

# クラウドファンディングの現状と課題について



平成30年12月28日  
株式会社資本市場研究所きずな

## クラウドファンディングの現状

インターネットを使って広く資金を集めるクラウドファンディング(以下、CF)が増加している。スマートフォンの普及など個人にとってのネット環境が整い、SNS(Social Networking Service)などの利用も進んだことが大きく影響している。つまり情報を広く拡散し、個人同士のネットワークを使って共感を広める仕組みが資金集めに役立つ時代になったとも言える。街頭に立って寄付を集めたり、時間とコストをかけて勧誘行為を行うより、プロモーション資料や資金集めに必要な情報をインターネットで提供することで効率的に資金を集めることが可能になっている。

この機能は、社会的な活動を行う人々、ベンチャー企業、少しリスクの高いことで金融機関から融資を受け難い事業者、地方創成の取組みを行う地方公共団体などにとって魅力的な資金調達手段となっている。また、大企業や新聞社なども、自社の企業イメージ向上を目的とした事業・イベント支援でCFプラットフォームを自ら運営する様になって、CF機能は社会に定着しつつある。

CFの中で、投資目的のものは投資型CFとして金融商品取引法で整備されている。定義としては電子募集取扱業務だが、調達額1億円未満(投資家1人当たり50万円以下)を少額電子募集取扱業者として通常の記入商品取引業者の基準を緩和している。株式で募集するものを第1種、ファンドで募集するものを第2種として、それぞれの自主規制団体で制定した自主規制ルールにより、資金調達者や資金調達内容の審査を行うとともに、調達者からの調達後の継続的な情報提供を働きかけることが求められている。

具体的な状況をみると、2015年6月に始まった株式投資型CF(少額電子募集)制度は昨年6月に最初の案件が成立した。現在、取扱業者が日本クラウドキャピタル、DANベンチャーキャピタル、エメラダの3社となっており、その実績は52件11億8百万円を集めている(※下図の数値は過去1年間)。なお、先の2社は株式での募集だが、エメラダは新株予約権(実態は新株予約権付社債に近い)での募集で、投資企業が将来発行する株式(ベンチャーファンドや提携企業、IPOなど)の2割低い価格で新株に転換できるというものだ。また、ファンド投資型は、企業が行う事業に対して

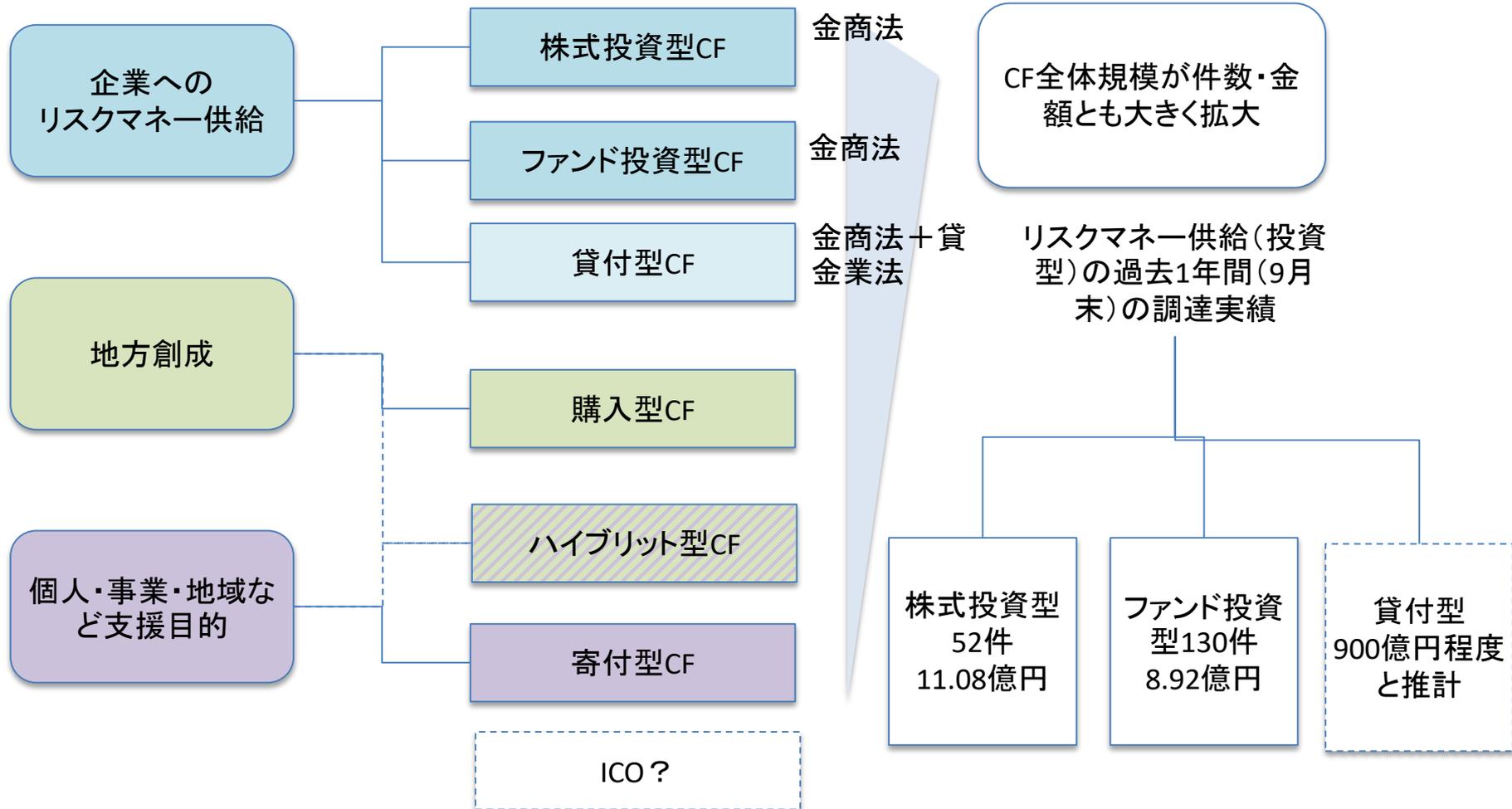
投資するものが多くミュージックセキュリティーズやソニー銀行などがプラットフォームを運営している。ミュージックセキュリティーズは、東日本大震災での被災企業支援で寄付と投資を組み合わせたハイブリット型のファンドを組成しているが、その後、地方企業支援を目的として地方銀行などとの提携を進めた。

一方、地方創成を目指す地方公共団体などは、地域の特産品などのアピールを兼ねて購入型CFの利用を支援する動きも目立っており、ファンド投資型CFとのハイブリットで地方企業の資金集めの効果も期待されている。ファンド投資型の現在運用されているファンド数は342件31億60百万円となっている。現在CFの9割以上を占める貸付型CFは、maneoマーケット、SBIソーシャルレンディング、日本クラウド証券、クラウドクレジットなどがプラットフォームを運営しており、主に5~8%程度で投資家から集めた資金を、不動産開発業者や再生可能エネルギー業者に貸し付けており、ある種の中小企業金融の役割を果たしている。

矢野経済研究所によると昨年度調達額は900億円を

超えていると公表されており、借り手側の資金需要が多いのでまだ増加傾向が続きそうだ。また、昨年12月より、不動産特定共同事業法改正で同法による不動産事業においてもCFを可能となり、不動産企業への貸付に特化するロードスターキャピタルなどが貸付型CFに参入している。（※以上の企業名はCFフラットホームを運営している企業名、また株式投資型・ファンド投資型・貸付型を総じて投資型）」

# クラウドファンディング(CF)概観



※業界団体、調査機関公表分より推計

## クラウドファンディングの課題とは何か

本年7月に貸付型CF最大手のmaneoマーケットに対して業務改善命令が出された。理由は、貸付先の再生可能エネルギーファンドにおいて、同社プラットフォームで投資家に勧誘していた資金目的以外の利用がなされており、同社がそれをチェックできる社内管理体制を取っていないことに拠る。他に、貸付型CF業者のラッキーバンク・インベストメントが3月に、貸付先の審査につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為・担保物件の評価につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為で業務改正命令、9月にはおひさまエネルギーファンドが、社長単独で資金管理業務が行われている状況・区分経理が行われていない状況で業務停止・業務改善命令を受けている。この背景については、貸付型CFを行うファンド業者（第2種金融商品取引業）は元々少人数で運営されることが多く、審査・管理体制を行う社内人的要員が充分でないケースが見受けられることと、貸付型の仕組みが、投資家から資金を集めてファンドを組成する部分が第2種業、ファンドから資金を貸し付ける部分が貸金業法となっており、借り手保護で借り手側の情報公開を制限する貸金業法上の問題を指摘する

有識者もいる。

ここで問題となるのは、CF業者が投資家への貸付資金用途や貸付先の事業内容・財務状況などを調べた上で融資を実行しているか、また貸付先のモニタリングも定期的に行い、その情報を投資家に定期的に伝えているかだ。勿論、CFプラットフォームを運営する者は、投資家との利益相反に対する管理も求められる。以上のことは、貸付型だけでなく、投資型のCFでは当然のことで、少額電子募集に関する自主規制は株式投資型が日本証券業協会、ファンド投資型が第2種金融商品取引業協会に制定されているものの、貸付型に関する自主規制ルールはない。

広く個人投資家からリスクマネーを集め、資金を必要とする企業・事業への投資を促すことは社会的にみて重要な機能だが、その為に、投資対象となる事業を精査する審査を行い、審査内容に従ったモニタリングを実施し、投資家に対してもモニタリング概要を伝える必要がある。株式型やファンド型に限らず、貸付型も同様で、その他にも同様の目的で投資商品に対する自主規制が強化されており、私募債が昨年6月（日本証券業協会）、事業型の私募

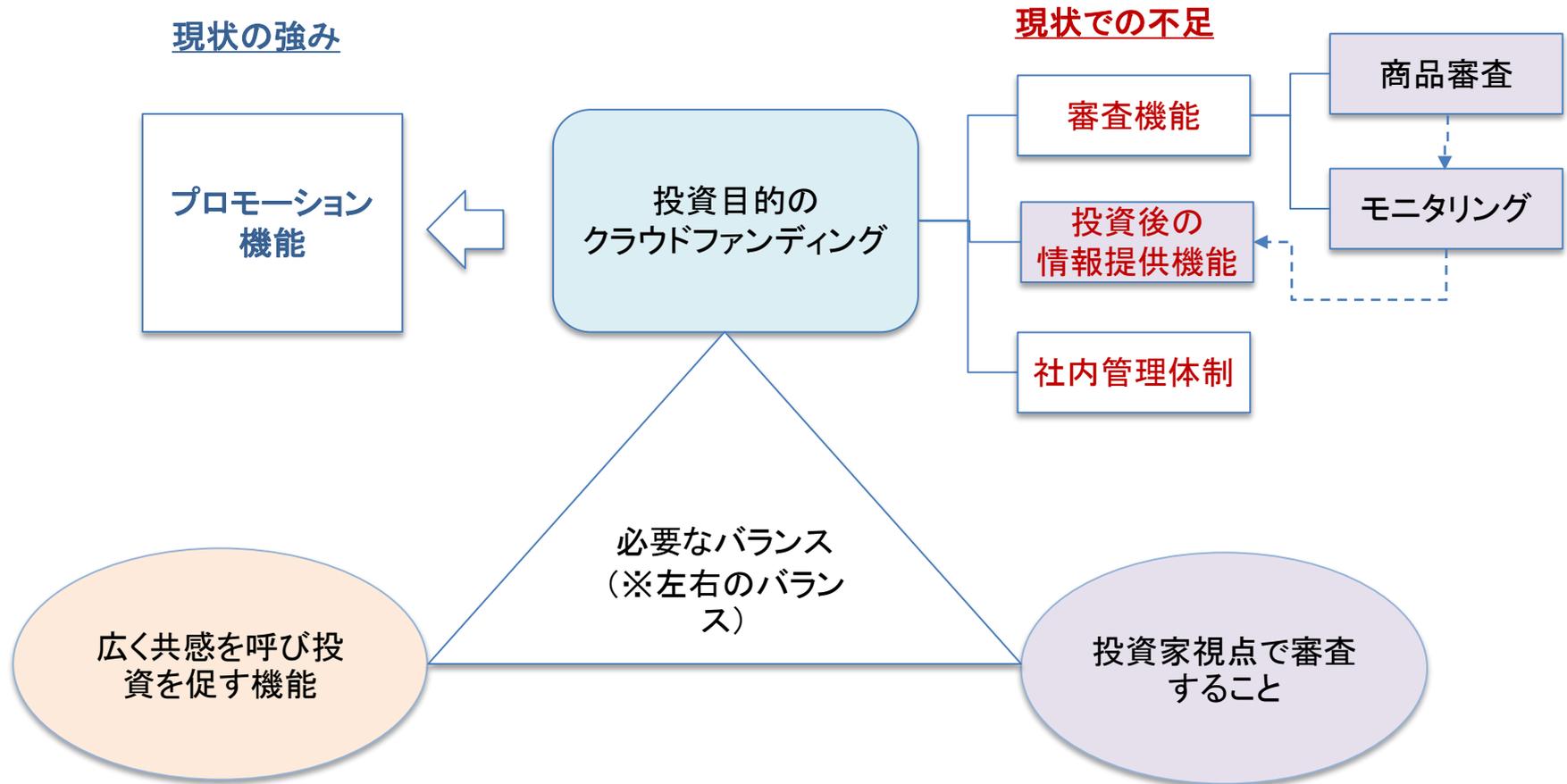
ファンドが本年1月(第2種金融商品取引業協会)から商品審査機能を強化したルールが施行されている。

一方、CFの特徴であるのはインターネット環境を利用し広く共感と呼び資金調達に繋げる仕組みだ。Webの画面上で、会員制のメールで、企業や事業に関するプロモーションを行うことがCFのプラットフォーム運営者によって行われている。寄付型や購入型では、更にSNSを利用して情報を拡散させ共感を強調する取組みもみられる。この共感を投資に繋げる仕組みは非常に重要なことだが、投資型CFでは、この様な共感を呼ぶプロモーションに対して、参加する個人が理解できる方法でリスク内容も伝える必要がある。例えば、貸付型CFランキングサイトがあるが、貸付対象や期間などは記載しているものの利回りなどが目立っており、リスクに関する情報がないが、これがある種の広告なら問題はあろう。

投資型CFの投資対象が、株式やファンドに限らずローンや不動産に拡大していく中、第2種金融商品取引業協会は、新たに“広告等に関するガイドライン”(本年6月29日公表、10月1日より施行)を定めており、ファンド業者は、実態

以上に安全性を強調するは制限され、リスク情報に関しては適正な方法で伝えることが求められている。また、SNSの利用に関しては、ファンド等の勧誘を行う場合、投資家のメリットや興味を引くのと同じ記載方法でリスクに関する情報も提供することや、役社員がファンド等に関してコメントする場合は広告類似行為とみなされる場合があること、また第三者を装ったコメントを役社員が行わないように管理することなども必要とされている。CF業者にとっては、共感を呼ぶプロモーションとリスクを含めた適正な情報提供において、そのバランスが行政及び投資家からも求められている。

# クラウドファンディングにおける課題



## 株式投資型クラウドファンディングの事業戦略

投資型CFの中で、株式投資型が従来からの新興企業の資本調達イメージに近いが、その実際の業況や事業展開について、トップ企業の株式会社日本クラウドキャピタル代表取締役COOの大浦氏にお聞きした。(インタビューの内容は、以下の通り。なお、字数の関係で質問は省略し、ご回答のみ要旨を記載)

### 【事業の概況】

2016年10月に第1種少額電子募集取扱業者として登録。株式投資型CFのプラットフォームとしてFUNDINNOを運営している。2017年4月に日本初となる1号案件を実施した。今年度(2019年3月期)の実績予想では、募集額が12億円程度、案件数で60~70件を見込んでいるが、持ち込まれる案件数はその10倍以上ある。株式投資型CFの業務は急拡大していて、対応に必要な人員も増やしており、来年度は調達額ベースで30億円程度を見込んでいる。なお、一件当たりの調達額は増加しており現在は平均で約4千万円程度となっている。

## 【株式投資型CFのコンセプトと戦略】

事業コンセプトはCF業務を通してIPOやバイアウトを目指す企業の成長を支援することと考える。その為、CFで調達を行った企業に対して、人(必要な人員の紹介)・物・金(銀行やベンチャーキャピタルとの関係構築支援)及び経営支援など成長支援に力を入れたいと考えており、必要な人員を増やししながら支援体制を強化している。また、CFそのものは、個人が企業への共感性と投機性の中で行われるB2C投資だと考える。

### 【CFの社会性】

SDGs(Sustainable Development Goals:持続可能な開発目標)は2030年に向けた取組みだが、その達成に向けたインパクト投資は社会性と投機性の中で個人の投資との関係が出来てくるのではないかと考える。社会性が強いと寄付行為だが、投資として両方のバランスを取ることでインパクト投資増加の可能性がある、投資型CFの課題と類似している。

### 【株式投資型の基本プロセス】

企業がCFプラットフォームをご利用いただく為には、

基本的に3つのプロセスがある。まず最初に財務データや事業計画資料を企業から提供していただきスクリーニングにかける。次にCFの可能性を担当者ベースで検討する為に経営者などへのヒアリングや環境調査を行う。そして、最終的には審査にかけて取扱いを判断する。

#### 【課題と強み】

既に企業の取扱い件数(上記のプロセスに関する)は相当数に上っており、業務量やコスト負担も増えている。これを効率的・効果的に行っていくのが当面の課題だ。一方、CFまでの審査プロセスで生じる企業データが蓄積しているということでもあり、このデータを利用していきたい。例えば、企業の成長支援を行う際のビックデータとして利用することや審査業務の一部をAI化することなどを検討している。

#### 【他業種との提携】

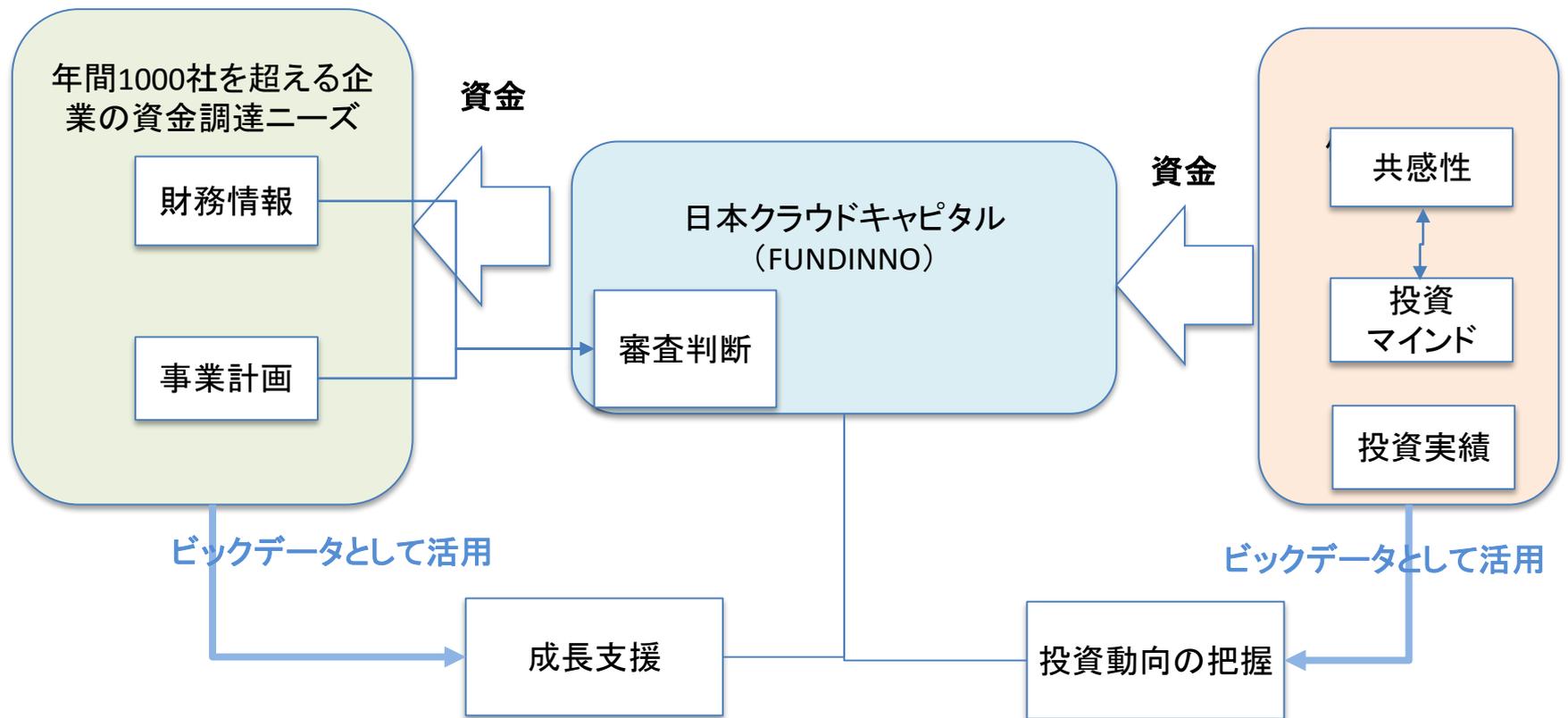
地方銀行などを中心に金融機関との提携が進んでいるが、市場関係ということであれば、今後、株主コミュニティやプロ向け市場(TOKYO PRO Market)などとの連携強化

を図って行きたい。CFを利用した企業が株主コミュニティやプロ向け市場での取扱いを目指すようなことは、両サイドの相乗効果があり双方の業務拡大に繋がると考えるので、リテール証券会社やJ-Adviserとの提携も進めていきたい。

#### 【注目している事】

フィンテック企業として、ICOやブロックチェーン技術に興味をもっている。ICOは、通常の金融と異なりグローバルに展開できることと調達金額に制限がないこと、ブロックチェーンは、株主管理と監査業務での利用だ。また、大和証券グループのCF参入(イークラウドへのi出資)動向も注目している。

# 株式投資型クラウドファンディングの事業戦略



## 市場機能としての可能性とポイント

CFは、不特定多数の個人から資金を調達する方法としては、現時点では最も優位性がある。但し、投資型については、投資家一人当たりの投資額と調達総額に対して上限がある為、プラットフォームを運営してCFインフラを提供しようとするCF業者は、多くの案件を効率よく取り扱っていく必要がある。ファンド型でもそうだったが、資金調達ニーズを集めたり、企業のプロモーション活動をWeb上等で行うことは、ある程度CFプラットフォーム規模が大きくなってくれば効率的に対応できるかもしれないが、コスト負担が案件数に比例して増加しやすいのが審査業務費用で、この部分を如何に効率的に行うかが、投資型CF業者全般の経営課題となってくる。

前章の日本クラウドキャピタルの様に、審査業務に対して1部をAI活用によって効率化し、審査の質向上も目指していくのは、時代の流れかもしれない。また、事業戦略としてCFで資金を集めるだけでなく、資金調達後の成長戦略に関与することで、IPOやM&Aなど企業単位の資本政策全体に係ることが出来れば、1企業当たりの収益を拡大

していく可能性も出てくる。その為には、他の資本市場機能であるIPOや株主コミュニティ、プロ向け市場に係る証券会社等との業務提携戦略が重要になってくる。

例えば、証券会社が未公開企業の株式流通の場を提供する株主コミュニティ制度だが、2015年5月に日本証券業協会の自主規制ルールによって制度が始まっている。制度的には、株式型やファンド型の投資型CFとほぼ同時期に始まっているが、北陸地方の地元有力企業や旧グリーンシート銘柄の流通の場といった色彩が強かったが、今年に入って大山日の丸証券、みずほ証券が参入してきて運営証券会社が合計5社になっている。今後の株式コミュニティの発展を想定した場合、コミュニティを運営する証券会社の収益メリットが増加する必要があり、その為には株主コミュニティを利用したファイナンスやM&Aに関与していく必要がある。成長企業に対する個人の期待などで、CFでは300名を超える投資家（最多は500名超）も集まることもあり、このCF実施の成長企業を株主を含めて株主コミュニティに取り込むことが可能であれば、証券会社側の株主コミュニティ組成も効率的に実施することが出来る。つまり、CFプラットフォーム運営者と株主コミュニティ運営を行う

証券会社の業務提携メリットは双方にとって大きなものとなる。課題は、双方のインフラ基盤の利用の仕方と収益の配分ルールだが、インフラ基盤は審査業務を中心に共同利用の可能性を探っていくのではないかと推測する。

また、CFとプロ向け市場の協働については、成長企業の段階的市場機能利用の中で進む可能性がある。CFで資金調達を行う成長企業がIPOを目指すとしても、段階的な成長及び企業としてのステップアップ(ガバナンスや管理機能の整備)は必要になってくる。その為、CFで個人投資家からリスクマネーを集め、CF業者からの成長支援とJ-Adviserからの上場企業としての体制整備のコンサルを受け、それらが整ったところでプロ向け市場に上場し、更なる成長の為のリスクマネー調達をベンチャーファンドや上場企業・金融機関などプロ投資家(特定投資家)から行うというシナリオが望ましい。このCFープロ向け市場のルートに、地域企業の成長支援を行う地域ベンチャーファンドが参加したり、地域企業に対する市場誘導業務を目論む地銀系証券会社が関与することで、IPOやM&Aなどのビジネスに近くづく市場機能協働プラットフォームの構築が可能になる。

以上の様にCFと株主コミュニティ、CFとプロ向け市場の市場機能が繋がること、更にCFー株主コミュニティープロ向け市場と連続して繋がることできれば、その効果は企業側・投資家にとっての新たな市場誘導機能のルートが出来ることになり、資本市場全体の拡大にもつながっていく。この事に期待したい。

# 市場機能としての可能性

