

中国の株式型クラウドファンディングと地方創生

——米国の事例を参考にして——

岸 真 清

1. はじめに
2. クラウドファンディング急増の背景
 - (1) コミュニティを基盤とする事業
 - (2) 中国と米国の地域金融
3. 中国型クラウドファンディング
 - (1) 株式型クラウドファンディング
 - (2) 地方創生に向けて——むすびに代えて——

1. はじめに

中国においても、地域経済の活性化が重要な課題になっている。地域経済の推進者と考えられるコミュニティビジネスは、中小企業・小規模事業（零細事業：マイクロビジネス）、ベンチャービジネス、農業、それに医療・介護、教育、環境関連事業などのソーシャルビジネスによって構成されている。しかし、これらのビジネスに共通する悩みは資金調達が難しいことにある。

日本の場合も、コミュニティビジネスへの資金供給手段として、中央政府や地方政府によって地域経済活性化政策がとられてきたのに続き、民間金融機関・企業、さらに住民（市民）を主役とするコミュニティファンドが設立されている。また、最近では、クラウドファンディングの利用も増えつつある。

実際、2010年代に入って、世界のクラウドファンディングは急成長を遂げている。特にアジアの伸長が目覚ましいが、牽引者は中国のクラウドファンディングである。ただし、クラウドファンディングを誕生させた米国では寄付型が目立っていたのと異なって、2011年に初めてクラウドファンディングを導入した中国では株式型が注目を集めている。その背景になっているのが、地域金融システムの形成過程の差異と思われる。たとえば、米国の地域金融は民間商業銀行やNPOなどの民間部門を政府が補助するシステムであったのに対して、中国は大型の国有大企業と国有商業銀行の結び付きが強く、中小企業（以後、中堅企業、小規模事業を含めて、単に中小企業と表記）の資金調達が難しかった。

それを補ってきたのが主にインフォーマル金融であったが、クラウドファンディングはイン

フォーマル金融を代替する役目を果たしている。中国のインフォーマル金融は不合法的な金融というわけではなく、コミュニティの取引の中で自然発生し、機関化されていないことを示しているだけであった。市場化という観点においては、むしろフォーマル金融よりも整備されていたとさえ言えよう。浙江省温州市がその代表例であるが、インフォーマル金融が中小企業の資金調達に重要な役割を果たしていることを政府が認め、黙認ないし活用してきた。

もちろん、インフォーマル金融の代替は、クラウドファンディングに限らない。株式市場において、店頭市場改革の一環として株式会社譲渡代行システム（老三板市場）が2001年に設立されたのに続き、2006年には高度な新技術産業の育成を目指す新三板市場が設立されるなど、中小企業、ベンチャービジネスの資金調達の道が整備されつつある。この流れの中で、2019年に技術革新を目的とする科創版市場が創設された。他方、債券市場においては、2009年に中小企業集合手形の発行、2012年に中小企業私募債の発行が始まっている。さらに、P2P オンライン貸出やクラウドファンディングなどインターネットを活用する資金チャンネルも登場、普及している。

それにもかかわらず、これらの新しい市場も、大型国有商業銀行を主力とする金融システムにおいてその影響力が依然として弱いのが実情である。この環境の下、規模は小さいものの、2014年にフォーマル金融としての承認を得た株式型クラウドファンディングの高い増加率には驚かざるをえない。

本稿の目的は、インフォーマル金融とクラウドファンディングの代替関係に焦点を当てることによって、地方創生に対するクラウドファンディングの貢献の可能性を論じることにある。この課題に接近するため、コミュニティに根ざした中小企業の資金調達を主な対象とするが、米国の事例を参考にしながら、中国型クラウドファンディングの特徴を考察することにする。

そのため、第2章で、地方創生の担い手として、なぜ本稿が中小企業を対象にするのか、その理由をコミュニティの特質と収穫逦増の可能性から論じる。次に、クラウドファンディングが重視されるに至った背景を、中国と米国の地域金融の特質から検討する。

第3章では、中国のクラウドファンディングの機能を論じた後で、地方創生にとって有効な資金チャンネルとなり続ける条件について提案する。

2. クラウドファンディング急増の背景

(1) コミュニティを基盤とする事業

中国の実質経済成長率は、2017年6.9%、2018年6.6%であった。同年の米国の2.4%、2.9%の成長率に比べはるかに高いものの、2002年から2011年にわたって9%以上、特に2007年には14.2%という高い成長率を達成したことに比べ、鈍化傾向を示している¹⁾。これまでの投資主導・輸出主導型の経済発展パターンは曲がり角に差し掛かっているとも言える。

この状況を打開するのは、地域を基盤として技術革新を誘発するコミュニティビジネス、特に中小企業であると思われる。コミュニティに集う住民が密なコミュニケーションを行う環境の中で、国有大企業が担当しづらいニッチ産業の分野だけでなく、地域独自の商品を開発することでグローバル展開する可能性を秘めている。

本稿が中小企業に期待を寄せる理由は、クラウドファンディングのように、インターネットを通じて、新しいコミュニティを形成する可能性が生じ、そこを基盤として成長すると考えているからである。すなわち、①地域産業の先行きに危機感を持った地元の起業家、地域の有力企業をリタイアした人々、さらに域外から新たな発想を持ち込む人など多様な人々が、共通した意識の下で自主的にオープンに参加できること、②公共的かつ自立的な精神を持つ参加者が、自らを主人公として、個性を最大限に発揮しながら、地域発の発信を続ける機会が増すからである。

共感を有する有志によって運営されるコミュニティでは、情報の非対称性が生じる機会が少なく、固定費などの諸経費を低く抑えることになる。加えて、コミュニケーションをとりやすい日々の生活の中で、アイデアを生み出し技術革新を行う機会が生じやすい。それゆえ、収穫逡増の可能性さえ想定され、収益の拡大が実現すると考えられる。

本稿は、コミュニティに潜在する収穫逡増の可能性に期待を掛けている。ここでは、この可能性をコミュニティビジネス、中でも営利型である中小企業を対象にして考察することにする。これまでの経済モデルを振り返ってみても、収穫逡増現象は1960年代には新ケインズ派によって、また1980年代には新古典派内でもすでに認められていたことに着目できる²⁾。

いずれも、人々がどのように行動するのか、個性を重視するところに特徴があるが、新ケインズ派、修正・新古典派、それにコミュニティ・地域を重視する内生的発展アプローチを取り上げることにする。

第1に、新ケインズ派の中で、たとえば、カルドア（Kardor）は、新古典派モデルの仮定そのものを否定する。中でも最も重要な否定は、新古典派が嗜好と技術を所与のものとする仮定である。新ケインズ派は所得の増加が消費者の嗜好を変化させ、新しい需要を生み出し、やがて資源の再配分と新技術の開発を促すメカニズムを強調した。また技術の種類と機械化の程度も、産業、企業ごとに異なるが、需要の変化および絶えず生じる技術革新は主として投資によって誘発されることを強調した。それだけに、投資に必要な資金と企業家精神が鍵を握ることになる。

投資以外に新ケインズ派が重視している成長要因は、貯蓄率、所得分配、金融部門の機能である。新古典派モデルは、労働者の貯蓄性向は資本収益と賃金分配に影響を及ぼさない。加えて、資本収益率も相互に弾力的に変化するとしている。しかし、新ケインズ派モデルにおいては、現実の

1) IMF (2018).

2) 岸真清 (2018) 194-206頁.

生産構造，それを支える金融部門そのものが硬直的であり，諸取引が不確実な要因を持っている以上，収益率，貸金率などのパラメーターが伸縮的であるとは考えにくい．そこでアンバランスを調整する金融機関の役割を重視している．このように，企業家，労働者，消費者，金融機関などの経済主体の行動を強調するところに，新ケインズ派の特徴が見られる．

第2に，新古典派自身もモデルを修正することで，収獲逡増の可能性を指摘している．ローマー（Romar）モデルとルーカス（Lucas）モデルが代表的であるが，知識の蓄積を重視する成長モデルを構築していることで共通している．このうち，ローマーモデルは，個々の企業の生産関数と社会的な生産関数を区別する．個々の企業は企業自身が蓄積してきた知識資本を投入して財を生産するが，知識資本の持つ「スピルオーバー効果」が生じ，社会全体の生産量は社会全体での総知識量に依存することになる．すなわち，総資本の外部効果によって社会的な生産関数が収獲逡増を実現するが，ローマーは企業の資本蓄積が技術進歩をもたらすと考えている．

これに対して，ルーカスは企業よりも人的資本の訓練分野に配分される資金が誘発する生産性の増加に着目する．家計の教育投資や生産過程での学習効果などの人的資本の蓄積を重視していることに特徴がある．すなわち，労働者家計の自発的な教育投資活動が重要な役割を果たすので，市民参加型のコミュニティ社会構築に援用できるモデルであると言える．

第3に，内生的発展アプローチ³⁾が，地域の制度・社会組織の視点から，企業や家計の行動を強調した考え方を提示している．バルケーロ（Vázquez-Barquero）に従って，内生的発展アプローチの特徴を，次のように表すことができる．①伝統的な地域発展政策が機能重視の集中的な発展戦略をとると対照的に，地域を重視した多極的發展戦略をとっている．②伝統的な政策が大プロジェクトを通じた量的な成長を目指すのと異なって，多数のプロジェクトを起こし，技術革新を普及させる制度を構築することを目指している．③伝統的な政策が資本および労働の移動と所得の再配分機能を重視するのに対して，地域資源の活用に重きを置いている．④伝統的な政策のスタンスが中央政府による管理，企業への公的融資，管理上の協業に置かれているのと対照的に，地方政府による管理，企業へのサービス提供，仲介業者を通じた管理，プレーヤーの協業を軸にしている．

要するに，企業や家計の行動を重視する内生的成長論を，さらに地域の制度・社会組織の視点から強調するのが内生的発展アプローチであると考えられることができる．市民と企業のニーズの充足を重視して，経済成長は多様な地域で生じるはずであると主張し，大都市に企業を誘致する戦略をとらない．それゆえ，多様な規模の企業が重要な役割を果たすことになる．その際，地方の歴史，技術的・制度的な特徴が成長過程に及ぼす影響を重んじ，投資とその配置に関する意思決定過程への市民の参加を通じた，市民による地域変革の意志と能力を活用する政策がとられることになる．

3) 内生的発展アプローチは，Vázquez-Barquero, A. (2010) pp. 63-79を参照．

（2）中国と米国の地域金融

ところが、各国とも地方創生に悩んでいる。中国、米国も例外ではないが、米国に比べて中国はより厳しい状況にある。その理由は、市民の意欲と意志を正確に反映する伝達経路が確立していないためと思われる。ここでは、中央・地方政府の施策に対して、地域金融機関と市民・住民がどのようにかかわっているのかを検討する。そのため、コミュニティを基盤として地域経済を支え、市民とのコミュニケーションが密なはずの米国のフォーマル地域金融、それに中国のフォーマルおよびインフォーマル金融を見てみよう。

1) 米国の地域金融

ウォールストリートに象徴される米国ではあるが、実際には小規模な金融機関が圧倒的に多く、連邦レベル、州レベル、市レベルそれにNPOを通じたきめ細かい地域金融政策がとられている。地域金融を担当している金融機関は、リージョナルバンク（日本の地方銀行に相当）、貯蓄金融機関、コミュニティ開発金融機関（Community Development Financial Institutions: CDFIs）、それに地域金融参入を目指す大手金融機関である⁴⁾。

中でも重要な役割を果たしているのが米国版NPOのCDFIsである。CDFIsは各地域を基盤として運営されていた民間金融機関の総称であって、コミュニティ開発銀行、地域開発信用組合、NPO法人によって構成されているが、政府、銀行、財団などから資金を調達してそれをNPOや社会的企業（社会的目的を有する営利企業）に融資することで、コミュニティ開発を促進している。

CDFIsを支えてきたのが、1977年に制定された地域再投資法（Community Reinvestment Act: CRA）である。人種的な貧困問題に悩む連邦政府が地域の資金を地域に回すように民間金融機関を誘導することが、その目的であった。

連邦政府の開発金融政策は、CDFIsファンド（Community Development Financial Institutions Fund）と新市場税額控除（New Market Tax Credit: NMTC）プログラムを軸にしているが、いずれも民間資金をコミュニティ開発に誘導するものであった。このうち、1994年に設置されたCDFIファンドには、CDFIが認定したCDFIを対象にした財政支援補助金と認定CDFIおよび認定CDFIを目指す団体を対象にした経営支援補助金がある。さらに、2000年には、新市場税額控除プログラムが創設されている。このプログラムも民間の資金を誘導する目的を有しているが、コミュニティ開発団体（Community Development Entities: CDE）に投資した納税者に対して、連邦所得税を軽減する制度である。

その後、2008年には、バングラデシュのグラミン銀行のしくみを活用したグラミン・アメリカが設立されている。5人一組の連帯保証を条件とする代わりに無担保の小口金融を営むグラミン・アメリカは、先進国が発展途上国の金融システムを取り入れた特異な事例であるが、2009年に

4) 小関隆志（2010）1-5頁および中本悟（2013）7-17頁を参照。

CDFIs としての認可を受けている⁵⁾。さらに、2012年に、規制緩和を通じて小規模事業の資金調達を促進し、雇用と成長を高める新興企業促進法 (Jumpstart Our Business Startups: JOBS) が制定されている。その結果、一定条件の下で⁶⁾、一般市民の出資によって未公開株を獲得する株式型クラウドファンディングが可能になった。この規制緩和を一層進めるのが2017年に公表 (下院で可決) された金融選択法であるが、地域経済への資金供給の道が拓かれようとしている。

2) 中国のフォーマル金融機関とインフォーマル金融機関

中国の実体経済は主に中小企業、農家によって構成されている。2012年時点で企業数は820万、そのうち、785万すなわち96%がマイクロ・小企業であった。本稿は、中堅企業と小規模事業を含め単に中小企業としているが、この範疇に相当する企業および事業数のシェアは98%、大企業は2%であった。中小企業の95%は民間所有であったが、国営企業よりも高い総資産利益率 (ROA) を維持していた。中小企業 (ほとんどが民間企業) は圧倒的な登録企業数を占めただけでなく、中国の市場志向型改革に貢献してきた。加えて、労働力の65%を雇用、GDPの60%を生み出している。それにもかかわらず、大企業が商業銀行貸出の80%を受け取っている⁷⁾。

しかし、これまでも、中小企業金融を活性化する改革が行われなかったわけではない⁸⁾。

5) グラミン・アメリカのビジネスモデルは、①担保を持たない貧困層がアクセスできるマイクロファイナンスであること、②グループの構成員が連帯保証の義務を負うわけではないが、仲間が期限通りに返済できるようにサポートないしプレッシャーをかけるグループ・レンディングである。そして、融資が認められるためにはグループ全員の賛成を要件とするので、融資に対して道義的責任を感じるメンバーの相互チェックを通じた取引コスト削減効果が生じること、③グラミン・アメリカは借り手のローン返済状況を信用情報機関エクスペリアン (Experian) に報告するので、メンバーは信用履歴を形成・強化し、将来、銀行などの金融サービスにアクセスする機会を得ることができるようになること、④タンス預金に比べ安全な場所になり、貯蓄習慣が付き、高利貸しに頼る必要がなくなること、⑤融資事前の5日間で、金利、元金、融資商品、信用履歴などの研修を受けるので、金融リテラシーが向上すること、⑥借り手の女性に啓発機会を与えるだけでなく、子供にもインパクトを与えることによって貧困の連鎖を断ち切り、さらにグラミン・アメリカが核になってコミュニティや人々のつながりを形成、やがてネットワークを形成していくこと、これらの特徴を有する。管正弘 (2014) 98-109頁を参照。

6) ①発行体による投資家への売付総額が12か月間で100万ドル以下であること、②発行体による単一投資家への売付総額が12か月間で、投資家の年収または純資産が10万ドル未満の場合は、2,000ドルまたは年収または純資産の5%相当額のいずれか大きい方を超えないこと、同様に、投資家の年収もしくは純資産が10万ドル以上の場合は、年収もしくは純資産の10%相当額 (ただし、上限10万ドル) を超えないこと、③クラウド・ファンディング取引が要件を遵守するブローカーもしくはファンディング・ポータルを通じて行われること、④発行会社が要件を遵守すること。神山哲也 (2013) 183-185頁による。

また、タイトルⅠからⅤで構成され、クラウドファンディング (タイトルⅢ) を含む JOBS 法については、上野まなみ・鳥毛拓馬 (2018) 2-6頁を参照。

7) Tsai, K.S. (2017) pp. 2005-2008. ただし、国家統計局 (National Bureau of Statistics: NBS) 資料による。

8) 岸真清 (2019) 102-105頁。

中小企業の発展が政策目標に掲げられるようになった2000年代に入ると、従来のシステムでは急速に発展する中小企業の資金ニーズを満たすことが難しくなり、金融改革が実施されることになった。改革は、銀行、ノンバンク、株式・債券市場で行われてきた。しかし、ここでは、米国のケースと同様、ノンバンク改革を対象にする。ただし、米国と異なって、ノンバンクのうち、中小企業向け金融において重要な役割を果たし、クラウドファンディングと代替関係になると思われるインフォーマル金融機関を主とする。

第1に、地域経済活性化を目的とする銀行の組織改革は、フォーマル金融機関である大型国有商業銀行と地域金融機関で実施された。

まず、大型国有商業銀行に関しては、2003年の中華人民共和国中小企業促進法によって、大型国有商業銀行の支店を活用する中小企業金融支援策が実施された。代表的な支援策は、銀行の自主性を重んじながら、地域密着型の金融システムの構築を求める「三包一掛」貸出責任制度であった。この制度は、支店の融資責任者に貸出債権の管理・回収をまかせ、貸出収益に報奨金を与える一方、不良債権発生に対してはペナルティを課すことで、リレーションシップ・レンディングを円滑化するねらいを持っていた。しかし、分権化によって情報生産機能を高めるねらいも、国有銀行であるだけに官僚主義的な経営体質が抜けきらず、依然として伝統的な担保型融資に頼らざるをえなかった。

他方、地域金融機関の体力の強化または新しいタイプの金融機関の創設を通じた地域経済活性化が試みられている。フォーマル金融機関の中で中小企業融資を代表するのは、信用社（農村信用社と都市信用社）と都市商業銀行である。このうち、農村信用社は、農村商業銀行、農村合作銀行とともに農村合作金融機関を組織することで、農業融資だけでなく、企業融資を活性化している。また、都市信用社は大部分が商業化して都市商業銀行に改編され、中小商業銀行として株式制商業銀行とともに中小企業融資の円滑化が図られた。

第2に、ノンバンクが進展、改革されつつある。ここでは、ノンバンクのうち主にインフォーマル金融とマイクロローン会社を取り上げるが、それに先立って、表1を用いて、ノンバンクを鳥瞰してみよう。

機関化（組織化）の程度、中小企業向け貸出比率、登録数および規模から、次のように整理できる。

- ① 機関化の程度に従って、3つの段階に分類される。最も機関化された段階に含まれるのが、マイクロローン会社、質屋、銭荘、信用保証会社、信託会社などである。ある程度、機関化が進展しているのは合会（転回基金）、それにインターネット金融などである。最も機関化が遅れているのが、民間貸借、民間集資、貸金業者（高利貸）である。
- ② 中小企業向け貸出比率において、貸出比率が最も高いのが質屋の80%、それに次ぐのが信用保証会社の75.8%、マイクロローン会社の39%、信託会社の38.9%である。
- ③ 登録数と規模を見てみると、質屋は登録数8,108（2015年6月）、規模930億元（2015年6月）、信

表1 中小企業が活用するノンバンクの型

機関化は遅延	機関化がある程度進展	機関化が進展
<ul style="list-style-type: none"> ・ 民間貸借（友人，家族，ビジネス間・無利子無担保貸出） ・ 民間集資 ・ 貸金業者（高利貸） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 合会（転回基金） ・ 非政府投資アライアンス ・ 相互ローン保証ネットワークイ ンターネット金融 ・ クラウドファンディング ・ P2P 貸出プラットフォーム 	<ul style="list-style-type: none"> ・ マイクロファイナンス／ マイクロローン会社 ・ リース会社 ・ 信用保証会社 ・ 銭荘 ・ 質屋 ・ 信託&投資会社 ・ 農村共済基金 ・ 農村信用組合

出所) Tsai (2017) p. 2015を一部修正.

用保証会社は登録数7,898（2014年），規模1兆6,900億元（2013年），マイクロローン会社は登録数8,965（2015年9月），規模9,500億元（2015年9月），信託会社は登録数68（2015年6月），規模14兆3,700億元（2015年9月）であった。

- ④ 新しいノンバンク金融機関である P2P の登録数は2,520（2015年10月），規模3,500億（2015年10月），クラウドファンディングの登録数は218（2015年10月），規模670億元（2015年6月）であった⁹⁾。

これらの金融機関のうち，最近，注目を集めているのは，マイクロローン会社とクラウドファンディングである。将来，持続可能な経済に果たす中小企業の役割が認められるにつれ，担保不足，正規雇用，確認可能な信用履歴が不足している個人経営者や小規模事業に対してマイクロローンが行われるようになり，2010年以降，増加している¹⁰⁾。

しかし，マイクロローン会社は商業銀行と異なって預金を集めることができないので，投資家からの資本，寄付金，銀行借入（借入先は2銀行まで，自己資本の50%以下の資金に限定）を原資として貸出しするが，2010年創立の Ali Microloan と ZD クレジットがフロントランナーである。いずれも無担保貸出であるが，銀行借入金と貸出金利格差を収益にしている。

原資に関しては，中小企業が高いリスクを有し規制力が弱いという悪循環を断ち切るために，マイクロローンが米國小事業管理（Small Business Administration: SBA）によって保証されている米国の施策が参考になる。

次に，中小企業金融を補完してきた伝統的なインフォーマル金融を見てみよう。インフォーマル金融機関には，①友人・家族・企業間で無利子・無担保の貸出を行う貸借関係を示す民間貸借，②

9) 括弧内の年月は調査時点を表す。Tsai, K. S. (2017) pp. 2018-2023による。ただし，伝統的なインフォーマル金融である民間貸借，民間集資，貸金業者の登録数，規模，中小企業向け貸出，また新しいノンバンク金融機関の中小企業向け貸出比率は示されていない。

10) Wang, J. G. and Yang, J. (2006) pp. 2-13を参照。

企業が個人や企業を対象にインフォーマルに資金集める民間集資（民間集金）、③貸金業者（高利貸）、④日本の無尽に相当するコミュニティ金融である合会（転回基金）、④質屋、⑤両替、貸付、為替、手形、預け金などの業務を行う銭荘などが含まれる¹¹⁾。

組織化、機関化の程度の視点から、インフォーマル金融も3つのタイプに分類される。すなわち、機関化が遅れているのは民間貸借、民間集資、貸金業者である。それに対して、ある程度機関化が進んでいるのが合会、それにインターネット金融、さらに機関化が進展しているのは銭荘と質屋である。

これらインフォーマル金融の規模は大きい。たとえば、2003年時点のインフォーマル金融のシェアはフォーマル金融の18.8%であった。特に、民営経済が発展している浙江省温州市においては、インフォーマル金融の規模はフォーマル金融の40~60%を占めていた。企業の資金調達に関しては、インフォーマル金融は銀行融資の28.1%を占めていたが、中小企業の資金調達に限ると35.9%を占めていた。しかも、民間金融へのニーズは、上昇しつつある。固定資産投資の資金源から見ると、事実上インフォーマル金融である「自己調達・その他」は、80年代の50%台から2000年代に70%に高まり、2011年には80%を超えるに至っている。

インフォーマル金融が発展した代表的な例は、「福元運通」モデルである¹²⁾。「福元運通」は預金を扱わないが、フォーマル金融からの資金調達が難しい中小企業と家計を仲介する民間貸借専門機関である。すなわち、借り手の投資案の収益性、返済意欲、担保などに関する情報収集と審査を日々の生活、取引から得たりレーションシップの下で行うとともに、多数のさまざまな資金保有者を集め、貸借金額と金利条件を基準にした仲介を行う。

「福元運通」が順調に伸長した理由として、第1に、会員間の親密な信頼関係とそれを土台としたネットワークの形成を挙げることができる。日頃の活動の中で経営コンサルティングも加わり、貸手のリスクを軽減して、担保が不足する中小企業への貸出しを可能にする。つまり、強力なりレーションシップが情報生産機能、経営コンサルティング機能、信用保証機能を強化することになるので、情報の非対称性の緩和と取引コストの軽減を実現する。そして、市場の流動性と効率性の向上に貢献することになる。

第2に、政府の支援を挙げることができる。2005年以降、民間金融会社の金融サービス業への参入が緩和されたこと、さらに、2008年の「金融業よりサービス業の発展を加速するための若干の意見」公布の中で、民間金融組織を準金融サービス業としてその発展を進める旨のアナウンスが「福元運通」の支えになっている。しかし、預金業務が行うことが認められていないこともあって、中小企業の資金調達を満たす資金チャンネルが構築されたとはいえない。

11) 范立君（2013）74頁および159頁。

12) 同書、164-172頁。

陳によれば、インフォーマル金融の伸長が経済活動に及ぼす効果は、以下の通りである¹³⁾。

- ① インフォーマル金融機関による中小企業および農業向け資金供給は、フォーマル金融への資金偏在を緩和することで、経済効率を高める。
- ② 地域内での資金還流を促進することによって地域経済を活性化する。また、情報の優位性を活かすことで効率的に資金供給を行うことができる。
- ③ インフォーマル金融機関の発展に対抗するため、フォーマル金融機関側でもサービスの改善を工夫せざるをえなくなる。すなわち、フォーマル金融側での経営戦略の改善が中小企業向け資金供給を促すことになる。

この効果をさらに高める手段として、協業を通じインフォーマル金融機関をフォーマル化していく方法が考えられる。農村信用社や小型商業銀行などのフォーマル金融機関とインフォーマル金融の協業はすでに進展しているが、中国の伝統的な漸進主義に即した方法は、協業を通じたフォーマル化であった。実際、2006年の「社会主義新農村建設促進に関する中央政府国務院の意見」は、私有資本と外資の参入を認め、農家や農村部の中小企業の担保不足を緩和することで、個人、企業法人、集団法人などで設立した少額貸出制度の育成を目指した。

この改革が実施されるまでは、担保不足と高い取引コストがフォーマル金融機関の貸出を難しくしていた。最も生産的であり市場志向型でありながら中小企業の資金調達が制約される理由を、金融政策サイドと中小企業サイドに求めることができる。

金融政策サイドに関して、ツァイ (Tsai) は以下のように指摘する¹⁴⁾。

- ① 国営部門を維持し社会的安定を図る政治的関心が高く、国有銀行は大量の失業を避ける手段として国有企業に対するソフトローンを提供するように地方政府から圧力をかけられた。その施策の結果、中小企業は1990年代に高水準の不良債権を蓄積することになった。
- ② 国家発展政策における優先順位が低かった。
- ③ 資本集約的および不動産関連国有企業への融資のため、中小企業向け金融が抑圧されてきた。
- ④ 非国有銀行に資金供給する国有商業銀行の組織的および技術的能力が制約されていた。
- ⑤ 改革の初期の間、資本家ベンチャーを支持する党への政府資金を優先するため、中小企業への銀行貸出が制限された。

一方、中小企業サイドの課題について、ワン・ヤン (Wang and Yang) は、次のように指摘する¹⁵⁾。

13) 陳玉雄 (2010) 44-45頁。また、インフォーマル金融からインターネット金融への引継ぎについては、Funk, A.S. (2019) pp. 103-105を参照。

14) Tsai, K.S. (2017) pp. 2010-2012。なお、1990年代および2011年-2013年の2,700の民間企業を対象とした世銀調査によれば、銀行信用を持つのは25% だけであり、90% の企業が内部金融を用いていると回答している。

- ① 情報の非対称性が存在し、不確実性とリスクが高くなる。
- ② 中小企業の金融情報はフォーマットに沿って標準化された書類にされていない。
- ③ 資産規模が小さく、銀行借入のための担保が少ない。
- ④ 適切な信用記録がない。
- ⑤ 規模の経済が不足し、信用評価などに時間と経費を要する。

この状況の下で、中小企業はインフォーマル金融機関から短期資金を調達せざるをえなくなるが、その打開策として、フォーマル金融機関である地域商業銀行とインフォーマル金融の民間集資などとの協業が考えられる。と言うのも、商業銀行は市場ベースでの融資を行うので、担保、資金面の弱点を有するスタートアップ企業などへの融資を避けがちである。また、インフォーマル金融機関よりも正確な分析技術を有しているものの、行員1人当たりの経費はインフォーマル金融よりも高くなる。そこで、コミュニティを熟知したインフォーマルな少額貸出業者との協業が実現するならば、貸出コストを下げ、中小企業は恩恵を受ける可能性が生じることになる。

しかし、本稿は、商業銀行とインフォーマル金融の協業よりも、クラウドファンディングとの協業が拡大するものと想定している。その理由は、インターネットの不正操作が行われない限り、透明な取引の下で、市民、企業の直接参加の道を切り開くことになるものと思われるからである。

3. 中国型クラウドファンディング

(1) 株式型クラウドファンディング

融資の金利自由化が行われるようになった後でも、ノンバンクは中小企業の資金調達を容易にする重要な役割を果たしている。この状況は中国に限らず、米国にも当てはまる。しかし、米国のノンバンク金融機関にはNPOが深くかかわるなど、ノンバンクの組織に市民団体や市民の直接参加が実現している点で中国のケースと異なっている。その差異が、両国のクラウドファンディングの発展のスピードと型を定めているものと思われる。

この課題を論じるために、とりあえず、全世界の状況を見てみよう。2012年のクラウドファンディングによる資金調達は27億ドルに過ぎなかった。その構成は寄付型のシェアが最も高く49%、次いで、購入型および貸付型が共に22%であった。その他、株式型などは合わせて7%に過ぎなかった。地域別では、北米が16億ドル、欧州が9.5億ドルの分布であり、アジア地域など欧米地域以外ではクラウドファンディングがほとんど行われていなかった¹⁵⁾。

その後、2013年の61億ドル、2014年の162億ドル、2015年には344億ドルへと急成長を遂げてい

15) Wang, J.G. and Yang, J. (2016) p. VII.

16) 2012年のタイプ別規模とシェアは、神山哲也(2013) 175-177頁による。

表2 全世界のクラウドファンディング

単位：億ドル

クラウドファンディングの型	規 模	
	2014年	2015年
寄付型	19.4 (12.0)	28.5 (8.3)
購入型	13.3 (8.2)	26.8 (7.8)
貸付型	110.8 (68.3)	251.0 (73.0)
株式型	11.1 (6.8)	25.6 (7.4)
ロイヤリティ型	4.9 (3.0)	4.1 (1.2)
混合型	2.7 (1.7)	8.1 (2.4)
合計	162.2 (100.0)	344.4 (100.0)

注) 括弧内は構成比 (%)。

出所) Massolution Crowdfunding Industry (2016) より作成。

る。2014年と2015年のクラウドファンディングの型と規模は、表2のようである。貸付型が最も多く、72.8%に相当する251億ドルであった。それに寄付型の28億5,000万ドル（シェア8.3%）、購入型の26億8,000万ドル（シェア7.8%）、株式型の25億6,000万ドル（シェア7.4%）が続いている。

しかも、それぞれの型ごとの増加が顕著である。2014年と比べただけでも、特に株式型と貸付型の急増が目立っている。株式型の場合、米国において2012年4月のJOBS法（新興企業促進法）によってクラウドファンディングが証券法の適用除外を受けられるようになったことが、北米全体の規模を押し上げる結果につながっている。

一方、2015年の規模を地域別に見てみると、北米は172億5,000万ドルで最も多く、次いで、アジアの105億4,000万ドル、欧州の64億8,000万ドル、オセアニアの6,860万ドル、南米の8,574万ドル、アフリカの2,416万ドルと続いているが、アジアの規模が大きなことが目立っている。

これらのことから、北米、アジアそれぞれの牽引者である米国と中国のクラウドファンディングの規模の大きさを推測できる。目下、最大の規模を有している米国の構成において、寄付型のクラウドファンディングのシェアは2011年の49%から2015年の8.3%に低下しているものの、かなりの重みを有しているものと考えることができる。

他方、中国の状況はどうであろうか。アジアのクラウドファンディングを牽引しているのは中国のクラウドファンディングであるが、2025年までに500億ドルに到達すると予測されている¹⁷⁾。

クラウドファンディングの2016年以降の包括的なデータおよびタイプごとの金額ベースデータは得られなかったが、プラットフォームの趨勢から中国のクラウドファンディングの特徴を捉えることにする¹⁸⁾。

17) World Bank Report. ただし、Funk, A.S. (2019) p. 1. による。

18) プラットホームに関連するデータは、Wang, J.S. and Yang, J. (2016) p. 153による。なお、その他の

2011年にインフォーマル金融として初めて導入されたにもかかわらず、クラウドファンディングのプラットフォーム（運営者）数は2014年の142カ所から2015年の235カ所に増加している。2015年時点のタイプ別のプラットフォーム数と構成比は以下のようである。

最も多いのが、2014年に「株式型クラウドファンディングに関する規制案」によって公式にフォーマル金融と認可されたばかりの株式型クラウドファンディングであって、98カ所に存在し、プラットフォーム全体の46.5%を占めていた。次いで、購入型プラットフォームが67カ所、構成比31.8%であったのに比べて、寄付型プラットフォームは4カ所だけであり、構成比もわずかに1.9%に過ぎなかった。

また、これら3者のプロジェクト数は、購入型が9,830件、株式型が4,876件、寄付型が2,976件であった。しかし、逆に、各プロジェクトへの投資家数は、寄付型603万人、購入型が426万人であるのに対して、株式型は2万8,000人に過ぎなかった。したがって、プロジェクトごとの平均資金は、株式型が200万人民币元、購入型が16万5,000人民币元、寄付型が10万人民币元であった。プロジェクトごとの投資家数は少ないが投資額が多い株式型クラウドファンディングは、総資金の60.7%を占め、中小企業の資金調達で最も重要な役割を果たしていることになる¹⁹⁾。

ファンク（Funk）は、インターネットの副部門としてグローバル金融危機後にスタートした欧米のクラウドファンディングと異なり、中国の場合は当初から企業家の取引手段として登場していると指摘する。両者のまったく異なったスタートを強調しながら、中国のクラウドファンディングが急速に上昇した理由を論じる²⁰⁾。

第1の要因は、フォーマル金融部門の発展が遅れていた中で、それをカバーしたことによる。すなわち、中小企業は相対的に整備が進んだインフォーマル部門から資金調達していただけたこと、もともとインフォーマル金融から出発したクラウドファンディングにスムーズに切り替えることができたことによる。

第2に、透明性が高く回転が速い環境の中で、情報コストと取引コストを減らすことが可能であったことによる。インターネットを通じて、小さな投資家が投資機会を持ち、小口の資金需要を満たす可能性を高めたが、小さな主体の参加が制度を分権化し、需給を調整することによって、社会全体のコストを下げることになった。言い換えると、フォーマル金融が特定の顧客に偏りがちな

データに関しては、Wang, J.S. and Yang, J., Funk, A.S., Massolution Crowdfunding Industry の三者と Tsai のそれが異なっている場合には、前三者のデータを引用することにした。

しかし、日本に限れば、2016年度の構成比も得られる。2016年度のクラウドファンディングの構成において圧倒的に多かったのが、シェア90.3%を占めた貸付型であった。それにシェア8.4%の購入型、0.8%の寄付型、0.5%のファンド型が続いたが、株式型は0.1%に過ぎなかった。矢野経済研究所（2018）。

19) 米国の JOBC 法と異なって、保証は付いていない。Wang, J.S. and Yang, J. (2016) p. 153.

20) 新制度経済学派の主張に基づく。Funk, A.S. (2019) pp. 3-4および p. 216を参照。

サービスを改善する一方、インフォーマル金融の不透明さをカバーできたことによる。

第3に、2014年の「金融安定報告（Financial Stability Report of 2014）」において、クラウドファンディングなどインターネット金融の発展と監視について明示されているように、クラウドファンディングを支援することで伝統的なインフォーマル金融および独占的なフォーマル金融のそれぞれと競争させ、金融改革を図る政府の意図に沿っていたことにもよる。

要するに、未発達なフォーマル金融部門、確立したインフォーマル部門、動態的なインターネット部門のトライアングルが、クラウドファンディング急増の要因になっていたと言えよう。

（2）地方創生に向けて——むすびに代えて——

地方創生の推進者である中小企業の資金調達にとって、株式型クラウドファンディングが特に重要な役割を果たすものと思われる。しかし、前述したように、中国と米国において、クラウドファンディングそのものが始まった時期も動機も異なっていた。米国では、2000年代に入って、IndieGoGo、Kickstarterなどの寄付型を軸にして、クラウドファンディングが本格化し始めた。その後、金融危機を経験、またIPOの低迷をカバーすべく、2012年に制定されたJOBS法制定によって、一般の小口投資家が株式型クラウドファンディングに参加する道が開かれた。

他方、2011年にクラウドファンディングが導入されたばかりの中国では、2014年12月にフォーマル金融として認可され、株式型クラウドファンディングが始まった。その後のプラットフォーム数から判断しても、短期間のうちに飛躍的な成長を見せている。その原動力になっているのが中小企業の旺盛な資金需要と個人投資家およびインフォーマル金融とかかわりを持ってきた投資家の資金であると推測できる。

これまでの経緯を振り返ってみると、国有商業銀行と国営大企業の結び付きが強い中で、中小企業の資金調達を補完してきたのがインフォーマル金融であった。インフォーマル金融は公認されていないだけで、むしろフォーマル金融よりも市場メカニズムが機能する整備された市場であったので、政府もそれを黙認ないし活用してきた。

その肩代わりをしようとしている株式型クラウドファンディングは、もともとインフォーマル金融であったこともあって、中小企業者が溶け込みやすい素地があった。また、インターネットを通じる透明性が取引コストと情報コストを低める機能も持っていた。しかも、eコマースやメディアの回転の速い取引を活用できたこと、さらに従来型の金融システムの改革に活用する政府の方針の下、株式型クラウドファンディングが急拡大することになった。

株式型クラウドファンディングと伝統的なフォーマル金融機関およびインフォーマル金融機関との競合は中国の金融システムの改革を促すことになろうが、地方創生に関しては、地域金融、ニッチ分野での競争に期待が掛かることになる。そして、営利型の中小企業が技術革新に成功して新たな事業を開始する場合には、新しい地域金融が資金需要に応えることになる。

また、コミュニティビジネスには、中小企業やベンチャービジネスのような営利型のビジネス以外に、医療・介護、環境関連事業、教育などの非営利型のソーシャルビジネスが存在している。最近、ソーシャルビジネスも、補助金、寄付に頼るだけでなく、組織を持続するのに必要な収益をみずから獲得するか、さらに収益を生み出すビジネスに成長する動きが見られるようになってきている。ソーシャルビジネスの成長を見込んで、スタートアップ段階の事業に対する投資が増加するものと思われる。

コミュニティの日常生活や雇用に必要な営利型の中小企業やソーシャルビジネスを育てたいとの認識が共有されるようなケースでは、株式型だけでなく、寄付型あるいは両者を混合するタイプのクラウドファンディングが増える可能性も生じる。この傾向が強まるならば、中国と米国間のクラウドファンディングの構成が収斂する可能性さえ生じることになる。

しかし、株式型クラウドファンディングには、リスクが存在している。投資とりわけ小口投資を促す規制緩和と投資家保護の衝突は、絶えることのない課題である。特に、地方創生に向けた活用を重視しようとするならば、ボトムアップの考え方が鍵になる。投資家保護とボトムアップの意志決定に関して、若干の提案をしておこう。

第1に、ゆるみのない投資家保護政策が不可避と思われる。投資家を脅かすのは、詐欺リスク、元本返済の補償、投資先の破産などである。インターネットを活用したとしても、情報の非対称性が解決されるわけではない。米国のJOBS法に記載されているように、投資を保証するような法律制定が必要と思われる。

地域、国内だけでなく、世界の地域と地域を結ぶインターネットであるだけに、今後、さまざまな不正行為が生じる危険性も起こりえる。問題が生じるたびに、新たな国際基準をベースとするルールの策定が必要になる。

第2に、インターネット社会であっても、ボトムアップの考え方が重要である。共感を持ち信頼を置ける参加者を重視するなど、地域を基盤とする取引を軸とすることが望まれる。株式コミュニティ制度がその一例であるが、地域に根ざした企業の資金調達を促進する目的を有するしくみ作りが重要になる。株式コミュニティ制度のように、未公開株を特定の投資家に勧誘することが可能になれば、株式クラウドファンディングの弱点である未公開株の低い流動性を高めるはずである。さらに、小口の多数の個人投資家の資金を呼び込む可能性も高まりそうである。

それを実現するためには、たとえば、クラウドファンディングのプラットフォームと商業銀行とりわけ地域金融機関との協業が有効ではないのだろうか。商業銀行はもともと情報生産機能（情報収集、審査、モニタリング）に強いはずである。運業者であるプラットフォームとの連携によって、銀行とプラットフォーム双方の営業コストを削減し、収益を上げることができるとと思われる。そうなれば、地域を基盤とするプラットフォームが巨大なeコマースやメディアに巻き込まれることなく、地域独自の魅力的なプロジェクトや金融商品を生み出すコミュニティ・地域経済重視の経営を可能

にするものと考えられる。

そして、当初からグローバル化を目指したグローバル型プラットフォームと、地域発のグローバル化につながる地域密着型プラットフォームが共存する多様化社会が到来するものと期待される。

参考文献

- 上野まなみ・鳥毛拓馬 (2018) 「米国の IPO に関わる規制見直しの動き」, dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180302_012800.pdf (2019.6.21 アクセス).
- 小関隆志 (2010) 「英米のコミュニティ開発金融政策と、日本に与える示唆」国土審議会政策部会国土政策検討委員会 新しい公共検討グループ (第3回), mlit.go.jp/common/000127526.pdf (2016.6.21 アクセス).
- 神山哲也 (2013) 「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」, nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013spr12.pdf (2019.6.21アクセス).
- 管正弘 (2014) 『構想 グラミン日本—グラミン・アメリカの実践から学ぶ先進国型マイクロファイナンス』, 明石書店.
- 岸真清 (2018) 「地方創生の内発的発展アプローチ」, 『商学論纂』(中央大学) 第59巻第5・6号.
- 岸真清 (2019) 「私募債と中国の中小企業—日本の経験を参考にして—」, 『経済学論纂』(中央大学) 第59巻第3・4号合併号.
- 陳玉雄 (2010) 『中国のインフォーマル金融と市場化—中国型リレーシヨシップ・レンディングの展開の実情と課題』, 麗澤大学出版会.
- 中本悟 (2013) 「アメリカにおける低所得コミュニティの開発と金融」, jsie.jp/Annual_Meeting/2013f_Yokohama_n_Univ/pdf/8_3%20fp.pdf (2019.7.18アクセス).
- 范立君 (2013) 『現代中国の中小企業金融』, 時潮社.
- 矢野経済研究所 (2018) 「2017年の国内クラウドファンディング市場規模は新規プロジェクト支援ベースで前年度127.5%増の1,700億円」, moneyzine.jp/article/detail/215660 (2019.6.16アクセス).
- Funk, A. S. (2019) *Crowdfunding in China: A New Institutional Economics Approach*, Springer Nature Switzerland.
- IMF (2018) *International Financial Statistics*.
- Massolution Crowdfunding Industry (2016) *Massolution Crowdfunding Industry 2015 Report*, crowdex-pert.com/crowdfunding-industry-statistics/ (2019.6.3アクセス).
- Tsai, K. S. (2017) “When Shadow Banking Can Be Productive: Financing Small and Medium Enterprises in China”, *The Journal of Development Studies*, Vol. 53, No. 12 (Dec.).
- Vázquez-Barquero, A. (2010) *The New Forces of Development: Territorial Policy for Endogenous Development*, Singapore, World Scientific.
- Wang, J. G. and Yang, J. (2016) *Financing Without Bank Loans: New Alternative for Funding SMEs in China*, Singapore, Springer.

(中央大学名誉教授 経博)