

【論文】

株式形態の投資型クラウドファンディングを活用した 地域イノベーション創出に向けての考察と課題

熊田 憲・小杉 雅俊

要約

本研究は、株式形態の投資型クラウドファンディングと地域イノベーションの関連性や、その可能性に着眼し、資金提供のプラットフォームをオンライン上で提供する仲介事業者に対し、ヒアリング調査に基づくケーススタディーを行い、その現実的な効果と課題を考察した。当該調査をベースに、現時点での国内の株式形態の投資型クラウドファンディングの類型におけるスキームを整理し、特徴として組み込まれているインキュベーション機能が、地域イノベーション創出における中長期的な支援として有効であることを指摘した。一方で、ベンチャー企業のイグジットにより利益を生み出す株式形態の投資型クラウドファンディングのビジネスモデルにおいては、事業規模、スケールの小さいプロジェクトに対するインセンティブは働かない現状があることも指摘するに至った。この特徴から、地域の新規事業や新規企業は支援対象となりにくいことは明白であり、上記ジレンマを解消することが必要になる。

キーワード

株式投資型クラウドファンディング、インキュベーション、資金調達、投資、地域イノベーション

第1章 はじめに

近年、日本では、地域金融機関や新規事業者を中心に、クラウドファンディング（以下：「CF」という略称を用いる）を活用し、地域イノベーションを創出しようとする事例が増加傾向にある。これは、CFが既存の資金調達手段には内包し得ない機能を備えるためであり、例えば資金獲得という側面から見ても、既存の地域金融機関と併存しうる何らかの体系化を構築することができれば、中長期的な地域イノベーションの創出に貢献しうる可能性に期待が高まっているといえる。

上述の取り組みに関して、国内で活用事例として見られるのは、株式形態の投資型CF（以下、株式形態の投資型クラウドファンディング について「株式投資型CF」という略称を用いる）ではなく、ファンド形態の投資型CFや、購入型CFであることが多い。日本における株式投資型CFは、2014年の改正金融商品取引法の成立に伴い、取引所に上場していない「未公開株」を購入すると

いう形式で始まった。その後、国内でプラットフォームを提供する仲介事業者が承認されたのは2016年であり、本稿の執筆時点において、まだ黎明期にあるとも言える状況である。本稿では、現時点での株式投資型CFのスキームを整理し、その現実的な効果や課題を指摘するとともに、他類型のCFを土台に行われてきた地方創生や地域イノベーションへの影響に関する議論が、株式投資型CFにも当てはまるのかを検討していく。

第2章 先行研究と株式投資型クラウドファンディングのスキーム

CFの先行研究は、その成功要因を検討するものが大多数であり、CFと事業の関係性や影響を中長期的に検討する必要性が指摘されている。Hervé and Schwienbacher (2018) ではCFプロジェクトがビジネスに対して最終的にどのような結果をもたらすのかはまだ解明されていないことを指摘し、CF市場自体の実行可能性のためだけでなく、イノベーションに対するCFの影響を評価するためにも、長期的なパフォーマンスの問題を研究することが重要であると指摘する¹。Landström *et al.* (2019) では、利害関係者間の戦略的パートナーシップやコラボレーションの問題について、CF分野での先行研究が不足していること、そしてその研究の必要性が指摘されている²。本研究はこれらの見解に依拠し、CFによる広告宣伝効果を伴う資金調達を短期的なCFの活用とするならば、その後の中長期の視点から必要なスキームを検討することを目的としている。先行研究では、CFが、不利な地理的位置にある少数派の人々や起業家のための、資金へのアクセスを緩和する効果があると指摘されている³。本稿は、この指摘から、CFを含めたスキームには、日本国内での地域イノベーション創出と地方創生に対して一定の可能性があると考え、その実態や効果を検討するものである。

本稿では、CFの類型の中でも、投資型CFに着目し、株式形態に焦点を当てて議論を展開する。CFの類型については、先行研究においていくつかの分類が紹介されており、日本国内においては、内閣府も採用する類型である寄付型・購入型・投資型の3類型で語られることが一般的である⁴。ただし、その定義や類型はまだ一般化していないという見解もあり⁵、現状では論者において分類が異なることも多く、筆者もまた、何らかのコンセンサスがあるわけではないという見解を持つ。上記の3類型に加え、近年「P2Pレンディング」の一種として議論されることのある貸付型が加えられた4類型が提示されることもある⁶。投資型CFは、株式投資型CFの他に、ファンド形態が存在する（以下、ファンド形態の投資型クラウドファンディングについて「ファンド投資型CF」という

¹ Hervé and Schwienbacher (2018), p.1525.

² Landström *et al.* (2019), p.17.

³ Agrawal *et al.* (2011), Greenberg and Mollick (2017)

⁴ 「ふるさと投資」連絡会議 (2015), p.15.

⁵ 野呂 (2016), p.46, 「ふるさと投資」連絡会議 (2015a), pp.10-11., 近藤 (2017), p.339.

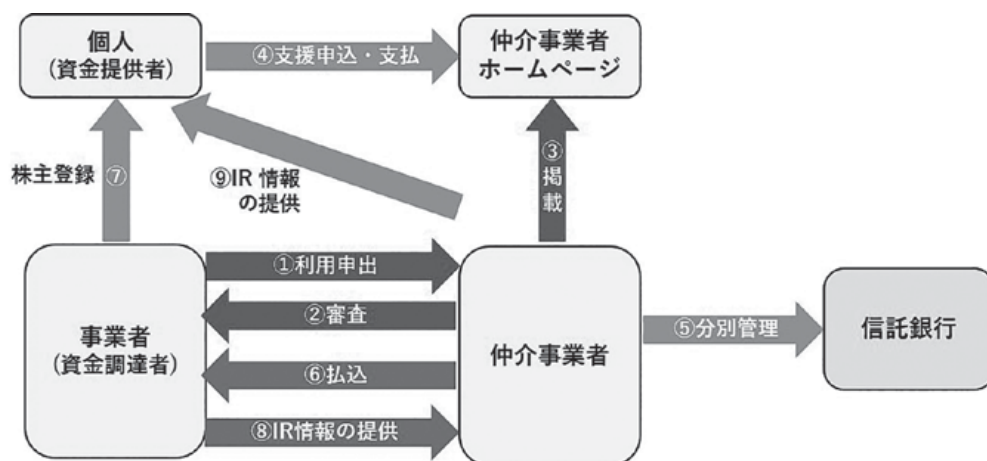
⁶ 松尾 (2019), pp.11-13. ただし、貸付型CFは投資型CFの一種であるという見解もある (長谷川 (2019), pp.3-4).

略称を用いる)⁷。

日本国内における株式投資型CFは、未上場企業の有価証券の発行により、インターネットを通じて投資ができる仕組みであり、関係者間で潜在的に有価証券の価値損失というリスクが存在するのが特徴である。国内では2014年の改正金融商品取引法や、その前後に自主規制ルール制定の動きがあり、2017年5月に初の事案が登場し、現時点で3年間が経過したばかりの状況である。これによって、事例の数も少なく、株式投資型CFに関する先行研究もまだ数が少ない状況であり、その多くは税制を中心とする制度面や、法規制に関する議論を主軸に据えていることが特徴になっている⁸。

ここで、地域イノベーションへの結びつきや、その可能性を検討するために、現時点でのスキームを整理していきたい。事業者（資金調達者）・仲介事業者・投資を行う支援者である個人（資金提供者）、そして信託銀行の4者間関係は図表1の通りである。

図表1 株式投資型CFのスキーム



出所：筆者作成。

図表1では、各関係者間の関係性ととも、数字を用いて日本における株式投資型CFの実際の手順を示している。株式投資型CFは、資金調達者である事業者が、仲介事業者がインターネット上に提供するプラットフォームを通して、多くの資金提供者である個人から少額ずつ資金を集め、対価として株式を発行するものであり、概ね以下で示す①～⑨の段階を踏む。最初に、仲介事業者が①事業者の申し込みに対し、②で示される審査を行う。審査は、申し込みを行った事業者の将来性・ビジョンや、事業計画をもとに行われ、株式投資型CFの場合は将来的な事業規模が大きなファクターとなる。審査の実施そのものは他類型のCFでも行われるが、株式投資型は、第一種少額電

⁷ ファンド形態の投資型CFに関する議論は、拙稿(2019)を参照のこと。

⁸ この側面における議論の詳細は、多賀谷(2015)を参照されたい。

子募集取扱業者という登録事業者としての審査であり、その特徴は事業者について金融商品取引法で定められた項目を中心に行うことになり、仲介事業者によっては公認会計士が関わることもある。審査を通過した後に、③で示される仲介事業者ホームページへの掲載が行われる。ここでの事業はベンチャーとしての性格が強いものが大半である。支援者は、ホームページの閲覧や、仲介事業者の主催するセミナーなどで事業者に共感を持った場合、④で示される支援申込を行う。仲介事業者は、④で支払われた金額について、⑤で示される信託銀行への分別管理という形で活用する。また、これとほぼ同じタイミングで、事業者は資金提供者である支援者を、⑦で示される株主として登録する。事業者は、⑧で示されるように仲介事業者を経由して、⑨としてIR情報を支援者に開示する。IR情報開示に関しては、基本的に資金調達者である事業者が、資金提供者である個人に対して行うものであるが、実際には仲介事業者からの働きかけや、事実上のサポートが行われ、これが効果的に機能していることから、上図では仲介事業者からの矢印としている。株主優待に関しては実施の確実性という観点から、上図では記載されていないが、もし実施される場合には資金提供者である個人に対して行われる。

資金調達者である個人投資家が抱えるリスクを考えると、このスキームで取り扱われる有価証券は、金融商品取引所に上場してはならず、非上場の株式であることを指摘する必要がある。これにより、換金性という側面から見ると、自分の判断したタイミングで株式を売却できるわけではなく、売却価格が希望する価格よりも大幅に低下する可能性もあり、そもそも売却ができないという可能性も考慮しなければならない。加えて、発行会社の業績または財産の状況に変化が生じた場合、当該株式の価値消失に至るといったリスクは、潜在的に存在する。その一方で、株式期間における株主優待や、支援先企業の株式上場（IPO）時の株式売却益や、M&A等での売却益が存在し、これらが資金の支援という投資に対してのリターンになる。あくまでもスキーム上は、資金支援者としての投資家を、資金調達者たる事業者と、プラットフォーム上で結びつけることが仲介事業者の業務であり、この間の手数料収入が仲介事業者の主たる収入になる。このような特徴からも、上述のスキームで想定されている資金調達者は、先述の通り未上場企業であり、創業段階のベンチャー企業が多い。資金調達者は、資金調達の他に自社のプロモーションと固定的な支援者層を獲得できるのがメリットとなり、これは他類型のCFと共通する特徴になっている。

上記の観点から、ここでベンチャーキャピタルと株式投資型CFとの違いに触れる必要がある。ベンチャーキャピタルは、自社の資金で創業段階の企業を支援することになり、またその支援に伴い一定の影響力を支援対象企業に持つことになる。それに対して、図表1で示される株式投資型CFの仲介事業者は、創業段階の企業の支援を、自社資金の活用という手段ではなく、インターネット上で個人の支援者（資金提供者）から募ることになる。この、企業と支援者の結びつきの後には、個人の支援者が定期的に支援対象企業のIR情報を得られるように、仲介事業者が働きかけることになる。ベンチャー的性質の強い企業のIR情報を定期的に入手できることは、個人の支援者にとっての利となり、またこのスキームの中で仲介事業者の存在意義を浮き立たせるものである。ただ

し、このIR情報の働きかけの際に、仲介事業者は、CFの仲介事業者として、顧客である資金提供者の立場を考えた行動を取ることは明らかであり、この意味において株式投資型CFにはベンチャーキャピタル的な性質を持つことは指摘しなければならない。両者の違いは、自社資金かそうでないかということになる。株式投資型CFが、資金調達者としての事業者に対して、ただのプラットフォームとして機能するだけでなく、コンサルティングなどの支援が適宜行われることに対して、この性質と関連づけた議論が必要になる。松尾（2019a）では、株式投資型CFを経験することで、資金調達者の側にガバナンスの在り方に関する意識変化があったことが示されているが⁹、これも上述の性質と結びつけた議論が必要になる。

資金調達者が未上場の創業段階にある企業であることから、資金調達者と仲介事業者は、単体のプロジェクトがベースとなることの多い他類型のCFと比較して、比較的長期的な関係性を築くことになる。この長期性に、関係者間の戦略的パートナーシップやコラボレーションの観点は非常に親和性が高いと考えられ、この点に地域イノベーションが芽生える可能性を垣間見ることができ

第3章 ケースサイトと地域事業の関連性

地域活性化・地方創生の観点から、中長期型のビジネスシステムのツールとしての位置付けと、その可能性を主論点に、国内の株式投資型CF仲介事業者であるX社に対し、ヒアリング調査を実施した¹⁰。

X社は、第一種少額電子募集取扱業者として、株式投資型CFを主たる事業とする仲介事業者である。CFサポート、アウトソーシングサービスも手がけ、これらに関連するセミナーの企画・運営も行っている。2015年12月に設立され、資本金は2億3350万円である。X社のビジネスの根底には、代表取締役の前職での経験が大きく影響を与えている。代表取締役を含む創業メンバーは、証券業出身であり、IPOやM&A、資金調達などにおいて、実務での豊富な経験を有している。加えて、創業者の想いが現在のビジネスの根底にある。前職で担当したベンチャー企業とその業界で日本有数の企業に成長したこと、その過程で実感した精神的な達成感と、証券業としてビジネス面での恩恵を実感したことが、金融にとどまらない、事業そのものをバックアップする企業として、成長の総合的なサポート重要視する現在の経営方針に結びついている。例えば、X社は、資金調達者との入念なサービス内容やビジョン等のヒアリングのもとで、税理士・弁護士への委託も含めた資金調達者が求めるレベルでの各種専門家の紹介や、代表によるスポット相談・ビジネスセミナーの提供に加え、IR情報だけでなく株主総会の運営という実務面のサポートを含めたパッケージと

⁹ 松尾（2019a）, p.23.

¹⁰ 本研究は、Zoomビデオコミュニケーションズ社が提供するWeb会議サービス「Zoom」を利用し、X社代表取締役に対し、2020年5月29日に筆者兩名によるオンラインでの半構造化インタビューを実施した。なお、本章でのX社に関する記述はこのヒアリング調査によるものであることを付記する。

しての支援体制を、株式投資型CF利用者である資金調達社に対し、月額制で提供している。創業者の経験に基づき、成長を総合的にサポートしていくX社のインキュベーション機能は、資金調達者である事業者のイグジットにより利益を生み出すスキームに好循環をもたらす効果が期待されるとともに、ノウハウが不足していることの多い創業段階にある企業にとって大きな効果があると考えられる。

前章で指摘した、株式投資型CFの特徴であるIR情報の提供について、X社は、投資先企業に対し、株主に対する3か月に1度の情報提供を義務付けている。さらに、資金提供者と資金調達者との交流の場を設けることがあり、資金調達者から現況や将来性などを直接提供できるような仕組みづくりを心がけている。また、現在のX社の事業収入の柱として、CFの手数料収入が大きな割合を占めているが、将来的には資金調達者の成長に伴う収入を主軸にすることで、その割合を減らしていきたいと考えている。

地域における事業展開について、X社は潜在的な顧客発掘のために一定の重要度を置いている。その一環として、県のレベルで協力協定を締結している。この協定のもとで、X社と県の相互の連携・協力の下、県内企業等による株式投資型CFを活用した資金調達を推進することで、県内の起業・創業の支援、地域産業の振興に寄与することを目的としている。株式投資型CFの事業者として、県と協定を結ぶというこの取り組みは他社に対して非常に特徴的であり、X社が地方に向ける視点の強さを示している。この協定についてX社は、某県の周辺地域に派遣された担当者が、県の担当者から「何かできないか」という話をし、それが膨らんで行った結果だと述べている。実際に県の担当者から、資金調達者の候補として複数社の紹介があったことを述べ、このことから同社に対し一定の効果があったと考えられる。

しかし、紹介された事業は、現時点ではまだ事案としてプラットフォームには載っていないことも述べていた。この点について、同社の視点には、地方における事業規模の問題に触れていた。前章の通り、株式投資型CFは資金調達者である事業者のイグジットにより利益を生み出すスキームになっている。しかし、地方発のベンチャーやプロジェクトが、IPOを目指すかどうかの判断は別にしても、果たしてこのスキームに応える事業なりビジョンなりを供えられているのかという観点が存在することになる。株式投資型である以上、ある程度の事業規模がどうしても必要であり、この意味において地方でパートナーを探し出す難しさがあると考えている。ただし、地方で潜在的な資金調達者をリサーチする重要性は、マーケティングの意味でも重要性があることは認識しており、地方で事案に至らない要因の一つとして、純粹に同社のマンパワーの問題もあると述べている。

潜在的な顧客の発掘という点においては、他にも、X社は、フィンテックのプラットフォーム事業社と資本業務提携を行い、潜在的な資金調達者の相互紹介制度に加え、統合プログラムの開発・提供や、金融サービスの総合的な提供能力の向上により、相乗効果を高めようとしている。さらに、首都圏の大学と連携協定を結び、資金調達手法のプログラムなどベンチャー企業・起業家向け各種プログラムと各種セミナーを大学に提供する中で、ベンチャー企業など関係先の相互紹介活動を行

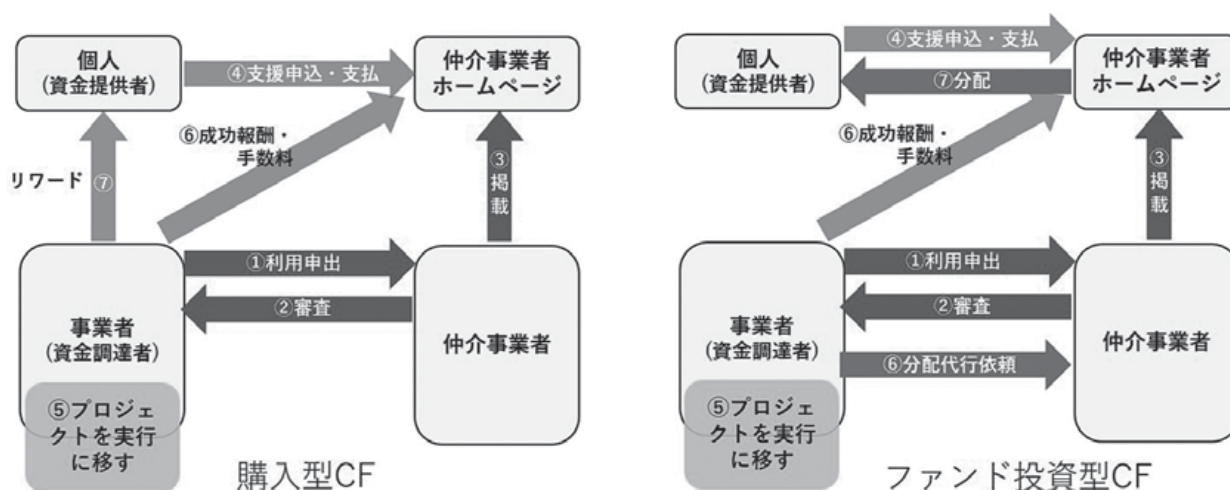
なっている。また、潜在的な資金調達者に対して、インキュベーションのプログラムを提供するなどしている。

X社のインキュベーションシステムには、創業者の想いが込められていること、またそれが事業者の総合的なサポートに資するべく手厚い制度設計になっていることが指摘できる。これは、資金調達者である事業者のイグジットにより利益を生み出す株式投資型CFのスキームの方向性と合致しており、事業者の成長が仲介事業者の利益に結びつくというビジネスモデルに対しての親和性がある。逆説的に考えると、このインキュベーションシステムを利用するには、株式投資型CFとしての展開が求められる規模の事業展開が必要になることも指摘しておかなければならない。この点を加味して、地方創生や地域イノベーションへの影響についての考察が必要である。

第4章 考察

本章では、前章における調査結果を基に、他類型のCFを土台に行われてきた地方創生や地域イノベーションへの影響に関する議論が、株式投資型CFにも当てはまるのかを議論していく。このため、以下では、上述した株式投資型CFの特徴から、寄付型・購入型・ファンド投資型のスキームとは明らかに異なる3つの論点を整理したうえで、株式投資型CFによる地方創生や地域イノベーションへの影響に関する考察を行う。ここで株式投資型CF考察の前提となる、他類型CF（購入型及びファンド投資型）のスキームを図表2に示す。なお、寄付型CFのスキームについては、購入型CFのスキームにおける⑦リワードを持たないものである。

図表2 購入型CF及びファンド投資型CFのスキーム



出所：筆者作成。

(1) 支援対象

第1の論点は支援対象の違いである。寄付型・購入型・ファンド投資型CFにおいては、支援対象は個々のプロジェクト（新規事業）であった。一方で、株式投資型CFでは支援対象が企業自体に及んでいる。これは株式投資型CFが主にベンチャー企業によるプロジェクトに絞ったビジネスを展開しているためである。これは、株式投資型というビジネスモデルを考えれば当然のことであり、支援者による未公開株への株式投資とは、1プロジェクトに留まるものではなく、企業自体の成長を期待しての先行投資という位置づけとなる。1プロジェクトへの共感や応援にもとづく寄付型・購入型や、1プロジェクトのリターンを目指すファンド投資型CFとは一線を画すことは明らかであろう。

(2) 支援期間

第2の論点は支援期間の違いである。寄付型・購入型・ファンド投資型CFにおいては、支援期間はプロジェクトの成立までとなる。これは支援対象が個々のプロジェクトとなっているためである。一方で、株式投資型CFではプロジェクト成立を入口として、対象企業のイグジットまで継続した支援が行われる。つまり、1プロジェクトに対する一期一会という寄付型・購入型・ファンド投資型CFと、1企業の成長過程そのものがCF投資の対象と考える、投資家のコミットメントの違いがあらわされているといえよう。

(3) 支援内容

第3の論点は支援内容の違いである。支援対象、支援期間の違いは支援内容の違いとなって明確にあらわれてくる。寄付型・購入型・ファンド投資型CFにおいては、プロジェクト成立に向けた事業計画作成支援（CFのHP上での事業紹介）及びプロジェクト（プロジェクトで実施される商品やサービス）の広告宣伝までとなる。一方で、株式投資型CFでは対象企業が何らかの形でイグジットを果たすまでに必要とされる支援、つまりインキュベーションにまで及ぶ。このような支援内容の違いはCF仲介事業者の業務範囲の違いとなるため、株式投資型CFの支援については、寄付型・購入型・ファンド投資型CF仲介事業者とは異なる議論が必要となろう。

これらの論点から、他類型と比較した株式投資型CFの特性は、支援企業への関与を通じた中長期的視点が、ビジネスモデルに含まれていることがわかる。つまり、株式投資型CFでは商品売買やプロジェクトベースではなく、ベンチャー企業の成長そのものがビジネスモデルの根底にあるため、これを実現させるための関与が継続的に続く中で、他類型のCFに対し、より効果的に地域イノベーションの創出を実現する可能性が高いことが指摘できる。

筆者らは、これまでのCFに対する研究において、一貫して地域イノベーションに資するCFのあり方、活用の可能性を探ってきた。その過程において「中長期的視点」というものが地域創生、

地域活性化には不可欠であるとの認識に至っている。本稿においても、この認識に焦点を当てた株式投資型CFに対する考察を行いたい。

前述の通り、株式投資型CFは他類型のCFに対し、より効果的に地域イノベーションを実現する可能性が高い。これは株式投資型CFのビジネスモデルが「支援対象」、「支援期間」、「支援内容」の3つの点により「中長期性」が担保されているからに他ならない。また、この「中長期性」は、CF仲介事業者に限らず、CFに参加する投資家にも同様のコミットメントを求めることになる。ここで原点に立ち返り「地域イノベーションの創出」の要諦は何かということに言及したい。これは、単に一地域企業が生み出すイノベティブな商品やサービスに留まるものではなく、イノベーションの地域全体への波及を目指すものであり、地域からイノベーションの連鎖が起これ、これにより地域経済全体が活性化するという意味を内包している。つまり地域がイノベティブになることが地域イノベーションの本質である。この文脈で「中長期性」をとらえると、本稿の株式投資型CFの特性が、地域に必要とされている支援に対する大きな示唆を与えてくれる。つまり「資金調達を起点とした地域企業のインキュベーション」といえるのではないだろうか。

寄付型・購入型・ファンド投資型CFのスキームによる「一過性」の効果は大きい。地域に埋もれていた資源（景勝地、祭り、農作物等）や新しいアイデアに基づく新ビジネスを、中央のCF仲介事業者の支援を得て全国に向けて情報発信することは、地域が単独で行える能力をはるかに超えるものであり、その恩恵は計り知れないものである¹¹。しかしながら、全国という大きな枠組みの中で、一つひとつのプロジェクトは埋没し、CFサイト内の過当競争にさらされる。たとえ競争に勝ち残りプロジェクトが成立したとしても、時間の経過とともに新鮮さは失われ、人々に忘れられていく。これではイノベーションの要件といえる「普及」には程遠い成果と言わざるを得ない。投資家に認められ、CFによる資金調達を得て、アイデアが普及していくためには、第2、第3の投資や支援が不可欠であり、新規事業や新規企業といったイノベーションの種を育てていく視点が欠かせない。この「インキュベーション」機能が地域イノベーション創出には欠かせない支援といえるだろう。

本稿で取り上げた株式投資型CFのスキームには、「インキュベーション」機能が埋め込まれていた。しかしながら、現状の株式投資型CFを直ちに地域企業や地域のプロジェクトに適用することはできない。これは株式投資型CFのビジネスモデルの支援対象がベンチャー企業に絞られているためといえる。株式投資型CFのプロジェクト達成金額は数千万円にも及ぶ。これと比較して、地域企業による他類型のCFにおける達成金額は数十万から多くても数百万といったところである。この金額の違いが指し示していることは、事業規模が決定的に異なるということである。この事業規模の違いが株式投資型CFのビジネスモデルではカギとなる。ベンチャー企業のイグジットにより利益を生み出すビジネスモデルにおいては、事業規模、スケールが小さいプロジェクトに対する

¹¹ CFの「認知度向上」や「新規顧客開拓」に関する議論は、拙稿(2020)を参照のこと。

インセンティブは働かない。つまり、地域の新規事業や新規企業は支援対象とはなりにくいという根本的な課題が存在するのである。

以上の考察から、本稿のインプリケーションとして以下を提示する。

- 株式投資型CFのスキームにおける「インキュベーション」機能は地域イノベーション創出における中長期的な支援として不可欠といえる。
- 株式投資型CFのビジネスモデルの特徴から、事業規模、スケールの小さい地域の新規事業や新規企業は支援対象となりにくい。

今後、上記のジレンマの解消に向けた検討が必要である。

第5章 おわりに

本稿では、株式投資型CFと地域イノベーションの可能性に着眼し、ヒアリング調査に基づくケーススタディーを行い、その現実的な効果と課題を考察した。本稿は、国内で実際の事例が登場してから3年間が経過した現時点での株式投資型CFのスキームを整理し、そのスキームに組み込まれている「インキュベーション」機能が、地域イノベーション創出における中長期的な支援として有効であることを指摘した。その一方で、ベンチャー企業のイグジットにより利益を生み出す株式投資型CFのビジネスモデルにおいては、事業規模、スケールの小さいプロジェクトに対するインセンティブは働かない現状があることも指摘するに至った。この特徴から、地域の新規事業や新規企業は支援対象となりにくいことは明白であり、上記ジレンマを解消することが必要になる。

ジレンマの解消に向けて考えるべきは、組織間連携である。株式投資型CFの仲介事業者が単独でジレンマに取り組むことは、費用対効果の観点から、現状では労力の面からも、またモチベーションの面からも難しいことが指摘できる。だが、将来的な資金調達者の掘り起こしは、仲介事業者の抱える長期的な課題でもある。したがって、仲介事業者を含めた関係者が、主に事業規模の問題を勘案しながら何らかの枠組みを構築する必要性が、長期的に生じることになる。これには、CFの法規制などの観点から、仲介事業者や資金調達者、またそれに関連する地域金融機関だけでなく、国や都道府県の関与が求められることは明白で、この意味において公的機関を含めた組織間連携の観点から、研究を進めていく必要がある点を指摘するとともに、今後の課題としたい。

参考文献

Agrawal, A., Catalini, C., and A. Goldfarb (2011) "The geography of crowdfunding," *National Bureau of Economic Research*, No.w16820, pp.1-61.

Greenberg, J., and E. Mollick (2017) "Activist choice homophily and the crowdfunding of female founders",

- Administrative Science Quarterly*, 62 (2), pp.341–374.
- Hervé, F., and A. Schwienbacher (2018) “Crowdfunding and Innovation,” *Journal of Economic Surveys*, 32 (5), pp.1514–1530.
- Landström, H., Parhankangas, A., and C. Mason (ed.) (2019) *Handbook of Research on Crowdfunding*, Edward Elgar.
- 今村新・永井由佳里 (2020) 「ユーザーイノベーションのプロセス要因に関する考察：クラウドファンディング・サービスを活用した日本の書籍出版企業の事例から」『日本創造学会論文誌』日本創造学会, 23 (0), pp.92–110.
- 熊田憲・小杉雅俊 (2019) 「地域金融機関によるクラウドファンディングを用いた新規事業支援における組織間連携の利点と課題についての一考察」『地域未来創生センタージャーナル』弘前大学人文社会科学部地域未来創生センター, (5), pp.17–25.
- (2020) 「クラウドファンディングの現実的な効果に関する検討：地方銀行へのヒアリング調査に基づく考察」『地域未来創生センタージャーナル』弘前大学人文社会科学部地域未来創生センター, (6), pp.5–13.
- 近藤乃梨子 (2017) 「過疎地域への人とお金の流れをつくるクラウドファンディング」『集団力学』公益財団法人集団力学研究所, 3 (40), pp.321–376.
- 多賀谷充 (2015) 「投資型クラウドファンディングの導入に関する考察」『会計プロフェッション』青山学院大学大学院会計プロフェッション研究学会, (10), pp.117–128.
- 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』成城大学経済研究所, (86), pp.1–34.
- ふるさと投資連絡会議 (2015a) 『「ふるさと投資」の手引き』内閣府地方創生推進室、http://www.kantei.go.jp/jp/singi/tiiki/tiikisaisei/furusato/kaigi/tebiki_honnpen.pdf (閲覧日：令和2年6月1日)。
- ふるさと投資連絡会議 (2015b) 『「ふるさと投資」の手引き資料編』内閣府地方創生推進室、http://www.kantei.go.jp/jp/singi/tiiki/tiikisaisei/furusato/kaigi/tebiki_siryou.pdf (閲覧日：令和2年6月1日)。
- 野呂拓生 (2016) 「地域発の事業創出とクラウドファンディング」『論纂』青森公立大学, 1 (2), pp.45–56.
- 松尾順介 (2015) 「投資型クラウドファンディングの世界的拡大と規制の関与」『公共政策研究』日本公共政策学会, 15 (0), pp.38–50.
- (2017) 「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』日本証券経済研究所, (100), pp.55–74.
- (2019a) 「ESG・SDGs とクラウドファンディング～コーポレートガバナンスを中心に～」『証研レポート』日本証券経済研究所大阪研究所, (1715), pp.10–31.
- (2019b) 「株式投資型クラウドファンディングと中堅・中小およびベンチャー企業」『証研レポート』日本証券経済研究所大阪研究所, (1716), pp.11–25.

謝辞

調査にご協力いただいた X社の皆様に、記して御礼申し上げます。

本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団・令和元年度研究助成（小杉雅俊・熊田憲「クラウドファンディングを活用した地域イノベーション創出」課題番号411）による成果の一部である。謝してここに記す。