

投資型クラウドファンディングについて

～期待と現状、そして課題



令和5年11月30日
株式会社資本市場研究所きずな

投資型クラウドファンディング制度の見直しについて

クラウドファンディングは、インターネット環境を利用して、広くかつ不特定多数から資金を集める手法だが、寄付型、購入型、そして投資型を含めて社会に定着してきた観がある。また、現在、金融審議会においては、政府の新しい資本主義実行計画におけるスタートアップのための資金供給強化として、投資型クラウドファンディング（以下、投資型CF）の活性化が検討されているところだ。

現在の投資型CFは、株式や新株予約権で一般投資家から募集することが可能だが、同一企業への投資は1投資家あたり年間50万円の上限があり、調達額の上限は1億円未満となっている。

また、投資型CF業務は第1種少額電子募集取扱業者としての登録が必要で、兼業規制や資本規制比率の適用は除外されている。金融審議会での検討されているポイントは次のような点だ。

◇企業の発行上限:

現在の1億円未満に対して発行総額の上限を5億円未満に引き上げることが検討されている。この引き上げの根拠は、海外での投資型CFの発行総額の上限が、米国500万ドル、欧州500万ユーロであることや、スタートアップにおける資金調達需要が年々増加していて1億円以上5億円未満の調達を行う企業の割合が最も多い(2022年は32.3%)ことなどがあげられる。

◇情報開示:

現状は1億円未満の募集のため有価証券届出書の開示はなく、発行後の情報提供は投資型CF業者が発行体に依頼して事業の状況をウェブサイトで公表している。米国での投資型CFは、FormCで財務諸表、資金使途や発行体の情報開示が義務付けられており、当局の電子開示システム(EDGAR)で開示されている。またFormCでは、発行総額によって、段階的に財務諸表に対する監査人のレビューや監査が必要で、継続して年次報告を行うことも求められる。なお、今後日本において投資型CFで1億円以上調達した場合、募集時に有価証券届出書、継続開示として有価証券報告書の提出が発行体に求められるが、5億円未満

の調達の場合は、両開示における単体ベースの企業情報について、記載内容の簡素化が検討されている。

◇投資家の投資上限:

海外の制度では年収や純資産に合わせて投資家毎の年間投資上限額が設定されている。例えば米国では年収または純資産12.4万ドル以上の場合、どちら大きい方の金額の10%同金額を年間投資額上限としている。ただし日本においては、年収や純資産確認は投資型CF業者にとって負担が重いので、簡便法として例えば100万円などとすることも検討される。

◇インターネットを用いた特定投資家の活用:

現在は、CF業者が1年間に同一企業の募集と私募双方の取り扱いを行った場合、両方を合算して発行総額の上限とすることになっているが、特定投資家向け私募をウェブ上で行うようなケースは別枠で上限額を設定すべきか検討される。

◇勧誘方法:

投資型CF業者の勧誘方法は、ウェブサイトや電子メールでの勧誘に限定されているが、投資家からの要請がある場合、音声通話による説明を認めるかどうか検討される。

投資型クラウドファンディングの緩和の方向性

投資家

1名当たりの投資額
企業毎年間50万円以下
(特定投資家は上限なし)

株式投資型CF業者

(第1種少額電子募集取扱業者)
・資本金:1,000万円以上
・兼業規制及び自己資本規制比率の適用除外
・投資家保護基金の加入義務なし

企業

発行価額の総額1億円未満
(株式投資型CF以外の資金調達は合算しない)

企業の発行上限

・1億円未満から5億円未満へ引き上げか

情報開示

・5億円未満の場合に有価証券届出書、有価証券報告書の企業情報の記載内容簡略化へ

投資家の投資上限

・年収や純資産に基づく上限か、例えば100万円以下とする簡便法による定まった金額か

インターネットを用いた特定投資家の活用

・特定投資家向け私募をウェブ上で行うようなケースは別枠で上限額を設定か

勧誘方法

・投資家からの要請がある場合、音声通話による説明が可能か

投資型クラウドファンディングの現状

日本における投資型CFは、平成26年度改正金商法により新規・成長企業へのリスクマネー供給促進として制度整備され、最初の案件は2017年4月にFUNDINNOにより募集が開始された。下図表に投資型CFの概況を示したが、2021年までは順調に拡大していたものの、昨年及び今年に関しては調達金額・件数とも拡大しているとは言い難い状況でもある。

現在、投資型CFを行っている業者は5社あり、先行してプラットフォームを始めたFUNDINNOが件数ベースで全体の7割程度を占めているが、同社のホームページによると累計成約額:104億2,109万円、累計成約件数:342件、投資家数:127,651人(10月現在)となっている。

また、募集対応についてはサービス開始時に比べ投資家に提供する情報量は格段に増えている。例えば、初期の投資家への情報提供では、スタートアップ企業のアピールしたい商品・製品情報や事業計画イメージ、経営者の考え方などを情報提供していたが、現在は、同じ事業の概況でも見せ方は洗練されてきており、業界の環境や、他企業

との連携状況、なども説明されるケースが増えている。加えて動画サービスなど利用してより投資家の理解を深めようとして取り組んでおり、提供する情報量はサービス開始時の4~5倍程度に膨らんでいる。その他、企業評価の情報としては、同社の審査概要や、ベンチャーキャピタル(以下、VC)などの出資実績、エンジェル税制に関する情報なども提供されている。

投資型CFにおいては、株式だけではなく新株予約権による資金調達も行われているが、この新株予約権は上場会社の発行する新株予約権とは相当に異なり、投資効果としては新株予約権付社債に近い。

例えば、将来IPOする時、発行される株式の発行価額の80%で株式に転換される場合や、発行した企業が買収された場合、この新株予約権も買収者によって買い取られる。但し、株式への転換期間(7年程度が多い)が終了した場合は権利消滅となる。

投資家側はIPO以外のEXITイメージが沸きにくかったり、投資リスクが正確に理解され難いといった課題もある。

金融庁の投資型CF事業者への調査によると、投資家層を年代別にみると40歳代が最も多く、30歳代から50歳代で全体の8割以上を占める。一方、金融資産の2/3近くを保有する60歳以上は全体の1割にも満たない。投資型CFは投資リスクが相当高いので、嘗てのFX取引や暗号資産、最近のつみたてNISA口座などの様に投資家が急拡大するということは考えにくいですが、投資家の増加は続いている。最近は増加傾向が少し鈍ってきている可能性もある。

投資は成功体験が広まることで一挙に拡大することもあるが、スタートアップ企業の成長には時間がかかるのも事実なので、投資型CFでの成長体験は広まりにくい。

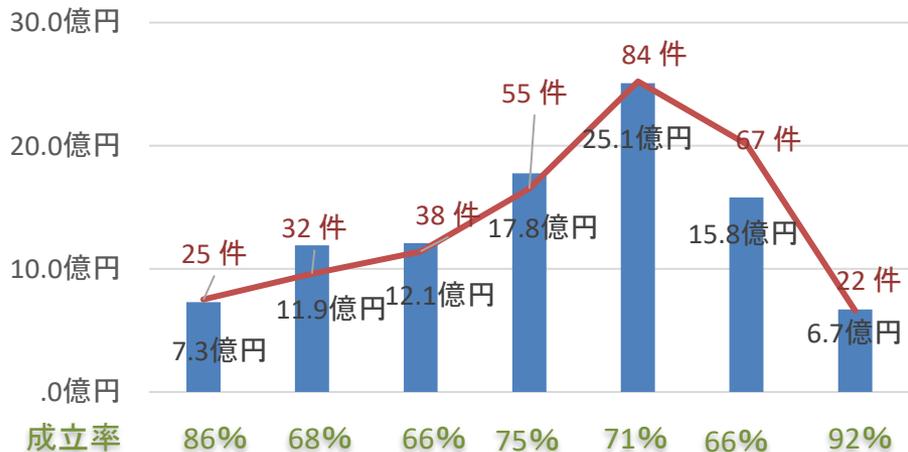
ただし、FUNDINNOはEXITに関する情報公開も行っていて、IPOはないものの、事業会社による一部買付、ファンドからの買付、M&A、自社の買取など8例を示している。

また、プラットフォームで募集したもののセカンダリーマーケットとして株主コミュニティ(FUNDINNO MARKET)で流通の場を提供している。9銘柄が取引実績あり、2022年は、延べ8千人が参加し、約定代金は約1.8億円となった。この株主コミュニティにおいては、買い手は手数料が

かからないが、売り手は11%の手数料が課せられている。

投資型CFの概況

株式による調達



プラットフォーム毎、成立件数(株式)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (9月末)
CF Angels	6	2	1	4	9	2	—
FUNDINNO	19	30	34	36	59	53	13
GEMSEE	—	—	1	—	—	—	—
Equity Unicorn	—	—	2	12	9	2	—
イークラウド	—	—	—	3	7	7	8
AngelNavi	—	—	—	—	—	3	1
総計	25	32	38	55	84	67	22

新株予約権による調達



募集プラットフォーム

プラットフォーム	初回募集	運営者
FUNDINNO	2017年4月24日	株式会社FUNDINNO
Unicorn	2019年7月13日	株式会社ユニコーン
イークラウド	2020年7月29日	イークラウド株式会社
CF Angels	2020年8月27日	株式会社CFスタートアップス
AngelNavi	2020年2月10日	エンジェルナビ株式会社

※日本証券業協会の統計資料より

資本市場における投資型クラウドファンディング の特徴と課題

投資型クラウドファンディングは、インターネット上で募集を完結しなければいけないが、IPOや公募ファイナンスの様に対面営業部門が投資家の需要予測を行うことが現状ではできない。その為に、募集期間長く取り、募集金額は下限と1億円未満(有価届出書の提出義務がない)の上限を定め、可能なところまで投資ニーズを積み上げていくことが多い。

また、上場企業のように多くの投資家に知られた企業が調達を行うのでもないので、投資型CF事業者は先ず事業内容を投資家に伝え、強みをアピールするようなプロモーションに注力することになる。実際、前章でも触れたように投資型CF事業者のファイナンス仲介スキームとしてもこの部分が充実してきた。

下左図は、2021年2月の金融審議会資料から投資型CF事業者の提出データを纏めた集計のうち、投資家による投資型CF利用理由とCF調達企業の事前調達状況を

示すものだ。先ず、利用理由としては長期投資・ポートフォリオ組入れのためと発行会社応援のためがそれぞれ全体の三分の一強で、投資リターンを得るために25%程度となっている。一方、事前調達状況の方は、VCからの調達実績あり、事業会社からの調達実績あり、エンジェル投資家からの調達実績あり、資金調達実績なし、がそれぞれ全体の2割強となっている。

また、同じデータから1件あたりの平均調達額は約3,178万円、平均投資家数は約198人となっている。

投資型CFの市場規模について考えたいが、同時期に開始された不動産クラウドファンディングについて参考までに下右図に件数や調達額の推移を示した。

スタート時こそ投資型CFと同程度だったが、最近では拡大が加速していることが分かる。両者ともインターネットで投資資金を集めるスキームだが、この相違については、投資対象が非上場の成長企業と不動産との違いが大きい。

つまり、不動産なら収益性や相対的な価格評価、事業リスクなどはある程度関係者で共有できており、投資家にとっても比較対象は探しやすい。

一方、非上場の成長企業の事業リスクは投資型CF事

業者が審査するにしても、一般的には分かりにくい。また、価格(株価)については、バリュエーションがその前提条件となる事業計画の見方によって大きく異なる。

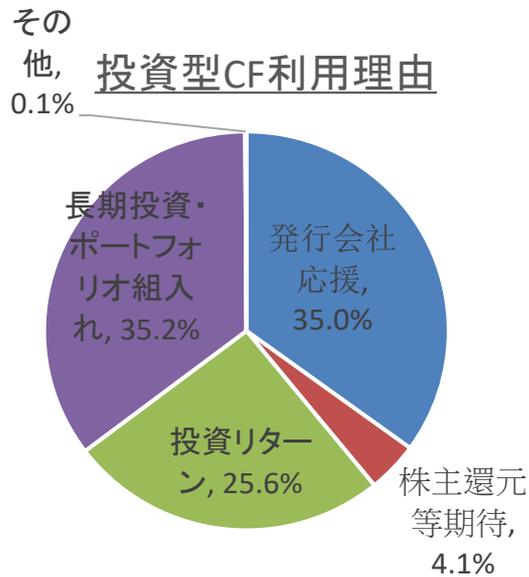
特に実績のないスタートアップ企業のバリュエーションは難しい。その結果、投資型CFの投資家層増加の鈍化に繋がっているのではないかと推測される。

日本の投資型CFが今後、10倍以上の規模となっている米国や英国などと同程度の規模とするためには、1案件200名程度の投資家の参加を前提にして1000件で延べ20万人の実働する投資家層が必要だ。現在は、投資型CF事業者が公表する潜在的投資家層は15~16万人程度、実稼働は2万人とみられるので150万人の潜在投資家層は必要ということになる。

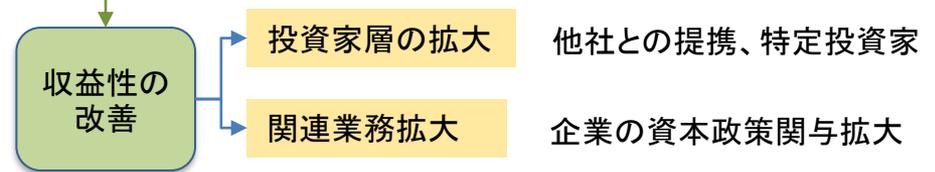
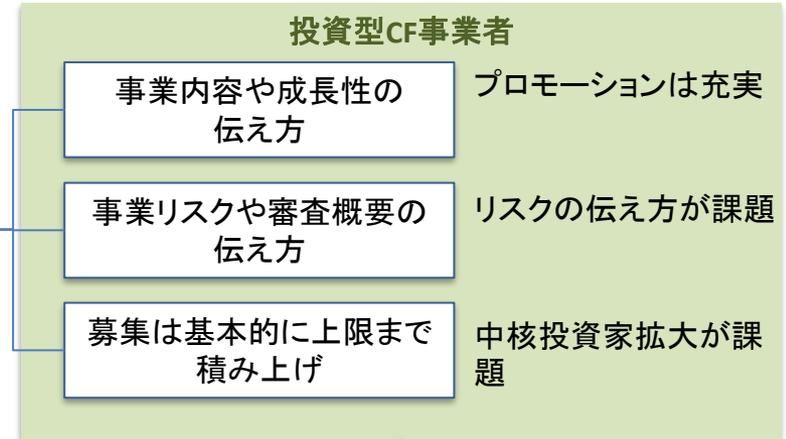
投資型CF事業者の役割は重要だが、現状をみると自社の収益性の改善が喫緊の課題となっている。例えば、業界トップのFUNDINNOの2022年10月期の営業収益は6.6億円に対して、営業損失は10.6億円となっている。営業収益は、成長企業が調達した金額の15~20%の手数料をプラットフォーム利用として課するのが基本だろうが、そのほか

の企業支援やセカンダリーマーケット対応などで収入の多角化も図っている。今後は、特定投資家私募に関わることで成長企業の調達額拡大に関わって収益を改善していく可能性もある。

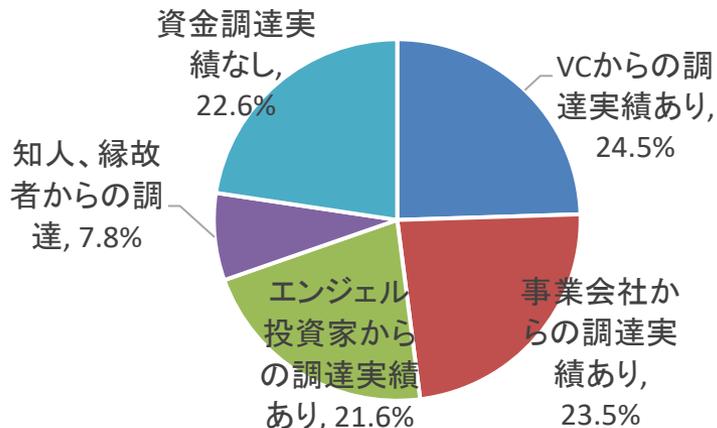
投資型CFの特徴と課題



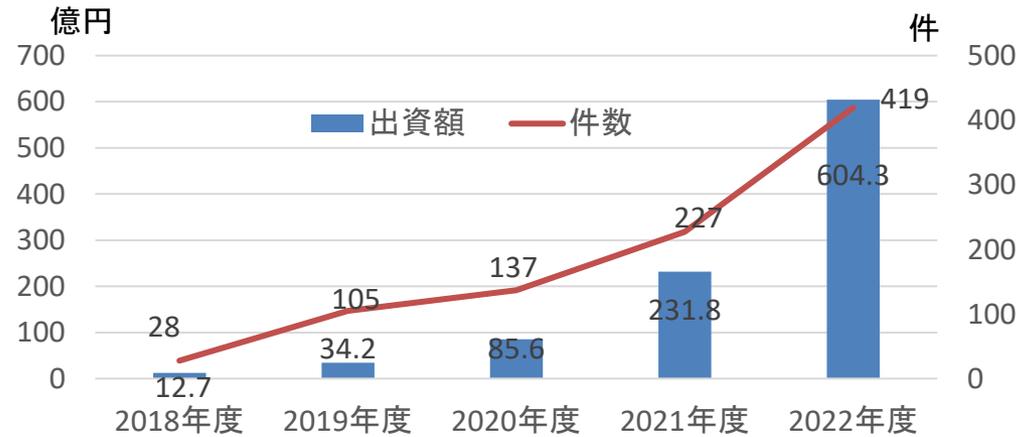
CFはインターネットで募集・決済が完了



事前の資金調達状況



〔ご参考：不動産CF〕



※上記グラフのみ国土交通省市場より作成

エコシステムとしての投資型CF

インターネットを活用した投資型CFは、成長企業へのリスクマネーを広く集める手法として今後重要な役割を果たしてく可能性がある。但し、現状は投資型CF事業者が継続的活動を行っていくためには投資型CFそのものの市場規模が小さいので、他のリスクマネー供給業者との提携を進める必要がある。

成長企業へのリスクマネー供給エコシステムの中で、投資型CFが役割を果たしていく為に、具体的にはスタートアップ企業へのVC出資、非上場株式への特定投資家出資などと連携が進むことが望ましい。例えば、投資型CFの投資家にとって、対象事業へ既にVCや特定投資家が出資していることが投資判断要因となるかも知れないし、VCや特定投資家にとっては投資型CFで資金調達できたことが投資の契機になることも考えられる。

成長企業へのリスクマネー供給は、VC投資、投資型CF投資、特定投資家私募による非上場株式投資、IPOでの資金調達、グロース市場上場後のセカンドファイナンスと企業

の成長に合わせて、制度整備や規制緩和が行われているが、第1章で取り上げた投資型CF関係の緩和以外に、スタートアップへの資金供給強化として上場ベンチャーファンド制度の再活用や投資信託によるVCや非上場株式投資に向けた取組みが金融審議会においても検討されている。

投資信託協会が9月に公表した自主規制ルールでは、原則として投資信託の純資産の15%まで非上場株式の組入れを可能とすることや株価の評価は時価である公正価値評価を用いることが示されている。

また、非上場成長企業の資金調達に関わる情報開示の負担軽減として、金商法での5億円まで調達可能な少額募集について、記載内容を会社法上の事業報告と同程度まで簡素化することも検討されている。

今後、投資型CFがリスクマネー供給のエコシステム中で大きく拡大していくためには、システム内の事業者や機関投資家との間で提携や価値観等の共通化が進むことが望ましいと考えるが、その為には以下の3つほどポイントがある。

株価(企業価値):

企業の成長に合わせて企業価値評価が上がるイメージが投資家にとって重要だが、スタートアップから上場までの間、成長段階に合わせてリスクマネーが新たに入ってきたり、非上場株式として売買されたときに、評価基準が基本的に一貫していれば、機関投資家が参入しやすいし、個人の企業価値を理解しやすいので投資型CF段階でも投資家数の増加が見込める。

審査(デューデリジェンス):

投資型CFとIPOでは審査内容及びその深度は大きく異なるが、審査の考え方は共通化すべきだろう。また、ソーシャルレンディングなどで起きた案件獲得の営業主体になったため審査が機能しなかった事態を避けるためには、審査を行う部門と営業推進部門のウォールが必要だ。勿論、証券会社の引受ではこの審査に対するウォールが機能している。

情報提供(ディスクロージャー):

少額募集による開示内容の簡素化が検討されているが、

米国の様に調達金額に合わせて監査法人などの第三者検証された財務内容などの情報開示制度が整うことが望ましい。

エコシステムにおいては、各資金調達方法を仲介するものの存在が必要だが、個人投資家、特定投資家、そして機関投資家と成長企業をつなぐのは、証券会社の今後の主要な業務になることを期待したい。

成長企業へのリスクマネー供給エコシステム・イメージ

