

『証券経済学会年報』第53号別冊
第88回全国大会
学会報告論文

「わが国における購入型クラウドファンディングの現状分析」

—資金調達と情報開示の視点からの考察—

「わが国における購入型クラウドファンディングの現状分析」※

－資金調達と情報開示の視点からの考察－

姜 理恵

光産業創成大学院大学

1. はじめに－本研究の目的と意義－

本研究の目的は、購入型クラウドファンディング（以下、「CF」という。）運営サイトに掲載されるプロジェクトの資金調達と情報開示の実態を明らかにすることである。

近年、急速に広まる購入型CF取引は、ベンチャー・中小企業にとって有効な資金調達手段であり、低迷するわが国の起業・開業率を上昇させる端緒となりうる可能性を秘めている。また、長期視点で見れば、購入型CFは証券市場の拡大につながるイノベーションの種を発掘する場でもあり、本取引は、社会貢献的な意味合いだけでなく、経済価値の創出にも寄与していると言える。しかし、わが国において、その実態を明らかにした研究は管見の限り見当たらない。そこで、本研究では、わが国で行われている購入型CF取引のプロジェクトを分析していくことで、その取引実態を詳らかにしていきたい。

本稿の構成は次のとおり。第2章では、本研究の背景として、低迷するベンチャー企業開業率、ベンチャー企業の資金調達の多様化と、今回、購入型CFに注目する理由を述べる。第3章では、わが国におけるCF市場を概観したうえで、従来型金融取引と購入型CF取引の違いを指摘し、情報開示の視点から見た購入型CF取引について筆者の意見を述べる。第4章では、資本市場における情報開示と資金調達の関連性に関する先行研究を紹介したうえで、海外におけるCF取引の研究を概観する。第5章で研究手法を述べ、第6章では、わが国で実際に行われている購入型CF取引のプロジェクトの実態を詳細に分析していく。ここでは、大手CFプラットフォーム提供会社（3社）の概要を述べた上で、今回の考察対象となる各プロジェクトのデータについて説明を加える。そして、観察データから浮き彫りとなる購入型CF取引の実態・傾向等を詳細に記述し、第7章でまとめとする。

2. 研究の背景

（1） 低迷するベンチャー企業開業率

近年、国を挙げて、起業の促進やベンチャー・中小企業の支援が行われているが、政令指定都市別に比較すると、その産業構造と開業率には大きな地域格差がある。筆者が所属する大学の所在地である静岡県浜松市は、歴史的に「ものづくり」が活発な土地柄である。それゆえ、他の政令指定都市と比較して、浜松のベンチャー企業は第二次産業比率が飛びぬけて高い（約35%、例えば、福岡市は15%）。「モノ」を扱う二次産業では、その事業化にあたり、試作品の作成や、機械・工作機器が必要となることから、必然的に事業化のハードルがあがり、結果として、他都市と比べて開業率が低迷することとなる。

日本総合研究所（2018）の調査結果によれば、最も開業率の高い福岡市（7.5%）に対し、浜松市は約4.5%に留まり、政令指定都市の中では下から数えた方が早いというやや寂しい状況にある。

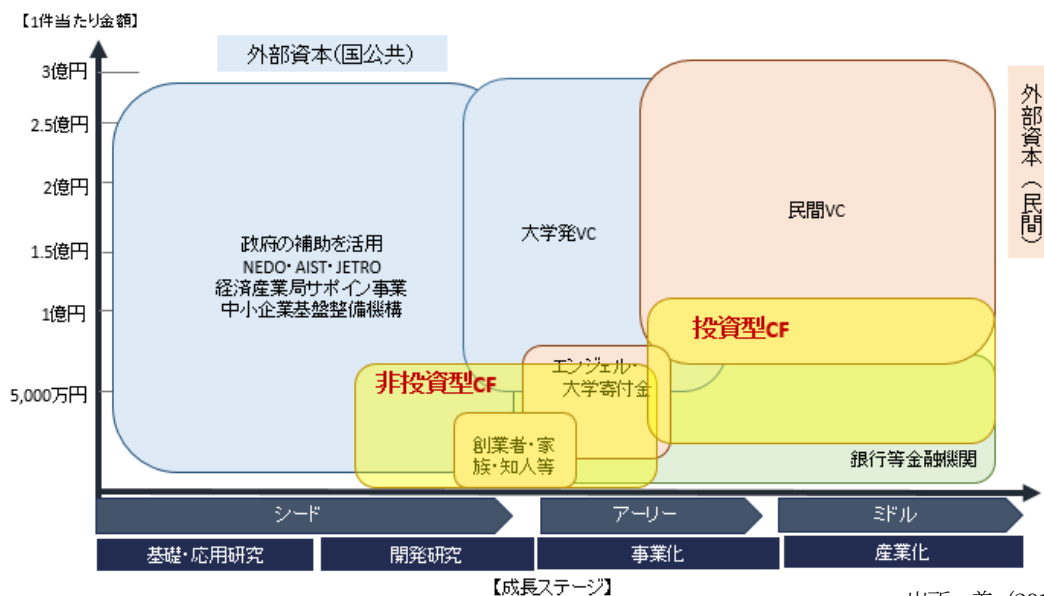
（2） 多様化するベンチャー企業の資金需要と資金調達先

浜松市に多い研究開発型・ITベンチャー企業の資金需要が最も高いのは、成長ステージでいえば研究開発段階と事業化段階にある企業である。中でも、開発・試作に関わる資金や実証研究の支援に関する資金ニーズ、並びに、量産等にかかる資金ニーズがあることが分かっている。

同様に、それら資金ニーズを満たすための資金調達先も多様化している。図1に示したとおり、供給者が国・公的機関であるものもあれば、家族・知人、エンジェル、民間ベンチャー・キャピタル、銀行等金融機関のように資金供給者が民間の場合もある。本研究のテーマであるCFは、開発研究段階から事業化段階、更には、産業化段階にある企業にとっての資金調達先といえる。

※ 本研究は、日本証券奨学財団（平成29年度）より研究調査助成金を受けている「アセアン主要国及び日本のクラウドファンディング制度と市場成長の可能性に関する研究調査」の一環である。

図1. 多様化するベンチャー企業の資金調達先



出所：姜(2017a)を一部改編

(3) 購入型CF取引に注目した理由

浜松市に、ものづくり系ベンチャー企業が多いという現状とそれらベンチャー企業の資金需要を鑑み、筆者は購入型CF取引に注目しているが、当該取引に注目するより具体的な理由は次の五つである。①現場の小口資金ニーズにマッチする。②公的資金ではなく、民間資金ゆえの使い勝手の良さ。③開発研究段階のベンチャー企業が実施するプロトタイプ作成やテストマーケティングに相応しい。④アイデアの具現化によりイノベーション創出(更に、事業化への期待)のきっかけとなりうる有効なツール。⑤次の段階(投資型CF取引等を活用した出資金調達)を見据えた資本政策の検討が可能、だからである。しかし、上述したとおり、購入型CF取引に関する研究は未だその蓄積を待つところである。

購入型CFは、プロジェクト数や知名度においてCF市場の中心的存在であり、今後も市場の牽引力になりうる。加えて、購入型CFが起業・零細・中小企業の資金調達の入口となり得る潜在力の高さやイノベーション創出への寄与度の高さは、イノベーションを促し、ベンチャー企業を支援する立場にある筆者としては無視することはできない。

図1にも示したとおり、姜(2017a)は、研究開発型ベンチャー企業の成長過程と資金ニーズの変化を調査し、ベンチャー企業の成長過程において、応用研究を終え

プロトタイプを作成して事業化を図ろうとするシード段階にある企業にとって、購入型CFを含む非投資型CFは有効な資金調達手段になりうる旨指摘している。

内閣府が示した「Society5.0」でも、中小・ベンチャー企業におけるイノベーション創出の必要性が明示されているとおり、購入型CFは、企業活動に必要な4つの経営資源の内、「お金」という側面からイノベーション促進に寄与する手段になると言えよう。

これらの理由から、本研究では購入型CF取引に着目して一連の考察を進めるものとする。そのアプローチとしては、従来型金融取引の資金調達研究では情報開示との関連性に着目した先行研究が多いことに倣い、本研究においても、同様の切り口で購入型CF取引の実態把握を試みる。

3. クラウドファンディングの概要

(1) 日本におけるCFの概要

CF取引は、寄付型・購入型・投資型に大別される(表1参照)。国内では、3類型の中でも特に購入型CFがプロジェクト数や知名度においてCF市場の中心的存在となっている。これは世界的にみても同様である(massolution,2013)。購入型CF取引の累計資金調達金額は、貸付型CF取引に遠く及ばないものの、そ

の運営プラットフォームのサイト数の多さは群を抜いている(同上,2015)。

表1. CF取引の種類

類型	寄付型	購入型 (詳細図表5・8・9参照)	投資型
概要	ウェブサイト上で寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送信する等	購入者から前払いで集めた代金を元手に製品を開発し、購入者に完成した品等を提供する等	運営者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約を締結し、出資を行う等
対価	なし	商品・サービス	事業の収益
業登録の要否	—	—	第二種金商業
主な資金提供先	被災地・途上国等の個人・小規模事業者等	被災地支援事業、障害者支援事業、音楽・ゲーム制作事業等を行う事業者・個人等(詳細は表○参照)	音楽関連事業、被災地支援事業、食品、衣料品等
資金調達規模	数万円程度	数万円～数百万円程度	数百万円～ 数千万円程度
一人当たり投資額	一口1円～(任意)	一口1,000円程度～	一口1万円程度

出所：松尾(2014)

(2) 従来型金融取引と購入型CF取引

購入型CFは、それを活用する資金調達者と資金提供者間(以下「CF当事者」)の「繋がり」や「共感」をベースに成立することが多い。また、その資金調達者は、銀行・証券市場等を介する既存の資金調達手法の代替として購入型CFを活用する事例も多いといわれている。資本市場を通じた資金調達(従来型金融取引)と消費市場を通じた資金調達(購入型CF取引)の違いは図2に示したとおりである(図2参照)。

従来型金融取引を行う場合、事業主(資金調達者)は、資金調達のために法律に則った強制的情報開示、あるいは自発的情報開示を行う。主な開示情報は、事業主の会社情報や事業の概況等である。一方、購入型CF取引を行う場合、事業主(資金調達者)は、プラットフォーム運営者が求める掲載情報をプラットフォーム上に開示する。主な開示情報は、リワードとして資金提供者に渡すモノ・サービスの説明である。資本市場で行われる従来型金融取引に対して、消費市場で行われる購入型CF取引は、e-コマースの一種といえよう。

(3) 情報開示の視点からみた購入型CF取引

柴(2008)は、情報開示(ディスクロージャー)は、「情報伝達一般ではなく、人が特定集団(組織)とのかわりにおいて、当該の個人や集団とは区別されるべき社会に向けて行う情報伝達である」と定義し、開

示学の体系化を試みた。広く社会の中でも特に市場における情報開示に焦点を当てた開示理論を示したものが表2(姜により一部改変)である。

表2は、情報開示を実際に行う主体を、個人ではなく集団(会社)を前提として作成したものである。市場は大きく分けて消費市場と資本市場に大別され、消費市場において開示されるのは商品内容であり、資本市場で開示されるのは企業内容である。表2に示した両市場における開示内容の違いは、図2と同様、従来型金融取引による資金調達と、購入型CF取引による資金調達の違いから生じるものである。

類型に関わらず、CF取引全体を概観し、その市場参加者について、松尾(2014)は次のように指摘している。「資金提供者・調達者もプラットフォームの運営者も含めて、従来の金融や証券市場の参加者ではなく、むしろソーシャルネットワークなど、ネット上のコミュニティの参加者となる可能性がある。(省略)したがって、従来の金融・証券規制やその基になっている概念が共有されにくく、むしろ独自の志向性や価値観を有している可能性がある。(省略)そのようなカルチャーの異なる市場参加者とのコミュニケーションをとりながら、自主規制を設計する必要がある」。

図2. 従来型金融取引と購入型CF取引の違い

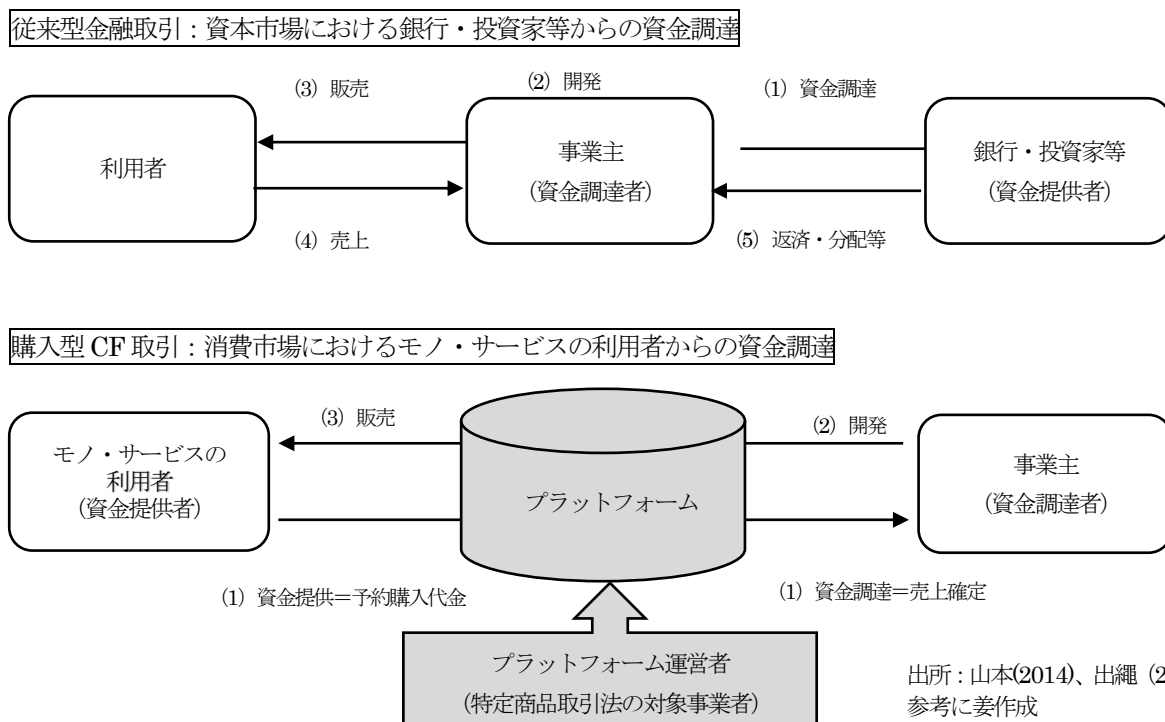


表2. 消費市場と資本市場における開示理論

		購入型CF取引の範囲		
		消費社会（消費市場）の成立と維持に係る開示理論		
市場開示学	商品内容	強制開示	関連法：特定商品取引法	会社法の遵守
		任意開示	広告宣伝・マーケティングの領域	
	投資社会（資本市場）の成立と維持に係る開示理論			
	企業内容	強制開示 (法定開示情報) (適時開示情報)	関連法：金融商品取引法 証券取引所規則	
任意開示		インベスター・リレーションズの領域		

出所：柴(2008)を参考に姜作成

4. 先行研究

(1) 資金調達と情報開示に関する先行研究

事業者（ここでは、特に法人企業を想定している）が資本市場から資金を調達する際、一般的には、銀行等債権者から間接的、あるいは投資家等株主から直接

的に資金を集める。この際、両者の間に情報の非対称性が生じ（Jensen&Meckling,1976）資金調達コストがかかる。それゆえ、従来の資本市場における情報開示と資金調達の関係に関する先行研究（Sengupta,1998, Botosan,1997 他多数）では、情報の非対称性の緩和と資金調達コストの関係に重きが置かれ、

Botosan (1997) 等は、「ディスクロージャー水準の高い企業ほど株主資本コストが小さい」という研究結果を示している。

これはすなわち、積極的な情報開示は、企業と投資家の情報の非対称性は緩和し、資本コストを下げることにより、結果的に企業価値の向上に寄与することを意味するものである。この考え方は、現在、企業が行うディスクロージャー活動やインベスター・リレーションズ活動を支える理論的支柱となっている。

海外企業を対象とした研究のみならず、日本企業を対象とした先行研究でも、音川 (2000)、須田・須藤・太田 (2004) により、情報開示の良し悪しが、資本コストに影響を与えることが証明されている。近年では、法律で定められた制度開示情報のみならず、企業が任意開示する自主開示情報にも着目した研究も進められている (姜,2017b,他)。

強制開示情報であれ任意開示情報であれ、先行研究で示されている結果は、総じて、企業が資金調達を行うにあたりその資金の出し手との関係を構築する際、質的にも量的にも積極的に情報開示を行うことがプラ

スの要因に働くことを支持するものである。

(2) CF取引に関する海外の先行研究

表3は、CF取引に関する海外の先行研究を纏めたものである (表3参照)。多くの海外研究者達は、小規模事業者・ベンチャー企業の資金調達手段としてのCFに着目し、個別プラットフォームの機能や、それらプラットフォームサイトに掲載されたプロジェクトの情報内容と成功プロジェクト (ここでは、資金調達の目標額を達成できたプロジェクトをいう) の関係性等を明らかにしている。Massimo et al(2014) は、CFプロジェクトの起案者だけでなく、CFプラットフォーム事業者に対しても幾つかの提案を行っている。また、CFの支援者は「向社会的動機付け (Venkat & Barry,2017)」により、プロジェクトを支援するといわれているが、実質的にプロジェクトを成功させるためには「情報開示」が重要であり (Ethan,2014)、CFプラットフォーム業者の役割は当事者間の「情報の非対称性」を緩和する手助けである (Massimo,2014) と結論づけている。

表3. CF取引に関する海外の先行研究

論文	対象年度	考察対象サイト	論文概要
Chris W & Vandana R(2010)	2006-2010	Sellaband	ネットワーク外部性よりピア効果が投資家の行動 (意思決定) に影響を及ぼすことを示した。投資家が影響をうけるピア効果の具体例として、同サイトのトップ5リストに応援するプロジェクトが掲載されること、関連するプロジェクトの成否結果、並びに、同サイトの他の投資家の行動等が示された。
Armin S & Benjamin L(2010)	広範 (先行研究多数)	Media No Mad	ベンチャー企業や未上場企業における情報の非対称性を指摘。CFを使うベンチャー企業にも当てはまる点を定性的分析により指摘。
Massimo G.C, Chiara F & Cristina R-L(2014)	2012-2013	Kikstarter	プロジェクト事業者に対してのみならず、プラットフォーム提供者 (運営会社) にも言及。運営会社は、資金調達の仲介業者としての役割だけでなく、社会資本の仲介者として強力な社会的相互作用に影響をあたえるプラットフォーム機能を設計する必要があることを指摘。CFプラットフォーム業者の役割は当事者間の「情報の非対称性」を緩和する手助けとなることである
Ethan Mollick(2014)	2009-2012	Kickstarter	CFの成功には、SNS上の友人の多さが関係する。また、プロジェクトの質 (レベル) ・リワード (商品等) を確実に提供できるかといったベンチャー企業としての質の高さがCFの成功に関する点を指摘。更に、実質的にプロジェクトを成功させるためには情報開示が重要であることを指摘。

出所：姜作成

5. 研究方法

(1) 考察対象

ここからは、国内で現在稼働するCFプラットフォームに焦点をあて、各サイト上に実際に掲載され、資金調達を行ったプロジェクトの内容を詳細に見ていくものとする。本研究では、日本を代表する大手プラットフォームであること、そして、より幅広いジャンルのプロジェクト（資金調達事例）を観察するために得意とするジャンルが異なることを考慮し、CAMPFIRE(以下、「C社」という)、Makuake(同、「M社」)、Readyfor(同、「R社」)の3プラットフォームを考察対象とした。各プラットフォームの運営会社名、取扱総額、事業内容等は表4に纏めたとおりである(表4参照)。

(2) 分析データの説明

今回、分析対象としたプロジェクト件数は、3社合計で643案件。これは、C社・M社・R社の各プラットフォーム上に掲載されたプロジェクトの内、2018年1月2日から2月1日までの1カ月間に資金調達期間が終了したものである。内訳は、C社392社、M社128社、R社123社である。

当該期間にクローズしたプロジェクト数の推移は3社とも同様の動きを示し、3社揃って月末にクローズを迎える案件が多い。合計643件中、1月30日に終了日を迎えたプロジェクトが、C社では103件、M

社では59件。1月31日に週露指を迎えたプロジェクトが、R社で40件である。今回は、各プロジェクトの資金調達終了日のみを確認しているため、個々のプロジェクトの掲載期間(30日あるいは45日など)については不明である。

各プラットフォームによって、掲載される情報内容が異なるため、3社間で情報収集出来た項目と出来なかった項目の多少のバラツキはあるものの、各プロジェクト内容を目視で確認し収集した情報は大きく分けて次の3つである(表5参照)。

一つ目が、6項目からなる「基礎情報」。二つ目が、6項目からなる「調達金額に関する情報」。そして、最後に、10項目からなる「掲載内容に関する情報」である。「掲載内容に関する情報」の最後には「収益事業化の可能性」という項目がある。これは、イノベーションを促進し事業化を後押しする購入型CFの特性に着目し、筆者があえて追加した項目である。個人・事業会社による収益事業のみならず、NPO法人であっても、ビジネス(収益事業)として運営している場合は「1」。現状のみではなく将来にわたって収益事業につながる可能性がある場合、また、収益事業としての継続性が見込めると考えられるプロジェクトも「1」のフラグを立てた。それ以外は「0」としている。個々の用語の定義の詳細は表5に示した(表5参照)。

表4. 本研究の考察対象となる購入型CF取引のプラットフォーム運営会社の概要

プラットフォーム名	CAMPFIRE	Makuake	Readyfor
会社名	株式会社 CAMPFIRE (非上場)	株式会社マクアケ (非上場)	READYFOR 株式会社 (非上場)
会社設立年	2011年1月	2013年5月	2014年7月
本社所在地	東京都渋谷区	東京都渋谷区	東京都文京区
資本金	11.6億円	1.3億円	0.1億円
購入型CF取扱総数	12,000件以上 (18年5月29日時点)	1千万円以上のプロジェクト数50件以上 (18年5月29日時点)	7,950件 (18年3月29日時点)
購入型CF総調達額	51億円(同上)		56.2億円(同上)
調達方式	実施確約報酬型(All-in) 達成時報酬型 (All or Nothing)	実施確約報酬型(All-in) 達成時報酬型 (All or Nothing)	達成時報酬型 (All or Nothing)
事業内容	CFプラットフォーム運営、評価型与信モデル融資「CAMPFIRE レンディング」、仮想通貨取引所「FIREX」などの企画・開発・運営。	CFプラットフォーム運営、各種研究開発技術を活かした製品プロデュース支援事業	購入型CFサービス、寄付型CFサービス(READYFOR Charity)

出所：2018年5月29日時点の各社HPを参考に姜作成

表5. 収集した情報と用語の定義

【基礎情報】	
用語	用語の定義
end date	プロジェクトの終了日 (2018年1月2日~2月1日)
Platform	C社、M社、R社の区分
project name	プロジェクトネーム
Type	掲載プロジェクトには寄付型も混在しているケースがあるが、その場合は、購入型のみ対象とし、寄付型プロジェクトは分析の対象外とする。実施確約報酬型 (All-in=「1」)、達成時報酬型 (All or Nothing=「2」) に区分
platform category	C社とM社については掲載プロジェクトの各社が定めるカテゴリ毎に番号を振る。R社は複数カテゴリを跨いでいる場合が多数あるため研究者が最も適切と考えたR社が定めるカテゴリ毎に番号を振る。詳細は図表7参照。
統一 category	3社のカテゴリ分類が異なるので、研究者(姜)が統一カテゴリを作成し、それぞれ番号を振る。詳細は図表9参照。
【調達金額に関する情報】	
target amount	目標金額として掲載された金額
Stretch	R社では、目標額を達成したのち、さらに追加の目標額を増額するケースがあるが、当分析では、資金調達開始時に設定した当初の目標額のみ分析対象とする。
funded amount	実際に調達した金額
Funded	All In (Type=1) の場合は、目標金額にかかわらず、調達額が1円以上で案件成立=Funded となるので「1」。All or Nothing (Type=2) の場合は、目標金額 \leq 調達金額で案件成立=Funded となるので「1」、目標額に達しない場合は「0」。R社は、全プロジェクトがType=2なので、目標額に達していないものは、すべて Not Funded 「0」となる。
Succeed	目標金額を達成できた場合には「1」。未達成の場合は「0」とする。Type「1」でも「2」でも、調達金額が目標金額を上回った場合のみ「Succeed」としている。
big succeed	funded amount が target amount の2倍以上の場合には Big success として「1」。それ以外は「0」。
【掲載内容に関する情報】	
Supporter	サポーターの人数
進捗 up-date 数	終了日以降のレポートはカウントせず、募集開始日から終了までの間のみカウント。
用途説明	用途説明の記載があれば「1」、なければ「0」
用途予算	用途予算の記載があれば「1」、なければ「0」
動画	動画の掲載があれば「1」、なければ「0」
project site	プロジェクト固有のサイト (URL) の掲載があれば「1」、なければ「0」
owner の twitter follower	C社のみ掲載あり。プロジェクトオーナーの twitter フォロワー数。
owner fb connect	C社のみ掲載あり。プロジェクトオーナーの fb コネクト数。
fb いいね	M社・R社のみ掲載あり。プロジェクトに対するfb いいねの数
収益事業化の可能性	個人・事業会社による収益事業のみならず、NPO 法人であっても、ビジネス (収益事業) として運営している場合は「1」。現状のみでなく将来にわたって収益事業につながる可能性がある場合、また、収益事業としての継続性が見込めると考えられるプロジェクトは「1」。それ以外は「0」。これは研究者の判断による。

出所：姜作成

6. データの分析

(1) プラットフォーム運営会社別の取り扱いプロジェクトの特性

ここからは、収集したデータの中身を詳細に見ていくものとする。まず、表6には、各社が運営するプラットフォームに掲載されたプロジェクトのカテゴリ区分の数（このカテゴリは、各社が独自に設定）、取り扱いプロジェクトの特徴、プロジェクト数、Type=1とType2のそれぞれにおける成功件数（両Typeともに、調達金額が目標金額を上回った場合のみ「成功 succeed」としている）、と平均成功率を示した（表6参照）。

取り扱いプロジェクトの特性として、C社はオールラ

ウンドのジャンルを扱うのに対して、M社はモノづくり系が多く、R社は社会貢献系のプロジェクトが多い。

また、各プロジェクトの成功率を3社で比較すると、Type=1では、M社の成功率は60%を超えるが、C社の成功率は40%に満たない。また、Type=2では、M社とR社の成功率は60%を超えるが、C社のそれは20%にも満たない。購入型CFプラットフォームは、小口の資金ニーズを持つプロジェクトオーナーと資金提供者をマッチさせる機会を数多く提供するものの、その成功率は一律ではないことが分かる（表6参照）。

表6. プラットフォーム毎の掲載プロジェクトの比較

プラットフォーム名	C社	M社	R社
カテゴリ区分の数	17 カテゴリ	20 カテゴリ	32 カテゴリ
取り扱いプロジェクトの特徴	全カテゴリをオールラウンドに扱う。「ビジネス・起業」の割合は全体の11.5%	「プロダクト」「ファッション」「フード」のカテゴリで全体の65.6%を占める。販売ビジネス系プロジェクトが多い。「スタートアップ」の割合は全体の2.3%	「起業・スタートアップ」「まちづくり」「子供・教育」「発展途上国」「本・映画・写真」「スポーツ」のカテゴリに属するプロジェクトで全体の52.8%を占める。全体的に社会貢献系プロジェクトが多い。「起業・スタートアップ」の割合は全体の14.5%
プロジェクト数 (N)	392 件	128 件	123 件
Type=1 (内、成功件数)と平均成功率 (%)	279 件 (内、99 件) 平均成功率 35.5%	115 件 (内、76 件) 平均成功率 66.1%	N/A
Type=2 (内、成功件数)と平均成功率 (%)	113 件 (22 件) 平均成功率 19.5%	13 件 (内、8 件) 平均成功率 61.5%	123 件 (内、83 件) 平均成功率 67.5%

出所：データ収集の結果より姜作成

各社が扱うプロジェクトの詳細な特徴は次のとおりである。まず、C社に関しては、「チャレンジ」の16.8%を筆頭に、「ビジネス・起業」「まちづくり・地域活性化」「音楽」「フード・飲食」「アート・写真」「ファッション」「プロダクト」のカテゴリに属するプロジェクト数の合計が、392件の内283件、割合にして全体の72.2%を占めている。実際に「Succeed」した件数の割合（成功率）が50%以上あるカテゴリは、Type=1では「アニメ・漫画」「音楽」「テクノロジー・ガジェット」である。一方、Type=2では、「プロダクト」「アニメ・漫画」のプロジェクトが成功率50%を超える。C社では、Type=1とType=2の全体としての成功率は35.5%と19.5%であり、決して高くはない。

次に、M社に関しては、「プロダクト」の46.1%を筆頭に、「ファッション」「フード」「地域活性化」のカテゴリに属するプロジェクト数が、128件中の91件(65.6%)を占める。実際に「Succeed」した件数の割合（成功率）が高いカテゴリは、Type=1では「音楽」「ゲーム」「教育」が成功率100%であるのを筆頭に、「プロダクト」「ファッション」「フード」「レストラン・バー」「映画・映像」「アニメ・マンガ」が60%を超える高い成功率を示している。一方、Type=2では、「フード」が100%、続いて「プロダクト」「ファッション」が50%以上の成功率を示している。M社では、Type=1とType=2の全体としての成功率は66.1%と61.5%であり、C社と比較してかなり高い成功率となっている。

そして、Type=2のみのプロジェクトを取り扱うR社に

関しては、「起業・スタートアップ」を筆頭に、「まちづくり」「子供・教育」「発展途上国」「本・映画・写真」「スポーツ」のカテゴリに属するプロジェクト数が、123件中65件、全体に占める割合は52.8%である。実際に「Succeed」した件数の割合（成功率）が高いカテゴリは、「国際協力」「環境保護」「人権」「動物」「地域文化」「観光」「災害」「台風」「音楽」のプロジェクトが100%で、以下、「子供・教育」「医療・福祉」「発展途上国」「まちづくり」「特産品」「地震」「ガジェット」「本・映画・写真」「映画・映像」「スポーツ」「起業・スタートアップ」が50%以上の成功率を示している。R社では、Type=2全体としての成功率は67.5%であり、今回の3社の中では最も高い成功率となっている。

各社それぞれ特徴があるものの、先述したとおり、ジャンル（カテゴリ）に関していえば、C社はオールラウンドのジャンルを扱うのに対して、M社はモノづくり系に強く、R社は社会貢献系のプロジェクトに強いことが傾向として顕著に表れている。C社の成功率が、他2社と比較して低いのは、オールラウンドに様々なカテゴリのプロジェクトを扱っていることに依拠するからだろうか。

一方、C社とR社の共通点として挙げられるのが、「ビジネス・起業」「スタートアップ」に分類されるプロジェクトが多数あることである。また、M社に関しては、「プロダクト」「ファッション」等、販売ビジネスに繋がるプロジェクトが多数含まれている。これらの結果は、購入型CFが、販売や起業といった、スモールビジネスやスタートアップを多数支援している証左といえよう。

表7. 統一カテゴリーによる分類 (All-in & All-or-Nothing 合算)

資金調達目的	No	カテゴリー	備考	3社合算				
				プロジェクト数	割合 (%)	収益事業化の可能性	成功件数	成功率
支援	1	病気障害治療サポート活動		7	1.1%	2	5	71.4%
社会活動	2	教育支援活動		8	1.2%	1	3	37.5%
	3	途上国支援		22	3.4%	3	13	59.1%
	4	地域活性化		51	7.9%	26	26	51.0%
	5	ソーシャル・子供支援・動物・自然災害・問題解決		37	5.8%	11	17	45.9%
	6	イベント・個展・セミナー・サークル開催	一過性のもの含む	60	9.3%	22	24	40.0%
	7	芸能 (アイドル等) 活動	アイドル支援・アルバム制作含む	10	1.6%	8	6	60.0%
	8	音楽 (バンド・クラシック等) 活動	アルバム制作含む (CD等)	21	3.3%	18	16	76.2%
	9	アニメ・アート活動	漫画制作・活動支援費用含む	33	5.1%	26	20	60.6%
	10	書籍・教材・写真集出版・映画・映像	フィルム作成等含む	45	7.0%	24	17	37.8%
広告宣伝	11	自社商品・サービスの紹介	会員募集・既存の自社商品追加製作費用含む	18	2.8%	17	9	50.0%
製品・商品・食品開発	12	プロトタイプ	新たな製品等の試作	37	5.8%	33	7	18.9%
販売・輸入販売	13	商品	既存商品の販売 (輸入販売含む)	144	22.4%	143	90	62.5%
経済活動	14	サービス	既存サービスの販売 (コンサル・土業のサービス等)	11	1.7%	11	2	18.2%
	15	スタートアップ・起業	追加の設備投資費用・事業活動のための費用含む	75	11.7%	70	22	29.3%
その他	16	自己実現・夢達成	個人的・夢追い人系	64	10.0%	10	11	17.2%
Total				643	100.0%	425	288	44.8%

出所：姜作成

(2) 統一カテゴリーによる3社比較

3社のカテゴリー分類は各社が定めるものなので、単純比較が難しい。そこで、筆者は、独自に「統一カテゴリー」を作成し、各社のプロジェクトを再分類した (表7参照)。表7では、カテゴリーの統一を優先し、Type=1とType=2の区分はしていない。

表7に示したとおり、統一カテゴリーとして「支援系」「広告宣伝系」「製品・商品・食品開発」「販売・輸入販売」「スタートアップ・起業」「その他」の6項目に大分類し、更に中分類として16項目に細分化している。大項目は、支援系からスタートアップ・起業へとカテゴリーが下にいくほど、より収益事業 (ビジネス) に繋がると考えられるものである。「販売・輸入販売」「スタートアップ・起業」といった、既にビジネスとしての体をなすプロジェクトが3社合計で643社の内230社あり、全体の35.8%を占

めている。この数字からも、購入型CFプラットフォームが、販売や起業といった、スモールビジネスやスタートアップを多数支援していることが分かる。

表7の3社合算の列には「収益事業化の可能性」という項目がある。これは、個人・事業会社のみならず、NPO法人であっても、既にビジネス (収益事業) としてプロジェクトを運営している場合は「1」を、また、現状のみでなく将来の収益事業につながる可能性があるものや、将来にわたって事業としての継続性が見込めるプロジェクトは「1」として、研究者の判断によりフラグをたて、そのプロジェクト数をカウントしたものである。

「収益事業化の可能性」に分類されたプロジェクトは、「商品」販売の143件を筆頭に、全643件の内、実に425件 (約66%) がビジネスに繋がる可能性を秘めていることが分かる。

本研究で購入型CFに着目した理由の一つとして述べたとおり、筆者は、購入型CFは起業・零細・中小企業の資金調達の入口となり得る潜在力が高いと考えている。それゆえ、「収益事業化への可能性」のあるプロジェクトが多数あるという現実、まさに、購入型CFが経済活性化という側面における社会インフラとしての機能を持っているといえるのではないだろうか。

3社合算でプロジェクト数の多いものをカテゴリー別にみえていくと、「商品」の22.4%を筆頭に、「開業・起業資金」「自己実現・夢達成」「イベント・個展・セミナー・サークル活動」「地域活性化」「書籍・教材・写真集出版・映画・映像」と続く。実際に「Succeed」した件数の割合（成功率）が高いカテゴリーとしては、「音楽・活動」の76.2%を筆頭に、「病気障害治療サポート」「商品」の販売、「アニメ・アート活動」「芸能活動」が60%以上の成功率を示している。

（3）プラットフォーム別の調達金額

次に、表8では、プラットフォーム別に調達金額に関する情報を纏めた。左列から、Type、Succeedの有無、N（プロジェクト数）、Fundedの有無、Big success projectか否かを記載している。続いて、目標金額の合計額、実際に調達した金額の合計額、目標設定額の内最も高い金額、目標設定額の内最も低い金額、1プロジェクトあたり調達した金額で最も高い金額、1プロジェクトあたり調達金額で最も低い金額を示した。

Fundedの割合を3社（Type=2）比較すると、Succeedの成功率の時と同様に、R社が67.4%（83社/123社）と最も高く、近似でM社が続き、かなり間があいてC社19.4%（22社/113社）という結果である。また、Big success（目標金額の2倍以上の資金調達を達成）したプロジェクト数としては、M社が最も多い。目標金額の設定に関してC社とM社で共通していることは、Succeedプロジェクトよりも、Non-succeedプロジェクトの方が目標金額の設定金額が高い（設定金額の見込みが甘い）傾向にあるということである。これは、プロジェクトを成功させようという意気込み（真剣味）、が低いプロジェクトが、結果的に不成功に終わっているということであろう。

さらに、表8でSucceedとしてカウントされたプロジェクトの内、調達金額が最も高いプロジェクトの中身を具体的に確認しておく。C社のケースでは、Type=1において14,813,500円を調達したプロジェクトの名前が「Phrozen Make 10倍造形速度、最強安定性、究極の光

造形3Dプリンター」で、これはC社カテゴリー区分の「テクノロジー・ガジェット」にあたる。開示情報の特徴として、商品説明、他商品との比較、追加器具の説明、リターンの明確さ、どれをとっても簡潔で分かり易い記述となっている。

Type=2では20,306,930円を調達した「Key「planetarian」フル3DVRアニメ化プロジェクト」で、カテゴリーは「アニメ・漫画」である。このプロジェクトでは、目標金額1千万円到達後、ストレッチゴールとして2千万円設定し達成している。当該プロジェクトの開示情報についても、その概要、調達資金の使用目的、リターンの説明、全て簡潔で分かり易い記述であった。

M社のケースでは、Type=1で53,773,500円を調達した「20言語対応！手の平サイズの音声翻訳デバイス『IU』アイ・ユで世界を広げよう」で、M社のカテゴリーは「プロダクト」にあたる。これは、台湾の開発者と日本の正規輸入販売代理店2社による取り扱いである。

Type=2では4,872,550円を調達した「月の満ち欠けの力で醸造したビール”あかあかや月～新月仕込み～”」で、「フード」にカテゴリーされる。これは、秋田県にある湖畔の杜ビールが醸造所であり、リターンの種類が多く、醸造責任者による詳細な商品説明がある。

R社のケースでは、Type=2で8,722,000円を調達した「18トリソミー児の家族の想いがつまった写真集を出版したい！」で、R社のカテゴリーは「本・映画・写真」である。本プロジェクトでは、出版の経緯等を詳細に記述している。

これらの結果が意味することは、高額な資金調達に成功しているプロジェクトは、「リワード」として核となるしっかりした「モノ」を提供しているということである。これは、図2に示した、購入型CF取引（消費市場を通したモノの利用者からの資金提供）の典型的な成功パターンといえよう。これは、先行研究（Ethan,2014）が指摘する内容とも一致している。

表8. プラットフォーム別調達金額

Type	N	funded project	Big success project	Total/Target amt	Total/funded amt	Max Target amt@project	Min Target amt@project	Max funded amt@project	Min funded amt@project
1=All-in	279	230	28	424,456,141	143,326,400				
Non-succeed	180	131	0	354,787,141	24,235,598	50,000,000	10,000	1,870,000	0
Succeed	99	99	28	69,669,000	119,090,802	10,000,000	10,000	14,813,500	22,000
2=All or									
Nothing	113	22	6	243,715,119	47,539,887				
Non-succeed	91	0	0	217,920,119	3,144,826	55,000,000	10,000	444,333	0
Succeed	22	22	6	25,795,000	44,395,061	10,000,000	10,000	20,306,930	0
Total	392	252	34	668,171,260	190,866,287				

【M社】

Type	N	funded project	Big success project	Total/Target amt	Total/funded amt	Max Target amt@project	Min Target amt@project	Max funded amt@project	Min funded amt@project
1=All-in	115	114	48	69,553,700	250,118,629				
Non-succeed	39	38	0	28,920,000	10,365,908	5,000,000	100,000	3,570,000	0
Succeed	76	76	48	40,633,700	239,752,721	3,000,000	50,000	53,773,500	79,500
2=All or									
Nothing	13	8	5	22,309,000	15,818,320				
Non-succeed	5	0	0	15,700,000	1,282,880	11,000,000	100,000	671,600	2,000
Succeed	8	8	5	6,609,000	14,535,440	3,775,500	150,000	4,872,550	608,000
Total	128	122	53	91,862,700	265,936,949				

【R社】

Type	N	funded project	Big success project	Total/Target amt	Total/funded amt	Max Target amt@project	Min Target amt@project	Max funded amt@project	Min funded amt@project
2=All or									
Nothing	123	83	14	85,159,699	90,691,710				
Non-succeed	40	0	0	27,189,999	4,673,000	2,000,000	100,000	416,000	0
Succeed	83	83	14	57,969,700	86,018,710	3,000,000	100,000	8,722,000	102,000
Total	123	83	14	85,159,699	90,691,710				

出所：姜作成

(4) 成功・不成功プロジェクトにおける調達金額とサポーター数

図3は、各社の成功プロジェクトと不成功プロジェクトにおける調達金額とサポーター数の関係を示したものである（図3-1～3-3参照）。

調達金額で最高額（53,773,500円）を集めたプロジェクト（Type=1）を含むM社は、横軸に示した「調達金額」においても、縦軸に示した「サポーター数」においても、最もバラツキが大きい。とはいえ、5つの散布図の中に存在する十数個の外れ値（横軸の調達金額が1,000万円以上、縦軸のサポーター数500名以上）を除くと、多くのプロジェクトは、調達金額が1,000万円未満で、サポーター数が500名未満であることが分かる。

さらに、表9には、3社の成功プロジェクトと不成功プロジェクトにおける、サポーター1人当たりの平均負担額と、1プロジェクト当りの平均サポーター数を纏めた。

M社とR社におけるType=2の不成功のケースから明らか

かなとおり、平均負担額が高くても、サポーター数が少ないとプロジェクトが不成功に終わっていることから、プロジェクトを成功させるためには、その内容に共感して、実際に資金を出してくれるサポーター数が重要な要因になると推測できる。先行研究でも、プロジェクトの成功とサポーター数が正の関係にあることは指摘されている。

図3-1. C社の調達金額とサポーター数の関係

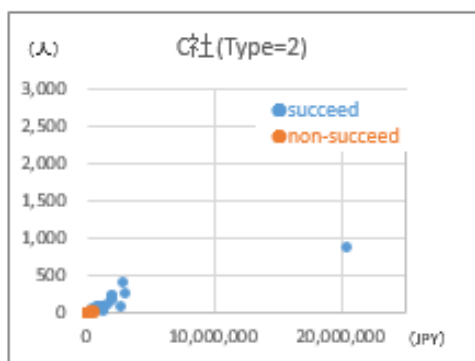
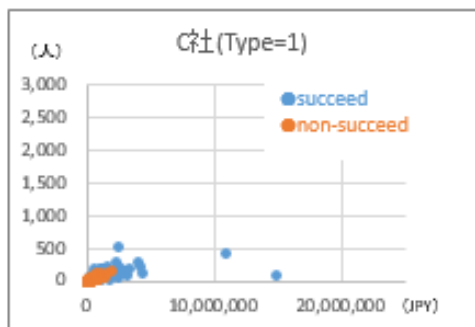


図3-2. M社の調達金額とサポーター数の関係

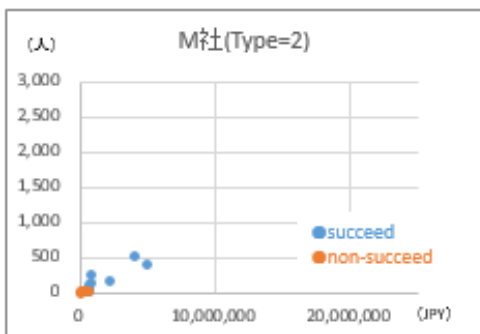
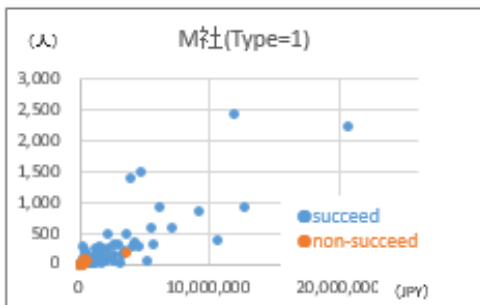


図3-3. R社の調達金額とサポーター数の関係

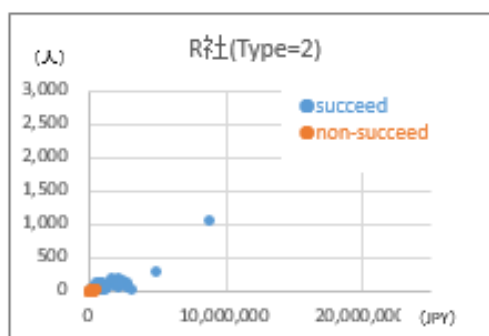


表9. サポーター1人当たりの負担金額平均とサポーター数平均

会社	Type	成功・不成功	平均負担額 @サポーター	平均サポーター数
C社	1	成功	13,325円	90人
		不成功	9,070円	15人
M社	1	成功	13,792円	146人
		不成功	10,733円	3人
M社	2	成功	10,052円	314人
		不成功	8,326円	32人
R社	2	成功	8,788円	207人
		不成功	11,990円	21人
R社	2	成功	12,603円	82人
		不成功	13,785円	8人

出所：図3-1～3-3 および表9 ともに作成

7. おわりに

本研究では、購入型CF取引の現状を明らかにするため、資金調達と情報開示の視点から考察を進めてきた。

その実態を詳らかにするため、C社・M社・R社のプラットフォーム上に実際掲載されたプロジェクト643件のデータを収集し、その傾向と特性を観察してきた。

その結果、プラットフォーム毎にその取り扱いプロジェクトや成功率に大きな違いがあることが判明した。C社はオールラウンドのジャンルを扱うのに対して、M社はモノづくり系が多く、R社は社会貢献系のプロジェクトに強い。各プロジェクトの成功率を3社で比較すると、M社とR社は60%を超えるが、C社の成功率は40%に満たないものであった。

また、筆者が独自に作成した統一カテゴリーによる3社比較では、「収益事業化の可能性」に分類されたプロジェクトは、「商品」販売の143件を筆頭に、全643件の内、実に425件(約66%)もあった。これは、購入型C

F取引で扱うプロジェクトが、ビジネスに繋がる可能性を多分に秘めていること示唆している。

更に、プラットフォーム別の調達金額の分析では、高額な資金調達に成功しているプロジェクトは、「リワード」として核となるしっかりした「モノ」を提供しているという共通点があり、これは、購入型CF取引の典型的な成功パターンであると言える。

最後に、成功・不成功プロジェクトにおける調達金額とサポーター数の関係分析により、プロジェクトを成功させるためには、その内容に共感して実際に資金を出してくれるサポーター数が重要な要因になると推測できることを指摘した。

但し、本研究では、収集したデータに基づく現状分析に留まり、仮説検証型の定量分析まで至っていない。これらの分析は、筆者の今後の課題としたい。

※本稿は、証券経済学会第88回春季全国大会にて自由論題として報告した「購入型クラウドファンディングの資金調達と情報開示に関する分析」の内容を要約したものである。

【謝辞】

本研究を進めるにあたり、CFプラットフォーム運営会社のホームページに掲載されたプロジェクトのデータを収集する際、金子智恵美氏にご協力を頂いた。この場を借りて御礼申し上げる。なお、本稿の内容や意見は筆者個人に属するものであり、筆者の所属大学の公式見解を示すものではない。また、有り得る誤謬は全て筆者に属するものである。

【参考文献】

- ・音川和久 [2000] 「IR 活動の資本コスト低減効果」『会計』第158号第4号, pp543-555.
- ・姜理恵 [2017a] 「大学発ベンチャー企業の資金調達の現状と課題—産学連携の現場から」『証券経済学会年報』第51号別冊, pp. 1-8-1~8.
- ・姜理恵 [2017b] 『インベスター・リレーションズの現状と課題—企業情報開示における時間軸と外部評価の視点から—』同文館.
- ・柴健次 [2008] 「ディスクロージャーのフレームワーク」『現代のディスクロージャー』中央経済社.
- ・須田一幸・首藤昭信・太田浩司 [2004] 「ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響」『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店.
- ・須田一幸・首藤昭信・太田浩司 [2004] 「ディスクロージャー

が負債コストに及ぼす影響」『同上』森山書店.

- ・出縄良人 [2015] 「クラウドファンディングから広がるベンチャー企業の新たな資金調達方法」『ベンチャー白書2015—ベンチャービジネスに関する年次報告2015年度版—』ベンチャーエンタープライズセンター.
- ・日本総合研究所 [2018] 「ファンドを活用した支援準備事業」提案書一部抜粋.
- ・松尾順介 [2014] 「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』日本証券経済研究所大阪研究所, [2] pp. 1-19.
- ・山本純子 [2014] 『入門クラウドファンディング』日本実業出版社.
- ・Armin S & Benjamin L [2010] "CROWDFUNDING OF SMALL ENTREPRENEURIAL VENTURES", HANDBOOK OF ENTREPRENEURIAL FINANCE, Oxford University Press.
- ・Botosan, C.A. [1997] "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", The Accounting Review, 72-3, pp. 323-349.
- ・Chris W & Vandana R [2010] "Crowdfunding the next hit: Microfunding online experience goods", << <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.819.253&rep=rep1&type=pdf>>>
- ・Ethan Mollick [2014] "The dynamic of crowdfunding: An exploratory study", Journal of Business Venturing, 29, PP.1-16.
- ・Massimo G.C, Chiara F & Cristina R-L [2014] "Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding", ENTREPRENEURSHIP THEORY and PRACTICE, January, pp. 75-100.
- ・massolution [2013, 2015] "The Crowd funding Industry report".
- ・Sengupta, P. [1998] "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," The Accounting Review, 73-4, pp. 459-474.