

類型別に見た国内クラウドファンディングの展開 －中小企業の資金調達との関係－

玉 井 由 樹

〈抄 録〉

本稿はコロナ禍により中小企業の資金調達行動が変化する中、代替的な資金調達手法の1つであるクラウドファンディングがどのような役割を果たせるのかを検討することを目的に、国内におけるクラウドファンディングの展開と現状を種類別に考察した。その結果、欧米の先行事例を日本の法制度に合わせた形で展開してきた各種クラウドファンディングは、仕組みが複雑化し、競争が激しくなるなど、中小企業にとって使う際には準備と理解が必要な仕組みとなりつつある。

1. はじめに

本稿の目的は、近年変わりつつあるクラウドファンディング（以下、CF）のこれまでの展開と現状を類型別に考察し、中小企業がCFを利用する際にどの種類のCFがどのような事業に適しているのか、CFの機能を類型別に検討するものである。

CFとは、資金提供者と資金需要者をインターネット上のプラットフォームを介して結びつけ、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みと言われる。銀行、ベンチャーキャピタル、ビジネスエンジェルという既存の金融機関からの資金調達ではなく、個人・団体から資金調達を行うものを指すことから（Schwienbacher and Larralde, 2012）、従来とは異なる金融チャネルを意味するオルタナティ

ブファイナンス（Alternative Finance）とも言われる。国内のCF市場は年々成長し、2017年度には1,000億円を突破し、2020年度には1,841億円の市場規模となっている¹⁾。

現在、日本国内では投資型（融資型・不動産型・ファンド型・株式型）と非投資型（寄付型・購入型）に区分される6種類のCFが利用可能である²⁾。近年、CFは資金提供者、資金需要者、それぞれが持つ異なるニーズ、リスク許容度に合わせて新たな仕組みが作られており、その内容は細分化してきている。

さらに、CFに関連するサービスも登場してきている。例えば、CFを行った企業の商品を販売する特設サイトを設ける事例やCFをゴールに見立てこのゴールにたどり着くまでの新商品開発や新規事業、開業支援なども行われている。

玉井 由樹（たまい ゆき）、福山市立大学都市経営学部教授

- 1) 株式会社矢野経済研究所「国内CF市場の調査（2021年）」（2021年6月14日発表）（https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2727）より引用。
- 2) 資金提供者に対して対価のあるもの（投資型）と、ないもの（非投資型）があることから、CFとは「対価なしに、または、一定の製品、サービス、株式もしくは出資持分等を対価として、資金需要者の事業または製品開発のために行われる、一般公衆からの資金調達手段の1つ」と評することもできる（桃尾・松尾・難波法律事務所編、2022）。

また、株式型 CF を運営する株式会社 FUNDINNO は、日本で初となるインターネット上で未上場株式の売買ができる株主コミュニティ制度を 2021 年 12 月にスタートした。株式型 CF は 2015 年に新規成長企業への成長資金供給を目的として、非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度である。しかし、非上場株式は流動性が低く、投資家の取引・換金ニーズに応えるための制度構築が必要とされていた。米国では非上場株式が活発に取引されており、それがいわゆるユニコーンを生み出す要素となっていると指摘されている³⁾。そのため、同社はこのニーズに応えるため、非上場株式を売買できるセカンダリー・マーケットを作ったのである。

しかし、いくつかの課題も生じている。日本の CF 市場の拡大を牽引してきた融資型 CF では 2017 年から 2018 年にかけて、資金の目的外利用などを理由に 5 社に対して行政処分が相次いだ⁴⁾。その後、2021 年 6 月には当時融資型 CF の最大手であった SBI ソーシャルレンディング株式会社に対しても行政処分が行われた⁵⁾。同社は事業を継続することは困難と判断し、すべてのファンドを償還したうえで自主廃業することを発表している⁶⁾。CF 利用者からも不満の声が上がり始めている（玉井、2020）。

このように CF は市場規模の拡大に伴って種類も増加し、細分化と同時に多様化が進行している。このような状況は、企業側から見て資金調達に関する選択肢が増えたと言える。一方で、CF が中小企業の資金調達にどのような役割を果たすのか、状況の把握と最適活用についての理解を促進することの重要性が高まっているとも言える（保田、2021）。

日本企業の資金調達は、直接金融よりも間接金融への依存度が高く、特に中小企業でその傾向が強い。さらに、新型コロナウイルスが発生した 2019 年以降、その傾向がより一層強まっている。図表 1 は 2021 年 9 月 3 日に発表された「年次別法人企業統計調査（令和 2 年度）結果概要」の資金調達構成推移を抜粋したものである。それによれば、法人企業の借入金の比率が急速に高まっている。借入金による資金調達額は、49 兆 7,942 億円であり、負債比率は 35.8% となっている。新型コロナウイルスが発生する直前の 2018 年までの動きを見ると、増資も借入もマイナスもしくは減少傾向となっており、一方で内部留保を増やす企業行動が伺えるが、そのような企業行動が 2019 年以降には大きく変化している。このような状況下において、国内中小企業にとっての CF はどのような役割を担うのか。欧米や中国とは異なり、既存の金融機関

-
- 3) 一般社団法人日本経済団体連合会（経団連）も 2022 年 3 月に発表した「スタートアップ躍進ビジョン～10X10X を目指して～」の中で、株式型 CF の活用と未上場株セカンダリー・マーケットの整備の必要性を指摘している（https://www.keidanren.or.jp/policy/2022/024_honbun.pdf）。
 - 4) みんなの Cerdit（2017 年 3 月）、Lucy Bank（2018 年 3 月）、Green InfraLending（2018 年 7 月）、maneo マーケット（2018 年 7 月）、Trust Lending（2018 年 12 月）の 5 社である。
 - 5) 関東財務局の発表によれば、同社に対する処分内容は、①ファンドの取得勧誘に関し、虚偽の表示をする行為、②ファンドの取得勧誘に関し、重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為、③当社の管理上の問題点となっている（関東財務局ホームページ、https://lfb.mof.go.jp/kantou/kinyuu/pagekt_cnt_20210512001.html、2022 年 3 月 25 日アクセス）
 - 6) 日本経済新聞、2021 年 5 月 24 日より引用。同社のシステム基盤や顧客基盤は同じく融資型 CF を手掛ける別会社が引き継ぐこととなった（日本経済新聞、2022 年 3 月 31 日）。

図表 1 資本調達構成の推移

(単位: 億円、%)

区分	2016 (平成28)		2017 (平成29)		2018 (平成30)		2019 (令和元)		2020 (令和2)	
	構成比		構成比		構成比		構成比		構成比	
資 金 調 達	484,502	100.0	1,125,452	100.0	929,449	100.0	884,948	100.0	1,389,611	100.0
外 部 調 達	▲371,931	▲ 76.8	116,160	10.3	173,645	18.7	256,396	29.0	581,251	41.8
増 資	▲566,129	▲116.8	▲ 37,615	▲ 3.3	15,461	1.7	▲ 38,130	▲ 4.3	▲ 59,603	▲ 4.3
社 債	94,772	19.5	64,365	5.7	56,704	6.1	94,906	10.7	142,912	10.3
借 入 金	99,427	20.5	89,409	7.9	101,480	10.9	199,620	22.6	497,942	35.8
長 期	110,295	22.7	33,230	2.9	65,383	7.0	106,398	12.0	358,987	25.8
短 期	▲ 10,868	▲ 2.2	56,179	5.0	36,097	3.9	93,222	10.6	138,956	10.0
内 部 調 達	856,433	176.8	1,009,292	89.7	755,803	81.3	628,552	71.0	808,360	58.2
内 部 留 保	476,085	98.3	627,561	55.8	375,310	40.4	238,855	27.0	420,541	30.3
減 価 償 却	380,347	78.5	381,731	33.9	380,494	40.9	389,697	44.0	387,819	27.9

(注) 1. 増資は資本金、資本準備金及び新株予約権の調査対象年度中の増減額。

2. 短期借入金には受取手形割引残高を含む。

3. 内部留保は利益留保、引当金、特別法上の準備金、その他の負債（未払金等）の調査対象年度中の増減額。ただし、企業間信用差額（受取手形＋売掛金＋受取手形割引残高）－（支払手形＋買掛金）の調査対象年度中の増減額の値が負の場合は内部留保を含む。

利益留保はその他資本剰余金、利益剰余金、その他（土地の再評価差額金、金融商品に係る時価評価差額金等）、自己株式の調査対象年度中の増減額。

4. 減価償却には特別減価償却を含む。

5. 上記計数には金融業、保険業は含まれていない。

(出所) 「年次別法人企業統計調査（令和2年度）結果概要」（総務省統計局）

(<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/r2.pdf>) (2022年3月25日にアクセス)

をいくらか補完する程度にとどまるのではない
か、との指摘もなされている（竹内，2020）。

日本において初めてCFが利用されるようになって10年以上が経過した。その市場規模は小さく、既存金融機関を代替するほどに拡大することは確かに考えづらいであろう。とは言え、いくつかある選択肢の1つとして、もしくは資金調達以外の目的で利用するというような、それぞれの企業ニーズに合わせた使い分けがなされ始めている。しかし、どのような事業とCFは相性が良いのか、CFの利用は企業にどのような影響を与えるのか、その中身については十分に明らかにされてこなかった。特に、CFに関する研究では資金調達の成否に影響を与える要因に関する研究は蓄積が進みつつあるが、資金調達後に関する研究が少ないことが指摘されている（Bocke et al., 2021）。

そこで本稿は、CFの現状を種類別に考察し、中小企業の資金調達とCFとの関係性について考察することを目的とする。具体的には冒頭に示したように中小企業がCFを利用する際にどの種類のCFがどのような事業に適しているのか、その活用方法を検討する。本稿の構成は以下のとおりである。2節では、国内外のCF市場の現状を概観する。3節では類型別に国内でのCFがどのように展開していったのかについて確認する。4節は、中小企業の資金調達とCFの対応関係について考察、5節はまとめである。

2. クラウドファンディングの市場規模とその推移

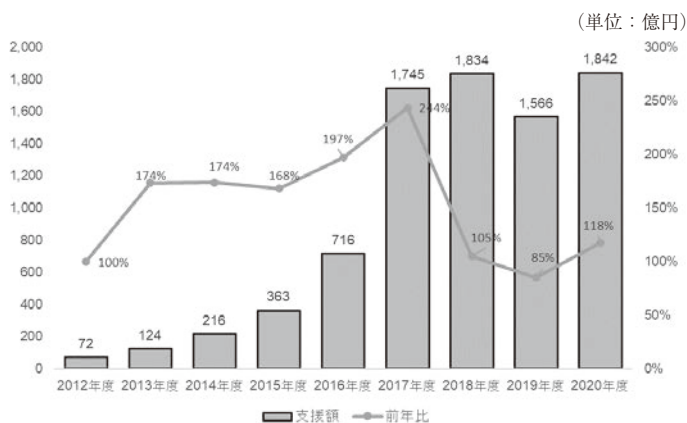
(1) 国内のクラウドファンディングの市場規模とその推移

国内のCFの市場規模については、日本クラウドファンディング協会と株式会社矢野経済研究所がデータを公表しているが、図表2は後者にもとづき2012年以降の推移と前年比を示したものである。それによれば、国内のCF市場は2012年度には72億円ほどであったが2020年度には1,842億円に達し、ほぼ右肩上がりに市場規模を拡大している。しかし、前年比の推移を見ると2018年度以降はその伸びが一服し、成長が鈍化し始めていることがわかる。

この国内CF市場の急激な拡大と成長の鈍化には、融資型CFが大きな影響を与えている。図表3は種類別に各CFの市場規模の推移を示したものである。融資型CFは2017年には国内CF市場全体の93.9%を占めており、国内CF市場

規模の急激な拡大は融資型CFへの資金流入が影響した。しかし、2017年から2018年にかけて融資型CFの事業者に対し、金融庁による行政処分が相次いだ。そのため、2019年には資金流入が減少し、国内CF市場全体も規模が縮小することになった。2020年度は2019年度を上回っているが、それは購入型CFの市場拡大が影響している。2019年度と2020年度の購入型CFの市場規模を比較すると、2倍以上に拡大しており、全体の30%を占めるまでになっている。この大幅な増加の理由について中小企業白書(2021)は、「クラウドファンディングを運営する事業者各社が、感染症流行下の事業者を支援するため、手数料を大幅に引き下げるキャンペーンを実施したことなどが影響していると考えられる」とし、「こうした支援を通じて、中小企業においてもクラウドファンディングの存在や使い方が普及した可能性がある。」との指摘を行っている。

図表2 国内CF新規支援額と前年度比の推移



(出所) 中小企業庁「2016年版中小企業白書」第2-5-77図、株式会社矢野経済研究所「国内CF市場の調査(2021年)」(https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2727)をもとに作成

図表 3 種類別の市場規模の推移

種類	2017年		2018年		2019年		2020年	
	金額(億円)	構成比	金額(億円)	構成比	金額(億円)	構成比	金額(億円)	構成比
購入型※	77	5.5%	115	6.0%	169	12%	501	29.4%
融資型	1,316	93.9%	1,764	91.8%	1,113	82%	1,125	65.9%
不動産型	0	0.0%	21	1.1%	48	4%	60	3.5%
ファンド型	6	0.4%	12	0.6%	24	2%	11	0.6%
株式型	3.7	0.3%	9.0	0.5%	5.6	0.4%	9.2	0.5%
合計	1,402.7	100.0%	1,921.0	100.0%	1,359.6	100%	1,706.2	100.0%

※寄付型は購入型に含まれている

(出所) 一般社団法人日本クラウドファンディング協会「クラウドファンディング市場調査報告書 20210709」
(<http://safe-crowdfunding.jp/market-report2020/>) より作成

(2) 世界のオルタナティブファイナンスの市場規模の推移

2015 年以降の世界のオルタナティブファイナンス市場の推移を示したものが図表 4 である。それによれば、2020 年のオルタナティブファイナンスの市場規模は、1,140 億ドルとなってお

り、日本と比較して非常に大きな規模となっている。しかし、2017 年以降は減少傾向にある。その理由は、中国におけるフィンテック企業に対する規制強化であり（李，2021）、中国市場の急激な縮小が世界市場にも大きな影響を与えている。中国を除いた全体では増加傾向にある。

図表 4 世界のオルタナティブファイナンスの市場規模と推移

	(単位：十億ドル)					
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
世界全体	139	290	419	305	176	114
中国以外	44	47	60	89	91	113
中国	95	243	359	216	85	1
中国が全体に占める割合	68%	84%	86%	71%	48%	1%
世界全体の前年比	-	209%	144%	73%	58%	65%
中国以外の前年比	-	107%	128%	148%	102%	124%
中国の前年比	-	256%	148%	60%	39%	1%

(出所) The center for alternative Finance (CCAF) (2021), p.35, 図 1-1 より作成

図表 5 世界の種類別の市場規模

(単位：百万ドル)

	2019	2020	構成比	増減
P2P市場型消費者向け貸付	103,107	34,740	30.03%	-66.3%
P2P市場型事業者向け貸付	20,813	15,374	13.29%	-26.1%
事業者向けバランスシート貸付	19,815	28,018	24.22%	41.4%
消費者向けバランスシート貸付	10,746	13,025	11.26%	21.2%
P2P市場型不動産向け貸付	4,593	3,073	2.66%	-33.1%
不動産向けバランスシート貸付	4,093	1,808	1.56%	-55.8%
インボイス取引	3,715	3,882	3.36%	4.5%
不動産クラウドファンディング	2,874	2,777	2.40%	-3.4%
寄付型クラウドファンディング	2,680	7,002	6.05%	161.3%
株式型クラウドファンディング	1,093	1,520	1.31%	39.1%
購入型クラウドファンディング	897	1,250	1.08%	39.4%
BNPL (バイ・ナウ・ペイ・レーター)	591	505	0.44%	-14.6%
債務担保証券	496	384	0.33%	-22.6%
クラウド型マイクロファイナンス	182	151	0.13%	-17.0%
収益分配	35	84	0.07%	140.0%
コミュニティシェア	20	23	0.02%	15.0%
小型国債	6	43	0.04%	616.7%
その他	1	3	0.00%	275.0%

(出所) The center for alternative Finance (CCAF) (2021), p 41, 図 1-4 より作成

(3) 世界の種類別の CF 市場規模

図表 5 はオルタナティブファイナンスの種類別の市場規模を示したものである。P2P (Peer to Peer) 市場型⁷⁾ 消費者向け貸付が 2020 年には全体の約 30% を占めており、同じく P2P 事業者向け貸付が 13.9% と続いている。これらは日本の融資型 CF に相当するものである。世界全体で見ると、個人対個人もしくは個人対事業者での融資型 CF が半数近くを占めていることが分かる。しかし、中国市場の落ち込みにより P2P 市場型消費者向け貸付は大きく減少している。反

対に、コロナ禍の影響により寄付型 CF にも大きく資金が流入している。また、世界と日本の CF を比較すると、どちらも融資型が占める割合が大きいことは同じであるが、日本は購入型 CF の割合が大きいことが特徴となっている。

3. 類型別に見た日本国内でのクラウドファンディングの展開と普及

前節で確認したように、日本の CF 市場は拡大傾向にあり、類型別に見ると融資型の割合が

7) 市場型とはソーシャル・レンディングサービス業者が貸手と借手をマッチングのための市場を提供した際に、「知人」モデルでは、貸手と借手の間に知人・親族関係など、何らかの社会的なネットワークがあるが、市場型ではそのような関係性が必ずしも必要ではないとされる (森田, 2010)。

最も大きい。しかし、市場全体の伸び率は小さくなり、成長は鈍化しつつある。その背景には、融資型CFの市場縮小が影響している。また、世界と比較すると購入型CFの占める割合が非常に大きいという特徴を持っていた。

では、なぜこのような状況に至っているのか。本節では類型別のCFそれぞれがどのような発展をたどり日本国内で普及してきたのかを振り返ることで、中小企業の資金調達にどのような役割を果たしてきたのかを確認していく。

(1) 種類別の特徴

図表6は本稿が取り上げる寄付型、購入型、融資型、ファンド型、株式型についてその特徴をまとめたものである⁸⁾。分類にはさまざまな方法が考えられるが、本稿では資金提供者が資金提供の対価に金銭が得られるものを投資型、そうでないものを非投資型とした。非投資型のうち、資金提供者が得られる対価の違いにより寄付型と購入型に分類し、投資型も資金提供者が匿名組合といったファンドの持分を得るものと、株式を得るものに分類した。ファンド持分を得るものはそのファンドの使われ方により融資型、ファンド型に分類した。

(2) 寄付型クラウドファンディング

寄付型は資金提供者へお礼の手紙などはあるものの金銭的なリターンがない、無償タイプのCFである。寄付型CF大手の「READYFOR」によれば、寄付型とは「公益的な活動を行ってい

る団体が、社会問題の解決を主な目的として支援者から『寄付金』を集める」と記されている。日本において寄付型CFが登場したのは2010年であり、一般財団法人ジャスト・ギビング・ジャパン（当時）が2001年に英国で始まった寄付型CFの「JustGiving」を参考に、その日本版としてスタートしたのが始まりである。日本国内での事業開始は融資型、ファンド型に続く3番目であるが、寄付型CFの認知度が他の種類のCFと比較して最も高くなっている（玉井、2020）。

寄付型CFの特徴として、図表6に示すように融資型やファンド型、株式型とは異なり金融商品取引法の規制に該当せず、購入型が対象となる特定商取引に関する法律（以下、特商法）も適用されない、というように法的な規制が緩やかである。実施の際には寄付先が地方公共団体もしくは特定公益法人等に該当すれば、寄付者は税法上の寄付金控除を受けることができることから、税務上の取扱いや返礼品に関して注意が必要なことが指摘されている（桃尾・松尾・難波法律事務所編、2022）。そのため、寄付型CFでは主な資金需要者として寄付金控除の対象となる自治体や学校法人、認定NPO法人、公益社団・財団法人が想定されており、これら特定の法人格を持つ主体しか寄付型CFのプロジェクト起案者となれないと明記するサイトもある⁹⁾。

8) 他に不動産型があるが、今回は対象外とした。その理由として、不動産型CFは2017年の改正不動産特定共同事業法で新たに利用可能となったものであり、主に不動産特定共同事業者に登録した事業者が不動産の購入や運営に必要な資金をインターネット上のポータルサイトを通じて投資家から集める仕組みとなっている。適用範囲が限定されることから、今回の検討からは外して行くこととする。

9) campfire 株式会社ホームページ (<https://camp-fire.jp/donate>) (2022年3月25日アクセス)

図表 6 種類別に見たクラウドファンディングの特徴

類型	非投資型		投資型		
日本	寄付型	購入型	集団投資スキーム型		株式型
			融資型	ファンド型 (事業投資型)	
海外	Donations-based	Reward-based	Lending-based	Royaltybased/ Revenue share	Equity-based
業務開始	2010年	2011年	2008年	2009年	2017年
資金提供者 への対価	なし	あり	あり	あり	あり
資金提供者と 資金需要者との 関係	無償	製品/サービス	匿名組合の損益を 持分比率で分配	営業者の売上高 に一定割合を乗じ たもの	配当 キャピタルゲイン
資金提供者と 資金需要者との 関係	贈与契約	売買契約もしくは 役務提供契約に よる通信販売	匿名組合契約	匿名組合契約	投資契約
資金提供者に 対する法規制	税務上の寄付金 控除, 寄付金特別 控除	特になし	特になし	特になし	(場合により)エン ジェル税制の適用
資金需要者に 対する法規制	特になし	①特定商取引法, ②契約不適合責 任等	特になし	(原則的には) なし	(場合により)金融 商品取引法に基 づく発行開示規制
CF事業者に 対する法規制	特になし	資金移動業者に 該当する場合には 登録が必要	金融商品取引法		
			第二種金融商品 取引業者の登録	第二種金融商品 取引業者の登録 (第二種少額電 子募集取扱業者 の登録)	第一種金融商品 取引業者の登録 (第一種少額電 子募集取扱業者 の登録)
CF事業者と 資金調達者	—	—	貸金業者の登録	—	—
資金提供者 会計処理	寄付金	前渡金	金銭消費貸借 契約	—	—
CF事業者	—	—	出資金	出資金	投資有価証券
資金需要者	—	—	匿名組合出資 預り金/貸付金	—	—
資金需要者	寄付金収入/ 受増益	売上高(前受金)※	借入金	匿名組合出資 預り金	資本金/ 新株予約権
営業者	—	—	CF事業者	資金需要企業	—
資金 需要者 から見た 概要	資金調達企業は、 CF事業者が運営 するサイトを介して 寄付を集める。	資金調達企業は、 CF事業者が運営 するサイトを介して、 資金を受け取り、 資金提供者に製 品もしくはサービス を引き渡す。	資金調達企業は、 CF事業者が営業 者となり運営する CFサイトを介して、 資金提供者から 集めた資金から融 資を受け、CF事業 者に元本を返済し、 利息を支払う。	資金調達企業が 匿名組合の営業 者となり、CFサイ トを介して出資を募 集し、資金提供者 と匿名契約を締 結し、出資を受け る。出資者には、売 り上げの一定割合 を契約に基づき分 配する。	資金調達企業は、 CFサイトを介して 株主を募集し、未 公開株式を交付す る。株主には、剰余 金の分配や株価 上昇によるキャピ タルゲインを提供 する。

(出所) 玉井・西澤 (2022) 図表 12-4 を加筆・修正し、転載

寄付型 CF で提示されるプロジェクトに対する寄付動機は、プロジェクトを応援したい、社会全体を良くしたいと考える人の割合が高い(玉井, 2020)。日本における CF の広がりには東日本大震災が契機となったと言われるが、中小企業に対する寄付型 CF の活用事例としては、東日本大震災で被災した中小企業への復興支援を目的とした「被災地応援ファンド」がある。寄付型とファンド型を組み合わせた形で資金募集が行われ、29,282 人から約 11 億円の資金が集まっており、その半額が寄付となっている。被災地応援ファンドを利用して資金調達を行った中小企業へのヒアリングによれば、寄付型とファンド型を組み合わせた形での素早い資金提供が、震災直後の復興に向けた資金調達に非常に有用であったという声が上がっていた(玉井・西澤, 2022)。

しかし、平常時には寄付型でプロジェクトを掲載している企業は少ない。そのため、中小企業による寄付型の利用が想定されるのは、東日本大震災や熊本地震といった有事の利用であり、平常時における利用は想定がしづらいと思われる。

(3) 購入型クラウドファンディング

購入型 CF は、プロジェクトの実施者が購入型 CF のサイトを通じて商品を販売し、またはサービスを提供していると捉えられる。それは

インターネット通販において通販会社が通販サイトを通じて商品を販売し、またはサービスを提供しているのと同様である(桃尾・松尾・難波法律事務所編, 2022)。そのため、特商法の「通信販売」(特商 2 条 2 項)に該当する。

一部報道において、日本の購入型 CF が当初の資金調達という目的から変質し、通信販売化、予約販売化、EC サイト化しているとの指摘がある。しかし、日本の法律上での解釈はインターネット上の通信販売と捉えられることに注意が必要である¹⁰⁾。また、購入型 CF でプロジェクトを実施する企業には、特商法に基づく表記が求められており、購入型 CF サイト上に掲示した表示事項に合致する商品やサービスを引き渡す義務が生じる。契約適合責任についても負っている(桃尾・松尾・難波法律事務所編, 2022)¹¹⁾。

日本における購入型 CF は、2011 年 3 月に READYFOR 株式会社が「READYFOR」を、6 月には Campfire 株式会社が「campfire」を米国の購入型 CF 大手「Kickstarter」を参考にスタートし¹²⁾、現在多くの購入型 CF ポータルサイトがある。2011 年当時、大学院生で READYFOR を立ち上げた米良氏は Kickstarter の成功要因として、All or nothing 形式を導入したこと、印象的な成功事例をうまく作り出すことが出来たという 2 点を指摘し、CF の今後の可能性について「単なる資金調達の行為にとどまらず商品を宣伝したり、商品を改良するためのマーケティング

10) 購入型 CF は会計処理上も売上高とすることが一般的とのことである(坊垣, 2021)。このことから購入型 CF は資金調達というよりも通信販売と解釈するのが適当であろう。

11) 「Makuake」の取締役である坊垣氏は著書の中で、欧米の Indigogo や Kickstarter ではユーザーも失敗も想定内と捉えての購入意識が強く、完成まで到達せずに「もの」が届かないこともよくあることであるが、日本人は購入した限りは「届かない」が許されない、約束通りに届くことが重要であると指摘している(坊垣, 2021)。

12) 「日本の「ソーシャル資金調達」レース開始 -Grow!, READY FOR?, CAMPFIRE の 3 社がデモ」(<https://jp.techcrunch.com/2011/02/11/jp-20110211-it-started-a-crowd-funding-race-in-japan/>) より引用 (2022 年 3 月 25 日アクセス)

グ手法としても利用できること」や「製品の先行予約のシステムとしての利用可能性もある」ことを既に指摘していた（米良・稲蔭，2011）。

これまで日本の中小企業を対象とした研究においても、購入型 CF の利用は資金を得るだけでなく、付随効果を持つことが報告されている。例えば、品田（2021）は購入型 CF は資金調達だけでなく、テストマーケティングや認知向上ツールとなること、今永（2021）はプロモーションや支援者との関係構築に効果を持つことが報告されている。しかし、購入型 CF は資金調達が主目的な仕組みではなく、商品やサービスの販売を行う場との役割が主であるとの指摘がされ始めている。玉井（2020）は購入型 CF の資金提供者の利用目的が事業を応援したいが主目的ではなく、「オリジナルで、そこでしか手に入らないモノが欲しい」が主目的となっていることを指摘している。これは、購入型 CF が EC サイトでの購買活動と近づいていることを意味している。購入型 CF 大手の「Makuake」も同様に「脱クラウドファンディング」を試みており、同社が運営するポータルサイトでは CF という言葉は使わず、「新商品デビューなら Makuake アタラシイものや体験を応援購入しよう」と表示し、CF とは「購入」であ

ることを強調し始めている¹³⁾。同様に保田（2021）も現在の購入型 CF では、海外の案件や大企業の案件の影響が大きくなっており、ベンチャー企業や中小企業は事前に、商材の質が資金提供者の期待を十分に満たせる体制をある程度整えておく必要があること、従来の中小企業やベンチャー企業を育成していくというイメージからは乖離し始めていること指摘している。

（4）融資型クラウドファンディング

融資型 CF は資金を必要とする個人や企業に対し、資金提供者が融資型 CF 事業者を介して融資を行うものであり、ソーシャルレンディング¹⁴⁾や P2P レンディングとも呼ばれる。日本では、2006 年に米国において個人から個人への融資を仲介する「Prosper」の広がりを参考に、2008 年、maneo 株式会社が「maneo」をスタートしたのが始まりである。

日本で融資型 CF がスタートした当時、英国では「ZOPA」、米国では「Prosper」や「Lending Club」が存在、人気を集めつつあったが、その仕組みは日米英で異なっている（左光，2018；長谷川，2019）¹⁵⁾。それは各国の法律構成が影響を与えており、日本では融資型 CF 事業者が第二種金融商品取引業者と貸金業者の登録を行

13) 同社は 2022 年 3 月 1 日に発表したプレスリリースでも「2013 年 8 月にクラウドファンディングサービスの仕組みを利用し、『Makuake』の提供を開始しました。しかし、『クラウド（群衆）』と『ファンディング（調達）』の造語である『クラウドファンディング』という言葉には“資金調達”や“寄付”“投資”“個人の活動の資金集め”というイメージが根強くあり、当社の掲げるビジョン『Makuake』サービスの実態と乖離していることに対して課題を感じていました。そこで、2019 年 12 月に『Makuake』の目的に合わせた説明とシエテ「アタラシイものや体験の応援購入サービス」というコンセプトを発表しました。」と発表している。このように同社は CF というサービスの仕組みを利用しているが、同社のサービスは資金調達をする場を提供するサービスではなく、新製品、新サービスを企業が提示し、それを購入する場を提供するサービスであることを強調している（「マクアケ、プラットフォームに掲載するプロジェクトの考え方と基準についての「Makuake 基本方針」を発表」より引用、<https://ssl4.eir-parts.net/doc/4479/tdnet/2091557/00.pdf>, 2022 年 3 月 25 日アクセス）。

14) ソーシャルレンディングとは、「ウェブ上の SNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）を利用するなどして、余剰資金を持つ個人（貸手）と資金需要を持つ個人（借手）との間の金融仲介サービスを行う事業の総称である。」（森田，2010）。

い、資金提供者と融資型 CF 事業者、融資型 CF 事業者と資金需要者がそれぞれ契約を結ぶことにより仕組みが構築されている¹⁵⁾。金融商品取引業者の登録は、投資家の募集を事業として営むに必要な登録であり、みなし有価証券と言われるファンドや集団投資スキーム等による運用を行う場合には第二種での登録が必要となる。また、貸金業者の登録は、資金提供者が反復的に融資を行う場合には貸金業者として登録する必要がある、それを回避するため融資型 CF 事業者が貸金業者の登録を行っている。

前節で確認したように、世界では個人間融資による CF の割合が高いが、かつて日本でも Maneo が創業当初に個人向け融資の案件を取り扱っていた。しかし、その後は中小企業を対象とした事業性ローンに対象を変化させていく(妹尾, 2013)。その際、借り手の実社名と資金用途が示され、資金提供者が投資先企業候補を選択ができる「借り手の顔が見える投資」を行っていた(妹尾, 2013; 坂下・成澤・海宝, 2014)。しかし、2015 年前後から融資先の保護を理由として金融当局から融資先の匿名化と複数化の指導が行われ始めると(遠藤, 2020)、融資型 CF は「貸出先を匿名化した 2 つ以上の貸出債権を束ねてファンドとし、匿名組合を通じて投資家に販売する金融商品」となっていった

(長谷川, 2019)。さらに、投資先には事業者向け、不動産業者向けの不動産買取資金融資で不動産担保付きが多くなっていった(宮村, 2019)。しかし、それらを悪用した事例が散見されるようになる。筆者が行った CF への資金提供経験者を対象としたアンケート調査でも自由記述欄においてそのような指摘がいくつかあった(玉井, 2020)¹⁷⁾。このような状況を受け、2019 年 3 月以降は金融庁からの回答により、借り手を法人と限定し、いくつかの措置をすることで、匿名化・複数化の措置を実施することなく、融資型 CF が行えるようになっていく¹⁸⁾。

日本における融資型 CF は資金提供者と資金需要者が直接契約するものではない。そのため、「実質的に匿名組合契約の営業者となる貸金業者あるいはソーシャルレンディング業者が必要とする運用資金の原資をローンファンドにより集める仕組み」となっていた(長谷川, 2019)。匿名化・複数化の解除後は、融資を希望する会社名と資金用途が明示されているファンドもあるが、バランスパッケージ型と名付けられ複数企業へ融資するファンドもある。融資先には「投資家に対する高い利回りとソーシャルレンディング業者あるいは貸金業の収益を賄うだけのコスト負担」(長谷川, 2019)が求められており、それに応えられる企業が利用できる仕組み

15) 日米英の P2P レンディングの仕組みの違いについて、左光 (2018)、長谷川 (2019) にて詳しく説明されている。

16) maneo の事例では、貸金業を営むため会社 (maneo 株式会社)、第二種金融商品取引業者として投資家を募集するため会社 (maneo マーケット株式会社)、資産を管理するための会社 (maneo エクスロー株式会社) の 3 つが別に設立されている (妹尾, 2013)。SBI ソーシャルレンディングでは、同社が第二種金融商品取企業と貸金業の両方を担っている (坂下・成澤・海宝, 2014)

17) 例えば、「投資先企業が秘匿化されており、投資家は投資案件の実態を深く知ることができない。それを良いことに、杜撰な資金管理をしていたり、横領や、政治家への献金等の犯罪的な詐欺が横行している状態である。」といった指摘である。

18) 金融庁「金融庁における法令適用事前確認手続 (回答書)」(平成 31 年 3 月 18 日) (https://www.fsa.go.jp/common/noact/kaitou/024/024_13b.pdf) より引用

となっている。

(5) ファンド型クラウドファンディング

ファンド型 CF は、資金提供者に対する対価に匿名組合持分を用いるものであり、資金提供者と資金調達企業が直接匿名組合契約を締結する仕組みである。日本で最も早くファンド型 CF を開始したのは、ミュージックセキュリティーズ株式会社であり、2009 年にファンド型 CF「セキュリティ」をスタートした。同社は 2000 年に創業し、その直後から匿名組合を利用したミュージシャンの自主製作 CD 事業を行うなど、証券化事業は早くから行っており、これをインターネット上で行うようになったのが 2009 年となっている。

ファンド型 CF の大きな特徴として、資金提供者である出資者への対価算出方法がある。事業の売上高に一定率を乗じたものとなっており、この方式は海外では Royalty-based または Revenue Share と規定されている（図表 6）。海外では物的担保を必要とする融資と自社株式を渡す投資との中間と位置付けられ、App や SaaS 製品の開発など、ソフトウェアの商業化に向けた資金調達 CF として導入され始めている（玉井・西澤，2022）。さらにファンド型の特徴として、一定の要件を満たせば企業が調達した資金を「資本性借入金」として金融機関がみなすことができる。これは、ミュージックセキュリティーズ社が東日本大震災で被災した企業の復興のために創設した「被災地応援ファンド」において、2011 年 11 月に金融庁の規制が変更で認められたものである。

一方で、「営業から生じる利益を分配することを約する」匿名組合契約を活用するファンド型 CF では、営業から生じる収益が分配される

ことから、「その内容によっては事業から生じた収益の多くが出資者に帰属」する不平等が生じる可能性がある（桃尾・松尾・難波法律事務所編，2022）。そのため、どのように分配を行うのか、収益分配の上限を設けたり、手間は掛かるが、匿名組合の営業者として自社の事業との「分別管理」など、企業側が使うための知識も必要となると思われる。

ファンド型 CF を活用した中小企業の事例に関しては、被災地応援ファンドを利用した企業に関する報告がいくつかあり、松尾（2014）は東日本大震災からの復興過程においてファンド型 CF を利用した中小企業 2 社を調査し、資金調達の効果だけではなく、マーケティング的な側面があること、さらに既存の金融機関の資金を誘引する効果があることを指摘している。同様に玉井・西澤（2022）も被災地応援ファンドを利用した被災中小企業 6 社を調査し、CF が出資者を顧客へと変換する仕組みや広告機能、ネットワーク構築機能、事業計画を基礎とした資金調達経験をもたらしただけを明らかにしている。

(6) 株式型クラウドファンディング

もっとも開始が遅かったのは株式型であり、2017 年、株式会社 FUNDINNO が第 1 号案件の募集をスタートしたのが始まりとなっている。株式型 CF の実施は、多くの国で法律上の問題があり、簡単には実施できずにいた。しかし、2012 年に米国で起業促進を狙いとした JOBS 法（Jumpstart Our Business Startups ACT）が成立し、CF 除外規定（Crowdfunding Exemption）が設けられ、インターネット上での株式での資金調達が可能となると、日本でも 2015 年に新規・成長企業にリスクマネーを供給することを目的に募

図表 7 株式型クラウドファンディングの利用実績

	取扱件数	成約率	調達総額	平均調達額
2017年	18件	100.0%	5.1億円	2,859万円
2018年	59件	71.2%	14.7億円	3,500万円
2019年	54件	59.3%	9.5億円	2,973万円
2020年	100件	69.0%	21.7億円	3,159万円
合計	231件	69.7%	51.1億円	3,178万円

(出所) 金融庁 事務局説明資料 (成長資金の供給のあり方に関する検討)
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20210218/01.pdf) より作成

集総額1億円未満、一人当たり投資額50万円以下のルールのもと、株式型CFの利用が可能となった。

国内では、2015年に法制化されたものの、2017年になるまで利用が進まずにいた。しかし、その後の利用は増加しつつある。図表7は株式型CFの利用実績を示したものである。それによれば、取扱件数は2017年から2020年の4年間で231件であり、そのうちの成約件数は161件となっている。調達総額も成約件数の増加とともに増加しており、平均調達金額は最も少ない時で2,859万円、最も多い時で3,500万円となっている。

また、金融庁は株式型CF事業者6社から提供されたデータを分析し、利用企業の成長段階、業種、利用目的、事前の資金調達に関するデータを公表している¹⁹⁾。それによれば、資金調達を行った企業の成長段階は69%がシードステージ、24.6%がアーリーステージ、6.5%がミドルステージとなっており、成長の初期段階に

ある企業の資金調達に株式型CFが利用されている。利用企業の業種は、IT・テクノロジーが45.3%と最も多く、続いて健康医療が12.1%となっている。利用目的については、41.8%が自社のPR戦略・サービス普及のためと回答し、39.1%がベンチャーキャピタル(VC)との比較考量、12.9%が周囲の投資家や株主の推薦と回答しており、VC調達や銀行借入れが難しかったからと回答した割合は7.1%となっている。このことから株式型CFの利用目的は、資金調達そのものよりも、宣伝・PRが主な目的となっている様子が伺える。

直前の資金調達については、24.5%の企業がVCからの資金調達経験があると回答し、23.5%が事業会社から、21.6%がエンジェル投資家からの資金調達実績があると回答している。これらを合算すると、約7割が外部出資者からの資金調達経験がある企業となっている。このことから、初めての外部資金調達が株式型CFではなく、既に外部からの資金調達経験のある企業

19) 企業の成長段階、利用企業の業種、事前の資金調達に関する調査結果は、金融庁事務局説明資料 (成長資金の供給のあり方に関する検討), p10 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20210218/01.pdf) (2022年4月1日アクセス) による。

が宣伝や VC 等からの資金調達と比較を行うために株式型 CF を利用しているようである。

また、株式型 CF はその出口が限られる点が資金提供者から見た懸念材料であり、企業が新規上場（IPO）をするか他社に買収（M&A）されなければ投資した資金が回収できず、その流動性の低さが問題視されてきた。この問題の1つの解決策として、株式会社 FUNDINNO は、2021 年 12 月に日本証券業協会が提供する「株主コミュニティ」制度を活用したセカンダリー・マーケット「ファンディーノマーケット」を整備した。また、それ以外においても TOKYO PRO Market に上場する事例や M&A による売却事例が出始めている。一方で、資金調達後に倒産・破産に至った事例もいくつか出ている²⁰⁾。このように、株式型 CF はベンチャーキャピタリストが行うような判断・決定を個人投資家が行うことであり、難易度の高い投資である（井上, 2021）。同時に、プラットフォームを運営する株式型 CF 事業者にも目利き力も求められている（松尾, 2018）。しかし、これらの論点については日本を対象とした研究はまだ手付かずの状況となっている。

4. 中小企業の資金調達とクラウドファンディングの対応

本稿では、国内中小企業の資金調達行動がコロナ禍により変化する中で、資金調達の新たな選択肢の1つとして関心が高まる CF を取り上

げ、中小企業の資金調達と CF との関係性を考察することを目的に、国内での CF の展開と現状について確認してきた。最後に国内中小企業の利用意向に関する調査結果を参照することで、CF の活用について検討を行っていききたい。

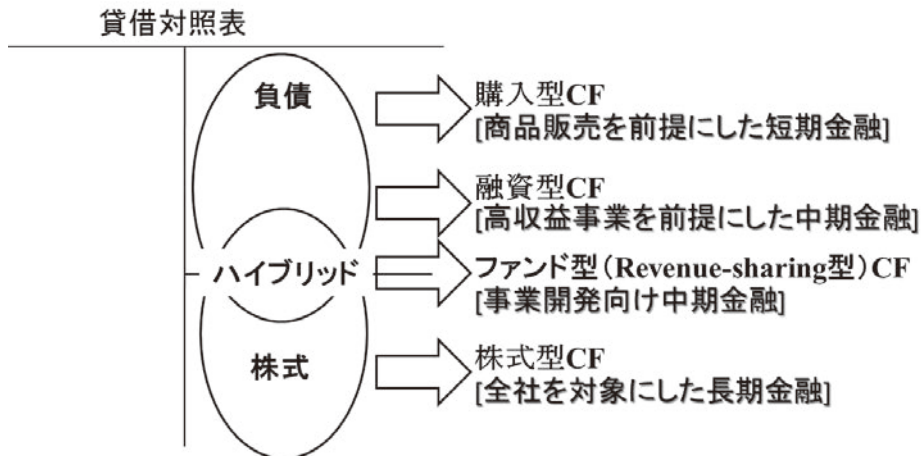
竹内（2020）は国内中小企業に対する CF 利用意向に関する調査結果を引用し、日本の中小企業にとっての CF は「知ってはいるが、自社には必要ないものと位置付けている」と指摘している。この結果は、中小企業白書（2021）が引用した株式会社東京リサーチの調査結果でも追認できる²¹⁾。同調査結果では、中小企業の 87.2 % が CF のことを知っていたが、そのうちの 82.2 % が活用は検討していないと回答している。活用を検討している、もしくはまた活用したいと回答したのは、3.4 % にとどまっている。

2つの調査結果は、コロナ禍の中小企業にとって、CF の利用が近々ではニーズの高いものではないことを示している。それは、同時に CF がすべての企業に向く万能薬ではないことも意味している（Harison, 2013）。そのため、どのような企業、どのような事業により良い仕組みなのかについての検討が必要となる。同じく中小企業白書（2021）では、利用意向のあった企業を対象とした調査結果を引用している。それによれば、CF を活用したい理由は、「アイデア勝負で資金調達ができる」（66.3 %）、「返済義務を負わない」（23.2 %）、「業歴や担保に依存しない」（16.8 %）といった理由が挙げられている（図 2-1-69 図）。さらに、CF にどのような効果を具体的に期待して

20) 金融庁が 2021 年 2 月 18 日に発表した資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20210218/01.pdf) では、倒産・破産は 3 社となっているが、筆者が確認したところ 9 社の倒産を確認している（2022 年 4 月 1 日時点）。

21) 2021 年版中小企業白書 (https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2021/chusho/b2_1_2.html) による（2022 年 4 月 1 日アクセス）

図表 8 企業金融からみたクラウドファンディングの機能



(出所) 西澤・玉井 (2022)「2021 年度地域産業復興調査研究シンポジウム 東日本大震災からの産業再生と地域経済・社会の展望～ 10 年の「震災復興」の歩みは被災地に何を残したのか～」での発表資料を改変

いるのかを尋ねたところ、回答した約 6 割の企業が新規顧客の獲得や販路開拓を期待しており、約 3 割の企業が試作品開発、2 割の企業が既存顧客の応援消費の喚起を期待している (図 2-1-70 図)。これらの調査結果からは、成長志向のある企業や新たな新規事業に意欲的な企業にとって、CF は一定の需要がある様子が伺える。

それでは、成長志向や新規事業に意欲的な企業にとって、各種 CF はどのような場面での活用が検討されるのか、活用したい理由で挙げられていた「アイデア勝負」、「返済義務を負わない」、「新規顧客の獲得や販路開拓」、「試作品開発」の観点から検討する。アイデア勝負という点においては、どの種類の CF も活用可能であると考えられる。しかし、寄付型 CF の利用は寄付金控除の対象となる主体が想定されており、それ以外の企業による利用は震災時などが多くなっている。購入型 CF は、近年、大企

業や海外の成功事例の利用が増えたことにより、競争が激しくなり、国内中小企業にとっては周知の準備と多くのリソースが必要となりつつある (保田, 2021)。同様に、融資型、ファンド型、株式型の投資型 CF は、そのアイデアからどの程度の収益がもたらされ、どのようにその収益を資金提供者に分配・還元するのかを踏まえた事業計画を資金提供者に示す必要がある。その際、資金提供者側にも目利き力が問われている。

また、返済義務を伴わないという点については、融資型以外が該当する。ただし、購入型 CF は資金の返済義務はないが、販売であり、資金提供者に対して対価としての商品やサービスの引き渡し義務は負っている。最も期待が寄せられている新規顧客獲得や販路開拓という目的に対しては、融資型以外は資金提供者が新規顧客になっていることが先行研究から指摘されてい

る。一方で、試作品開発に関しては、購入型は販売であることから既に商品化されている製品やサービスのテストマーケティングには相性が良いが、試作後に製品やサービスを提供できない状況は想定されていない。そのため、商品化やサービス化のための資金調達に不確実性がある場合には、ファンド型や株式型のように、より資金提供者への償還に中長期的な時間を持つことができる方が望ましいと思われる。

以上、これまでの議論を概略化してまとめたものが図表 8 である。

5. おわりに

本稿はコロナ禍により中小企業の資金調達行動が変化する中、CF がどのような役割を果たしているのかを検討することを目的に、日本における CF の展開と現状を種類別に考察した。その結果、日本の CF 市場は増加傾向にあったが、その成長は鈍化し始めており、その背景には融資型 CF で生じた問題が影響していることを確認した。

このような状況が生じたことを確認するために、種類別に CF の国内展開と現状について整理をした。その結果、多くが欧米の先行事例を日本に導入し、日本の法制度や商慣習に合わせる形で展開をしてきたが、その過程は平坦ではなく、特に投資型の CF においては当初の目的や構造と異なる形で展開し、仕組みが複雑化しており、それに伴って多くの問題が発生するケースや（融資型）、展開そのものに時間を要したもの（株式型）も見受けられた。また、償還の仕組みが複雑なものもあり（ファンド型）、利用する企業側がその内容を理解したうえで利用しなければ希望する効果が得られないこともあ

る。さらに、購入型に関しては資金調達の仕組みではないといった指摘や大企業や海外事例の参入により競争環境が激しくなっているとの指摘も出始めている。

CF を含むオルタナティブファイナンスの変化は激しく、新たな技術やビジネスモデルを導入、変革しながら新たな道を切り開いている（CCAF, 2021）。本稿で取り扱った内容も数年後には大きく変わっている可能性もある。しかしながら、CF に関する研究ではこのような変化の内容をならびに CF 実施後に企業に何がもたらされたのか、どのような影響があったのか、経営者はどのように評価しているのかといった事後評価に関する研究が不十分であり、明らかになっていない点が多い。今後の研究課題である。

参考文献

- Böckel, A, Hörisch, J. & Tenner, I. (2021). A systematic literature review of crowdfunding and sustainability: highlighting what really matters. *Management Review Quarterly*, 71, 433-453.
- Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) (2021) The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, 1-197. (<https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>)
- Harrison, R. (2013). Crowdfunding and the revitalization of the early stage risk capital market: catalyst or chimera?. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(4), 283-287.
- Schwienbacher, A & Larralde, B. (2012) "Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures." Cumming, D. (ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*. New York: Oxford University press.
- 井上徹 (2021)「日本における未公開株投資型クラウドファンディングの現状と課題」『横浜経営研究』42 (1), 11-26.
- 妹尾賢俊 (2013)『みんなと幸せになるお金の使い方 「ソーシャルレンディング」という新しい投資カタチ』KADOKAWA.
- 今永典秀 (2020)「地場産業における購入型クラウドファンディングの活用」『中小商工業研究』143, 49-56.
- 遠藤正之 (2020)「日本のソーシャルレンディングの課題と展望」『日本情報経営学会第80回全国大会予稿集』, 149-152.
- 桃尾・松尾・難波法律事務所編 (2022)『ベンチャー企業による資金調達の法務〔第2版〕』商事法務.
- 黒沼悦郎 (2021)『金融商品取引法入門〈第8版〉』, 日本経済新聞社.
- 坂下晃・成澤寛・海宝賢一郎 (2014)「クラウドファンディングによる資金調達の事例研究: ミュージックセキュリティーズ, 岡山県・西栗倉村, maneo, SBI ソーシャルレンディング, AQUISH」『岡山商大論叢』岡山商科大学学会, 49(3), 53-110.
- 左光敦 (2018)「P2P レンディングの仕組みと法規制: 英国の P2P レンディング規制を中心に」『金融研究』37(1), 109-152.
- 品田誠司 (2021)「スタートアップのクラウドファンディング戦略」『ベンチャーレビュー』37, 57-72.
- 竹内英二 (2020)「日本の中小企業におけるオルタナティブファイナンスの現状と展望」日本政策金融公庫論集 (47), 59-73.
- 玉井由樹 (2020)「クラウドファンディングへの資金提供動機と課題」『都市経営: 福山市立大学都市経営学部紀要』, 12, 43-54.
- 玉井由樹・西澤昭夫「被災地応援ファンドの10年ークラウドファンディングの機能と課題」東北大学大学院経済学研究科 地域産業復興調査研究プロジェクト (編集)『東日本大震災復興研究6 東日本大震災からの産業再生と地域経済・社会の展望』南北社, 221-239.
- 長谷川清 (2019)「ソーシャルレンディング (日本版 P2P レンディング) の現状と課題」『成城大学経済研究所研究報告』No.86, 1-34.
- 保田隆明 (2021)『地域経営のための新ファイナンス「ふるさと納税」と「クラウドファンディング」のインパクト』中央経済社.
- 宮村健一郎 (2019)「P2P レンディングと中小企業金融」『経営論集』(93), 123-137.

- 坊垣佳奈 (2021)『Makuake 式 「売れる」の新
法則』日経 BP.
- 松尾順介 (2014)「クラウドファンディングと地
域再生」『総研経済研究』 88, 17-39.
- 松尾順介 (2018)「拡大する国内株式型クラウド
ファンディング」『証券レポート』 1707, 11-
36.
- 森田果 (2010)「ソーシャル・レンディングの機
能－maneoの事例を題材に－」『GEMC journal』
No.3, 50-70.
- 米良はるか・稲蔭正彦 (2011)「クラウドファン
ディング－ Web 上の新しいコミュニティの
形－」『人工知能学会誌』 26(4), 385-391.
- 李立栄 (2021)「中国のフィンテック規制強化と
その影響」『証券レビュー』 61(6), 55-71.