

# クラウドファンディングへのそれぞれの期待～ 新しい投資スタイルは確立するか

平成29年4月4日

株式会社資本市場研究所きずな



## 拡大するクラウドファンディング期待

Web上での情報提供により不特定多数から資金を集めるクラウドファンディング(Crowdfunding)が拡大してる。そもそもクラウドファンディングは群衆(crowd)と資金調達(funding)を組み合わせた造語だが、インターネットの利用拡大で個人に情報を拡散しやすくなっていることを利用しており、米国において約20年ほど前からアーティストのレコーディング費用や映画の製作費集めで利用が始まったものが原型とされている。今月はこのクラウドファンディングに係る動向や投資との係りといった面から、このテーマを取り上げたい。

クラウドファンディングが投資資金調達手段として注目されるようになったのは、米国オバマ政権下で2012年4月に成立したJOBS法(Jumpstart Our Business Startups Act)によって、中小企業が100万ドル以下のクラウドファンディングを行う要件を大幅に緩和したことが契機だ。実際の施行は、クラウドファンディング仲介者を監督する米SECルールの整備に時間が掛かった為、2016年5月のスタートと

なっている。日本においてもアベノミクスの成長戦略(日本再興戦略2013年6月)で、新規・成長企業へのリスク資金供給としてクラウドファンディングの制度整備が謳われ、金商法等の関連法制度が改正され、関連業界団体による自主規制ルール制定を得て、2015年5月末より「投資型」クラウドファンディング制度がスタートしている。

一方、投資目的とは異なる形のクラウドファンディングが注目されるようになったのは、東日本大震災(2011年3月)での被災企業を支援する目的で、ミュージックセキユリティーズがいち早く2011年に復興支援ファンドを募集した影響が大きい。その後、クラウドファンディングを利用して地元企業の商品や事業を応援していこうとの動きが広まり、現在、同社は地方公共団体30社、地域金融機関69社(同社資料より)と提携している。また、他のクラウドファンディング業者も、地方公共団体と提携して地元企業専用のクラウドファンディング・サイトを立ち上げる動きも目立って増えている。

一方、内閣府における取組では「ふるさと投資」として、地元企業への資金供給に地方公共団体や地域金融機関

がクラウドファンディングを利用することを支援(地方創生推進交付金等)している。なお、ふるさと投資の定義は、次の様なものだ。

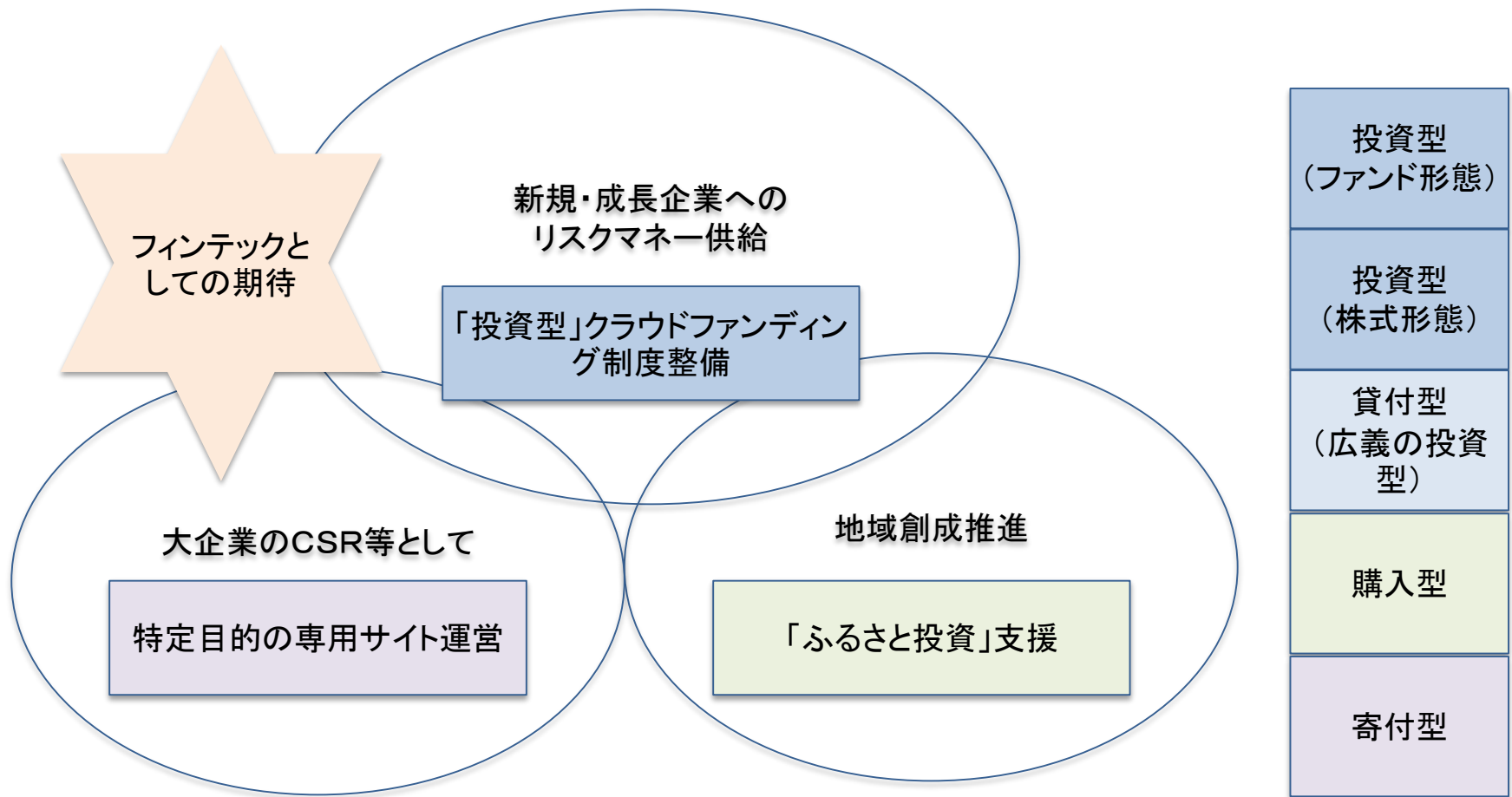
〔地域資源の活用やブランド化など、地方創生等の地域活性化に資する取り組みを支えるさまざまな事業に対するクラウドファンディング等の手法を用いた小口投資であって、地域の自治体や地域づくり団体の活動と調和が図られたもの〕

また、大企業においても専用クラウドファンディング・サイトの開設が目立っており、全日空は斬新なモノづくり支援を目的に専用サイト「WonderFLY」を立ち上げ、朝日新聞社はプロジェクト支援を目的に「A-port」を運営している。これらは、クラウドファンディングを通じて事業やプロジェクトを支援する環を広げていこうとするもので、企業の社会的責任や企業文化を意識したものだろう。これらのクラウドファンディングは、「購入型」や「寄付型」と言われるが、「投資型」と異なり業法上の規制は現在のところ受けない。

クラウドファンディングの取扱実績については、矢野経済

研究所の調査(2016年8月)によると2015年度が363億円で、内訳は「寄付型」が1億円、「購入型」が32億円、「投資型」はファンド形態のものが6億円、「貸付型」が322億円となっており、2016年度は477億円まで増加すると見込んでいる。なお、「投資型」は、ファンド形態と株式形態に分かれるが、金商法では電子募集取扱業として規制されており、これに貸金業法で規制される「貸付型」も含めて投資を目的とした広義の「投資型」と呼称するのが一般的である。

# クラウドファンディングへの期待の概要



## 投資型クラウドファンディングの現状

投資型クラウドファンディングについて、金商法上ではインターネットを利用して自社Web上で有価証券（金商法上の開示制度の適用除外有価証券及び未上場有価証券）の募集を行う行為を、電子募集取扱業務（法29条の2第1項6号）として定義している。その内、特に少額（総額1億円未満、1投資家50万円以下）で募集を行う専門者を少額電子募集取扱業として、株式等の取扱いを第一種、ファンドの取扱いを第二種として、其々の金融商品取引業界団体による自主規制によって態勢整備を求めている。

新規・成長企業へのリスクマネー供給の増加の為に、クラウドファンディングの実行者としての少額電子募集取扱業者が参入しやすいよう最低資本金基準（第一種1000万円、第二種500万円）を下げるなど規制緩和されているが、特に第一種は自己資本規制の対象外とし、投資家保護基金への参入義務や主要株主規制・兼業規制もない。

投資型クラウドファンディングの現状について見てみると、

第一種少額電子募集取扱業での実績はまだない。しかし、2016年10月に日本クラウドキャピタル（資本金1.1億円）が最初の第一種少額電子募集取扱業者として登録された。現在は株式投資型クラウドファンディング・サイトのFUNDINNOの運営を開始（2月末時点では、投資家の登録先行）したところだ。

ファンド投資型クラウドファンディングに関しては、制度整備以降は第二種金融商品取引業協会の自主規制に従って、電子申込型電子募集取扱業務を行っているが、その取扱は昨年12月まででファンド数122本、取扱金額71,264万円（制度整備以前を含めると、309本、283,367万円、取扱業者数3社）となっている。なお、電子募集業務をおこなっているファンド業者は現在15社あるが、第二種少額電子募集取扱業者の登録は未だない。

これは、新規・成長企業へのリスクマネー供給の仲介者として投資型クラウドファンディング取扱業（少額電子募集取扱業）の参入基準を通常の金融商品取引業者より引き下げたものの、少額電子募集取扱業であっても投資家保護対応やデューデリジェンス実務（下図参照）は業界

団体の自主規制ルールに従うことが求められている為、態勢整備やその為の人的コスト負担が、取引業者にとって重くなっていることが影響しているとみられる。

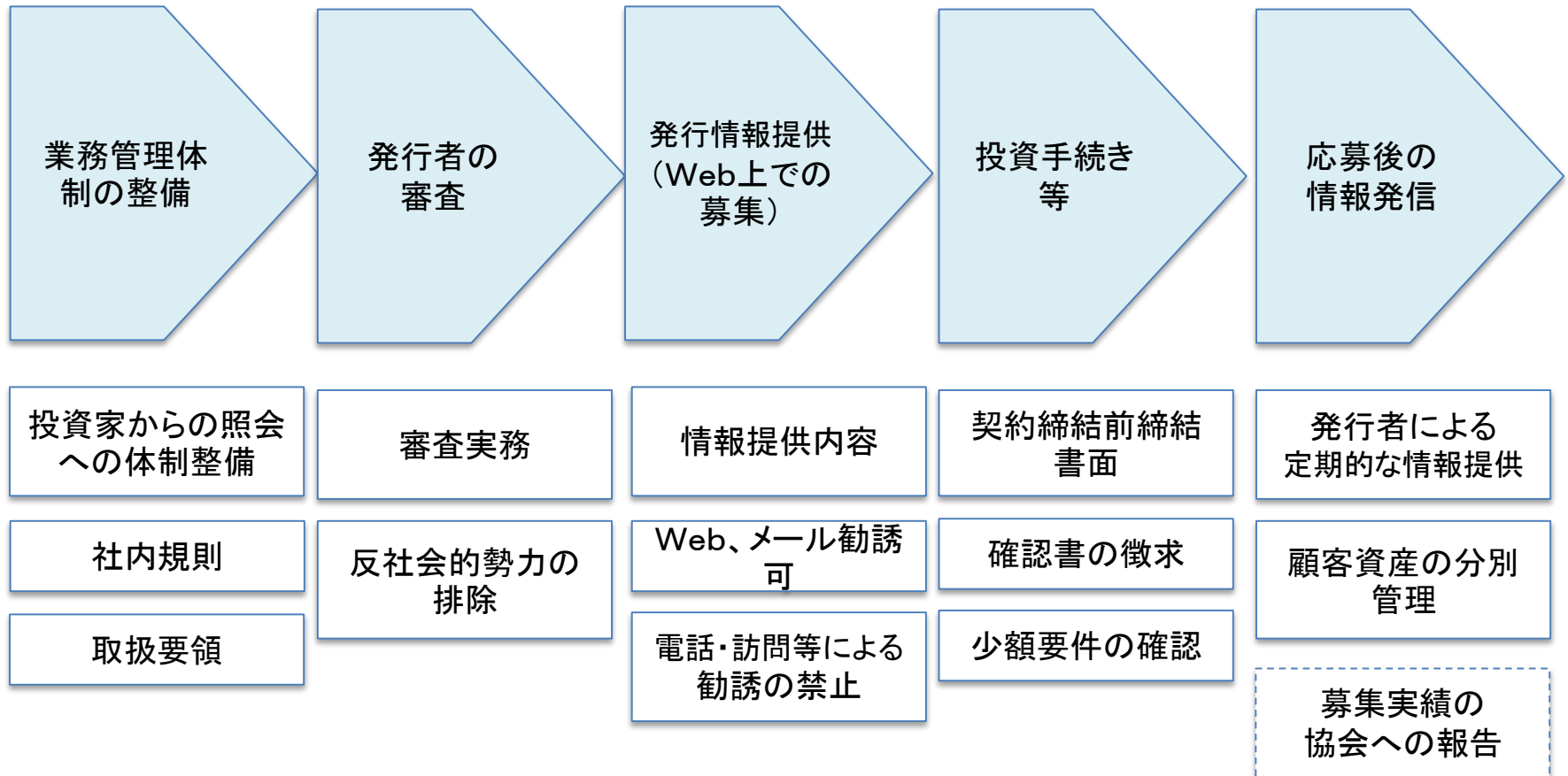
一方、貸付型クラウドファンディングとしてソーシャルレンディングの成長が目立っているが、これはインターネット上で資金の借り手と投資家をマッチングさせるサービスで、従来の与信審査に利用されていた個人情報その他、カード決済情報、電子商取引履歴、SNS情報などを多面的に分析することで、これまで銀行の貸付対象とならなかった層への貸付が可能となった。米国でのProsper(2005年)、Lending Club(2006年)、英国でのZopa(2005年)、Funding Circle(2010年)が急成長しているが、日本でもmaneo(2007年)、AQUSH(2009年)、SBIソーシャルレンディング(2011年)などがサービスを提供している。最大手maneoの取扱実績は644億円まで積み上がっており、投資家の会員数は4.2万人となっている。日本での業法上の仕組みとしては、運営主体が借り手にローンを提供し(貸金業法)、この運営主体に対して投資家から匿名組合出資(ファンド)を募集する(第二種金融商品取引業)。この為、運営主体は貸金業として第二種金融商品取引業を兼業するので、

日本におけるソーシャルレンディングは行政上での投資型クラウドファンディングと区別する。

また、不動産の小口証券化スキームとしてインベスターズクラウド(東証1435)は、不動産特定共同事業法に基づく不動産証券化スキームを使って、不動産投資型クラウドファンディング「TATERU FUNDING」事業を、2016年8月にスタートしている。これは、投資家が出資等を行い、不動産会社等の専門家が事業主体となって実物不動産取引により運用し、収益の分配を行うものだ。(ネットで募集申込が完了できる不動産特定共同事業法は、今国会で成立予定)

上記で説明したクラウドファンディングは、それぞれ業法が異なったりしているが、いずれもインターネットを利用して不特定多数に情報提供して、投資を目的とした資金を個人から集めることでは同じである。

# 投資型クラウドファンディング業務のポイント



※日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」より作成

## 投資手段としてみた場合の課題と可能性

前章で見た様に、投資目的のクラウドファンディングは株式・ファンド・貸付・不動産投資と4つの類型があるが、いずれも不特定多数の個人から投資資金をWeb上で集めることに変わりない。その為、投資家保護や情報管理・提供など取扱業者としての態勢整備が求められるが、金商法では【電子申込型電子募集取扱業務】として、以下の電子募集管理体制を求めている。

- ✓ 電子募集に係るサーバーやネットワークの整備
- ✓ 資金調達者の事業計画や資金使途に対して適切な審査を行うこと
- ✓ 資金調達の目標額に達しなかった場合、若しくは超過した場合の措置を公表すること
- ✓ 募集又は私募にいて、下限目標額に達しなかった場合に調達を行わないスキームでは、途中で応募資金が資金調達者に渡らない措置
- ✓ 電子申込型電子募集取扱業務において、申込者が申込みをした日から8日間はキャンセルが出来ることを明示

- ✓ 資金調達者が、電子申込型電子募集取扱業務での資金を受け取った後、応募者に対して事業の状況に関する定期的な情報提供を行うことを確約させることなどの措置
- ✓ 少額電子募集取扱業務(第一種、第二種)では、実質的の募集金額が1億円以上としない措置

特に、投資としてみた場合に重要なのが取扱業者の審査能力と投資対象に関する継続的な情報提供となるが、株式型・ファンド型については其々の業界団体による審査項目を取扱業者は確認する必要がある。これは、投資対象企業の財務状況や事業計画・資金使途など通常の株式やファンドの取扱若しくは引受審査と基本的には同じ項目だが、少額電子募集＝投資型クラウドファンディングでは取扱業者と発行者の利害関係も審査する必要がある。投資家への情報提供に関しては、少額電子募集を行う場合、通常の募集に係る項目に加え、次のような情報提供も加わる。(日本証券業協会、自主規制ルールより)

◇当募集は投資型クラウドファンディングであり、配当や売却益の追及より発行者や事業への共感や支援を主な



旨とすること。等

◇投資家は50万円以下の投資しか出来ないこと。募集照会に対して、取扱業者はWebやメールでしか回答できないこと。投資対象会社の事業の状況に対する定期的な情報提供方法 等

◇専門家は、自己資本規制の適応外・投資家保護基金加入義務なし・株式の預託を受けることが出来ない旨。また、業者に発行者に利害関係がある場合はその内容。等

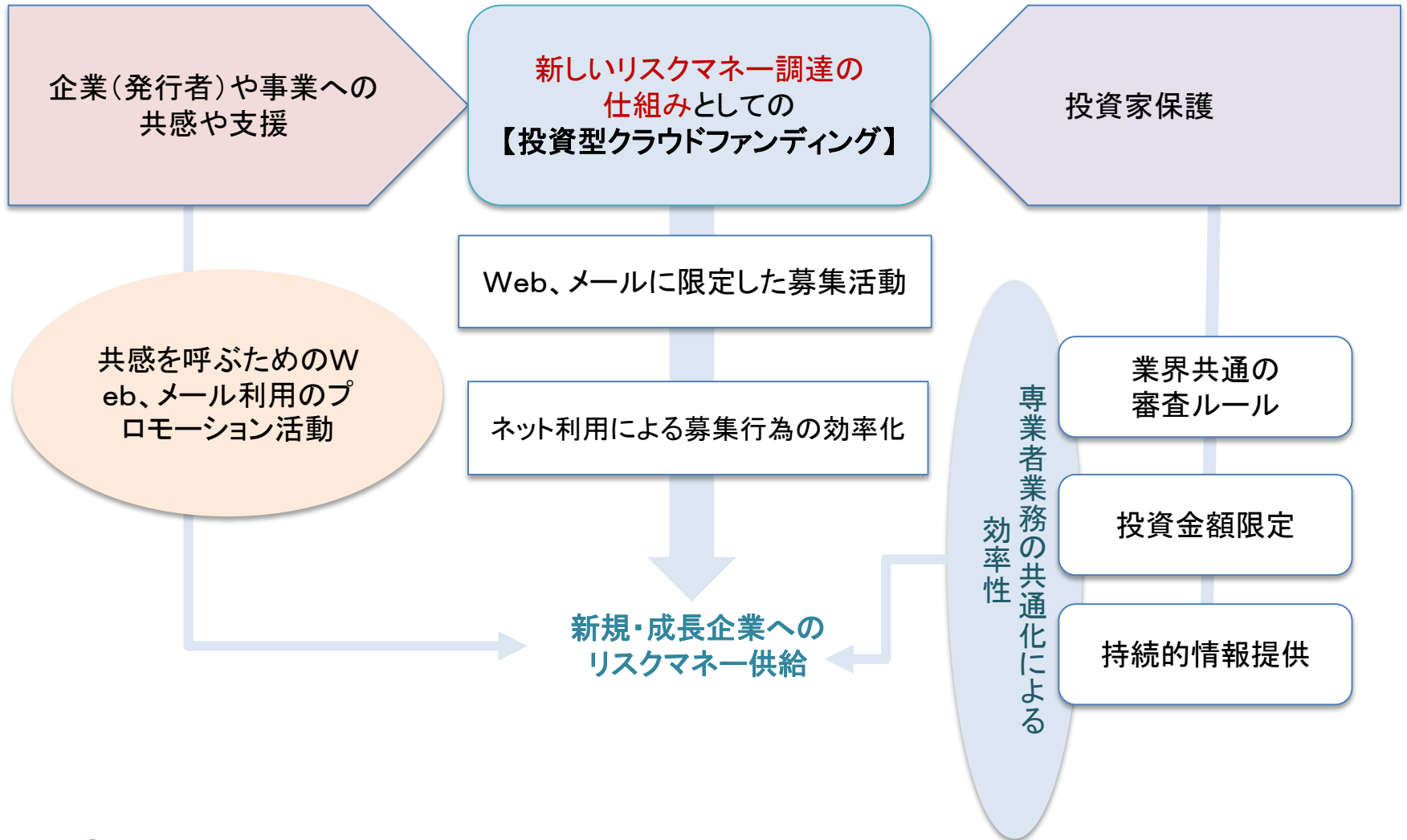
なお、貸付型・不動産投資型は其々の取扱業者の判断により審査項目と情報提供内容が決められている。

クラウドファンディングの4形態とも募集活動をインターネットに頼ることで取引業者として効率化していることに対し、この審査・情報提供のところは人的対応が中心になる為、コストも手間も掛かる部分となっている。

一方、クラウドファンディングが投資に与え影響として、企業や事業に対する“共感”や”支援“が投資の動機になっている点が上げられるが、この為に投資リスクを自己責任に

において負う個人投資家が増加してくれば、新たな個人投資のスタイルが確立することとなる。その為に、クラウドファンディング取扱業者は通常の投資勧誘とは異なるネット上でのプロモーション活動に重点を置くとともに、個々の投資家が負えるリスクをどう判断して、リスク管理を行っていくかも重要となってくる。

# 投資型クラウドファンディングの基本構造



## クラウドファンディングは投資の何を変えるのか

投資型のクラウドファンディングが今後拡大していけば、投資の何か変わるかを考えてみたい。

先ず投資型クラウドファンディング(少額電子募集)の利用が進めば、ネット上での金融商品の募集活動にも対応する個人投資家が増加すると予想され、通常の金融商品の募集活動の一部も広義の電子募集業務として行う専門者の出現も考えられる。つまり、今まで対面で行っていた金融商品の募集・勧誘を、インターネットを使って行う電子募集がその一部を代替する可能性があるが、これはこれまでのネット証券のビジネスモデルと基本的に異なっている。現在のネット証券の基本的な在り方は、顧客が株式や投信などの金融商品を選択して、売買や購入を決定し、その受注作業をネット上で行うものだが、電子募集は特定の金融商品をネット上で勧誘するものだ。

次に、フィンテックとして捉えられることが多い投資型クラウドファンディングの更なる進化を考えた時、現在の取扱業者の作業プロセスの中で、最も人手とコストがかかる

審査業務や投資対象のモニタリング業務の一部を、AI(人工知能)やクラウドデータを利用して比較的短期間に低コスト化していくことが可能かもしれない。

勿論、審査判断は取扱業者独自のものでなければ投資ニーズと資金ニーズをマッチングさせる仲介者機能は果たせないが、審査プロセスの一部をAIが代替していくことで、仲介業務への新規参入が容易になると考えられる。また、クラウドファンディングの共感や支援を求める仕組みとしてSNSの利用が進めば、一般の金融商品における電子募集において、ネット上での勧誘行為としてSNSが活用されていく可能性もある。但し、電子募集におけるSNS活用の為の自主規制ルールは必要と考える。

三つ目は、投資型に限らずクラウドファンディング全般が企業や事業の段階的成長の基点となる可能性があることを指摘したい。これは、現時点でも行われていることだが、事業拡大や製品増産の為のパイロット・プロジェクト的なものとしてクラウドファンディングが使われているケースが増えており、例えば、クラウドファンディングで一定量資金が集まることを前提に、ベンチャーファンドの出資が

なされたり、金融機関の融資が実行されることがある。それによって、事業の拡大計画が進み企業の成長に繋がっていく。

現在は、主に購入型あるいは購入型と投資型の複合スキームで行われているが、これは投資型においても利用が進めば、企業の成長に合わせたリスクマネーの供給に個人投資家が段階的に関与していくことが出来る。例えば、当初投資型クラウドファンディングで企業への投資資金を集め、その効果を見極めた上で公募ファイナンスやIPO(新規株式公開)につなげる成長ストーリーを個人投資家に示していくことが出来れば、証券会社等のファイナンス業務も拡大していく可能性がある。

以上の様に、クラウドファンディングは企業のリスクマネー調達を幅を広げるとともに、個人投資家の企業ファイナンス関与を拡大していくし、それに伴って個人のリスクマネーを扱う証券会社の業務内容を変化させていく可能性がある。但しこのことを俯瞰してみると、個人の投資におけるインターネット利用が進み、投資に係るサービスも分業化していく時代の大きな流れの中では当然のことかも

知れない。

個人の投資に関しては、NISAやDCの拡大を睨んで“顧客本位の業務運営”が証券会社や金融機関に求められているが、クラウドファンディングがもたらす新たな個人の投資基準である“共感”や“支援”を理解した上で、個人が負うべき投資リスクをサポートしていくことが、個人に投資サービスを提供する者の業態を進化をさせていく事に繋がると期待したい。

# クラウドファンディングが及ぼす投資の進化

