第６章　国内外の株式投資型クラウドファンディングの新展開

松尾　順介

はじめに

リーマンショック以降10年余りが経過し，国内外の証券市場において様々な変化が見られた。なかでも内外の証券市場において株式投資型クラウドファンディングが導入され，非上場株式に個人投資家の小口資金が投入されるチャネルが開かれたことは，単に個人投資家の選択肢の広がりというだけでなく，中小企業金融やベンチャー・ファイナンスの観点からも注目される。また，リスクマネー供給という政策課題にとっても重要なチャネルであると位置づけられる。

本章では，海外の株式投資型クラウドファンディングの拡大について，英国および米国を中心に紹介した上で，国内のクラウドファンディングについて考察する。

Ⅰ．海外の株式投資型クラウドファンディング

クラウドファンディングの世界的な規模については必ずしも明らかではなく，管見の限りでは，過去に massolution.com によって “2015CF Crowdfunding Industry Report” が刊行され，かなり詳しい調査報告が示されたが，その後このような詳しい調査報告は見当たらなかった。そのような状況の中で，University of Cambridge Judge Business School の Cambridge Centre for Al-

ternative Finance（CCAF）によって，2020年４月，“The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report: Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models”と題された，240頁におよぶ浩瀚な報告書が公表されたことは，クラウドファンディング市場の世界的な動向を考察するうえで有益である。

同報告書は，180以上の国と地域の1,200を超えるプラットフォーム事業者に対して調査が実施されており，地域別や種類別のデータを含むとともに，市場の実態について様々な角度から興味深い調査が行われている。ここで示された結果は，今後の国内クラウドファンディングについて展望する際の手がかりを提供するものと思われる。したがって，この報告書から株式投資型クラウドファンディングに関連する調査結果を紹介し[1)]，それを基に今後の国内市場について考察を試みる。

1. 世界的な概観

（１） 世界全体の規模

2018年の全世界のオルタナティブファイナンス全体の規模は，3,045億ドルに達したとされる。ただし，中国市場の落ち込みによって市場規模は2017年の4,190億ドルから27％減少した。したがって，中国を除くと，2017年600億ドルから2018年890億ドルへと48％増加している[2)]。このことからも明らかなように，世界の国別シェアでは，中国の市場が群を抜いており，2018年の市場規模は2,153.7億ドルで，世界市場の約71％を占めている（図表6-1参照）。なお，中国のオルタナティブファイナンスの主流は貸付型であるとされる。第二位は米国の610億ドル（20％），第三位は英国の104億ドル（3.4％）となっており，これだけで94.4％に達している。以下は，ニュージーランド18億ドル，インドネシア14.5億ドル，ドイツ12.7億ドル，オーストラリア11.6億ドル，日本10.7億ドルである。これをみると，日本の市場規模は，世界的な規模からみるととるに足らない規模であり，米英などに比しても大きく遅れていることがわかる。

図表6-1　世界のオルタナティブファイナンス市場規模（億ドル）

	2015年	2016年	2017年	2018年
世界全体	1,390	2,900	4,190	3,050
中国以外	440	470	600	890
中国以外の成長率（%）		6.8	27.7	48.3

〔出所〕The Centre for Alternative Finance（CCAF）［2020］, p34をもとに作成。

（２）　種類別の市場規模

種類別の市場規模をみると，消費者向けのP2P市場型貸付の割合が最も高く，2018年は1,952.9億ドルを占めている。これは市場全体の64％に達している。また，事業者向けP2P市場型貸付は，それに次いでおり，503億ドル，約17％である。両者を合計すると，約８割は貸付型であることがわかる。他方，株式投資型は15.2億ドル，0.5％に過ぎず，中国を除外しても1.7％である（図表6-2参照）。

（３）　国別の特徴

国別の特徴をみると，まず中国は負債型の総額が2,153.7億ドルに対して株式投資型は2,218万ドルにすぎず，非投資型に至っては579万ドルと低調である。次に，米国は負債型576.7億ドルに対して株式投資型25.5億ドルであり，一国の市場規模としては最大である。さらに，英国は負債型93.1億ドルに対して，株式投資型8.7億ドルであり，その比率が高いことがわかる。地域別にみると，欧州は負債型66億ドルに対して株式投資型8.8億ドル，中国以外のアジア太平洋地域は負債型53.4億ドルに対して株式投資型５億ドルとなっている。

（４）　事業者向けクラウドファンディングの規模

事業者向けクラウドファンディング市場規模の推移について，2015年600億ドル，2016年1,100億ドル，2017年1,530億ドルと増加し，2018年は中国市場の下落によって800億ドルとなった。ただし，中国を除外すると，それぞれ120億ドル，170億ドル，210億ドル，310億ドルと増加し，３年間に2.5倍以上の増加となっている。この間の国および地域ごとの推移をみると，米国およびカナダは70億ドル，90億ドル，107億ドル，158億ドルと2.3倍，英国は６億ドル，12

図表6-2　世界全体の種類別の市場規模（2018年，単位：百万ドル，％）

	世界全体		中国以外	
	金額	割合	金額	割合
消費者向け P2P 市場型貸付	195,000	64.2	32,000	36.1
事業者向け P2P 市場型貸付	50,000	16.5	8,000	9.0
不動産向け P2P 市場型貸付	6,000	2.0	4,000	4.5
消費者向けバランスシート・レンディング	10,000	3.3	9,000	10.2
事業者向けバランスシート・レンディング	21,000	6.9	15,000	16.9
不動産向けバランスシート・レンディング	11,000	3.6	11,000	12.4
インボイス取引	3,200	1.1	2,500	2.8
負債型クラウドファンディング	852	0.3	844	1.0
株式投資型クラウドファンディング	1,515	0.5	1,509	1.7
不動産向けクラウドファンディング	2,959	1.0	2,942	3.3
収益分配	398	0.1	398	0.4
購入型クラウドファンディング	877	0.3	871	1.0
小型社債	333	0.1	95	0.1
コミュニティシェア	95	0.0	95	0.1
その他	414	0.1	414	0.5

〔出所〕The Centre for Alternative Finance（CCAF）［2020］, p39をもとに作成。

億ドル，19億ドル，26億ドルと4.3倍となった。また，アジア太平洋地域は７億ドル，11億ドル，22億ドル，35億ドルと５倍となり，さらに欧州は６億ドル，12億ドル，19億ドル，26億ドルで4.3倍となっており，中小企業やスタートアップ企業の資金調達における役割が高まっていることがわかる。他方，これを負債と株式に大別すると，中国を除外した金額では，負債279億ドル（91％）に対して株式25億ドル（８％）となっている。また，負債の内訳は，米国56％，英国18％，中国以外のアジア太平洋地域11％，欧州８％である一方，株式の内訳は，英国34％，米国34％となっている。

（５）　機関化

機関化については，米国が最も高く88％，次いでカナダ54％，英国50％，ラテンアメリカ49％，欧州41％，アジア太平洋地域36％などとなっている。また，種類別では，消費者向けバランスシート・レンディング93％，消費者向けP2P 市場型貸付83％，事業者向けバランスシート・レンディング68％，事業者向け P2P 市場型貸付57％と高い水準となっているのに対し，株式投資型23％であり，機関化は相対的に低位にとどまっている。

（６）　イノベーション

イノベーションについては，各プラットフォームの１年以内のビジネスモデル上の変更の有無を調査している。市場型貸付については，重要な変更有11～17％，軽微な変更有９～27％となっており，変更なしは59～74％であるのに対し，バランスシート・レンディングについては，重要な変更有15～58％，軽微な変更有17～35％で，変更なしは25～58％となっており，バランスシート・レンディングのほうがよりビジネスモデルの変更を積極的に行っていると思われる。その一方，株式投資型については，重要な変更有16％，軽微な変更有51％，重要な変更なし33％となっており，３分の２のプラットフォームは何らかの変更を加えていることがわかる。

（７）　投資家の所得層

投資家の所得層についてみると，株式投資型では，英国の場合，上位層84％，中位層16％，米国の場合，上位層88％，中位層９％，低位層３％となっている。これとは対照的に，消費者向け P2P 市場型貸付では，英国の場合，上位層45％，中位層55％であり，米国では上位層12％，中位層82％，低位層６％となっている。

（８）　ジェンダー

ジェンダーについては，株式投資型では，女性の割合は資金調達者22％，資金提供者21％となっている。これに対し，消費者向け貸付は資金調達者の42～43％，資金提供者の22～35％，さらに寄付型や購入型では，資金調達者の47～70％，資金提供者の43～49％が女性である。

（９）　規制

現行規制に対するプラットフォーム運営者の受け取り方についてみると，英国の場合，株式投資型では，適切かつ妥当84％，過剰規制３％，緩すぎる３％となっている反面，米国の場合は，適切かつ妥当72％，過剰規制25％となっている。

2. 英国の株式投資型クラウドファンディング

欧州のオルタナティブファイナンス市場は，2013年15億ドルから2018年181億ドルへと12倍に成長した。なかでも英国市場は，2015年49億ドルから2018年104億ドルへと増加し，欧州の約６割を占めている。英国以外の国々をみると，ベネルクス18億ドル，ドイツ13億ドル，フランス９億ドル，北欧８億ドル，バルト３国５億ドル，イタリア５億ドルなどであり，英国が突出していることがわかる。また，株式投資型に限定しても英国が突出しており，英国４億8,470万ドルに対して，フィンランド6,700万ドル，スペイン4,840万ドル，ドイツ3,700万ドルなどであり，英国以外の合計は２億7,810万ドルであり，英国の占める割合は，63.5％となっている。

以下，英国の現況をみてみよう。

（１）　英国の種類別クラウドファンディング

英国のクラウドファンディングを種類別にみると，事業者向けP2P市場型貸付が最も多く25億ドル（23.8％）であり，以下は消費者向けP2P市場型貸付21億ドル（20.0％），不動産向けP2P市場型貸付18億ドル（17.1％），事業者向けバランスシート・レンディング９億ドル（8.6％），インボイス取引９億ドル（8.6％），消費者向けバランスシート・レンディング６億ドル（5.7％），負債型クラウドファンディング５億ドル（4.8％），株式投資型クラウドファンディング５億ドル（4.8％）となっている。英国においても，貸付型は消費者向けと事業者向けを合計すると，6.1億ドルであり，58％を占めている（図表6-3参照）。

（２）　クラウドファンディングによる中小企業・ベンチャー企業の資金調達

英国では，クラウドファンディングによる中小企業の資金調達額は年々増加

図表6-3　英国の種類別の市場規模（2018年，単位：10億ドル，％）

	金額	割合
事業者向け P2P 市場型貸付	2.5	23.8
消費者向け P2P 市場型貸付	2.1	20.0
不動産向け P2P 市場型貸付	1.8	17.1
事業者向けバランスシート・レンディング	0.9	8.6
インボイス取引	0.9	8.6
消費者向けバランスシート・レンディング	0.6	5.7
負債型クラウドファンディング	0.5	4.8
株式投資型クラウドファンディング	0.5	4.8
不動産向けクラウドファンディング	0.3	2.9
その他	0.1	1.0
収益分配	0.1	1.0
不動産向けバランスシート・レンディング	0.1	1.0
購入型クラウドファンディング	0.1	1.0
合計	10.5	100

〔出所〕The Centre for Alternative Finance（CCAF）［2020］, p80をもとに作成。

しており，2015年34億ドル，2016年49億ドル，2017年56億ドル，2018年60億ドルとなっている。ちなみに，同じ期間の英国を除いた欧州全体の金額の推移は，それぞれ5.95億ドル，12.46億ドル，18.75億ドル，26.24億ドルであり，英国の割合は，それぞれ85.1％，79.7％，74.9％，69.6％であり，約75％を英国が占めていることがわかる。ここでも英国の数値が突出している。

（3）　シードおよびベンチャー企業の資金調達に占める株式投資型クラウドファンディングの割合

英国内においては，シード段階の企業やベンチャー企業の資金調達においてもクラウドファンディングが存在感を発揮している。2016年には，シードおよびベンチャー企業の資金調達額15.74億ドルに対して，株式投資型クラウドファンディングの資金調達額は2.74億ドルであり，17.4％に達している。その後，シード段階の企業やベンチャー企業の資金調達額がほぼ倍増したために，株式投資型クラウドファンディングの割合は減少したものの，2018年11.4％であ

り，かなりの存在感を示している。また，ベンチャーキャピタルの出資額と比較すると，2018年の数字は得られないものの，2016年は株式投資型クラウドファンディングがベンチャーキャピタルを上回っていることがわかる。2017年は，ベンチャーキャピタルが上回っているが，それでも株式投資型クラウドファンディングは72％となっており，ベンチャーキャピタルに比肩する規模といえる（図表6-4参照）。

（４）　事業者向け資金調達に占める P2P 貸付の割合

貸付型クラウドファンディングについても貸付型クラウドファンディングはかなりの存在感を示している。中小企業向け貸付では，10％を上回る比率に達しており，小規模事業においては，３割近くに達していることがわかる（図表6-5参照）。

（５）　機関化

近年のクラウドファンディングにおける顕著な変化として，機関化が挙げられるだろう。欧州各国のプラットフォームの機関化をみると，ベネルクス81％，イタリア68％，ドイツ48％，英国32％，リベリア24％，イベリア24％，北欧20％などとなっており，欧州全体で29％となっている。また，種類別では，インボイス取引62％，事業者向け P2P 市場型貸付53％，負債型クラウドファンディング53％などとなっており，かなり高い割合を示す一方，株式投資

図表6-4　シードおよびベンチャー企業の資金調達と株式投資型クラウドファンディング（百万ドル，％）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
シードおよびベンチャー企業の資金調達（A）	563	522	874	1,574	1,566	2,580	3,165
ベンチャーキャピタルの出資額（B）	343	298	293	344	246	463	–
株式投資型クラウドファンディング（C）	4	28	84	245	272	333	363
C/A	0.7	5.4	9.6	15.6	17.4	12.9	11.5
C/B	1.2	9.4	28.7	71.2	110.6	71.9	–

〔出所〕The Centre for Alternative Finance（CCAF）［2020］, p85をもとに作成。

図表6-5　銀行貸付と貸付型クラウドファンディング（10億ドル，％）

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
企業向け銀行貸付（A）	38	43	54	58	59	57	57.7
中小企業向け新規貸付（B）	18.2	20.5	22.7	19.9	18.3	21.4	22.0
小規模事業向け新規貸付（C）	6.6	6.3	6.4	6.7	6.9	6.98	9.2
事業者向け P2P 貸付（D）	0.06	0.19	0.75	0.88	1.20	2.04	2.6
D/A	0.2	0.4	1.4	1.5	2.0	3.6	4.5
D/B	0.3	0.9	3.3	4.4	6.6	9.5	11.8
D/C	0.9	3.0	11.7	13.1	17.4	29.2	28.3

〔出所〕The Centre for Alternative Finance（CCAF）［2020］, p86をもとに作成。

型クラウドファンディングは７％にとどまっている。英国だけに限定したデータは掲載されていないが，株式投資型クラウドファンディングの分野では，英国の割合が突出して高いことを考えると，この数値は英国の実態を強く反映していると思われる。したがって，英国の株式投資型クラウドファンディングにおいても，機関化の割合はそれほど高くなく，個人投資家が中心的な担い手となっているものと判断できる。

（６）　イノベーション

プラットフォームのイノベーションについては，ビジネスモデルのイノベーションと提供する商品やサービス内容のイノベーションについてデータが挙げられており，英国数値をみると，ビジネスモデルに関しては，重要な変更有24％，軽微な変更有29％，変更なし47％となっており，過半数のプラットフォームは何らかの変更を加えている。これは，アイルランドの43％に次いで低い数値となっており，アイルランドを除くと，英国は欧州で最もビジネスモデルに積極的に変更を加えていることを示す結果となっている。また，商品・サービスのイノベーションについても，英国は重要な変更有26％，軽微な変更有39％，変更なし35％となっており，アイルランドを除くと最も積極的な変更を加えていることを示す結果となっている。

（７）　国際化

欧州の場合，国境を越えた資金フローがみられるようであるが，その割合は

国や地域によって大きな差がある。例えば，バルカン，バルチック，東欧，CIS などでは，資金の国際的な流出入が高い割合を占めており，60％～90％台の数値を示しているが，英国は流入20％，流出13％とかなり低位である。したがって，英国のクラウドファンディングの担い手は，国内の投資家である。また，プラットフォームの国際化戦略についても，戦略なし55％と過半数を占めている。

（８）　規制

各国のプラットフォーム運営者に対して，規制当局の規制が適切かどうかを調査しており，適切かつ妥当，不十分で不適切，過剰規制などの回答が集計されている。英国の場合，負債型モデルは，適切かつ妥当83％，不十分で不適切８％，過剰規制３％と回答している。また，株式型は，それぞれ84％，３％，３％であり，わずかに負債型モデルを上回っている。他の欧州諸国の株式型で，適切かつ妥当という回答の比率は，アイルランド100％，ベネルクス90％，ドイツ84％などを除くと，40％～60％台であり，英国のプラットフォームの規制に対する満足度は相対的に高いといえるだろう。

3. アメリカの株式投資型クラウドファンディング

次に，アメリカについてみてみよう。なお，このレポートでは，ラテンアメリカを含んで集計されている場合やカナダを含んで集計されている場合もあるが，米国，カナダおよびラテンアメリカの総額に占めるラテンアメリカおよびカナダの割合は，それぞれ2.5％，1.5％であり大勢に影響はない。2013年から2018年のアメリカのクラウドファンディングの総額は，2013年44.0億ドル，2014年115.6億ドル，2015年284.0億ドル，2016年345.3億ドル，2017年428.1億ドル，2018年611.4億ドルとなっており，この５年間に約14倍に増加している（図表6-6参照）。

（１）　種類別の市場規模

米国およびカナダの種類別クラウドファンディングの規模は，一貫して消費者向け P2P 市場型貸付が最も大きな割合を占めている。これと消費者向けバ

図表6-6　アメリカのクラウドファンディングの市場規模（10億ドル，％）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
アメリカ	4.40	11.56	28.40	34.53	42.81	61.14
カナダ	0.04	0.09	0.21	0.33	0.87	0.91
総額	4.44	11.65	28.61	34.86	43.68	62.05
成長率		162.4	145.6	21.8	25.3	42.1

〔出所〕The Centre for Alternative Finance（CCAF）［2020］, p139をもとに作成。

ランスシート・レンディングとを合計すると，2018年では329.1億ドルで，全体の53.8％を占めている。逆に，事業者向けP2P市場型貸付，事業者向けバランスシート・レンディングおよび株式投資型クラウドファンディングの合計額は149.3億ドル，24.4％である。さらに，株式投資型クラウドファンディングだけの規模は，5.1億ドル，0.8％であり，クラウドファンディング全体の中ではその割合は低位である（図表6-7参照）。

（２）　機関化

アメリカにおいても機関化が進展している。特に米国の割合は88％となっており，ラテンアメリカ49％，カナダ54％を大きく上回っている。種類別にみると，消費者向けバランスシート・レンディング95％が最も高く，以下は消費者向けP2P市場型貸付94％，事業者向けバランスシート・レンディング83％，不動産向けP2P市場型貸付78％，事業者向けP2P市場型貸付73％などとなっており，株式投資型クラウドファンディングは28％と低位である。この分野については，個人投資家中心の市場といえる。

（３）　イノベーション

プラットフォームのビジネスモデルのイノベーションについては，重要な変更有，軽微な変更有，変更なしの回答を集計しており，米国のプラットフォームは，重要な変更有16％，軽微な変更有34％，変更なし50％となっている。それに対し，カナダはそれぞれ45％，19％，35％，ラテンアメリカは22％，29％，49％となっており，米国のプラットフォームのイノベーションに対する積極性は，カナダと比較すると必ずしも高いといえないが，英国と比較すると

図表6-7　米国およびカナダの種類別のクラウドファンディングの市場規模（10億ドル，%）

	2014年		2015年		2016年		2017年		2018年	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
消費者向けP2P市場型貸付	7.64	66.1	17.29	62.3	21.05	60.9	14.66	34.2	25.39	41.5
事業者向けバランスシート・レンディング	1.11	9.6	2.25	8.1	6.00	17.4	6.73	15.7	12.39	20.3
不動産向けバランスシート・レンディング	–	–	–	–	–	–	0.67	1.6	9.53	15.6
消費者向けバランスシート・レンディング	0.69	6.0	3.07	11.1	2.94	8.5	15.20	35.5	7.52	12.3
事業者向けP2P市場型貸付	0.98	8.5	2.58	9.3	1.33	3.9	1.45	3.4	2.03	3.3
不動産型クラウドファンディング	0.13	1.1	0.47	1.7	0.81	2.3	1.85	4.3	1.79	2.9
不動産向けP2P市場型貸付	0.13	1.1	0.78	2.8	1.04	3.0	1.23	2.9	0.66	1.1
株式投資型クラウドファンディング	0.27	2.3	0.59	2.1	0.55	1.6	0.24	0.6	0.51	0.8
購入型クラウドファンディング	0.46	4.0	0.60	2.2	0.55	1.6	0.41	1.0	0.38	0.6
寄付型クラウドファンディング	0.15	1.3	0.14	0.5	0.22	0.6	0.18	0.4	0.31	0.5
収益分配	–	–	–	–	0.02	0.1	0.01	0.0	0.25	0.4
その他	–	–	–	–	–	–	0.07	0.2	0.23	0.4
インボイス取引	–	–	–	–	–	–	0.11	0.3	0.14	0.2
負債型クラウドファンディング	–	–	–	–	0.03	0.1	0.00	0.0	0.01	0.0
総額	11.56	100.0	27.77	100.0	34.54	100.0	42.81	100.0	61.14	100.0

〔出所〕The Centre for Alternative Finance（CCAF）[2020], p139をもとに作成。

ほぼ同程度といえる。他方，種類別でみると，負債型クラウドファンディングは，それぞれ27%，73%，０%，また不動産型クラウドファンディングは，０%，100%，０%となっており，すべてのプラットフォームが何らかの変更を行っている。貸付型に関しては，P2P市場型貸付は変更なしが44～50%を占

めているのに対し，バランスシート・レンディングでは，消費者向け26％，不動産向け33％となっており，事業者向け63％を除くと，バランスシート・レンディングのほうが変更を加えているようである。なお，株式投資型はそれぞれ25％，42％，33％となっており，３分の２のプラットフォームにおいて，何らかのビジネスモデルに変更が加えられたことがわかる。

（４）　国際化

国際化については，ラテンアメリカでは資金の流入14％，流出２％となっており，流入の割合がかなり高くなっているが，カナダはそれぞれ４％，３％であり，米国はともに１％となっており，国際化については極めて低位であることがわかる。また，種類別にみると，事業者向けバランスシート・レンディングは，それぞれ19％，48％，インボイス取引は23％，39％とかなり高い比率を示しているが，消費者向け P2P 市場型貸付はそれぞれ７％，１％，事業者向け P2P 市場型貸付は１％，４％と低位である。株式投資型クラウドファンディングは，それぞれ１％，12％となっており，やや流出はみられるものの，国際化が進展しているとはいえない。

小活

以上，CCAF の報告書の株式投資型クラウドファンディングに関するデータを中心に紹介した。この報告書のデータから以下の点が示唆される。

まず，2018年の世界全体の株式投資型クラウドファンディングの市場規模は，15億ドルとなっており，国別では英国5.0億ドルと米国5.1億ドルが突出している。その反面，日本の市場規模は，日本証券業協会の統計によると，2017年4.7億円，2018年12.8億円となっている。これをドル換算すると，0.1億ドル程度であり，はるか後塵を拝していることがわかる。

次に，この報告書では，英国の株式投資型クラウドファンディングの金額が大きいだけでなく，中小企業金融やベンチャー・ファイナンスに占める割合も相対的に高いことが明らかにされている。ただし，その理由については必ずしも明らかではなく，今後検討を重ねる必要があるが，現段階では，以下の点が

示唆される。

① 規制の妥当性：英国の規制はFSAによって担われている。FSAの規制の実態に関しては明らかではないが，公表資料からはプラットフォーム運営者に対してきめ細やかな監督が行われているように見受けられる[3)]。また，このCCAFの報告書でも，規制の適切性に関してかなり高い評価が下されていることからも，規制によって市場拡大が促されている可能性がある。

② プラットフォームのイノベーション：この報告書では，英国のプラットフォーム運営者はイノベーションに積極的に取り組んでいることが示唆されている。株式投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営者が具体的にどのようなイノベーションに取り組んだのかについては明らかではないが，このようなイノベーションが市場拡大を促進した可能性も考えられる[4)]。

③ IPO案件の登場：2015年７月にSeedrsを通じて株式投資型クラウドファンディングによって100万ポンドの資金調達を行った[5)]，事業者向け会計ソフトウェア開発会社，FreeAgent Holdings plc（2007年設立，本社エジンバラ）が，2016年11月，ロンドン証券取引所AIMに上場し[6)]，株式投資型クラウドファンディング案件のIPOとして注目された[7)]。このことは，株式投資型クラウドファンディングの注目度を高め，市場拡大に貢献したと思われる。

さらに，これらの点は日本における株式投資型クラウドファンディング市場の拡大を考える上でも重要であると思われる。特に，株式投資型クラウドファンディングによって資金調達を行った会社株式の流動化については，規制上の改革だけでなく，プラットフォーム運営者の工夫も不可欠だと思われる。

Ⅱ．国内の株式投資型クラウドファンディング

株式投資型クラウドファンディングは，2017年から募集が始まり，当初の段階では，FUNDIINO，GoAngel，EMERADA EQUITYの３つのプラット

フォームが稼働していたが，昨年９月，EMERADA EQUITY が撤退し，その業務をユニバーサルバンクが譲受した。その一方，この間に Unicorn，GEMSEE Equity，イークラウドの３つのプラットフォームが新規参入し，現在６つのプラットフォームが稼働ないし稼働準備している状況となっている。

株式投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営は，第一種少額電子募集取扱業の登録および日本証券業協会の加入（特定業務会員[8)]）を必要とするだけでなく，収益性の面においても必ずしも高い収益が見込めるものとはいえず，新規参入が難しいのではないかと考えられていたが，実際は新規参入が相次いでいる状態となっている。このことは，株式投資型クラウドファンディングの発展可能性を示唆していると思われる。

本稿では，これらの動向について，各プラットフォーム運営者へのインタビュー調査を踏まえて紹介した上で，今後の株式投資型クラウドファンディングの将来性について考察する。

1. 先発の３プラットフォームの現状

（1） FUNDINNO

このプラットフォームは，株式会社日本クラウドキャピタル（本社：東京都品川区東五反田５丁目25番18号，資本および資本準備金：17億5,247万9,340円，設立：2015年11月26日）によって運営されている[9)]。このプラットフォームは，日本で第一号となる第一種少額電子募集取扱業の登録承認を受け，2016年12月から投資家登録申請の受付を開始した。また，周知のとおり，株式投資型クラウドファンディングにおいて，最大手の実績を有している[10)]。

以前，同社にインタビューした際の内容を要約すると以下の通りである[11)]。同社を設立した柴原祐喜氏は，カリフォルニア大学出身で，同大学では日米の非上場会社の資金調達について研究し，日本でのクラウドファンディングを利用した資金調達モデルについて検討したという。帰国後も大学院でこのモデルについてさらに検討を重ね，その間に現在のビジネスパートナーの大浦学氏と出会い，システム開発会社を起業した。起業後，米国の Angel List[12)] のよう

な仕組みを日本に導入することを検討したが，金商法上の規制のため断念せざるを得なかった。その後，金商法が改正され，クラウドファンディング専業業者としての参入が実現した。

また，自社の特徴として，①バックオフィス業務のシステム化による大幅なコストダウン，②発行会社へのアプローチにおいて，同社のプラットフォーム上の web マーケティングを活用していること，③同社の審査業務において，審査担当者による手作業とシステム処理を組み合わせている点が指摘されるとともに，発行会社に対して，資金調達後のフォローアップに注力していることも指摘された。特に，発行会社の IR 活動の取組助言，株主管理，事業計画の進捗状況のモニタリングなどである。また，発行会社の経営者間の交流促進や株主とのコミュニティづくりにも配慮している。

最近の同社の取り組みとしては，以下を挙げることができる。

まず，2019年５月，福井銀行の子会社，福井キャピタル＆コンサルティング（福井 C&C）と連携し，地元企業の新規上場支援を行う取り組みを開始している。これは，福井銀行や福井 C&C が有望な企業を発掘し，株式投資型クラウドファンディングによる資金調達を行った後，福井 C&C の運営する「ふくい未来企業支援ファンド」が成長資金を供給するとともに，福井Ｃ＆Ｃによる経営コンサルティングで成長をサポートするという構想と報じられている[13)]。

次に，同年７月，同プラットフォームで資金調達を行った案件が，相対取引で EIIT し，株価1.5倍で投資家にリターンを還元できることとなったことも公表されている[14)]。

第三に，2019年９月から株式以外に新株予約権についての取り組みを開始し[15)]，現在17案件を成立させている（2020年11月末現在）。

また，発行会社のみならず，広くベンチャー企業の資金調達，事業成長等を支援するためのツール「FUNDOOR」のサービスを2019年10月より開始している。

（２）　CAMPFIRE Angels

このプラットフォームは，2015年５月，出縄良人氏によって設立された，

DAN ベンチャーキャピタル株式会社（本社：東京都中央区日本橋茅場町二丁目16番12号トータスビル２階，資本金：１億円）によって運営されている。同氏は，1993年，ディー・ブレイン証券（現，日本クラウド証券）を設立し，グリーンシート制度の創設に携わるなど，中小企業・ベンチャー企業の株式公募による資金調達支援に携わってきた専門家であり，この分野の第一人者として著名である。同氏は，かねてよりクラウドファンディングに注目し，研究会を主催するなど，準備を重ね，2017年７月，第一種少額電子募集取扱業者として登録，同年９月，日本証券業協会に加入し，株式投資型クラウドファンディング・プラットフォーム「GoAngel」の運営を開始した。同年10月，第１号銘柄「マルチブック」が目標募集額を達成し資金調達に成功した後，９案件において，約1.2億円の資金調達に成功した（2020年８月末現在）。

同社は，プラットフォームの設立の際，「拡大縁故募集」という独自の株主募集の方式を採用していた。これは長期的なエンジェルマインドの醸成とともに，資金調達企業およびその事業に共感し，支援してくれる出資者を集めることを基本姿勢とするものであり，そのプラットフォームの名称「GoAngel」もそれを表すものであった。つまり，この名称は「Go＋Angel」であるとともに，「ご縁＋Gel（仲間作り）」という意味も含んでいた。

なお，同社は2019年10月，株式会社 CAMPFIRE の資本参加を受け入れ，同社を親会社（持分比率54.5％）とするとともに，2020年８月17日，プラットフォームを CAMPFIRE Angels として全面リニューアルしている。このように CAMPFIRE との提携に踏み切った理由としては，スタートアップを支援するという理念が共有されていたことが挙げられる。CAMPFIRE は，融資型や購入型クラウドファンディングの取り組みを展開しており，株式型が加わることで，エクイティとデットの両面の資金支援と，支援者が購入型を利用することで売上の応援も可能となり，支援の枠組みが強化される。その際，DAN ベンチャーキャピタルが蓄積してきたコンサルティングや教育研修事業でのエキスパティーズも活用できることも重要なポイントとなった。

株式会社 CAMPFIRE は，2011年１月設立，資本金36億5,082万円（資本剰

余金を含む）であり，クラウドファンディング・プラットフォームのCAMPFIREを運営している。このCAMPFIREでは，すでに4.2万件以上のプロジェクトが立ち上がり，370万人以上の人から330億円以上の支援を得ている[16)]。また，CAMPFIRE以外のクラウドファンディング・プラットフォームとしては，CAMPFIRE Owners（融資型），CAMPFIRE Community（継続課金型コミュニティプラットフォーム），GoodMorning（社会変革の担い手の支援），FAAVO（地域を盛り上げるプロジェクトに特化），CAMPFIRE Creation（クリエイターのデザインアイデアを元に，商品化を目指す製造小売型）などを運営している。さらに，代表取締役は家入一真氏であり，同氏は2003年株式会社paperboy&co.（現GMOペパボ）を創業し，2008年にJASDAQ市場最年少での上場を果たしている。2011年に株式会社CAMPFIREを創業，代表取締役に就任するとともに。2012年Ｅコマースプラットフォーム運営のBASE株式会社を設立，共同創業取締役に就任し，2019年には東証マザーズに上場している。また，ベンチャーキャピタル「NOW」代表，オンラインカウンセリングサービス運営の株式会社cotree顧問などを務めている。

CAMPFIRE Angelsは，「スタートアップを始めとする未上場会社とエンジェル投資家を繋ぐ，株式投資型クラウドファンディングサービス」であり，「未上場会社には共感や応援の気持ちを起点にした『新しい資金調達の方法』を，エンジェル投資家には今まで関わることができなかった未上場会社へ『投資で応援する機会』を提供する」としている[17)]。ここでは「拡大縁故募集」という用語はみられないが，その理念は継承され，より拡大している。

プラットフォームのリニューアル後は，２件の案件の募集に成功し，第１号案件では，目標額の約1.5倍，第２号案件では目標額の３倍（上限額）の資金調達に成功しており，CAMPFIREの傘下に入ったことの意義は大きかったと思われる。

なお，CAMPFIRE Angelsへのインタビューでは，今後の株式投資型クラウドファンディングの成長にとって，流動性供給という課題は重要であり，これについては，株主コミュニティ制度を利用することを検討中とのことであ

る。例えば，株主コミュニティ制度の利用を第一種少額電子募集取扱業者に制限付きで認めるという規制緩和も考えられる。また，株主コミュニティ制度によらずとも，プラットフォーム運営会社に対して，売出の取扱を可能とする規制緩和を行えば，一定の売出期間を定めて既存株主から売り手を募った上で，買い手を募ることで約定することも可能となる。これらについては，今後提言する予定とのことである。

（３）　EMERADA EQITY

このプラットフォームは，エメラダ株式会社によって運営されていた。同社は，2016年６月２日設立，資本金7,000万円（当時），本社所在地は，東京都港区南青山1-12-3LIFORK MINAMI AOYAMA 南棟 S108，累計成約金額３億1,353万円，累計成約数９件（2019年９月19日現在）であった。なお，同社はエメラダ型新株予約権の取り組みを特徴としていた。以下，同社へのインタビューをもとに紹介する[18)]。

同社の共同創業者兼 CEO の澤村帝我氏は，野村證券，ゴールドマン・サックスで，企業の資金調達および M&A 業務に携わり，経験を蓄積してきた。

同社の特徴は，①広範で多彩な人的構成を擁していること，②同社独自のスキームである「エメラダ型新株予約権」を開発し，同社の投資案件は，このスキームを利用していること，③同社プラットフォームでの案件は，全てベンチャーキャピタルが出資した案件に限定していること，である。

特に，③については，すでにベンチャーキャピタルが専門的な知見を元に出資判断を下した案件に限定することで，クラウドファンディングで出資する個人投資家のリスクを低下させることができるとともに，クラウドファンディングに出資以外の機能も期待されていた。つまり，ベンチャーキャピタルとは異なり，出資者が当該企業の顧客となり，同社の PR を担ってくれること，いわゆるコミュニティマーケティングの役割も期待されていた。

なお，EMERADA EQITY を運営するエメラダ株式会社の HP によると，同社は株式投資型クラウドファンディング事業をユニバーサルバンク株式会社に引き継いだことが発表されており（2019年９月13日），この業務から撤退し

ている[19)]。今後の同プラットフォームの運営については，ユニバーサルバンク株式会社の運営する Angelbank が引き継いでいる。撤退の理由は定かではないが，その経営判断の背景には，収益性の課題が伏在していたことも考えられる。

2. 新規参入プラットフォームの現状

（1） Angelbank

このプラットフォームは，ユニバーサルバンク株式会社によって運営されている。同社は，2015年５月設立，本社所在地は，東京都港区東新橋2-7-3昭和アスティック１号館である。2018年９月，第一種少額電子募集取扱業として登録，同年10月日本証券業協会に加入している。さらに，2019年９月，上記 EMERADA EQITY の業務を引き継ぎ，株式投資型クラウドファンディングのプラットフォーム，Angelbank の稼働に向けて体制整備などの準備を進めている。

同社の代表取締役 CEO は，鳥居佑輝氏であり，同氏はイーストベンチャーズ株式会社に１号社員として新卒で入社し，未上場ベンチャー企業への投資活動およびファンドレイズ業務に従事した経験を有している。特に，シード段階の投資に従事していた。

同社へのインタビューによると，同社設立段階では，自力で独自のプラットフォームを開設し，運用することを計画していたが，偶然 EMERADA EQITY の事業譲受の話があり，これを有償で引き継ぐことになった。ただし，Angelbank では独自色を出したいと考えている。なお，現在は，EMERADA EQITY の発行会社および投資家とは，メールやオフラインのやり取りを通じてコミュニケーションを維持している。

エメラダの特徴の一つは，新株予約権のスキームであるが，このスキームはベンチャー企業が多数の小口普通株主を抱え込まないようにするスキームとしては十分工夫されたものであると同時に，将来の IPO を見据えた株主政策としても有効であると考えられる。しかし，米国とは違って，国内ではまだ周知

性が高いとはいえない。したがって，株式と新株予約権の二本柱を考えている。ただし，優先株も選択肢として検討している。

また，エメラダのもう一つの特徴は，全てベンチャーキャピタルが出資した案件に限定した点であるが，この点についてはある程度踏襲したいと考えている。その理由は，ベンチャーキャピタルが投資した案件でもその後の資金調達に苦労している案件もあるため，クラウドファンディングによる資金調達が期待されるからである。また，ベンチャーキャピタルのプレーヤーが少なく，彼らが網羅しきれていない案件も多々あり，それらを発掘できるのではないか考えているからである。

他方，将来的には，株主コミュニティ制度などを利用した，非上場株式に流動性を付与するビジネスにも意欲を持っている。ただし，そのためには第一種金融商品取引業の登録が必要であるため，相当時間がかかる。

現在のスタッフとして，正規雇用のメンバー10名を擁しており，エメラダ株式会社出身者は１名のみで，他のメンバーは証券会社や金融機関の出身者である。このスタッフで，案件発掘，顧客対応，審査，業務管理，システム運用などを分担している。なお，現在は，プラットフォームの稼働準備中であるため，外部資金に依存している。

今後は，投資家と企業家の交流を密にするような取り組みを進める予定であり，すでにEMERADA EQITYの投資家と交流会を複数回持っている。現在，コロナショックのため対面での交流会は中断しているが，zoom等を利用したコミュニケーションを検討しており，フォローアップを重視している。その際，現在のスタッフの有する専門性が活用できると考えている。

また，今後の収入構成としては，資金調達の際の手数料収入だけに依存せず，システム利用料など安定的な収入源を確保することを考えている。

（２）　Unicorn

このプラットフォームは，株式会社ユニコーンによって運営されている。同社は，2015年12月に設立され，本社は東京都新宿区新宿4-3-17FORECAST新宿SOUTH 3F，資本金（資本準備金含む）は，２億3,350万円である。2018年

12月に第一種少額電子募集取扱業者の登録完了，2019年２月に日本証券業協会（特定業務会員）に加入している。

同社の代表取締役社長は，安田次郎氏であり，同氏は国際証券（現三菱UFJモルガンスタンレー証券）にて，本邦企業の資本政策・資金調達やIR戦略の立案・執行に従事した後，クレディ・スイス，リーマン・ブラザーズの株式資本市場部にて，IPOを含む，国内外における株式等の資金調達において数多くの主幹事案件を執行した。野村證券移籍後は，第三者割当型の資金調達案件や事業会社が保有する株式の売却や自社株買いについて，デリバティブを活用したスキームなどのソリューション提供業務に従事した経験を有している。

同社の事業内容は，株式投資型クラウドファンディング，クラウドファンディングサポート，アウトソーシングサービス，セミナーの企画・運営となっている。特に，「企業成長丸ごとサポート」というサービスを提供している。これは，毎月定期的に担当者がオフィスに伺い，現在の経営課題や要望をヒアリングし，解決策を提案するというサービスで，月額制（初期費用なし）という料金システムである。また，「ユニコーンインキュベーション プログラム（UIP)」という，ユニコーン企業を目指す起業家のためのトータル支援プログラムも提供している。

同社のリリースにおいて，下記の取り組みを公表している。

① 佐賀県と「クラウドファンディングの利活用に関する・協力協定」を締結（2019年５月28日）：佐賀県内企業等による株式投資型クラウドファンディングを活用した，資金調達を推進することで，佐賀県内の起業・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[20)]。

② 株式会社ZUUとの資本業務提携（2019年12月13日）：株式会社ZUUは，東証マザーズ上場会社で，フィンテック・プラットフォーム事業「ZUU online」の運営やフィンテック化支援サービスを提供している。また，同社代表取締役の冨田和成氏は，野村證券にて，富裕層向けプライベートバンキング業務などに従事した後，2013年４月に同社を設立した。なお，同社は，この提携によってユニコーンの第三者割当を引き受けている（保有割合

49.13％）[21]。

現時点の案件は，９件である（2020年11月末時点）。

同社へのインタビューの概要は，以下の通りである。

まず，同社設立については，金商法改正を受け，2015年に３名でスタートした。当初のメンバーは，もともと証券会社でキャリアを積んでいたが，この時点では証券会社から離れていた。ただし，登録要件を満たすために，その後IT 系や不動産系のバックグラウンドを持つメンバーを含め７名に増やした。株式投資型クラウドファンディングに着目した理由は，日本ではスタートアップやベンチャーへの資金的支援の仕組みがぜい弱で，それが日本の地盤沈下につながっているという危機意識があった。その際，自分たちが養ってきた資金調達のキャリアが有益であると考えた。出資についてもメンバー中心に出資するとともに，エンジェル投資家や事業会社からの出資を受け入れ，2019年12月には，株式会社 ZUU が出資し，現在は同社が過半数の株式を保有している。

第二に，同社の特徴については，必ずしも他社との差別化を意識しているわけではないが，資金調達時点だけでなく，３～５年というスパンで当該企業の成長をサポートすることを常に念頭に置いている。現在，マネジメント担当のメンバーの平均年齢は50代半ばであり，証券業界で様々なキャリアを積んでいるので，自分たちの経験やノウハウがここで生かされると考えている。サポートの内容としては，IPO ないしバイアウトに向けたフォローアップを想定している。

第三に，第一種少額電子募集取扱業に関する規制については，登録手続きに２年半を要し，参入についての主務官庁等の姿勢が感じられない面や規制の運用実務が不明確な面があったが，今では状況は改善されているように見受けられる。また，規制内容については，①資金調達額を年間１億円とする上限規制の根拠が明確でない上に少なすぎる点，②いわゆる通算規制[22] によってベンチャーキャピタルからの資金調達などが新株予約権も含めて通算されるため，株式投資型クラウドファンディングの調達枠が制約される点，③株式投資型クラウドファンディングでの資金調達後６か月間は少人数私募での募集ができな

い[23] 点など，実務上の問題点がある。ただし，現在日証協のワーキンググループで検討されているので，その成果に期待したい。

第四に，株式投資型クラウドファンディングで資金調達した会社の株式には流動性がないことは，大きな課題と考えている。現状では，出口としてはIPOもしくはバイアウトしかないが，そのためにはどうしても時間がかかる。したがって，株主コミュニティ制度が活性化すれば，株式投資型クラウドファンディングの魅力も向上すると考えており，すでに株主コミュニティの運用会社となっている証券会社と意見交換を行い，業務提携なども視野に入れている。ただし，現状の株主コミュニティ制度は活発とはいえず，発行会社や投資家にメリットがあるとはいいがたい。また，株主コミュニティ制度を使わずに，自社のプラットフォームで売買するような仕組みづくりを考えた方が実効性が高いかもしれないが，そのためには大きな制度改革が必要となり，未上場株市場のあり方そのものを議論する必要があるだろう。

第五に，当面は普通株式を中心とした取組を進めていく方針であるが，今後は株式以外のスキームに取り組むことも考えている。その際，新株予約権も考えられるが，このスキームは投資家から見るとわかりにくいため，優先株のような種類株式を検討している。なお，株式投資型クラウドファンディングによって，多数の小口株主に分散化するという課題については，システムによる対応よりもスキームや商品設計で対応することを考えている。

第六に，今後日本での株式投資型クラウドファンディングは大きく拡大すると考えている。その理由は以下である。①ここ数年，ベンチャーブームといわれるように起業家が増えており，この傾向は今後も変わらないと考えている，②コロナショックにより，ベンチャーキャピタルやコーポレート・ベンチャーキャピタルからの資金提供が鈍化すると予想されるため，株式投資型クラウドファンディングに対する起業家の注目が高まると思われる，③起業などを応援したいと考える個人投資家が増えており，これが大きな流れとなっていくと考えられる。今後，IPOなどの成功事例が出てくると，さらに弾みがつくと思われる。ただし，課題としては，株式投資型クラウドファンディングに対する市

場のプレーヤーの意識の変化が挙げられる。例えば，ベンチャーキャピタルや引受証券会社の担当者には，株主数が多くなると上場が難しくなるというような理由で，株式投資型クラウドファンディングに対して否定的な捉え方をする担当者もいる。このような根拠薄弱な先入観もIPOなどの成功例が出てくると変わってくると思われる。

第七に，当社としてはベンチャーキャピタルとは協力関係を築いていくことを考えている。ベンチャーキャピタルがすでに投資している案件に対して，株式投資型クラウドファンディングでの資金調達を実施するだけでなく，株式投資型クラウドファンディングの資金調達企業に対して，ベンチャーキャピタルが出資を躊躇する場合，その理由を確認し，説明責任を果たすようにしている。現状では，ベンチャーキャピタルがこだわる点として，「みなし清算条項」が挙げられる。ベンチャーキャピタルの中には，この条項を前提として投資する場合がかなりあるため，株主間契約などで「みなし清算条項」[24] を織り込み，ベンチャーキャピタルの資金回収を担保することを検討している。

第八に，フォローアップについては，発行会社にIRを要請している。具体的には，４半期ごとの情報開示を要請している。定量的な内容と定性的な内容および資金使途の報告をお願いし，それを株主だけが閲覧できるサイトで公開している。株主管理に関するサポート，経営課題に関する助言も行っている。必要に応じて外部の専門家を紹介している。株主総会についても，別途フィーを徴求し，運営上のサポートを行っている。なお，現状は，フォローアップ関連の収益が占める割合は低く，収益構造としては資金調達手数料に依存しているが，中長期的には，M&Aコンサル報酬，CFOの紹介など，経営課題に関するソリューションの報酬を増やす必要があると考えている。

最後に，企業にとって株式投資型クラウドファンディングのメリットとして，資金調達以外に，以下が挙げられる。①自社商品のプロモーションというメリットがある。特に，現在4000名程度の会員を有しているが，会員のSNSでの発信はプロモーションという面で効果があり，これはB2C企業だけでなく，B2B企業においても同様である。その背景には，当社の会員に30～40歳

代の働き盛りの世代が多く，これらの会員の発信力は高いことが挙げられる。②資金調達を申し込んだ会社に対して，厳しい審査を行っていることから，審査の過程で経営課題が明らかとなることもメリットである。③株主数が増えるという課題はあるが，今のところ株主が増えたことで具体的な障害が発生した事例は見られない。株主はそもそも応援したいという気持ちを持っているので，IR を丁寧にすれば良好な関係が作れると考えている。また，そのような関係を通じて，経営者が公開会社の意識を高め，コーポレート・ガバナンスを向上させることは重要であり，そのような会社の方が成長していると考えている。

（３）　GEMSEE Equity

このプラットフォームは，SBI エクイティクラウド（旧 SBI CapitalBase）株式会社によって運営されている。同社は，SBI グループの100％出資で，2017年10月設立，本社は東京都港区六本木1-6-1，資本金１億円である。2019年６月，第一種少額電子募集取扱業者として登録，2019年８月に日本証券業協会（特定業務会員）に加入している。

同社の代表取締役会長は，SBI ホールディングス代表取締役社長 CEO の北尾吉孝氏である。また，代表取締役社長の紫牟田慶輝氏は，日鉄エンジニアリング，ファーストリテイリングを経て，SBI ホールディングスに転じ，2019年現職に就任した。

SBI エクイティクラウドは，SBI グループが中小，ベンチャー企業の資金調達をトータルに支援し，ベンチャーエコシステムを活性化させ，新産業を育成・創造することを目的に設立され，その第一弾のサービスとして株式投資型クラウドファンディング・プラットフォームを立ち上げたと説明している。なお，プラットフォームの名称は，Gemstone（原石）と Seeker（探究者）に由来しており，成長を目指すベンチャーとその価値を見出す投資家との両者が出会う場を意図しているとのことである[25)]。

GEMSEE Equity の特徴は，以下である[26)]。

①　ベンチャー企業支援に関する知見

SBI インベストメント，SBI 証券を中心にグループ全体で長きにわたりベンチャー企業支援に携わっており，豊富な経験に基づく知見を有している。

②　事業シナジーの追求

SBI グループ企業に加え，その投資先，提携先，取引先も含めた広い範囲での事業シナジーを追求することが可能である。

③　情報発信力

SBI グループの情報発信力を活用し，製品やサービスの認知度を向上させることができる。

同プラットフォームの第１号案件は，株式会社 One Terrace（2020年２月10日募集開始）であり，同社は，日本の労働人口減少にともない，市場規模の拡大が見込まれる外国人材領域（留学，就職，採用）の課題を解決する HR Tech ベンチャーである[27)]。

同社へのインタビューの概要は，以下の通りである。

同社の特徴として，SBI グループが推進する地方活性化に寄与する案件を発掘することを目指している点が挙げられる。第１号案件も HRTech を通じて，外国籍社員の採用を支援し，地方活性化に貢献できる案件である。今後も再生可能エネルギー事業，農業分野，あるいは地方の既存企業の新しいチャレンジ（事業承継にともなう第二創業等）を支援していく。日本証券業協会は，「値上がり益の追求よりむしろ，投資する会社やその行う事業に対する共感又は支援という意味でご購入していただくべきです。」とウェブサイト等で注意喚起しており，現在主流となっている IPO 志向モデルだけでなく，制度本来の趣旨に沿った非上場モデルのユースケースを作ることにより，本制度の利用の裾野を広げていきたいと考えている。その際，クラウドファンディング実施企業に対するきめ細かなフォローアップを行うことを企図している。経営助言，オンライン株主総会を含めた IR 支援，さらに SBI グループとの連携による営業支援なども含まれる。

今後の課題としては，このような非上場モデルあるいは地方モデルが認知さ

れるためには，以下の点が課題となる。①配当や株主優待などの株主還元を工夫する必要がある。特に，流動性を欠いている現状を鑑みると，魅力的な配当政策は重要である。②投資家のすそ野を広げる努力も必要である。その際，若年層や女性の投資家に訴求できるかどうかは，重要なポイントとなる。さらに，一定の投資家教育も提供する必要がある。③このモデルに適合する案件を発掘する必要があるため，慎重なスクリーニングを行っている。その際，取締役会の設置を義務付けるなど，ガバナンス面の整備を条件としている。また，資金調達案件に対するフォローアップも重要である。なお，フォローアップによって，発行体のモニタリングを行うとともに，事後的な収益につなげることを考えている。

現行規制に関しては，一人当たり50万円の上限規制について，その根拠が不明確であるだけでなく，必要性についても理解しにくい。様々な投資家がおり，むしろ投資機会を逸しているケースもあるように思われる。

なお，前述のような非上場モデルないし地方モデルが定着すれば，かなりの銘柄数が見込めると思われる。そうなると株主コミュニティ制度による流動性の付与につながると考えられる。しかし，現状の株主コミュニティ制度の規制は，オンライン取引と必ずしも親和的でないように見受けられる。むしろ株主コミュニティ制度以外の流動性供給のあり方を検討することも選択肢かもしれない。

最後に，株式投資型クラウドファンディングによる資金調達を行うことで，経営者は外部株主から見られているという意識が高まり，自己規律付けも強まる。また，オンラインネットワークを活用することで，会社と株主の対話が促され，経営改善の効果も期待できる。

（4）　イークラウド

このプラットフォームは，イークラウド株式会社によって設立され，現在稼働準備中である。同社は2018年７月に設立され，本社は東京都中央区八重洲1-5-20東京建物八重洲さくら通りビル3F，2020年３月財務省関東財務局に第一種少額電子募集取録を完了，2020年４月日本証券業協会（特定業務会員）に

加入している。

同社は，資本金４億4,200万円（資本準備金を含む）のうちXTech58％，Fintertech42％をそれぞれ出資している[28)]。なお，XTechは，2018年１月，サイバーエージェントの元専務取締役COO・西條晋一氏によって設立され，既存産業とテクノロジーを融合させることで，新規事業を創出し続けるStartup Studioという事業形態をとり，新規事業，M&A・再生事業，VCの３つの事業体で構成されている。現在，正社員数約300名，売上高約70億円（連結）である[29)]。また，Fintertechは，2018年４月，ブロックチェーンなど最先端のテクノロジーを活用した次世代金融サービスを創出することを目的として，当初は大和証券グループの出資で設立され，その後クレディセゾンが34％出資している。クレディセゾンの出資に際しては，クラウドファンディング向け案件の紹介および人材のサポート等の連携強化による事業推進の加速や，クレディセゾンのノウハウと大和証券グループの顧客基盤を活用したローン事業の展開などが表明されている[30)]。現在のプロダクトとしては，デジタルアセット担保ローンを提供している[31)]。

代表取締役の波多江直彦氏は，サイバーエージェントで，広告代理部門，スマホメディア，オークション事業立ち上げ，子会社役員等を経て，サイバーエージェント・ベンチャーズで投資事業に従事した後，XTech Venturesにてパートナーとして，VR，SaaS，モビリティ，HRTech，シェアリングエコノミー，サブスクリプションサービスなどへの投資実行を担当した経験を有している。取締役の戸塚誠一氏は，大和証券にて，証券アナリストとして，企業分析，業績予想，投資判断などを担当，企画，金融商品仲介，ラップを始め，新規業務の企画・立ち上げ，提携交渉等に従事した経験を有している。星屋和紀氏は，新日本証券にて，個人営業部門から債券ディーラー部門を経てコンプライアンス部門に在籍し，日本証券業協会監査一部で専門監査員の経歴を有している。執行役員の升井亮氏は，サイバーエージェントにて，最注力事業AbemaTVの経営企画部門にて戦略立案に従事した後，XTech Venturesにて，D2C，人材，広告，ヘルスケアなど，８社の投資実行を担当した経験を有して

いる[32)]。

同プラットフォームの１号案件は，2020年７月29日より募集開始された。

同社に対して，インタビューを行う機会を得た。その概要は以下の通りである。

まず，同社には，２つの母体がある。ひとつは，XTech であり，同社第１号の事業子会社としてイークラウドが設立された。もう一つは大和証券グループである。したがって，IT とベンチャーキャピタルと金融・証券という３つのバックグラウンドを有している。

次に，設立の背景としては，次の３点が指摘できる。①親会社である，XTech 株式会社は，Startup Studio として，既存産業とテクノロジーを融合させることで，新規事業を創出することをコンセプトとしており，そこで蓄積された専門性や技術が利用可能であり，すべてのシステムを独自に開発・構築できる。②ベンチャー投資のノウハウを有している。③個人投資家に有望な投資機会を提供することによって，個人金融資産をベンチャー育成のためのリスクマネーにつなげていく必要性がある。

第三に，同社の特徴としては，上記のバックグラウンドを有することから，①大和証券グループの Fintertech との資本業務提携，② XTech グループとして資金調達から EXIT まで支援可能，③ベンチャーキャピタル出身者や起業経験者などのプロによる資金調達支援という点を挙げることができる。特に，クラウドファンディングの資金調達企業に対する支援としては，ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家および銀行とのコラボレーションを重視している。また，株式投資型クラウドファンディングの課題として，小口株主が増加し，反社会的勢力排除，会社運営や契約の煩瑣さなどが挙げられるが，IT をベースとしたシステム対応とベンチャーキャピタルで利用されている株主間契約を株式投資型クラウドファンディング向けに調整し，これらの課題を解決することを計画している。特に，株主総会の電子化など，IT をバックグラウンドとしていることの強みが発揮できると考えている。

第四に，現時点では，普通株による株式投資型クラウドファンディングのス

キームを想定している。ただし，今後は新株予約権や優先株の取り組みも視野に入れている。なお，種類株主については，現行規制では手続き面の課題があるため，さらなる工夫が必要と考えられる。

第五に，現行規制については，やや実態に相即していない面も指摘できる。例えば，発行会社に対する上限１億円の規制の意味について疑問がある。また，内部管理責任者の規制についてもコストがかかる割に，その必要性については再検討の余地がある。さらに，審査担当者の規制についても，ベンチャーキャピタルが目利きした案件には，必ずしも審査が必要とはいえない場合もある。

第六に，非上場株式の流動化については，必要性を重視しているものの，現行の株主コミュニティ制度は制約が多いため魅力的とは言い難い。むしろセキュリティトークンを利用することで流動性を付与することや，規制上の制約が解かれれば，プラットフォーム上での流動性付与なども考えられる。

第七に，資金調達企業にとって株式投資型クラウドファンディングのメリットとして，①ファンが株主となることで，株主とともに事業を発展・成長させることができる，②ベンチャーキャピタルに比べて，株主一人当たりの持分が小さいため，経営の自由度が高い，③ベンチャーキャピタルと比べて短期間で資金調達可能で，事業成長に時間を集中できる，④企業情報を公開することによって周知性を高めることができる，などが挙げられる。なお，外部株主が登場することによって，ガバナンスが向上するかどうかは，ケース・バイ・ケースであろう。早期のベンチャー企業にとっては，外部株主のプレッシャーは，事業成長に専心することの妨げになる場合もあり得る。

第八に，プラットフォーム運営会社の収入構成として，資金調達手数料を中心に考えており，株主管理手数料など，事後の継続的な報酬の徴求は想定していない。

最後に，今後の株式投資型クラウドファンディングの発展・拡大については，①株式投資型クラウドファンディングそのものの認知度の向上，②小口株主増に起因する課題の解決とその認識の共有・普及，③ IPO や M&A の実績

作り，といった点がポイントとなるものと考えられる。

小括

国内の株式投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営者への調査から以下の３つの変化をみることができる。

まず，大手証券系の参入が相次いだことである。前述のように，イークラウドおよびGEMSEE Equityは，それぞれ大和証券グループおよびSBIグループが出資している。当初，株式投資型クラウドファンディングに対しては，大手証券会社の関係者の反応は芳しくなく，消極的な印象が持たれていたが，今や様相は大きく変化したと思われる。

次に，多様な人材の流入という点も指摘できる。新規参入のプラットフォームの関係者を見ると，証券・銀行系，IT・システム系，ベンチャーキャピタル系など，多様なエキスパティーズと経験を有した人材が流入していることが注目される。

第三に，ネットワークの拡大という点も指摘できる。各プラットフォームの取り組みを見ると，地方自治体をはじめ，銀行などの金融機関，ベンチャーキャピタル，IT・システム企業など，多様な分野と連携関係を構築し，ネットワークを拡大していることが分かる。このことは，株式投資型クラウドファンディングが様々な面で有力なツールとして認知され始めたことを示唆していると思われる。

いくぶん回想的なコメントになるが，2014年５月の金商法の改正によって，投資型クラウドファンディングが解禁となった際，株式投資型クラウドファンディングについては，株式発行会社の潜在的ニーズ，流動性の見込めない株式投資の可能性，さらにプラットフォームの採算性などの点において，懐疑的な見方もあったが，それから６年を経過した現在，プラットフォーム運営会社が６社に達したことは，予想を上回る展開といえるだろう。

まとめ

本章では，海外の株式投資型クラウドファンディングの拡大について，英国および米国を中心に紹介した上で，国内のクラウドファンディングについて考察した。その結果，国内の株式投資型クラウドファンディングの市場規模は，英米に比べるとはるか後塵を拝していることが確認されたが，その一方で国内のプラットフォームの新規参入が相次ぎ，今後の発展が期待される状況となっていることも確認できた。

今後国内の株式投資型クラウドファンディングの展開を考えるうえでの注目点としては，以下の３点が挙げられる。

まず，株式投資型クラウドファンディングの案件からIPO銘柄が登場するかどうかという点である。例えば，英国では2015年７月にSeedrsを通じて株式投資型クラウドファンディングによって100万ポンドの資金調達を行った[33]，事業者向け会計ソフトウェア開発会社，FreeAgent Holdings plc（2007年設立，本社エジンバラ）が，2016年11月，ロンドン証券取引所AIMに上場し[34]，株式投資型クラウドファンディング案件のIPOとして注目された[35]。このことは，株式投資型クラウドファンディングの認知度だけでなく，投資家の注目度を高めたと思われる。ちなみに，英国の株式投資型クラウドファンディングの推移を見ると，2013年2,800万ポンド，2014年8,400万ポンド，2015年24,500万ポンドと堅調に推移したが，2016年は27,200万ポンドとやや伸び悩んだ後，2017年33,300万ポンド，2018年36,300万ポンドと伸びている。この背景には，IPO案件が刺激になっている可能性がある。このことからも今後の株式投資型クラウドファンディングの展開にとって，IPO案件の登場は重要な注目点といえる。

次に，IPO案件に過度な関心が偏ることも懸念される点である。株式投資型クラウドファンディングの案件のうち，IPOを達成できる会社は，全体のうちの少数であると思われる。逆に，IPOに至らない会社やそもそもIPOを目指

していない会社においても，株主にとって満足できる成果を還元する必要がある。その際，配当や株主優待のような経済的な成果だけでなく，投資を通じて地域貢献や環境対策に寄与したという満足感も成果に含まれるだろう。株式投資型クラウドファンディングを通じて，そのような投資のあり方が認知されるかどうかという点も注目される。

第三に，流動性をどのように提供できるかという点も注目点として挙げられる。現状では，株式投資型クラウドファンディングの資金調達企業は，流動性を欠いており，IPO を待つしかない状態である。流動性を抜きに市場の拡大を展望することは極めて難しい。流動性付与のあり方として，既存の株主コミュニティ制度との連携だけでなく，各プラットフォームの独自の取り組みもあり得るだろう。ただし，そのためには規制上の改革も必要になるものと思われる。

［謝辞］本章執筆に際しては，柴原祐喜氏（株式会社日本クラウドキャピタル），布施知芳氏（同），出縄良人氏（DAN ベンチャーキャピタル株式会社），鳥居佑輝氏（ユニバーサルバンク株式会社），佐伯正親氏（株式会社ユニコーン），紫牟田慶輝氏（SBI CapitalBase 株式会社），波多江直彦氏（イークラウド株式会社），升井亮氏（同），佐々木瞭氏（同）のご協力を賜りました。ご協力に心より感謝申し上げます。また，本章は，桃山学院大学共同研究プロジェクト（20連277：デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

＜注＞

1）　同報告書に依拠した記述については，煩瑣さを避けるために，該当箇所の注記を省略した。

2）　中国市場の落ち込みは，規制強化が主因であるとされている。中国の規制に関しては，李立栄［2017］参照。

3）　拙稿［2015］参照。

4）　例えば，英国のプラットフォームである，Seedrs が株式投資型クラウドファンディングによって資金調達した会社株式の流通市場を形成する取り組みを企画していることが報じられている。'Placing trades: An attempt to bring liquidity into a new market', *The Economist*, May 20th, 2017, p.61，参照。現在，同プラットフォームでは，流動化が行われているようである。https://

www.seedrs.com/secondary-market?context=secondary（2020年９月28日，アクセス）

５）　Seedrs の HP，参照。https://www.seedrs.com/freeagent（2020年９月28日，アクセス）

６）　London Stock Exchange Group の HP，　参 照。https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/london-stock-exchange/equities-markets/raising-equity-finance/market-open-ceremony/london-stock-exchange-welcomes-freeagent-aim（2020年９月28日，アクセス）

７）　ネットニュースによる報道としては,SaaSgarage ‘Lessons from a young Scottish company（FreeAgent）that listed on the stock exchange’（February 9, 2017）https://saasgarage.com/news/portfolio/freeagent-ipo-experience/CITYA.M ‘From crowdfunding to IPO in 16 months: Edinburgh tech company claims UK first with Aim flotation’（Wednesday 16 November 2016 2：31pm）https://www.cityam.com/crowdfunding-ipo-16-months-edinburgh-tech-company-claims-uk/（2020年９月28日，アクセス）

８）　現在，特定業務会員として加入しているのは，９社である。このうち６社が株式投資型クラウドファンディングの運営業者である。なお，他の３社は，特定店頭デリバティブ取引業者である。

９）　詳しくは，拙稿（2017）参照。

10）　同社プレスリリース「株式投資型クラウドファンディング「FUNDINNO」累計成約額33億円，累計成約件数100案件を突破！」（2020年８月６日）https://www.cloud-capital.co.jp/2020/08/06/fundinno0806/（2020年10月８日，アクセス）

11）　前掲，拙稿（2017）参照。

12）　Angel List については，同 HP 参照。https://angel.co/（2020年５月31日，アクセス）

13）「上場まで一気通貫支援　福井 C&C　株式型 CF と連携」『福井新聞』2019年５月23日，６ページ，および「福井銀子会社，株式投資型 CF 大手と提携」『日本経済新聞電子版』2019年５月23日 17：25，参照。

14）　プレスリリース「『FUNDINNO』初の EXIT 事例！～相対取引の結果，株価1.5倍で FUNDINNO 投資家にリターン～」（2019年７月８日），参照。https://www.cloud-capital.co.jp/2019/07/08/%e3%80%8cfundinno%e3%80%8dexit/（2020年５月31日，アクセス）

15）　プレスリリース「ファン投資家へ“ファンディーノ型新株予約権”新サービスリリースのお知らせ～個人投資家ファーストの優しい設計にこだわった日本初の仕組み～」（2019年９月11日）参照。https://www.cloud-capital.co.jp/2019/09/11/jcc0911-2/ 当該スキームについては，同社 HP「新株予約権とは？」参照。https://fundinno.com/about_stock_option（2020年５月31日，アクセス）

16）　同社 HP，https://camp-fire.jp/about，参照（2020年10月19日，アクセス）

17）　同社 HP，https://campfire.co.jp/，参照（2020年10月15日，アクセス）

18）　拙稿（2018a）参照。

19）　エメラダ株式会社 HP，参照。https://emeradaco.com/（2020年５月31日，アクセス）

20）　同社「株式会社ユニコーンは佐賀県と「クラウドファンディングの利活用に関する・協力協定」を締結いたしました」（2019年５月28日）https://unicorn-cf.co.jp/2019/05/1905-004/（2020年５月31日，アクセス）

21）　同社「株式会社 ZUU との資本業務提携に関するお知らせ」（2019年12月13日）https://unicorn-cf.co.jp/2019/12/1912-001/（2020年５月31日，アクセス）

22）　金商業等府令第16条の３第２項「令第十五条の十の三第二号に規定する内閣府令で定める方法は，募集又は私募に係る有価証券に対する個別払込額（有価証券を取得する者がそれぞれ払い込む額をいい，当該有価証券が新株予約権証券である場合には，当該額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額を合算した金額とする。以下この項において同じ。）に，当該有価証券の募集又は私募に係る払込みが行われた日前一年以内に応募又は払込みを行った同一の発行者による当該有価証券と同一の種類の有価証券の募集又は私募に係る個別払込額を合算する方法とする。」

23）　少人数私募は過去半年間の勧誘人数が通算50名までと制限されているが，クラウドファンディ

ングはインターネットで募集を行うという性質上，勧誘人数は不特定多数（50人以上）となる。このため，過去半年にクラウドファンディングを実施していた場合，過去の勧誘人数を含めて50名以上となるため，少人数私募の要件を満たさないこととなる。ただし，通算対象は同一種類の株式であるため，別の種類の株式を発行するのであれば，この限りではない。

24）みなし清算条項とは，ベンチャーキャピタルなどが優先株式によって出資する場合に使われる条項であり，合併や株式交換などによって取得した対価を残余財産とみなし，優先株主に分配することを定めるものである。

25）同社「ICO プラットフォーム事業の進捗について」（2020年10月14日，アクセス）https://sbiec.jp/news/detail/7.html

26）同社 HP，https://sbiec.jp/（2020年10月14日，アクセス）

27）同社 HP，https://oneterrace.jp/（2020年10月14日，アクセス）また，同案件の調達金額28,250,000円，目標募集額25,000,000円，上限募集額28,750,000円，申し込み投資家人数89人となっている。https://gemsee.jp/equity/project/1（2020年10月14日，アクセス）

28）PRTIMES「XTech，株式投資型クラウドファンディング参入で新会社を設立―大和証券グループから資金を調達」（2018.11.21）https://thebridge.jp/2018/11/xtech-to-launch-equity-crowdfunding（2020年５月31日，アクセス）

29）XTech 社 HP，https://xtech-corp.co.jp/（2020年５月31日，アクセス）

30）同社プレスリリース「株式会社クレディセゾンによる Fintertech 株式会社への資本参加に関するお知らせ」（2020年１月31日），https://fintertech.jp/news/20200131_press_jv/（2020年５月31日，アクセス）

31）同社 HP「デジタルアセット担保ローンのご案内」によると，暗号資産を担保に融資するサービスであり，法人または個人の借り手は，これにより暗号資産を売却することなく日本円の調達が可能となる。https://fintertech.jp/media/images/pdf/product_dablls.pdf（2020年５月31日，アクセス）

32）同社 HP，https://corp.ecrowd.co.jp/（2020年５月31日，アクセス）

33）Seedrs の HP，参照。https://www.seedrs.com/freeagent（2020年５月31日，アクセス）

34）London Stock Exchange Group の HP，参照。https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/london-stock-exchange/equities-markets/raising-equity-finance/market-open-ceremony/london-stock-exchange-welcomes-freeagent-aim（2020年５月31日，アクセス）

35）ネットニュースによる報道としては，SaaSgarage ‘Lessons from a young Scottish company（FreeAgent）that listed on the stock exchange’（February 9, 2017）https://saasgarage.com/news/portfolio/freeagent-ipo-experience/CITYA.M ‘From crowdfunding to IPO in 16 months: Edinburgh tech company claims UK first with Aim flotation’（Wednesday 16 November 2016 2：31 pm）https://www.cityam.com/crowdfunding-ipo-16-months-edinburgh-tech-company-claims-uk/（2020年５月31日，アクセス）

＜参考文献＞

松尾順介［2015］「英国の投資型クラウドファンディング規制」『証研レポート』1692号，2015年10月，10～21頁

松尾順介［2016］「英国のクラウドファンディング市場―FCA による新規制導入後の市場動向―」第96号，2016年12月，21～41頁

松尾順介［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』第100号，2017年12月，55～74頁

松尾順介［2018a］「日本におけるクラウド SAFE の試み」『証研レポート』No.1706，2018年２月，28～49頁

松尾順介［2018b］「拡大する国内株式投資型クラウドファンディング」『証研レポート』No.1707, 2018年４月，11～36頁
李立栄［2017］「急成長する中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスと課題」『野村資本市場クォータリー』2017冬号
Cambridge Centre for Alternative Finance（CCAF）［2020］“The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report: Trends, Opportunities and Challenges for Lending,Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models”, April 2020
Cherowbrier, James［2020］‘Annual market value of equity based crowdfunding in the United Kingdom（UK）from 2013 to 2018’, statista, May 6, 2020 https://www.statista.com/statistics/797673/equity-based-crowdfunding-uk/