

## 4. 海外における投資型クラウドファンディングの状況

### 「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」

大阪大学大学院 高等司法研究科 准教授 松尾 健一 氏



#### 1. はじめに

私からは、海外における投資型クラウドファンディングの状況として、アメリカとイギリスの法制度と利用実態をご紹介します。

まず、アメリカについては、調査対象期間が2016年5月から同年末までの約半年となっています。この5月というのは、アメリカで新しくクラウドファンディングに関するルールが施行された月であり、このルールに則って調達した事例を集約した調査報告書によれば、募集総額は半年間で約1,800万ドル、調達成功額は810万ドル、約9億円となっています。

イギリスでは更に前から利用が進んでおり、去年は、英国全体の大部分を占めているプラットフォーム上位4社の調達金額の合計が、2億5,000万ポンド、約40億円となりました。

アメリカの調達金額は非常に少ないのではないかと感じるかもしれませんが、これは新しいルールに則って調達した金額であり、2016年5月以前も他の法規制やルールに則って、ファンディング・ポータルがウェブサイトを通じて資金需要者と投資家をマッチングするというビジネスは行われていました。ただし、正確な数字がなかなか取れないため、本日は、先ほど申し上げた調査報告書の内容を中心にご紹介させていただきます。

#### 2. 海外の投資型クラウドファンディングの法制度

##### (1) 前提

クラウドファンディングとは、インターネットを通じて不特定多数の投資家に投資勧誘を行うものです。これは日本でも諸外国でも同じですが、いわゆる金融商品取引法の「募集」に該当し、資金調達者には情報開示規制、プラットフォームには業規制がかかります。これは、コストが非常に高くなることを意味します。例えば、資金調達者は、情報開示のために監査法人の監査を受けた計算書類の作成が求められ、プラットフォームは、一定金額以上の資本金が求められるなど、多額のコストがかかることとなります。マッチングのコストが下がっても、規制遵守コストが高過ぎては使えないという問題から、クラウドファンディングに特化した投資勧誘のルールが必要となりました。これは各国共通であり、そこに、スタートアップ企業、成長企業へのリスクマネーの供給という目的が加わり、ほぼ同時期に世界各国でルールが整備されたということです。

なお、クラウドファンディングを通じた投資対象は非常に投資リスクが高いので、ただ規制を緩めるだけではいけないということも共通の認識とされており、資金調達側にとって使いやすいものしつつ、他方で投資家保護を図るという、非常に難しい舵取りが必要とされています。

## (2) 米国

アメリカでは、調達できる金額は年間 107 万ドルまで、約 1 億円程度と決まっています。

また、1 人当たりの投資家の年間投資金額の上限も決められており、この点は日本とよく似ています。ただし、日本は 1 社につき 50 万円まで投資できますが、アメリカは、上限が会社ごとではなく通算となり、投資家の年収や資産に応じて投資金額が制限されます。投資金額については、アメリカの方がかなり厳しく制限されています。

## (3) 英国

イギリスにはクラウドファンディングに特化したルールがなく、基本的には、投資できる投資家を制限するというルールになっています。

イギリスでは、主に株式投資型のクラウドファンディングが行われていますが、投資ができるのは、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であると自己申告した者、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%以上を非上場の株式や債券に投資しないことを自己申告した者、となっています。このうち、①と②は当然ながら属性が決まっており、③と⑤は一定程度の収入や資産がなければ認定を受けられません。④は自己申告となっていますが、エンジェル投資家のネットワークに所属していた者やプライベートエクイティへの投資経験者、年商 100 万ポンド以上の会社の取締役など、一定の要件を持った投資家しか使えません。

これではクラウドファンディングは誰でも投資できないではないかと思われるかもしれませんが、結局、多くの方が当てはまる要件となるのが、⑥の投資可能な金融資産の 10%以上を非上場の株式や債券に投資しないことを自己申告した者、となります。基本的には、この⑥に該当する方々がクラウドファンディングに参加する主な投資家のようですが、③や④に該当する方々も参加しているようです。

このようにルールは、各国各様です。バランスの取り方が難しいと申し上げましたが、各国苦勞して各国の実情に合わせてルールを整備しているの、なかなか統一的なルールはできておりません。我々としては、調査のしがいがあるということでございます。

## 3. 海外の投資型クラウドファンディングの利用実態

### (1) 米国

アメリカの場合は、2016 年 5 月から同年末までの半年強、7 カ月で 163 件の募集がありました。うち、成功したのは 28 件です。調査対象期間が 12 月で区切られているので、残りは全部失敗したというわけではなく、なお募集継続中のところもあるということです。年内に確実に目標額を調達したのが 28 件であり、調達金額の総額は 810 万ドルとなっています。1 件当たりの調達金額の中央値は約 17 万ドル、2,000 万円程度です。募集期間は、中央値で 4 カ月程度となっています。

クラウドファンディングを利用した企業は非常に若いところが多く、設立からの期間は中央値で 18 カ月、約 1 年半です。また、3 カ月以下の企業も 21%程度ありました。従業員の中央値も 3 人となっています。資産総額は中央値で 4 万 3,000 ドル、約 500 万円です。資産がない状態で募集している企業も 23%ありました。また、収入がまだないという企業が殆どであり、純損益を見ると、中央値が 1 万 7,100 ドルの純損失となっています。まだまだ利益が出るまでには至っていないというのが、募集を行う企業の実態であろうかと思えます。

一方、プラットフォームについては、ルールに基づいて登録している業者は全部で 21 社あります。そのうち、クラウドファンディングを専業で行っている業者が 13 社です。残りは、別途ブローカー・ディーラーとして登録を受けている業者が、プラットフォームとしても参入しているようです。

既に寡占化が進んでおり、取扱案件ベースの割合は、上位 2 社でそれぞれ 41.1%と 17.2%、その他はそれぞれ 5%に満たない状況となっています。また、調達金額ベースの割合も、上位 1 位が 63.5%、上位 2 位が 20.5%であり、かなり寡占化が進んでいるようです。

## (2) 英国

次に、イギリスで最も大きなプラットフォームが公表している 2017 年の実績を紹介します。

募集に成功した事例の数は 325 件中 148 件であり、半分程度しか成功していないようです。調達金額の総額は 9,000 万ポンドであり、金額としては大きいと思います。

調達に成功した募集主体の内訳は、スタートアップ、アーリーステージ、グロースステージとあり、成長企業へのリスクマネーの供給という役割を果たしつつあると言ってよいのではないかと思います。1 社あたりの平均調達額は 69 万ポンド、約 1 億円であり、それなりに大きなロットで調達しているようです。

投資家は登録制となっています。登録だけなら外国人でも誰でもできるのですが、登録人数は 49 万人、うち女性が 27%です。人数ベースでは 30 代が最も多く、投資金額ベースでは 40 代が最も多くなっています。いずれにしても、投資家はかなり若いという印象があります。

エグジットができているのは、7 年間で 13 件です。殆どが他社による買収で、早いものは募集から 8 カ月で回収に成功しています。そのうち利益が出たものは 6 件のみですが、正式に公表された数値ではないものの、なかには 27 倍の利益が出たという話もあり、かなり大きな利益が出ているものもあるようです。

また、イギリスでは税制上の優遇措置が大きいと言われています。具体的には、クラウドファンディングを通じた投資については、キャピタルゲイン課税がかかりません。さらに、損益がまだ決まっていない段階でも、投資した年度の投資額の 50%相当額について、所得控除が受けられます。これは、即効性のあるスウィートナーとして効果があるのではないかと考えております。

投資対象としてはまだそれほど魅力的ではないようにも思いますが、イギリスではクラウドファンディングの利用はかなり進んでいます。