

## 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

井 上 徹

### 1. はじめに

未公開株投資型クラウドファンディングは、その名の通り、インターネット上のプラットフォームを利用して、株式未公開（非上場）のベンチャー企業（スタートアップス）や中小企業などが発行する株式を購入する未公開株を対象としたクラウドファンディングである。一般的には、株式投資型クラウドファンディング、あるいは、単に株式型クラウドファンディングと呼ばれているが、海外においては、Equity-based Crowd Funding、あるいはCrowd-investing、Investment Crowd Fundingと呼ばれており、Equity-based Crowd Fundingが最も一般的な名称であるので、これ以降、ECFと略し、必要に応じて、未公開株投資型クラウドファンディングという名称を用いる。敢えて未公開株投資型クラウドファンディングという名称を用いるのは、ECFが未公開株を対象としていることの意味が、一般の投資家もしくは支援者に十分に周知されていない可能性があり、また、株式投資型という名称は通常の公開株式に対する株式投資と類似したものと誤解を与えかねないからである。

日本におけるECFは、2015年5月の金融商品取引法改正によって解禁された。取扱業者は、第一種金融商品取引業の登録、もしくは第一種小額電子募集取扱業者の登録が必要である。2017年4月、日本クラウドキャピタルがECFプラットフォーム「FUNDINNO（ファンディーノ）」によるサービスを正式に開始し、最初のECF案件が成立した。2021年7月末時点で4社がECFプラットフォームを運営しているが、取扱件数の約80%をファンディーノが占めており、件数、資金調達額ともに突出している。

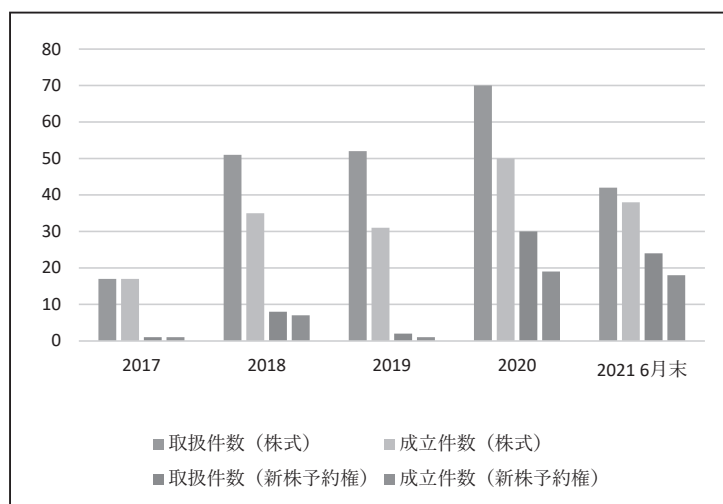
ECFは、クラウドファンディングの中でも比較的新しいサービスであり、新しい投資の形態とも言える。我が国でのECFは、企業の資金調達計画と整合的な目標金額と応募上限額を定め、応募投資額が目標金額を超えた案件のみが成立し、投資と資金調達が行われるAll or Nothing方式で行われている。

2021年6月末時点での国内ECF取扱件数は、累計297件、うち成立件数は217件、累計資金調達額は約70億円、平均資金調達額は約3,233万円である（表1、図1、2、3参照）。ECFは、2021年に入って件数、資金調達額ともに明らかな増加トレンドを見せており、今後とも成長が見込まれる市場である。また、2020年からは後述する新株予約権によるECFも増加している。

しかし、米国のECF件数・資金調達額は、2020年には1,035件、236億円（1ドル110円換算）

表1 未公開株投資型CFの推移

年月	会員数	取扱件数 (単位: 件)		目標募集額 (単位: 円)		新規発行 株式数 (単位: 株) 新株予約 権個数 (単位: 個)	募集価格 の総額 (単位: 円)	発行価額 の総額 (単位: 円)
			成立案件		成立案件			
<b>1. 株式</b>								
2017	2	17	17	325,780,000	325,780,000	9,620,696	477,975,000	472,740,000
2018	2	51	35	1,103,324,000	709,920,000	3,170,709	1,279,605,000	1,275,445,000
2019	3	52	31	865,480,000	547,700,000	1,966,525	934,835,000	934,160,000
2020	5	70	50	1,081,149,800	690,317,800	2,816,258	1,641,414,400	1,641,414,400
2021 (6月末)	4	42	38	561,170,150	505,250,150	1,955,669	1,191,848,500	1,191,848,500
<b>2. 新株予約権</b>								
2017	1	1	1	42,000,000	42,000,000	600	42,000,000	42,000,000
2018	1	8	7	244,930,000	194,950,000	2,785	194,950,000	194,950,000
2019	1	2	1	29,530,000	16,030,000	1,743	17,430,000	17,430,000
2020	1	30	19	371,850,000	229,000,000	53,821	538,210,000	538,210,000
2021 (6月末)	1	24	18	383,670,000	286,020,000	70,785	707,850,000	707,850,000
<b>合計</b>								
2017		18	18	367,780,000	367,780,000	9,621,296	519,975,000	514,740,000
2018		59	42	1,348,254,000	904,870,000	3,173,494	1,474,555,000	1,470,395,000
2019		54	32	895,010,000	563,730,000	1,968,268	952,265,000	951,590,000
2020		100	69	1,452,999,800	919,317,800	2,870,079	2,179,624,400	2,179,624,400
2021 (6月末)		66	56	944,840,150	791,270,150	2,026,454	1,899,698,500	1,899,698,500

図1 未公開株投資型CF件数  
(株式・新株予約権)

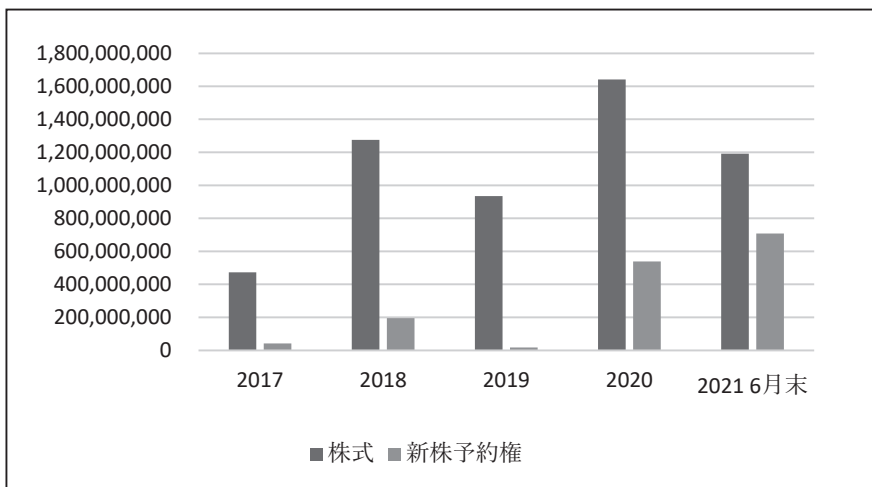


図2 ECF発行価額総額の推移 (単位：円)

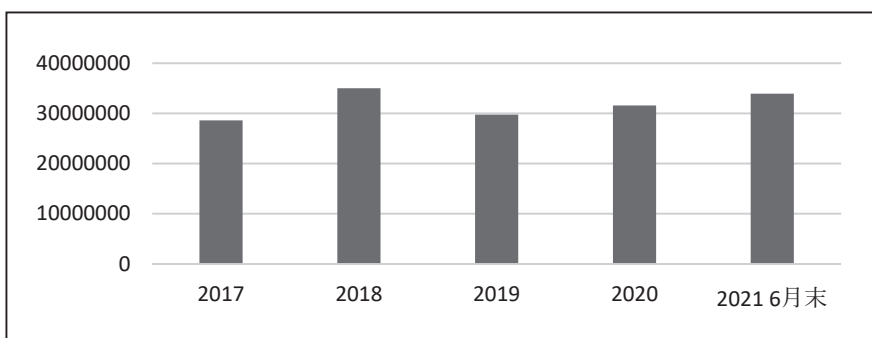


図3 成立案件の平均資金調達額 (単位：円)

に達しており、同年の日本のECF成立件数69件、資金調達額約22億円と比較すれば、双方とも10倍以上である（図4参照）。これには、ECFの歴史のみならず、SPAC（特別買収目的会社：未公開会社の買収を目的として設立される法人）などにも見られる米国スタートアップスの「ベンチャーキャピタル離れ、IPO離れ」の影響もあると思われるが、全く規模が違う。米国の主要なECFプラットフォームは10社前後であり、シェアはある程度分散しているが、WefunderとStartEngineの2社が大手である。米国では、元々、多用されていた新株予約権による少額ECFが多く、ECF件数は世界で最も多い。

また、英国はECFの歴史が最も長い国であり、2015年以降、資金調達額が急速に拡大した。資金調達件数は、2019年は300件以上、2020年上半期のみでも200件を超えている。資金調達規模は、ここ数年で最も多かった2018年は520億円以上（1ユーロ130円で換算）、2020年上半期は約153億円（プレグジットに伴い1ポンド150円で換算）である（図5、6参照）。英国の主要なプラットフォーム企業は5社ほどあるが、crowdcubeとSEEDRSの2社による寡占状態にある。不特定多数の個人投資家によるECFのみならず、ECFで株主となる投資家の代表株主となる法人がまとめて投資するノミニー投資（nominee）も採用している。

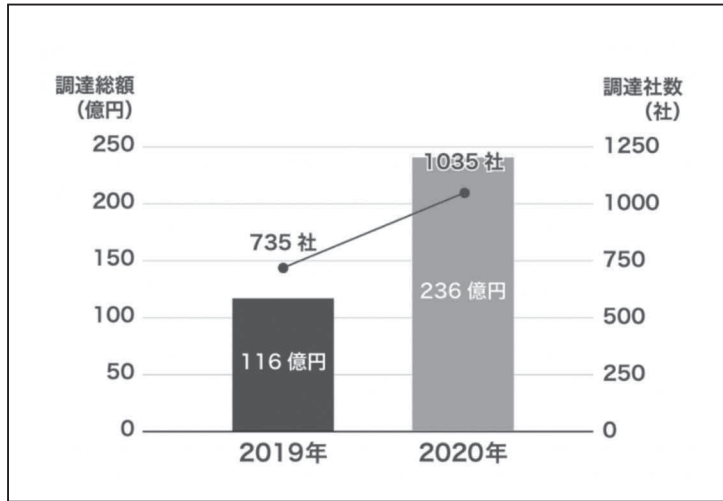
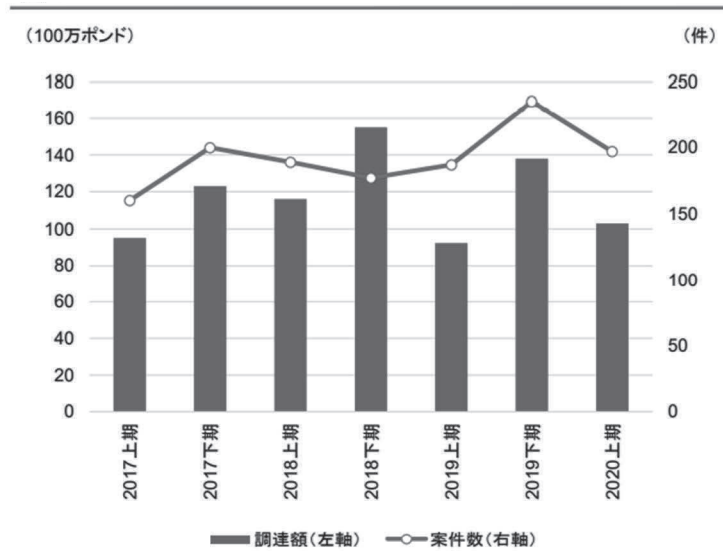


図4 米国クラウドファンディング市場：調達額・案件数推移

1ドル110円で換算 <https://entriez.jp/crowdfunding/> より



(出所)Beauhurstより野村資本市場研究所作成

関 (2021) より

図5 英国クラウドファンディング市場：調達額・案件数推移

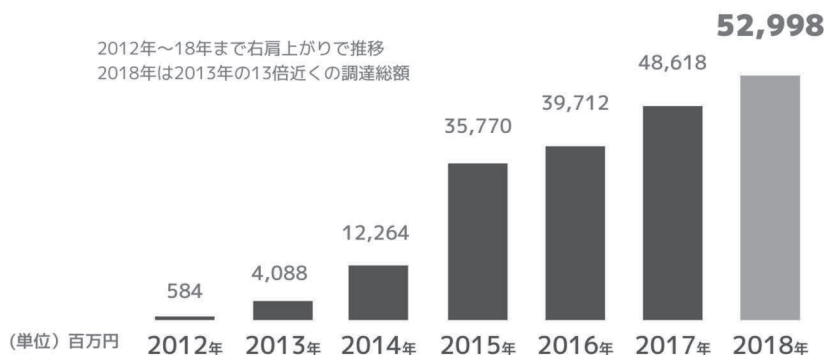


図6 英国クラウドファンディング市場資金調達額の推移（2012～2018）

1 ドル110円で換算 <https://entriez.jp/crowdfunding/> より

この規模の違いは、ECFの歴史や投資家への浸透のみならず、各国のECFの制度的な違いも影響していると思われる。特に、日本のECFに関する法的規制は、ECFのメリットのかなりの部分が生かされないものとなっており、その改善は急務であると考えられる。

本論文の目的は、ECFのメリット・デメリットと社会的価値について検討し、日英米の制度と現状を比較した上で、我が国のECF制度の問題点を論じ、改革の方向性を示すことである。

なお、以下では、ECFを利用して必要な資金を調達しようとする者を「企業」、もしくは「資金調達企業」と呼び、ECFを通じて「企業」に出資するものを「投資家」、もしくは「支援者」と呼ぶ。また、両者が利用するプラットフォームを提供する事業者を「プラットフォーム」と呼ぶ。

本論文の構成は、次の通りである。第2節では、ECFのメリットとデメリット、リスクと社会的価値を理論的な検討を加えつつ論じる。第3節では、第2節で論じたメリット・デメリットと対照しながら日英米の制度と現状を比較し、日本のECFの改革の方向性について述べる。第4節は、まとめとともに、今後の研究課題について述べ、結語とする。

## 2. 未公開株投資型クラウドファンディングのメリットとデメリット、及び社会的価値

未公開株投資型クラウドファンディング（ECF）は、クラウドファンディングであると同時に、株式というリスク資産への投資であるから、その双方の性質を併せ持っており、更に、対象とするものが、ほぼ流動性0の未公開株であるという特殊な条件が加わっている。

すなわち、他のタイプのクラウドファンディングと同様に、情報の非対称性が、企業とプラットフォーム、プラットフォームと投資家の間で二重に存在する。そして、非対称情報の下でのリスク資産への投資であるから、逆選択の可能性が常に存在する。

それらを踏まえた上で、ECFのメリットとデメリット及びリスクを整理してみよう。

まず、資金調達を行う企業にとってのメリット（以下、FMと表記する）は、

FM-1 スタートアップに投資をしたい個人から広く薄く資金を調達することができる。

FM-2 資金の調達と同時に、支援者、応援してくれるファン、あるいは潜在的な顧客を作ることができる。現実には、ECFで投資した支援者が、当該企業が行う購入型クラウドファンディングでも支援者となる例は多い。また、ECFへの応募状況が「企業価値評価」の情報ともなる。

FM-3 プラットフォーマーによる審査のプロセスは、VCや金融機関等との交渉のプロセスに比べて期間が短いことが多く、他の資金調達手段に比べて、迅速に資金調達を行える可能性が高い。

FM-4 他の資金調達手段、特にベンチャーキャピタル（これ以降、VCと略す）からの出資とは異なり、経営に介入される可能性がなく、VCや出資者に事業の状況や方針について説明し了解を得るための時間やコストを節約できる。米国においては、このことが、企業がECFを選択する大きな理由とも言われている。

また、将来的に出資・増資等を予定している場合には、新株予約権という手段を選択することもメリットと言えよう。

新株予約権は、米国で盛んに用いられているSAFE (Simple Agreement for Future Equity) やKISS (Keep It Simple Securities) に類似した資金調達手段で、「発行会社に対して行使することにより当該発行会社の株式の交付を受けることができる権利をいい、一般に、あらかじめ決められた期間（権利行使期間）内にその権利を行使することにより、その会社の株式を一定の価額（転換価額）で取得することができる権利」（ファンディーノHP [https://fundinno.com/about\\_stock\\_option](https://fundinno.com/about_stock_option)）であり、ストックオプションの一種である。2021年7月末時点で、新株予約権を取り扱う国内ECFプラットフォームはファンディーノのみであり、以下のように説明されている。

「本新株予約権では、STEP 2の次回株式資金調達時に、転換価額とそれにより将来受け取ることができる株式数（交付株式数）が決定します。

本新株予約権の権利行使期間は7年です。なお、権利行使を行えるのは、投資先企業においてIPO、M&A、解散が発生しないで、本新株予約権の権利行使期間の7年の最終行使期限日の1カ月前に至った場合になります。

※本新株予約権には譲渡制限が付与されているため、第三者へ譲渡を行う場合は、投資先企業の承認を得る必要があります。

## STEP 2 次回株式資金調達（株式数決定）

本新株予約権による資金調達以降、投資先企業が株式発行による1億円以上の資金調達を初めて実施する際に、その時点の企業価値を考慮した転換価額、交付株式数が決定します。

※STEP 2がなくSTEP 3に進むこともあり、この場合、発行時に算定した評価上限額に基づき転換価額及び交付株式数が決定します。

## STEP 3 将来の4つのシナリオの実現（株式の交付又は金銭の受領）

将来、投資先企業に4つのシナリオ（IPO、M&A、解散、存続）が実現したときに、株式が交付され、又は金銭を受け取ることができます。」（ファンディーノHP [https://fundinno.com/about\\_stock\\_option](https://fundinno.com/about_stock_option)より）

新株予約権に関して、投資家が注意すべきポイントは、まず、上記の説明の「STEP 2」に至らない限り、交付株式数も決定されず、更に、「STEP 3」に至らない限り、株式は交付されないため、仮にECF株式のセカンダリーマーケットが存在したとしても、投資家が新株予約権を換金することは非常に困難であるということである。

一方、企業側のデメリット（以下、FDと表記する）は、上記のメリットの裏返しであることが多いが、

FD-1 企業の成長の初期段階で、株主数が多くなる。ECFが成立すると、株主数が数百人規模で増加するため増えて、株主総会の負担が大きくなるとともに、株主総会事案についての機動力を失う可能性がある。そのためか、議決権のない優先株によるECFも増加している。

なお、日本では、ECFを利用する企業に対して、後述する「年間資金調達額が合計1億円未満」とするいわゆる「合算要件」が存在するので、勧誘相手の人数が6ヶ月通算で50人以上、かつ年間合計資金調達額が1億円以上の投資勧誘の場合には、金融商品取引法に基づく発行開示が必要となる。ECFでの調達は、必ず50人以上に声を掛けたことになるため、ECFで資金調達してから6か月の間は、1年間通算で1億円以上となる少人数私募は不可能となる。

FD-2 ECFは、通常All or Nothing方式であるため、応募が目標金額に到達しないと資金調達ができない。

FD-3 高い手数料が必要である。日本では、資金調達額の20%+消費税で、計22%とも言われている。

FD-4 前述のように、資金調達額に上限がある。日本では、他の資金調達手段と合算して年間1億円未満、という英米と比較してかなり厳しい法的制約が課せられている。

FD-5 ECFのみでは、VCからのアドバイスやVCが持つネットワークの利用といったサポートを受けられない。

FD-5に関しては、既にVCやCVC、あるいはエンジェル投資家から出資を受けた企業が、ECFを利用する事例も多く見られる。投資家にとっては、投資先企業のVC等からの資金調達実績は重要な情報であり、ECFプラットフォーム上では当然情報として開示されている。メリット・デメリットを合わせて考えると、資金調達企業にとって、ECFは、本来、メリットの方が大きい資金調達手段であり、他の資金調達手段と柔軟に併用することによって、ECFのメリットを享受しつつデメリットを軽減することが可能と思われる。また、購入型クラウドファンディング（Reward-based Crowdfunding, RCF）を、ECFやVCによる資金調達後に行う例も増えており、ECFのみならず、各種のクラウドファンディングが活用されつつある。なお、RCFの利用は、資金調達よりも、販売促進、テスト・マーケティングが主要な目的と思われるが、起業に出資したVCが、積極的にRCFの実施を勧めた事例もある。

しかしながら、FD-4の「他の資金調達手段と合算して年間1億円未満」という制約は、英米に比べて厳しい制約であり、そのような柔軟な資金調達の可能性を非常に狭いものにしていくと考えられる。

投資家・支援者にとってのメリット（以下、IMと表記する）は、

IM-1 流通していない未公開株を「少額」から購入できることによる投資機会の拡大。

IM-2 支援したい企業を資金面から支援する機会の提供。  
である。

一方、投資家にとってのデメリット（以下、IDと表記する）は、ほぼ未公開株投資のリスクと言ってよい。

ID-1 投資収益に関するリスクが非常に大きい。投資先企業は基本的にスタートアップスであるから、その事業リスクは大きく、何よりも投資先企業の成長がなければ、投資としてはリターンが見込めない。投資先の倒産はもちろん、投資先企業が現状維持でも、投資としては失敗となる。投資先企業が、IPO、セルアウトなどによって成功裡にイグジットしない限り、正のリターンは生まれないからである。

ID-2 投資におけるタイムホライズンを設定することができない。投資収益を回収できる期間も不確実であり、一般的には、短くとも1年以上、通常は数年、と長く、場合によっては10年以上の場合もある。つまり、投資先企業が、IPO、セルアウトなどによって成功裡にイグジットするとしても、何年後にイグジットするかはECF時点では未知であり、ファンディーノも「投資の回収期間は5年程度」としている。

ID-3 日本では、ECFで取得した新株予約権はもちろん、未公開株も流動性・換金性がない。海外では、ECF未公開株のセカンダリーマーケットが存在するが、2021年7月末時点で、日本のECFを対象としたセカンダリーマーケットは存在しないと言ってよく、FTI JAPANがみらい証券の株主コミュニティに登録されている事例が見られる程度である。なお、株主コミュニティ制度は、「地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として2015年5月に創設された制度」であり、運営会員として日本証券業協会から指定を受けた証券会社が、銘柄ごとに株主コミュニティを組成して運営する制度である。

ID-4 年間1社当たり50万円以内、という投資上限が定められており、このいわゆる「50万円要件」は、一部の投資家にとってはデメリットとなりうる。

ID-5 投資家にとって、ECFによる未公開株投資の価値評価を行うことが困難、と言うより、ほぼ不可能である。そもそも、投資家は、ECFに応募する際、事前に、どれだけの「企業のシェア」を得られるかということも正確には把握できない。前述のように、ECFは、企業の資金調達計画と整合的な目標金額と上限金額を設定するが、企業がECFで調達できる金額は事前にはわからず、また、ECF以外の資金調達がどのように行われるかは、ECF応募時点では通常は未確定である。従って、ECFによって株式がどれだけ希薄化するかは事前にはわからない。新株予約権の場合は、更に、次回株式資金調達時まで株数・転換価額が確定しない。それ故、ECFによる投資においては、投資の「妥当な価値評価」を行うことは困難であり、それは、情報の非対称性や逆選択によるものではなく、ECFの構造的な性質によるものと言える。合算要件のような企業側の資金調達上限規制に積極的な意味を見出すとすれば、それがECF投資の「価値の下限」に関する情報となっている可能性があることであろう。

ECFに限らず、未公開企業やスタートアップスへの投資は、投資先企業の事業に対する満期が無期限、権利行使価格0、ノックアウト価格0のリアル・ノックアウト・オプションとみなすことも可能であるが、得られる「シェア」が事後的にしか確定しないのでは、事前に理論的に厳密な価値評価を行うことはほぼ不可能である。なお、ファンディーノの新株予約権は、権利行使期間が7年のストックオプションであり、「投資先企業において、IPO、M&A、解散のいずれも発生しないで権利行使期間7年の最終行使期限日の1ヶ月前に至ったときは、当該日の翌日から最終行使期限日までの間、投資先企業からの通知に基づき新株予約権を行使し金銭



を払い込むことにより株式の交付を受けることができる」という仕組みになっているが、やはり事前に厳密な価値評価を行うことは、ほぼ不可能である。

では、経済厚生観点からはどうであろうか？

ECFもクラウドファンディングの一つであるから、プラットフォーマーの審査を含む情報生産と取引費用の削減によって、社会全体としての消費可能性集合・生産可能性集合を拡大する。

「クラウドファンディングは、情報生産と取引費用の削減によって、支援者の消費機会・投資機会を広げると同時に、事業者の生産機会を広げ、社会全体としての消費可能性集合・生産可能性集合を拡大する。それは、既存の市場、既存の金融機関等が様々な制約によって活用できなかった潜在的な需要と供給を掘り起こすものであり、同時に、未活用の資源を活用することでもある。そのような潜在的な需要・供給、未活用資源は、まだ多く残されており、また、新たな需要・供給・資源も生まれてくると期待できる」井上（2020）

実際に、ECFが、社会全体の投資機会を拡大し、投資のフロンティアを広げることは間違いない。VCやエンジェル投資家ではなく、一般の個人投資家が未公開企業に出資できることはもちろん、資金調達側を見ても、事業規模などの観点からVCの投資対象とはなりにくい成長の可能性を持つ企業や、VCや金融機関等との交渉や経営への介入を嫌う有望な企業も、資金を広く集め設備投資や研究開発、販路拡大などに振り向けることができる。広い範囲から集められたリスクマネーがそれまで投資対象となっていなかった企業に供給されることによって、実体経済における投資フロンティアを広げることになるのである。

しかしながら、粗く言えば、ECFによって実現する実物投資のネットのリターンが社会的割引率を下回っていれば、その投資は、経済厚生観点からは正当化できない。あるいは、ECF資金調達企業全体で見た実物投資の限界生産性が、社会的に見た資本の使用者費用を上回っていなければ、ECFによって実現する実物投資のネットの社会的便益はマイナスとなる。

それ故、ECFプラットフォーマーの審査・情報生産能力が、ECFを社会的に正当化できるかどうかについて、決定的な役割を果たすことになる。他のタイプのクラウドファンディング同様、企業と投資家・支援者の間の情報の非対称性を可能な限り軽減することが、プラットフォーマーの使命であることは言うまでもないが、ECFやソーシャルレンディングのようなクラウド投資においては、逆選択が発生しないようにすることがプラットフォーマーの社会的責任であると言ってよいであろう。

投資家からすれば、単純に、事後的なリターンが市場利子率を下回れば損失である。しかし、支援者として、共感できる企業を支援すること自体に効用を得ているのであれば、経済厚生分析としては、その効用も評価すべきであることは、他のクラウドファンディングと同様である。しかしながら、我が国でこのような経済厚生的な分析を行うことは、データの利用可能性から見て、ほぼ不可能である。

現実的に可能であるのは、ECFを利用している投資家にとっての「リターン」の分析であるが、こちらも、現時点では、以下の二つの理由によってほとんど意味がない。

第一に、ECF資金調達企業のイグジットまでの平均期間が、ファンディーノのHPにあるように5年であるとしても、日本ではECFサービスが始まってから、まだその5年も経過しておらず、統計的な分析を行うには期間が短すぎる。実際、後述するように、ECF企業のイグジットは、1件のIPOを含めてまだ合計5件であり、ECF成立案件全体のリターンを計算すれば非常に低いものとなってしまいが、統計量としては自由度と信頼性が低く、現時点ではほとんど意

味を持たない。

第二に、日本のECFは、企業側にとっても、投資家側にとっても、かなり厳しい制約が課せられており、その双方が、ECF企業の成長や投資の成功を阻害している可能性がある。

特に、後者の制度的問題、就中、合算要件は、放置すれば、日本においてはECFのメリットが十分発揮されず、デメリットがより強く現れる状態が続く可能性が示唆されており、詳細な検討と改善が急務である。

### 3. 日英米の未公開株投資型クラウドファンディング制度と日本の課題

本節では、米国、英国のECF制度と日本の制度を比較するのみならず、投資のパフォーマンスについても考察するとともに、日本の制度の問題点と改革の方向性について論じる。

比較の前に、米国、英国では、言わば、「能力に応じた資金調達」と「能力に応じた投資」という形で、制度が整備されていることに注意する必要がある。

米国では、資金調達企業に関する投資家の分類を行っており、その分類によって、ECFのみならず、「資金調達市場全般に対するアクセシビリティ」が異なっている。ECFに関しては、一定の条件を満たす認定投資家向けの別市場があり、「より確立された企業」に対する別ルールがある。

英国では、一定の条件を満たす投資家に対しては投資上限を設けておらず、資金調達企業も、目論見書を作成し、それが認可されれば、通常の資金調達額上限を超えた資金調達が可能である。まず、資金調達側の規制から見てみよう。

米国では、2021年1月に、年間資金調達限度額が107万ドルから500万ドルに引き上げられた。また、前述のように、認定投資家のみが参加できるECF（別市場）と、一定の条件を満たす企業には500万ドル以上の資金調達が可能な別ルールがある。

米国のECFは、投資家からもECF成立時点で手数料を取り、その後、調達企業がイグジットに成功した際にも投資家から保管報酬（custodian fee）を徴収する。これは、資金調達企業の利用を促すため、企業側の手数料負担を下げていることの裏返しである。ECFに限らず、クラウドファンディングは、資金調達側のメリットがより大きい仕組みであるが、米国のECFは日英米の中で最も企業側に有利な仕組みと言え、そのことが、ECF件数の多さに現れている可能性がある。

英国では、年間資金調達額上限は800万ユーロであったが、プレグジット以降も変更されていないようである（Azad and Hobson 2021）。また、目論見書を作成し認可されれば、800万ユーロ以上の資金調達が可能となる特別ルールもそのままのようであるが、今後、ポンド建てへの変更の可能性はある。

これに対して、日本のECFによる資金調達に関する規定は、「他のすべての資金調達手段と合算して1億円未満」という、いわゆる「合算要件」である。これは、英米の制度に比べて、企業側の自由度が非常に狭い規制である。

一方、投資家に対しては、米国では、投資上限が、年収・純資産に応じて、2,200～107,000ドルと定められている。ただし、認定投資家には投資上限はない。

英国では、プロ投資家、VCなどがECFで投資を行うことができるが、個人投資家の投資上限は、投資可能な金融資産の10%以下とされている。しかし、以下の条件を満たす投資家には投

資上限はない。

- ①プロ投資家
- ②ベンチャーキャピタル
- ③投資判断能力がある投資家の認定を受けた者
- ④投資判断能力がある投資家と自己申告した者
- ⑤富裕投資家の認定を受けた者
- ⑥投資可能な金融資産の10%以上を非上場会社の株式/債権に投資しないことを自己申告した者

これに対して、日本のECF投資家は個人投資家であり、その投資上限は「投資対象一社当たり年間50万円以下」であり、「50万円要件」とも呼ばれる。

これらの比較をまとめたものが表2である。一見して、日本の規制が、企業側にも投資家側にも、かなり「限定的」であることが看取できるであろう。

では、イグジットなどで見たECFのパフォーマンスはどうであろうか？

英国、米国のECFのパフォーマンスに関しては、「株式投資型クラウドファンディング (ECF)」(2021 [https://okablog. xyz/finance/ecfequity-based-crowdfunding/](https://okablog.xyz/finance/ecfequity-based-crowdfunding/)) が、非常によくまとまった資料である。

まず、英国について一部引用する。

「ECFによって調達した企業の生存率（2011~2020年/3末迄）は同期間にVCから資金調達した企業の数値と同水準を誇ります。事業構想段階やプロトタイプを開発した段階でもVC出資先と同程度生存しているというのは、通常スタートアップスの5年生存率が5割を切ると言われていたことを踏まえても、非常に優秀な結果だと思われます。一方、残りの23%の内、倒産せずにイグジットに至った例は全体の3%（それでも44件の実績）とVCよりもまだだいぶ劣ります。しかしながら、調達企業の大半がプレシード、シード期（VCが積極的にリスクテイクする前）の企業であることを考えれば、（その後のステージと比較して）イグジットするには時間がかかることが想定されます。調達企業の中にはIPOした事例やフィンテック領域で有名なユニコーン企業であるRevolut（レボリュート）も含まれます。

	Alive	Existed	Dead	Total
Crowdfunded Companies	1,139 77%	44 3%	296 20%	1,480 100%
Venture-backed Companies	2,229 77%	347 12%	318 11%	2,895 100%

◆英国におけるECFとVCから調達した企業の生存率（2011~2020/3末まで）」

上の表の数値は、Beauhurstの‘The State of UK crowdfunding 2020’によるものであるが、2020年3月時点での英国のECF調達企業のIPO・バイアウト（セルアウト）などのEXIT率は3%、倒産率は20%であり、VC調達企業のEXIT率は12%、倒産率11%である。また、ユニコーン企業が含まれていることも注目値する。

更に、「イギリスはECFの老舗だけあって、ECFによって獲得した非上場会社の普通株式を売買するセカンダリー市場も存在します。加えて、コミュニティ形成にも力を入れています。ECFで資金調達した企業のその後の成長を応援するための専門家（弁護士、会計士など）のコミュニティと、投資家や調達企業のコミュニティが形成されています。これによって、口コミ

表2 日英米のECF制度比較 (資金調達と投資家, 及び投資上限)

		英国	米国	日本
資金調達者 株式未公開企業	資金調達 限度額 (年間)	800万ユーロ 但し, 目論見書を作成 し認可されれば, 800 万ユーロ以上も可能	年間500万ドル 認定投資家向けの別 市場, 「より確立され た企業」向けの別ルー ルあり	他の資金調達手段と 合算して1億円未満
資金提供者 投資家	投資家	すべての投資家 (VCを含む)	個人投資家	個人投資家
	投資上限の 対象	年間投資額	年間投資額	1社当たりの年間 投資額
	投資上限	個人投資家は, 投資 可能な金融資産の10% 以下, プロ投資家など, 一定の条件を満たす 投資家には投資上限 はない. (本文参照)	年取・純資産に応じ 2,200~107,000ドル. ただし, 認定投資家 には投資上限はない.	50万円

によるECFの理解度向上, 新規の利用者紹介や, 資金調達後の成長戦略の実行支援などプラスに働いています。」という指摘は正しい。

セカンダリーマーケットの存在は流動性の観点から見て重要であるが, それ以上に, ECFのコミュニティが存在し, 機能していることは重要である。

米国では, サービス開始が2015年, 最初の資金調達が2016年であったこと, 2020年1月まで年間資金調達上限額が107万ドルであったこと, 比較的少額の案件が多いことなどもあって, 目立った成功案件は英国ほど多くはないが, 2019年11月に, ECFプラットフォームRepublicで2018年6月12日に628,558ドルを666人の投資家から資金調達を行ったCNS Pharmaが, NASDAQ上場を果たしている。

また, 米国では, 上場する企業の数が減少傾向にあり, 一般投資家にとって新規の価値ある企業に投資する機会が減少していることもあって, 未公開企業株式のセカンダリーマーケットへの関心が高まり, 2019年からセカンダリーマーケット整備が行われている。累計件数, 累計資金調達額第1位のStartEngineは, 2019年7月25日にブローカーディーラーとして承認され, 既に自社ECFのセカンダリーマーケットを運営している。SeedInvestも2019年7月31日にスタートアップ投資の二次取引を促進する代替取引システムの運用についてFINRA (Financial Industry Regulatory Authority) の承認を受けたことを発表しており, その他にも, 限定的なセカンダリーマーケット, セカンダリー転送プラットフォームが存在している。

投資家・調達企業のECFコミュニティ形成に関しても注力しており, 英国のノミニー投資と同様なシンジケート投資による資金調達も可能である。

翻って, 日本のECFはどうであろうか。

まず, IPOに関しては, 2019年12月にファンディーノでECFを行った琉球アスティーダが, 2021年3月30日に東京プロマーケットへの上場を果たした。日本のECF案件で初の上場である。

琉球アスティーダは、ECFを行う前の2019年7月に、VC、テック企業、エンジェル投資家からの資金調達を行っており、「合算要件」の範囲内で資金調達を行ったと思われる。また、投資家の取得価格は概算で500円と言われており、初値は1.4倍の700円であったが、2021年7月末現在、出来高は初値の際の100株のみで、その後取引は行われていない。それ故、この1.4倍はあくまで暫定的な評価であり、リターンとして用いるべきではない。

この琉球アスティーダを含めて、IPO、M&Aによるイグジット案件はすべてファンディーノの案件であり、2021年7月23日時点で成約件数183件中5件である。投資回収期間は1年強から3年、売却価格／取得価格で見た単純なリターンは、1.2倍から1.5倍である。

一方、ECF資金調達企業で倒産・解散した件数は、ファンディーノの取扱案件しか確認できていないが、同時点で累計4件であり、他の企業がAlive状態であれば、倒産率はかなり低い。

全体としてみれば、リターンは、イグジット案件のみを見ればそれなりに高いが、IPO・セルアウトなどのイグジットを達成しているのは成立案件の3%未満である5件のみであり、ECFでの投資1単位あたりで評価すれば、かなり低い。

しかし、スタートアップスが最初の資金調達からIPOやセルアウトに至るまでには通常は数年かかる一方、日本のECFは2017年の正式サービス開始から4年半弱しか経過しておらず、リターンを論じるのは時期尚早であろう。これは資金調達企業の倒産率、生存率に関しても同様である。ただ、ECFプラットフォームの審査・情報生産は、現時点の数字を見る限り、十分に機能していると言えるであろう。

問題は、取扱件数、資金調達額を見た場合、日本のECFは、英国はもちろん、サービス開始時期が1年しか変わらない米国に対しても、件数で10分の1以下、調達額で5分の1以下と大きく見劣っていることである。

この現状に対して、新経済連盟が2020年2月に、問題点と問題を解決するための提案を「株式投資型クラウドファンディングの規制改革要望」にまとめている。すなわち、現状の問題を、①1億円・50万円問題、②多数の者が株主となる問題、③流動性問題の3つとし、それぞれがどのような影響をもたらしているかを分析した上で、問題解決のための提案をしているのである。

まず、1億円・50万円問題は、年間資金調達額が他の資金調達手段と合算して1億円未満という合算要件と、投資家の投資は年間1社あたり50万円を上限とする50万円要件という2つの上限規制によって生じる問題である。前者については、他の資金調達手段と合算して1億円の上限ぎりぎりの資金調達が行われている例を多数挙げ、合算要件によってECFによる資金調達が断念している「潜在的需要」を汲み上げられていないことを問題としている。後者については、1社当たり50万円という上限が、本来ECFに向いている準富裕層からのリスクマネーの供給を逃しているとする。その上で、合算要件に関しては、上限1億円の判定にあたって他の資金調達方法を合算しないことと上限1億円の段階的な緩和を提案し、投資上限1社当たり50万円の上限については、投資家の年収・資産に応じ50万円の上限を緩和する制度の創設を提案している。

次に、多数の者が株主となる問題はFD-1と同様であるが、全株主の同意が必要となるような投資契約の締結が困難となること、株主の中に（VCにとって）好ましくない者がいる可能性が否定できないことから、VCがECFで資金を調達した企業に対し出資を躊躇う理由となる、という問題も挙げている。これに対する提案は、シンジケート方式によるECFの導入である。

最後に、流動性問題はID-3と同様であり、流動性、換金性がほぼ0であることが、個人投資家がECFを躊躇する理由となっているとし、株主コミュニティ制度を利用したセカンダリー

マーケットの創設を提案している。なお、この問題については、ファンディーノが、やはり株主コミュニティ制度を利用したセカンダリーマーケットの構築に着手している (<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000123.000021941.html>)。

これらの問題の指摘は正しく、投資家に対するECF投資の実態や実績、流動性リスクを含めたリスクに関する情報の周知が前提ではあるが、問題解決のための提案も、ECF市場の拡大のためには適切である。

まず、合算要件は、単に上限額が低いだけではなく、他の資金調達手段と合算して年間1億円未満という厳しい制約である。このような制約は、資金調達手段が多様化し、今後も新たな手段が登場するであろうことを考えると、非常に硬直的であり、スタートアップ企業が多様な資金調達手段を柔軟に活用することを妨げ、成長を阻害する可能性があるのみならず、結果として、投資家のECF投資の成功確率や期待リターンも下げている可能性がある。現時点において、ECFプラットフォームの資金調達企業に対する審査は十分機能していると思われるので、少なくとも、合算要件のうちの「他の資金調達手段と合算して」という合算部分は廃止すべきであろう。また、資金調達上限額も1億円未満から引き上げるべきである。審査が適正に行われているならば、不必要な金額の資金調達はそもそもECF案件とならないはずであるし、企業側にとっても高すぎる目標金額の設定はECF成立の可能性を低めるからである。

一方、一社当たり年間50万円以内という50万円要件によって、より高額な単位で投資を行う投資家からのリスクマネーの流入が阻害されている、という新経済連盟の指摘もまた正しい。しかし、それ以上に、50万円要件が、「ECF投資はハイリスクであるから投資家保護の観点では重要」とする金融庁の見解の通り、投資家保護を目的とした制限であるならば、非常に奇妙なものと言わざるを得ない。何故なら、この制限は英米のように年間投資総額の上限を制限するものではなく、一社50万円以内なら何社にでも投資でき、投資総額については無制限だからである。ECF投資がハイリスクであることを認めた上で、資産がそれほど多くない個人投資家が「リスクを取りすぎないようにするため」の制限であるならば、英米同様、投資家の年収・資産に応じた年間投資総額の上限設定を行うべきであろう。

また、この50万円制限は、企業側にとっても、ECFを機動的に行うことを困難にしている可能性がある。

多数の者が株主となる問題による広義の株主管理コストの増大やVCの出資躊躇、流動性問題による投資家の躊躇といった指摘も妥当であり、対案としてのシンジケート投資と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の創設も適切である。ただし、セカンダリーマーケットは、株主コミュニティ制度を活用する方が制度的に容易であろうが、ECFプラットフォームが開設する形にすることが重要である。また、シンジケート投資の解禁とセカンダリーマーケットの開設を同時に行う場合、シンジケート内での譲渡を可能にする等のすり合わせが必要であろう。

しかしながら、これらの提案は、ECF市場の拡大を図る上で非常に有効であろうが、合わせて行うべき重要な施策が他にもいくつかあると考える。

最も重要なことは、迂遠なようだが、英国のようなECFコミュニティの形成であろう。すなわち、ECFで資金調達した企業のその後の成長を支援するための専門家のコミュニティと投資家・資金調達企業のコミュニティの形成である。このようなコミュニティの存在は、資金調達企業の成長に大きく寄与するであろうし、シンジケート投資あるいはノミニー投資を実施する

上でも、セカンダリーマーケットを整備し活用する上でも有用であろう。

また、ECFが多様化する資金調達手段の一つであり、他の資金調達手段、場合によってはRCFとも併用されている現状に鑑みると、ベンチャーエコシステムの一つとしてのECF、我が国の社会における新しい価値創造とそのためリスクマネー供給の一つの経路としてのECFといったより広い観点が必要であり、ベンチャーエコシステムに参加しようとするすべての主体が、開示可能な情報を共有できる環境が整備されることが望ましい。また、規制や法制度に関しても、他の資金調達手段や資産市場と調和するものとすべきである。

ECFにおける投資家保護においても、最も重要、かつ優先されるべきことは、正しく詳細な情報の周知・共有である。ECFは、形式的には、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に近く、厳密に考えれば、難易度の高い投資である。IPO、セルアウトなどに至る確率は、我が国の現状ではかなり低く、また、英国のRevoluteのようなユニコーンが誕生することは稀である。実際、現時点で確認できるECF経由のユニコーンはRevolutのみであり、投資家は、歴史、件数とも日本とは桁違いの英国においても1件のみであるということを知った上で投資を行うべきである。それ故、ファンディーノが「応援することができる仕組み」としてテレビCMを流しているのは、「事実に基づいた広告」と言える。しかしながら、そもそもECFのみならず、CF全般の理解が十分ではなく、特に、ECFでは、十分な情報を得ずに投資している個人投資家が多いと思われる、情報の周知・共有が急務であると考えられる。

#### 4. 結 語

本論文では、未公開株投資型クラウドファンディング（ECF）のメリットとデメリット、及び社会的価値について論じた上で、日英米の制度と現状を比較し、有り得べき制度改革の方向と必要な施策について論じた。

ECFに限らず、クラウドファンディングの社会的価値は、情報生産と低い取引費用によって、社会全体としての消費可能性集合・生産可能性集合を拡大することであり、ECFの社会的価値も、突き詰めれば、そのことに帰着する。ECFにそのような社会的価値があるならば、資金を調達する側の企業、資金を提供する投資家双方に、メリットが存在しうる。

経済厚生的な現状のECFの評価は、ECFが、社会的に見て十分なりターンをもたらさない過剰投資となっているか、逆に、過少投資となっているかに尽き、ECFの制度の評価は、潜在的には存在するはずのメリットを、企業と投資家が享受できているかどうか、また、どのようなデメリットに直面しているかによって評価されるべきである。

その観点からすれば、日本のECF制度、特に、ECFでの資金調達に関して、他の資金調達手段と合算して1億円未満、とする合算要件は、企業の多様で柔軟な資金調達を阻害している可能性が高く、早急な改善が望まれる。

一方、投資家は、一社当たりの投資上限を年間50万円以内とする奇妙な制限が存在する一方、流動性がほぼ0という問題に直面している。また、ECFに関する情報が十分周知・共有されていない可能性が高い。流動性を与えるためのセカンダリーマーケットの整備は当然の施策であり、急務であるが、投資家保護という観点からすれば、それ以前に、情報の周知・共有を図ることが重要である。

これらの施策以上に重要なことは、英米に見られるようなECFに関するコミュニティの形成

であろう。資金調達企業の成長を支援する専門家のコミュニティと投資家・資金調達企業のコミュニティの形成は、資金調達企業の成長を促進するとともに、ECF投資の成功率を高め、また、投資家の適切な投資判断をサポートすると期待できる。

資金調達手段の多様化と、ECFもまたそのような多様な手段の一つであること、また、ECFと他の手段の併用が行われていることに鑑みると、当然のことながら、ベンチャーエコシステムの一つとしてのECF、という広い観点が必要であり、ベンチャーエコシステムに参加しようとするすべての主体が、情報を共有できる環境が整備されることが望ましく、規制や法制度に関しても他の資金調達手段や資産市場と調和するものが望まれる。

純理論的な問題として、また、現実問題として、非常に難解な問題は、ECF投資における「適切な価値評価」であるが、この問題は、シード、あるいはプレシードのスタートアップス企業の「適切な価値評価」と同等か、それ以上に難しい、これらは、いわゆる0-1ファイナンスの理論を整備する上で避けて通ることができない理論的研究のフロンティアであり、挑戦すべき課題である。

実務的にも学問的にも、ECF投資や資金調達企業のパフォーマンス分析は重要であるが、ECFにおいては対象が未公開企業であるから、開示される情報が少ない上、日本におけるECFは、現時点で、最初の案件が成立してから4年半弱しか経過しておらず、また、成立件数も220件前後であり、パフォーマンスを統計的に評価するには、少なくとも更に数年のデータの蓄積が必要である。しかしながらECF成功事例、失敗事例のケーススタディは可能であり、今後の研究課題である。

## 参 考 文 献

- PwCあらた有限責任監査法人 (2021)「主要国のリスクマネーの供給に係る実態・規制等に関する調査報告書」  
 新経済連盟 (2020)「株式投資型クラウドファンディングの規制改革要望」  
 日本クラウドファンディング協会 (2020)。「クラウドファンディング報告書」  
 井上 徹 (2017)「クラウドファンディングを巡る諸問題：展望」, 横浜経営研究第38巻第2号, pp. 137-149  
 井上 徹 (2020)「我が国におけるクラウドファンディングの課題と可能性」, 個人金融 2020年秋号, pp. 22-33  
 関 雄太 (2021)「米国・英国における非上場株式の発行・流通市場の活性化と適格投資家制度」  
 松尾健一 (2018)「米英における投資型クラウドファンディングの法制度と利用実態」  
 株式投資型クラウドファンディング (ECF) [https://okablog. xyz/finance/ecfequity-based-crowdfunding/](https://okablog.xyz/finance/ecfequity-based-crowdfunding/)  
 Azad Ali and Christopher Hobson (2021), Crowdfunding Regulation: Major Reform in the EU, No Change in the UK, <https://www.skadden.com/insights/publications/2021/04/crowdfunding-regulation>  
 Chang, Jen-Wen (2020), The Economics of Crowdfunding, *American Economic Journal: Microeconomics*, Vol. 12, NO. 2, (pp. 257-80)  
 Komuro, Kei (2020), Challenges and Implications for Potential Reforms of Crowdfunding Law for Social Enterprises, *NY Business Law Journal* | Summer 2019, Vol. 23, No. 1, (pp. 68-76)  
 Strausz, Roland (2017), A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard, *American Economic Review*, Vol. 107, No. 6, (pp. 1430-76)  
 Vismara, Silvio (2018), Signaling to Overcome Inefficiencies in Crowdfunding Markets, Ch.3, *The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals and Investor Behavior*, Cumming and Hornuf ed., Palgrave Macmillan

〔いのうえ とおる 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授〕

〔2021年7月30日受理〕