



## クラウド・ファンディングと これからの金融市場

東京大学大学院 経済学研究科 教授

**柳川 範之**

### 1. クラウド・ファンディング の進展

本日はクラウド・ファンディングという最近のキーワードであり、金融の仕組みのトピックスに関して、私の考えとそこから見えてくる金融市場について、お話ししたいと思います。

クラウドとは「群衆」のことです。これが

#### 〈目次〉

1. クラウド・ファンディングの進展
2. ネットが個人の少額投資を可能に
3. 熱意を買える仕組み
4. クラウド・ファンディングと事業化の関連
5. 少額投資家によるモニタリング
6. 企業金融、株式会社制度を変える可能性
7. 変化を求められる制度設計
8. 日本におけるベンチャー企業の将来

注目を浴びている一つの理由は、政府の成長戦略のなかでも、その一端として使えないかという議論があるからです。それを受け、金融庁でも議論が始まっています。

ではクラウド・ファンディングとは何か。

基本は「インターネットを使った資金調達の仕組み」です。発端は、1990年代にアーティストの活動資金を、インターネットを使い、募金あるいは寄付の形で集めたことだといわれています。それが徐々に単なるアーティストの活動支援だけではなく、様々な活動に広がりました。現在は単純な寄付から、もう少し「投資」に近い形で広がりを見せています。

データの精査は難しい分野ですが、いまや全世界で約28億ドルの資金調達ができるようになったといわれています。約28億ドルという資金調達額を大きいとみるか、小さいとみるかは、人によって大分意見が分かれると思います。しかし、これだけのカネが回る仕組みを看過できないというのが、私の考えです。

この話が注目を浴びるようになったのは、ご存じのとおり、2012年にアメリカで成立したJOBS法の存在が大きいといえます。この法律は、クラウド・ファンディングを積極的に後押しすることが一つの大きな柱になっています。

そのJOBS法の背景には、アメリカのベンチャービジネスがかなり低調になっているという実態があります。それを何とか盛り上げていかないとアメリカの経済成長を維持できないという危機感が法改正に繋がっています。

翻ってわが国は、アメリカよりもはるかにベンチャービジネスは低調です。様々な施策を打ってきたにもかかわらず、ベンチャービジネス全体の市場はまだまだ小さいものです。そう考えれば、アメリカの危機感をわが国でもきちんと受け止める必要がある。この認識が、前述の成長戦略の一環として議論される背景にあります。

しかし本日は、クラウド・ファンディングやベンチャー企業の成長を盛り上げようということそのものよりも、この仕組みの出現が金融市場に与える影響を中心にお話ししたいと思います。というのは、金融市場に対して、改めて根本的な見直しを迫っているかもしれないからです。そこまでの影響はなくても、金融市場とは何か、今後の金融市場はどうあるべきかを問いかける仕組みになっているといえます。

## ■ 2. ネットが個人の少額投資を可能に

ではクラウド・ファンディングの特徴とはどういったものか。

定義は、「インターネットを通じた資金調達の仕組み」としましたが、実はインターネットという手法そのものは、それほど大きなポイントではありません。単純にネットを使った資金調達と捉えてしまうと、この裏側で起きている大きな変化を見過ごしてしまいます。ネットは単なるツールに過ぎず、クラウド・ファンディングの本質は、ここにはありません。

本質的な違いを私なりに整理してみます。「群衆」「クラウド」という言葉が示すとおり、多様な人たちが資金提供に参加できる仕組みであるということが一つのポイントです。さらに極めて少額投資による資金調達がインターネットを通じて可能になった点が重要です。

そして、この点ではインターネットの存在が重要です。インターネットを使わなければ、資金調達に多大な手間とコストがかかるので、少額ではペイしないからです。

とはいえ、この仕組みの最も大きなポイントは、極めて少額、場合によっては100円、200円単位のお金を個人から集められることにあります。

ただ、そこだけを切り取ると、本質的な変

化は起きていないように思えます。経済学の世界でも、投資の1単位がどれくらいなのかはあまり問わないものです。

俯瞰して仕組みを考えるなら、金額の多寡は、確かにあまり本質的な問題でないように思われても仕方ない。しかし、実はそうではないのです。なぜならば、投資の単位が小さくなることで、投資そのもののモチベーションにおいてこれまでと異なった観点から、資金提供されるということが起きてくるからです。

実のところ、投資のモチベーションに本質的な変化をもたらしているというのが、クラウド・ファンディングの一番の特徴です。もちろん、モチベーションが変わるからといって、クラウド・ファンディングが世の中の金融全てを動かすことにはならないでしょう。あくまでもスタートアップ段階のベンチャービジネスを支えるためのツールですが、ここには大きな違いがあるということです。

モチベーションが違うと何が起こるのか。

一般的に投資行動の基本は、お金を儲けたいというモチベーションにあります。将来、高いリターンが得られるかどうか。むしろハイリスク・ハイリターンを狙うのか、ローリスク・ローリターンを選択するのかといった投資行動や意識の違いはありますが、投資収益を稼ぐためにお金を投資することには変わりない。

それに対して、クラウド・ファンディングの出現で、異なるモチベーションの投資行動

が生まれ、例えば寄付や援助が目的になることもあるというのが重要です。

むろん、昔からそういう人はいました。例えば、ぼんと大学に高額な寄付をしてくださる方です。ただ、そういった1,000万円、1億円という単位を寄付に回せるという投資家は、経済全体からすれば少数であり、そういう人たちの行動を中心に経済を考えることは現実的ではありません。

ところが「1,000円を寄付に回せる人」となると、話が大きく変わってきます。例えば私が学生から、「イベントをやりたいので1,000円寄付してください」といわれたとします。それに賛同するか、喜んで出すかどうかは別にして、1,000円なら寄付はできます。

実際に私以外にも、1,000円くらい寄付に回せる人は大勢います。つまりクラウド・ファンディングのポイントは、この少額のお金をインターネットの仕組みを通じて動かせることにあります。少額を多くの人から集めることができるということです。しかも小さなコストで可能になっている。これまでは同じことをやろうとすると、見合わない手間とコストがかかりました。

インターネットの登場により、この取引コストが大きく低減しました。それならば、例えば熱意を買って、あるいは将来性を信じてというようなモチベーションやインセンティブでの投資も簡単になります。

いわゆる金銭的なリターン以外のモチベーションで資金を出すことが広く可能になりま

した。冒頭のアーティストに支援するという話も、ネットを通じて行わなければ、集められる人数が限られ、たいした活動資金にはならないかもしれません。でも1,000円ずつでも1万人から集められれば、1,000万円の資金が回ってきます。

これがクラウド・ファンディングの最大の特徴といえます。

### ■ 3. 熱意を買える仕組み

こうした特徴を踏まえると、投資家、あるいは一般の生活者個人にとって、大きな金額が回せないような小さなモチベーションであっても、それが自分の資金提供行動を通じて具体的な成果として実現する可能性が出てきます。投資先の熱意を買うといったことが、顕在化できるようになる。少額でいいということは、投資家にとっては大きなメリットになり得るのです。

また投資家が比較的风险をとりやすくなります。一般的な金融や証券投資の理論は、投資家はリスク回避的であることを前提に理論モデルが組み立てられています。プライシングの理論も全て同様です。これは現実的に正しい設定で、ほとんどの投資家がリスクを避ける傾向にあるのは確かです。

でもそれは投資金額が大きい場合です。小さくなれば、投資家行動は必ずしもリスク回避的ではありません。例えば宝くじや馬券を買う人は大勢います。これらはリスク回避の

法則に反しています。明らかに期待リターンはマイナスです。

少額ならリスクをとるという人は案外多くいるものです。そうであれば、少額になると本質的に投資家の行動は変わることです。大きなリスクを抱えた事業に対しても、資金は出しやすくなります。

この点からも、クラウド・ファンディングの仕組みができたことで、各資金提供者の出す金額は少額でも、大勢から集めると巨額の資金を手にすることも可能になっています。

ユニークな一例を挙げましょう。有名な話ですが、iPS細胞の研究者である山中伸弥さんがマラソンを走り、クラウド・ファンディングの仕組みで資金を集めました。走ってお金を集めたわけですが、この時の行動と寄付の使い道にはあまり関係がありません。山中さんが走っても、iPS細胞の研究や普及が進むわけではない。走ることには本質的には意味がないのですが、それで熱意を示したということです。共感した人が寄付をしてくれます。そこがこの資金調達の仕事のおもしろいところです。

イギリスでもこんな例があります。ハイチでの地震に心を痛めた幼い男の子が自分で寄付をしたいと思っても、自分には寄付をするお金がない。皆に寄付を出してほしいが、単に寄付を求めるのではなく一周8kmの公園を自転車で走りながら寄付を集めた。僕も頑張るので、皆さん寄付を出してくださいという趣旨です。

結果、この子どもの純粋な善意に共感して、膨大なお金が集まりました。この事実で人々は、少額の善意が大きな資金になり得るといふメカニズムに気づいたことも、クラウド・ファンディングの周知の後押しになりました。

日本の例でいえば、東日本大震災の時の寄付行為があります。個人で出したお金は小さくても、かなりの金額になりました。これは純粋に寄付という形ですが、こうした人々が持つ非金銭的なモチベーションに基づくお金が、場合によっては大きな社会の動きに変わることもあり得るといふことはいえます。

#### ■ 4. クラウド・ファンディングと事業化の関連

概念的な話から、次にクラウド・ファンディングを具体的にどう事業に結びつけるかという話に移ります。

キックstarterというクラウド・ファンディングのサイトがあります。ここを通じて資金調達をしたベンチャーのメーカーPebbleが、1,000万ドル強の資金を集めた事例があります。これは相当な金額です。

注目したいのは、約1週間で集めたことです。投資家の人数は7万人。1人当たり130ドル平均です。その程度の金額です。もちろんどんな会社でもこれほどの資金が集まるわけではありません。うまくいけばこれだけのお金を集められるということなのです。

Pebbleの手法は「購入型」と呼ばれるもので、純粋な寄付とは異なるモチベーションでお金を集めています。購入型に対して「投資型」もあり、これは一般的な資金調達法と変わらず、リターンを渡すことを目的に資金調達をすることです。

ではPebbleがとった購入型とは何か。7万人もの人から資金調達をして、彼らに何も返さないという話ではありません。例えばPebbleの場合は、開発した商品をいち早く投資した人に渡す約束をしています。

だから皆、単純に気分でお金を出したわけではなくて、今後開発され製造する商品に先行投資している。つまり、先行予約販売にお金を出した感覚に近いのです。開発後に値が付く定価より安く買うことができ、自分の所にいち早く届けてもらえれば、ある意味リーズナブルな話です。

ベンチャービジネス側、製造系の会社側の立場でいえば、これまでは初期投資にコストがかかり、それを自社で負担しなければならなかった。売れば回収できるとはいえ、初期コストは企業が最初に直面する問題です。その資金調達ができず、経営者は皆苦しむわけです。

それがこうした形で資金調達が可能なら、多くのベンチャーが資金調達を楽にできるようになります。単純な話ではありますが、実際のところ、現場に与えるインパクトは非常に大きい。セットアップコストを外から借りてこなくて済むわけですから。

クラウド・ファンディングに限らず、3Dプリンタなどの技術革新によって、起業における初期投資コストは、幾分か軽減されています。こうした技術革新に加え、クラウド・ファンディングで資金調達できるようになると、例えば金融機関からの借入れなどで調達する費用は、かなり少なくて済みます。場合によっては、なくても済むかもしれません。そうなればベンチャー企業の形そのものかなり変わると思われます。少なくともベンチャーの立ち上げは、楽になるということです。

## ■ 5. 少額投資家によるモニタリング

さらにクラウド・ファンディングのもう一つの特徴は、情報の流れが変化するという点にあります。

これもネットの影響ですが、インターネットを通じて企業活動に関する情報を投資家が豊富に得ることができるようになりました。企業側からすれば、インターネットを通じて様々なメッセージの発信や活動報告を行うことが可能になります。

これらは何もクラウド・ファンディングに限った話ではないですが、投資家をネットで募っている以上、この活動は非常に大きな意味を持つ重要なものになっています。つまり、クラウド（少額投資家、群衆）がモニター（監視者）としての機能を担う構造を持っているということになります。

先ほどの資金調達に成功したPebbleのケ

ースは、ネットでの情報伝達、情報提供にかなり気を遣い、資金調達成功の要因にもなっているとされています。そういう意味では、インターネットを通じ企業活動に関する豊富なメッセージを出すことは必要です。一般的な上場会社の情報開示よりネットの直接的な情報提供に負っている部分が大きいということです。

そこで問題になってくるのは、ネット上の情報がどこまで正確なものか、どこまでそれを法的に担保するのかということです。

ネット上で開示される情報というのは、豊富であってもその深さには限界があります。また十分な情報が得られるとは限りません。現状のクラウド・ファンディングにおける彼ら投資家のモニターとしての役割は、例えば銀行や証券会社が取引会社を監視する機能、あるいはアナリストが上場会社をチェックする内容に比べて、はるかに弱い。弱いモニターの役割を大勢の人が担っているという形です。

この大勢の人が小さな役割ながらモニターの機能を果たす構造は、何もクラウド・ファンディングに限ったことではありません。実は、株式市場でも基本的には同じです。株式市場では規制当局やアナリストなどに加えて、多くの小さな投資家がプレーヤーとして情報をウォッチしているからです。

アメリカのペンシルベニア大学ウォートンスクールのフランクリン・アレン教授の代表論文の一つは、メインバンクに対して、株式

市場がどんな優位性があるのかを研究したものです。論文執筆当時は、日本型システムが世間で称賛されており、メインバンクシステムは素晴らしい、銀行がきちんとモニターし、資金が回る仕組みが良いという議論が金融のシステムの話の中心にありました。

それに対してフランクリン・アレンは「実は株式市場にはメインバンクシステムにはないメリットがある」といいました。これまでは、一人一人の株主は企業をきちんとモニターをしない。なぜならば自分でコストをかけてモニターをしても、自分に返ってくるリターンは小さいからです。一方、メインバンクなら大きなお金を出しているのだから、きちんとウォッチするという考えが大勢でした。ところがフランクリン・アレンは「株式市場は確かに一人一人のモチベーションは小さいかもしれない。けれども株式市場にあるメリットは、多様性である」と主張しました。

大勢の人が見ていることによって、銀行が気づかない情報を知る人がいるかもしれない。銀行には見えていなかった情報が見えている人がいるかもしれないということです。

このように大勢でモニターできる仕組みのメリットを主張したのがフランクリン・アレンでした。そしてそのことがより多くの人に株式市場の重要性を気づかせる結果になりました。さらに日本のバブルが崩壊したことで、アメリカ型資本市場が再度注目され、彼の論文も有名になりました。

そういう意味でクラウド・ファンディング

は、場所こそインターネット上に変えていますが、プリミティブな資本市場の構造を少し極端にした話ではないでしょうか。

ベンチャー企業を興そうとする側にとっては、担保なしでは難しい起業時の段階、あるいはもう少し先の段階でも、ネット上で資金調達できれば、当然大きなインパクトを持つことになります。

そしてもう一つ、利益追求以外の目的を持っている会社にとっての影響力はそれ以上に大きいかもしれません。例えば、社会起業家と呼ばれるような利益以外の目的を明確に提示している会社が、より資金を集めやすくなるでしょう。

最近、私がお会いするベンチャー関係者の半分以上が社会起業家です。収益事業だけでなく、社会貢献もやりたいという人たちです。彼らが興すベンチャーが増えてきています。

それでも皆、資金調達に苦しんでいます。彼らにとって、クラウド・ファンディングは良い仕組みだと思います。社会貢献活動に共鳴する人がお金を出しやすくなり、実際に資金提供をする人も増えてきています。

もう少し大きな視野で見れば、起業目的自体がかなり多様化する可能性がありまたそうなり得る素地として有効な仕組みだということがいえます。

---

## ■ 6. 企業金融、株式会社制度 を変える可能性

こうした話は、資金調達の構造、ひいては企業金融を変える可能性を持っています。政策的な話で当面期待されるのは、ベンチャー企業の初期段階での資金調達を容易にしていける役割です。

ここで、少し頭をやわらかくして、現状の株式会社制度が大きく変わるとしたら、どんな姿になるかを考えてみてください。クラウド・ファンディングが株式会社制度にとって代わるとは思いません。しかし、株式会社制度が今後かなり変容せざるを得ないと思いません。

その動きの一つは、間違いなくこのクラウド・ファンディングのような形です。むしろ、今の株式会社制度、株式という仕組みが、現代経済において最大級のイノベーションであることは間違いありません。産業革命についても、技術革新も株式会社制度がなければここまで大きなインパクトがあったかどうか分かりません。産業革命直後にアメリカの鉄道事業がどんどん成長しますが、ここで巨額の鉄道事業を支えたのが株式会社制度です。

その時の株式会社制度の大きな特徴は何だったかという、必要になった材料や製品を調達することを可能にする仕組みです。列車を走らせるには線路を敷かないといけません。鉄道事業が巨大になれば、規模の経済性

が働きます。大規模生産設備ができれば安価に製品が作れるという構造です。この点は、他の産業にも波及し、工業製品の生産においても、大規模生産設備が必要となってきました。そこで、そのための資金調達をどうするのが問題となります。

当初は金持ちからお金を借りるところからスタートしても、それでは行き詰ります。株式会社制度の大きな特徴は、個々の投資家は比較的少ない金額でいいわけです。株券1枚を買うだけです。その少ない金額が集まることで、大きな資金調達が可能になります。これによって、産業革命に必要な生産設備の調達が可能になり、その結果飛躍的に経済が伸びました。大規模な会社を成立させることができたのも株式会社制度、産業革命の技術革新を促すことができたのも株式会社制度によるものです。

これは、まさにクラウド・ファンディングの特徴と同じです。単位がより小さくなっただけです。

もっと少ない金額を、もっとたくさんの人から集められます。そうすると、もしかしたら産業革命の時以上に資金を集められるのかという話になるかもしれませんが、私が考えるポイントはそこにはありません。

株式会社制度で、十分巨額な資金を集められるのに、より少ない金額にしたところで限界はあります。実は、クラウド・ファンディングと「巨額」というキーワードに親和性はあまりありません。



規模の経済性が働き、大規模生産によるコストカットが競争を促し、将来の競争優位性に繋がり、さらに資金調達も有利になるというのは、株式会社制度の好循環です。この循環に基づいて、企業規模と資金調達の巨額化が進んできたというのが世界的な経済の歴史であり、株式会社制度がその素地になってきました。

しかし、現代社会は必ずしもそのような価値だけを求めておらず、環境も変化しています。時代の変化に対して、経済の仕組みが変わらなければ国は廃れるというのが、グローバルな制度設計競争の宿命でもあります。

今起きている事象のポイントを見ていきましょう。

現代社会では、実はあまり大規模な資金調達が必要ではない技術開発が進んでいます。例えばグーグルにしてもフェイスブックにしても、なかなか株式公開をしなかった。初期段階で大規模な資金調達が必要でなかったからです。

アメリカでは最近ではIPOを目指さないベンチャーが増えてきています。それはIPOをしなくても、会社をある程度大きくできるからです。要するに大きな規模でなければ生き残れない時代ではないということです。

それならば、クラウド・ファンディングのような仕組みや制度に、低予算で技術開発が可能なイノベーションを融合すればいい。そして、この二つが出会った時に、今後も株式会社制度が現状のままでいいのかという問題

に直面するでしょう。

## ■ 7. 変化を求められる制度設計

従来の株式会社制度の大きな特徴には、流通市場が発達したというポイントがあります。証券流通によって、資金調達、個人による投資が比較的スムーズにできるようになりました。

しかし、現段階ではそのこと自体が大きな壁に当たっています。

つまり健全性の確保とコストのバランスをどうとるかです。証券流通を健全化することは大切なことなのですが、そのために様々なコンプライアンスや情報開示の仕組みづくり、あるいは様々な規制がかかることになり企業側にかかるコストが負担になっています。世界的に見てもリーマン・ショック以降、コストがかかる規制体系に振れているのが現状です。

アメリカでIPOを目指さない企業が増えたという話をしましたが、資金調達の必要性がないという理由以外に、やはりこのコストの問題があると思います。この問題は、世界的に見ても中長期的に大きな課題です。

こうした観点を踏まえると、資金調達の仕組みは、今のところ株式会社制度が一人勝ちですが、今の株式会社制度ではない仕組みが現れてもおかしくない条件がいくつか揃ってきているとも思います。

次にコーポレートガバナンスと金融商品の

発行の話に移ります。

金融商品は、基本的に投資家に何らかの権利を与えるものです。投資家に与える権利は二つで、一つは株式により議決権を与えることで、もう一つは社債のように金銭リターンを約束することです。このような形で、資金提供者に何らかの権利を約束します。これらの権利を保証するために、様々な法律を作ってきたのが金融商品と制度設計の歴史です。

保証される権利にはバリエーションがありますが、いずれにしても何らかの権利を与え、うまくコントロールをしないと金融商品は投資家に買ってもらえません。

ところがもし寄付の延長線上で資金提供が幅広くできることになると、この構造は根幹から覆ることになります。例えば議決権を特に要求しない、寄付でもいいという投資家が多数存在すると、特に構造は大きく変わってきます。というのは、「株式に議決権を与える」という構造がコーポレートガバナンスの根幹になっているからです。また、社債権者にデフォルトした時に権利を与えるから、社債権者や銀行がコーポレートガバナンスの主体になり得るのですが、何の権利も要求しない投資家が多数現れてくると、コーポレートガバナンスの構造も大きく変わります。

そう考えると、取引上の概念を変える可能性も秘めています。必ずしもIPOを目指さない企業、株式を公開しなくても十分な資金が集められるなら、そもそも株式を公開することの意義と必要性が変わってきます。

むしろ、現状の取引市場が不必要になるわけではありません。少なくとも、すぐに現状の形の取引所が不必要になることはあり得ませんし、株式会社制度も同様です。

とはこのものの、今の制度の枠組みが環境や技術変化に少し合わなくなっているということはいえます。だとすれば、その変化に対応するような仕組みが横から出てきて、それが今後の制度設計の一つの方向性を示すことになるかもしれません。たとえば、今後は役割分担が進んで、全ての金融商品を取引所で扱うのではなくて、別の仕組みでお金が流れることも考えられます。

クラウド・ファンディングはその一端かもしれません。この仕組みは現状では、取引所を通しません。仲介的なサイトを通じてお金が流れていき、それだけで終わってしまう。ほとんど流通市場も必要なく、十分な資金調達ができスタートできるということです。こういう形だけで金融がずっと発展していくことは考えにくいですがこういうものが出てきた以上、株式会社制度や取引所、ガバナンスの仕組みは、これから変わっていかざるを得ない。それが良いか悪いかではなく、変化に合わせる制度設計が必要だということです。

では日本のクラウド・ファンディングをどうすればいいのかという話ですが、現在、金融庁を中心に議論が進んでいます。

現段階でポイントになっているのは、購入型という現物を渡すパターンからさらにもう

一步進んだ投資型、つまり本格的な金銭のリターンを保証する、あるいはリターンを期待させるクラウド・ファンディングをどこまで認めるか。どこまで活用できる法制度にするかが大きな焦点になっています。

この投資型を無制限に認めてしまうと、金融商品取引法（金商法）に抵触するおそれがあります。金商法の抜け穴になると、かなり問題です。場合によると、詐欺的な行為や反社会的な人たちが集まる危険性もあります。だからといって、クラウド・ファンディングに大きな規制をかけてしまうと、少額で回っている仕組みが潰れてしまうかもしれません。成長を促しつつ、大きな問題を生じさせないようにするにはどうしたらいいかという議論が、特に投資型に関してはポイントになります。

私としては、今の段階では、投資型に大きくクラウド・ファンディングの枠を広げていくことに関しては、慎重であるべきだろうと思っています。それはなぜかという、投資型に近づけていくほど、現状の株式投資に近いものになります。それでは様々な詐欺的行為の問題が出てくる可能性が高い。

クラウド・ファンディングそのものは、今非常に重要だと思っているがゆえに、大きな問題が起きると、この枠組みは潰れてしまうかもしれませんので、この枠組みを潰さないようにすることがまず重要であろうと思います。

その意味ではクラウド・ファンディングは、

ほかの金融商品、取引所での取引と明確に分ける形で、例外的な適用をすることが必要だと考えます。それに合わせて、寄付型を広げようような仕組みが重要です。金銭のモチベーションではない共感や熱意への共鳴、人を助けたいという思いでお金が動くことが、この仕組みの魅力でもあります。東日本大震災後の皆さんの行動を見ても、ここで出てくるお金の動きは無視できないと思います。

極端に言えば、クラウド・ファンディングで資金調達をする仕組みは、儲からなくていい。うちは儲からないですけれども、お金を出してくださいという会社が、実は理想なのではないでしょうか。ほとんどの詐欺行為は儲かるという、お金を出させるから問題が生じます。儲からないけど、お金を出すことを納得させる意味での情報開示が大切です。

そういう意味では単純な投資型とはある意味で全く正反対の概念といえるのではないのでしょうか。儲からないなら、お金が集まらないかということ、そのようなことはありません。様々な事例がそれを証明しています。

多くのお金は集まらないかもしれませんが、小さな金額での起業を広げていくことが、日本のベンチャーには今一番求められています。まずスタート段階で資金調達ができない悩みをどうにかクリアする手段として考えてはどうでしょうか。これが定型パターンとなるのが、私が考える理想的な姿です。

これをいきなり一攫千金が狙える投資の仕組みだということ、おそらく間違う。儲からな

いけれど資金が集まるという仕組みを作り上げることの方が、ある意味でいいのではないかと思います。

投資型に関しては現状、1人が投資できる金額の上限を決め、調達できる上限も設けて、あまり大きな話にならないようにし、少し現状の金商法の規制よりゆるい形でできるようにしてはどうか。これは金融庁の方で出てきている方向性です。

今後どうなるかわかりませんが、リスクを考えれば一般的な金融商品にある心配はここでも必ず出てきます。それを完全に手当するととなると、どんどん難しい話になります。

それを少額だからということで、規制を緩くできるかどうか、そう割り切れるかどうかの一つのポイントです。宝くじの発想になれるなら、少額の投資については規制緩和をすることは可能です。アメリカで目指しているのは、そういう方向だと私は理解しています。日本でどこまでそれが通用するかは一つの課題だと思いますが。

ただ、それが社会的にある程度認められるのであれば、そこからスタートアップできる様々なタイプの社会起業家、会社が数多く出てくるかもしれません。そのことによる日本経済全体にとってのインパクトは決して小さくありません。

## ■ 8. 日本におけるベンチャー企業の将来

最後に日本のベンチャー企業の将来像について、話をしたいと思います。

例えばシリコンバレー風のベンチャーが広がる社会にするにはどうしたらいいのでしょうか。その観点から日本が学ぶべき一つの特徴は、シリコンバレー内のコミュニティでは企業組織を超えて情報が共有されている点にあります。だから会社を潰しても、別に恥ではない。会社を潰してもその人に能力があるということはコミュニティに把握されているから、また資金調達を誰かからすることができます。コミュニティ内で密な情報共有がされているのです。

一方で激しい競争がされているのですが、コミュニティ内に非常に信頼性の高い評価システムが出来上がり、企業を成長させる仕組みもあります。

新規参入にも協力を惜しまず、能力の評価をする仕組みがあります。この仕組みの源流は、実は日本です。日本のいわゆる長期継続の関係からくる情報共有は、かつて日本型経営のメリットといわれていました。

シリコンバレーは日本型経営に学んで、情報共有の仕組みをさらに日本型とは違う形で発展させてきています。日本の場合は、長期的な継続関係の中でやり、雇用関係にしても、企業間関係にしても固定的です。じっくり相

手のことかわかるという意味では、信頼性の高い評価システムが出来上がっていますが、シリコンバレーに比べた問題点は新規参入が難しいことです。ベンチャーにはカネも人も出せないし、評価もできないとなります。

日本はシリコンバレー型に変えていかなければなりません。激しい競争も行われて、新規参入もあるのだけれども、情報共有もきちんとされる形です。長期的な関係に頼ることなく、詳細な情報共有、能力評価をして信頼性の高い取引構造を作っていくということが日本の生き残る道だと思っています。ベンチ

ャーを生み育てる点でも、ここが大事です。

評価をするという意味でのベンチャーキャピタリストの役割もこれからは重要です。

銀行についても、情報を密にしたリレーションシップバンキングを構築して、ベンチャーを育てていくことに目を向けていただきたいと思います。

ご清聴、ありがとうございました。

( 本稿は当研究会主催による講演における講演の要旨である。構成：千田 雅彦 )