな情報である。例えば、経営者の資質や人格、過去の信用履歴、当該会社の資産状況、事業内容や業績、従業員の管理、取引先との関係など、様々な情報が地域的なつながりの中で提供され、それらの情報を元に座元やメンバーが相互に審査する仕組みを有している。さらに、模合は、回毎にメンバーが集まり、かなり長い時間をそこで費やす習慣となっている。これによって、期間中も継続的に審査が行われていると見ることが可能である。

両者を比較すると、前者が厳格に定められた内容・項目について、プラットフォームの運営者が一方向的に審査するのに対し、後者は柔軟な内容・項目についての審査が継続的かつ双方向的に行われているといえる。

## (2) 情報提供

第二に、情報提供について、日本証券業協会規則では、ウェブサイトによる情報提供として、以下の二一項目が列挙されている。①株式投資型クラウドファンディング業務として行う旨、②会社法に規定する募集事項、③株式投資型クラウドファンディング業務において取り扱う店頭有価証券の取得に当たっては、(中略)配当及び売却益等金銭的利益の追求よりむしろ(中略)共感又は支援が主な旨とされるべきこと。④顧客が取得する店頭有価証券につき、金商法に基づく開示又は金融商品取引所の規則に基づく情報の適時開示と同程度の開示は義務付けられていないこと。⑤発行者の財務情報について公認会計士又は監査法人による監査を受けていない場合には、その旨、⑥株式投資型クラウドファンディング業務により、顧客が取得する店頭有価証券の個別払込額(中略)

は、五〇万円以下のものに限られること。⑦顧客が取得する店頭有価証券につき、取引の参考となる気配及び相場が存在しないとともに、換金性が著しく乏しいこと。⑧顧客が取得する店頭有価証券に譲渡制限が付されている場合にあっては、当該店頭有価証券の売買を行っても権利の移転が発行者によって認められないときがあること。⑨顧客が取得する店頭有価証券が株券であっても、配当が支払われないことがあること。⑩顧客が取得する店頭有価証券は、社債券のように償還及び利息の支払が行われるものではないこと。⑪顧客が取得する店頭有価証券の価値が消失する等、その価値が大きく失われるリスクがあること。⑫会員等は株式投資型クラウドファンディング業務において取り扱う店頭有価証券及びその発行者に関する投資者からの照会に対して、電話又は訪問の方法等（中略）により回答することができないこと。⑬投資者が、株式投資型クラウドファンディング業務に関して会員等に照会する場合の連絡方法、⑭顧客の応募額が申込期間（中略）内に目標募集額に達しなくとも発行者に払い込まれる場合には、その旨、⑮会員等が、顧客から金銭の預託を受ける場合には、当該顧客が株式投資型クラウドファンディング業務に係る店頭有価証券の受渡しの状況について確認する方法、⑯発行者における株主又は新株予約権者の管理に関する事項、⑰株式投資型クラウドファンディング業務に係る顧客の応募代金の払込後における、当該顧客が取得する店頭有価証券の発行者の事業の状況についての定期的な情報の提供方法、⑱特定業務会員にあっては、金商法（中略）の自己資本規制比率に係る規制並びに（中略）投資者保護基金への加入義務が適用されない旨並びに同法（中略）の規定により店頭有価証券の券面の預託を受けることができない旨、⑲当該会員等と発行者との利害関係が認められる場合には、その内容、⑳株式投資型クラウドファンディング業務に係る店頭有価証券に投資するに当たってのリスク、㉑会員等の（中略）業務及び財産の状況に関する説明書類並びに会員の（中略）自己資本規制比率を記載した書面、とされており、その上で、同規則は、これらに

ついて契約締結前書面に記載することを定めている。

その一方、模合では、前述のように、メンバーが回毎に集まり、必要な情報は、メンバー間でフェイス・ツィ・フェイスな方法で提供され、共有されている。また、その提供も双方向的である。本稿のケーススタディを行った模合の会合に数回同席したが、いずれもメンバーが座元の店舗に集まり、茶菓を食べながら、二〜三時間とわたって談話していた。そのために落札者は座料を支払うことになっている。談話の内容は、他愛ない雑談とともに、それぞれの近況報告などの情報交換が行われていた。模合の場合、メンバー全員が資金提供者であるとともに、資金調達者となることから、このような社交の場によって、相互に情報提供・交換がなされている。

ここでも両者の差は、前者が規則に定められた内容や項目についての一方的な情報提供であるのに対し、後者は柔軟かつ双方向的な情報提供であると言える。

### (3) フォローアップ

第三に、フォローアップについては、株式投資型クラウドファンディングでは、法令および日本証券業協会の規則には、資金調達後のモニタリングについて明確な定めはない。しかし、プラットフォームの運営会社は、それぞれ自主的に独自のモニタリングやフォローアップを実施している。筆者のインタビュー調査によると、株式投資型クラウドファンディング・プラットフォーム「FUNDRINO」を運営している、日本クラウドキャピタルは、「発行会社に対して、資金調達後のフォローアップに注力し、(中略) I R活動の取組助言、財務管理、事業計画の進捗状況のモニタリングなど」を行っている<sup>(8)</sup>。また、同じく「GoAngel」を運営している、D ANベンチャーキャピタルでは、「例えば、会計事務所による月次の財務情報のモニタリングと計算書類を含む

株主総会招集通知の作成支援、取締役会及び株主総会運営における司法書士による会社法上のガバナンス体制の指導など<sup>(9)</sup>としている。さらに、同じく「エメラダ・エクイティ」を運営している、エメラダでは、出資者に対して「面のサポート」、つまり出資者が当該企業の顧客となることや同社のPRを担うことなどを期待し、これらの出資者を「コミュニティ・アンバサダー」と呼んでいるという<sup>(10)</sup>。このように規制上の手当てはないが、それぞれが創意工夫を凝らしたフォローアップを行っている。

これに対し、模合では、前述のように、毎回メンバーが集合し、掛金を持ち寄るとともに、飲食をともにしながら、かなり長い時間をかけて、談話するのが通常であり、いわば継続的・双方向的にフォローアップを行っている。

### 3 模合からの示唆

以上、株式投資型クラウドファンディングと模合について、審査、フォローアップおよび情報提供という三点について比較したが<sup>(11)</sup>、その結果を次のようにまとめることができる。

第一に、審査および情報提供の内容や項目について、前者では厳格に審査および情報提供の項目が列挙され、運営会社が社内規則を定め、これを実施するという規則になっているのに対し、後者は柔軟な内容・項目にわたって、全員参加で双方向的に、審査し、情報提供・共有する慣習となっている。さらに、前者では、これらの審査および情報提供の内容や項目が参加者にとって、必要かどうか、更なる追加項目があるかどうかを検証することが容易ではないが、後者ではその内容や項目自体を柔軟に追加・変更可能である。

第二に、審査および情報提供のあり方について、前者は、運営会社が社内体制を整備し、これを行うように定

められており、専門の審査部門や担当者を設置することなどが想定され、いわば一方的なものであるが、後者は、全員参加であるとともに、双方向的な審査および情報提供・共有となっている。

第三に、フォローアップについては、前者では、規則上の定めはないが、実際には、各社がそれぞれの優位性やニッチを生かし、創意工夫しながら取組が進められている。この点については、後者においても、毎回の模合会合によって、継続的かつ柔軟なフォローアップが行われている。

以上をまとめると、前者はルール・ベースの運用が定められているという特徴があるのに対し、後者はオートノミー・ベースの運用を基本としているという相違が見られる。ただし、前者でも規則の定めのないところでは、オートノミー・ベースの運用が工夫されていることも注目される。

このような相違は、前者が証券取引法以来の規制のカルチャーを踏まえているのに対し、後者は沖縄の地域に根差したカルチャーを基盤としていることに由来するものであり、後者の特徴を前者に適用するような議論には慎重でなければならないが、後者のオートノミー・ベースの運用から示唆されるべき点があると思われる。

具体的には、前者がネット上のコミュニティによって資金調達がなされ、そこでは双方向的な情報交換が可能であり、後者が直接社交の場を持っているとは異なるものの、同様の仕組みを導入することが考えられる。

近年、ネット上で、人々が知恵を出し合い、よりよい結論を目指すような思考方法が「集合知」と呼ばれ、情報学のテーマとなっているが、株式投資型クラウドファンディングの案件審査、情報提供・交換、フォローアップなどは、まさに集合知が活用できる場だと考えられる。ここでは、ネット・コミュニティを通じて、双方向的に、オートノミー・ベースで、審査、情報提供・交換およびフォローアップなどが行われることによって、より投資家のニーズに即したものになると思われる。

## まとめ

模合は、沖縄では、周知されているが、他府県では、その存在すらあまり知られていないが、筆者は沖縄県下で、大口模合の座元として四〇年にわたって活動している方から直接話をお聞きするとともに、その方の模合会合の現場にも数回にわたって参加させていただいた。前述の通り、模合は慣習に従って運用されているとともに、参加者の自治によって柔軟に運営されている。模合の運用は、沖縄の文化を基盤として、伝統的に継承・発展してきたものであることがわかる。

それゆえに、そこで蓄積された経験やノウハウが容易に導入できると考えるのは拙速であるが、そこから示唆される点があると思われる。本稿では、模合の特徴として、その柔軟でオートノミー・ベースの運営を挙げ、その活用を示唆したが、それを具体化するためには、さらに細かい検討が必要であることは言うまでもない。特に、集合知には、衆愚に陥る危険性もあり、それについては十分に留意する必要がある。

しかし、現行の株式投資型クラウドファンディング規制は、細部にわたる細かな規則を遵守・運用させることに重点が置かれており、そこでは参加者の主体性が発揮される余地のないものとなっている。そこで、必要なことは、単なる規制緩和ではなく、規制のあり方そのものの見直しであり、規制の根拠となっている発想の転換ではないだろうか。

なお、これについては、株式投資型クラウドファンディングのみならず、ファンド投資型クラウドファンディングにおいても同様であるだけでなく、株主コミュニティ制度やTOKYO PRO Marketなど、一定のコミュニティを前提とした市場についても、このような観点から検討すべき余地があるものと思われる。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、模合に携わる地元の方々からさまざまなご協力を賜り、貴重なお話を伺いすることができました。一人一人のお名前を挙げることはできませんが、その方々のご協力なしには、本研究は実現しませんでした。また、久保和彦氏、高良倉吉氏、田里修氏、筒井琢也氏、中野瑞彦氏、波平勇夫氏、東与一氏、平良孝夫氏、真栄城徳七氏、牧野浩隆氏、又吉日登志氏、山城隆男氏、山本龍一氏からもご教示とご協力を賜りました。さらに、桃山学院大学には沖縄での国内研修の機会を与えていただくとともに、沖縄大学には研修を受け入れていただきました。心より感謝申し上げます。

注

- (1) 琉球新報社「二〇一七」六九頁、参照。
- (2) 廢藩置県以降の時期に、庶民金融だけでなく、大口模合も存在していたことも確認されている。高良「二〇〇六」は、京都大学所蔵の「琉球資料」の中の模合請取証文一四点を解読し、明治一〇年代の沖縄本島中南部と推定される時期と地域で、期間七年余、参加メンバー延べ九〇名近く、請取金額の総額四万二〇〇〇貫文の大規模な模合が存在していたことを明らかにしている。このことは、近世末ないし近代初頭、大口模合を差配できるだけの信用力と財力を持った者がいたことを示唆するものである。なお、当時、一円＝一〇〇銭＝五〇貫文であり、四万二〇〇〇貫文は八四〇円に相当した。また、やや時期は後になるが、沖縄県立図書館所蔵の「本部町伊豆味饒平名家文書」(二二七)には、一九〇六(明治三九)年の模合証文が残されており、模合のメンバーが四〇〇円を取得したことが記されている。特に、企業金融として模合が活用された背景としては、短期事業資金の恒常的な不足が指摘できる。これについては、琉球銀行調査部「一九八四」一一九一～一一九七頁、参照。
- (4) 沖縄では、模合帳簿が文具店などで二〇〇～三〇〇円程度で市販されている。

(5) 規約は、以下の通りである。

第一章 総則

第一条 本模合は相互扶助を目的として左記の規約を厳守す

第二条 本模合の事務局は〇〇市・町・村〇〇区・字〇〇班・番地に置く

第二章 規則

第三条 本模合の期日は毎月〇日とす 入札時間冬〇時 夏〇時とす

第四条 本模合借用の場合は連帯借用にして借用者外〇名連帯人をおくこと

第五条 本模合金より借用するときは割戻金とす

第六条 本模合の連帯人は会員全員が認めることを得

第七条 入札時間〇時迄とす 入金なきものは入札権利を失う

第八条 本模合の入札は〇以上を認める

第九条 本模合の一時払は認める

第一〇条 本模合の座料一金〇円とす

第一一条 本模合の口数は〇口とする

第二二条 本模合に加入し途中にて脱会を希望する場合掛金は本模合最終の時掛金を無利子にて支払うことを約す

第二三条～第一五条 空欄

附則 右規約以外の件が出た場合は掛金者及び座元の承認の上実行すること

平成〇年〇月〇日

- (6) 波平「二〇一八」は、宮古での日模合を紹介し、当地では「ゴロゴロ模合」と呼んでいると指摘している。また、同論文では、最近の日模合の例として、宮古島における事例を詳しく、具体的に紹介しており、きわめて興味深い。
- (7) 日本証券業協会「株式会社投資型クラウドファンディング業務に関する規則（平二七・五・一九）」  
[http://www.jsda.or.jp/shinyo/web-handbook/105\\_kabushiki/files/171219\\_crowd.pdf](http://www.jsda.or.jp/shinyo/web-handbook/105_kabushiki/files/171219_crowd.pdf)
- (8) 拙稿「二〇一七」六二頁、参照。
- (9) 拙稿「二〇一八b」一八頁、参照。
- (10) 拙稿「二〇一八a」三六頁、参照。
- (11) 本稿では、株式投資型クラウドファンディングを取り上げたが、ファンド投資型クラウドファンディングについて同様の比較を行っても、ほぼ同じ結果が示される。さらに言えば、ファンド型投資型クラウドファンディングを規制している、第二種金融商品取引業協会による「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」では、株式投資型クラウドファンディングよりも厳しい規則も定められている場合もある。例えば、同規則では、審査について「専門の審査部門を設置すること」さらに「審査業務を遂行する担当者（中略）は、募集又は私募の取扱いを推進する業務（営業業務）に携わらないこと」といった条文が設けられている（第三三条）。
- <http://www.t2fifa.or.jp/teikan/pdf/j-kisei/j-kisei03-201505.pdf>
- (12) 集合知については、西垣通「二〇一三」、参照。なお、投資型クラウドファンディングにおける集合知の活用については、拙稿「二〇一七」七二頁、参照。

参考文献

- ・小澤潔「一九九二」「庶民金融と会計検査（特に沖縄の模合について）」『会計検査研究』第三号、一九九二年三月、七一～七九頁
- ・球陽研究会編「一九七四」『球陽（読み下し編）』、角川書店、五〇四頁
- ・高良倉吉「二〇〇六」「近世末近代初頭の琉球における模合請取証文について」『琉球大学法文学部紀要日本東洋文化論集』第一二号、二〇〇六年、一六九～一八六頁
- ・波平勇夫「二〇〇八」「宮古の模合」（宮古の自然と文化を考える会編『宮古の自然と文化』第二集、二〇〇八年三月、ポ―ダイク、所収）一三六～一五三頁
- ・西垣通「二〇一三」『集合知とは何か』中央公論新社、二二〇頁
- ・松尾順介「二〇一七」『投資型クラウドファンディングとベンチャー育成』『証券経済研究』第一〇〇号、二〇一七年二月、二五五～七四頁
- ・松尾順介「二〇一八 a」「日本におけるクラウドSAFEの試み」『証研レポート』No. 一七〇六、二〇一八年二月、二八～四九頁
- ・松尾順介「二〇一八 b」「拡大する国内株式投資型クラウドファンディング」『証研レポート』No. 一七〇七、二〇一八年四月、一一～三六頁
- ・琉球銀行調査部「一九八四」『戦後沖縄経済史』琉球銀行、一九八四年、一四三七頁

（まつお じゅんすけ・客員研究員）