

## ASEAN 域内における株式投資型クラウドファンディング による資金調達の現状と展望

北野 陽平、武井 悠輔

### ■ 要 約 ■

1. 近年、ASEAN 域内では株式投資型クラウドファンディング（ECF）による資金調達が拡大している。域内における ECF による資金調達額は 2014 年の 400 万米ドル未満から 2016 年には 5,600 万米ドル超へと増加し、国別ではシンガポールが 8 割超を占めた。ECF による資金調達が拡大している背景として、① スタートアップ企業の増加、②規制枠組みの整備、③新規株式公開（IPO）以外の方法により資金調達を検討する企業の増加、が挙げられる。
2. シンガポールでは 2016 年 6 月、ECF と貸付型クラウドファンディングを総称した証券型クラウドファンディングに関するガイドラインが発表された。主な ECF プラットフォーム運営企業として、FundedHere、Crowdonomic Media、Fundnel、CapBridge が挙げられ、各社は自身の戦略や強みを踏まえて支援対象企業を選定している。この結果、スタートアップ企業は成長段階に応じた柔軟な資金調達を行うことが可能となっている。
3. マレーシアでは 2015 年 2 月に ECF に関する規制が導入され、現在 7 社が ECF プラットフォーム運営企業として登録されている。資金調達額は、2016 年の 1,040 万リンギット（2.8 億円）から 2017 年には 2,234 万リンギットへと倍増した。タイでは 2015 年 5 月に ECF に関する規制が導入されたが、資金調達の目立った動きは見られなかった。しかし、2018 年 5 月にスタートアップ企業向け資金調達プラットフォームである LiVE がタイ証券取引所により導入され、今後 LiVE の動向が注目される。
4. ASEAN 域内における ECF はまだ発展初期段階にあるものの、スタートアップ企業の新たな資金調達手段として成長期待が高まっている。スタートアップ企業のエコシステムが発展しており、金融規制当局や取引所が協力的なシンガポールが、今後も域内で主導的な役割を担うと考えられる。また、金融機関と ECF プラットフォーム運営企業の提携も、ECF による資金調達を促す動きとして注目されよう。

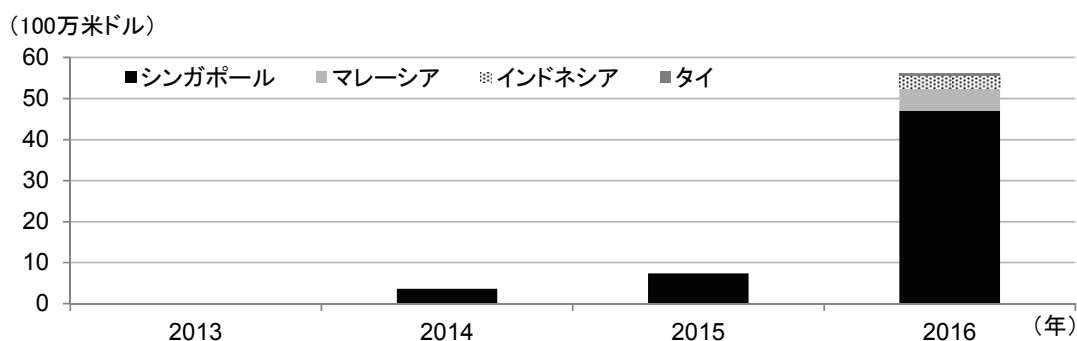
## I 株式投資型クラウドファンディングによる資金調達の拡大

近年、ASEAN 域内では株式投資型クラウドファンディング（equity-based crowdfunding、ECF）<sup>1</sup>による資金調達が拡大している。2017年9月にイギリスのケンブリッジ大学、オーストラリアのモナッシュ大学、中国の清華大学等が共同発行したオルタナティブ・ファイナンスに関するレポート（Cultivating Growth: The 2nd Asia Pacific Region Alternative Finance Industry Report）によると、ASEAN 域内における ECF による資金調達額は2014年に400万米ドル未満であったが、2016年には5,600万米ドル超へと増加した。2016年の国別内訳を見ると、シンガポールが域内全体の資金調達額の8割超を占めた（図表1）。

ASEAN 域内で ECF による資金調達が拡大している背景として次の点が挙げられる。第一に、スタートアップ企業が増加していることである。例えば、シンガポールでは、スタートアップ企業数は2003年の2.2万社から2016年には4.3万社へとほぼ倍増した<sup>2</sup>。第二に、規制枠組みの整備である。2015年2月にマレーシアで ECF の規制枠組みが構築されて以降、規制・ガイドライン導入の動きが他の ASEAN 主要国にも広がっている（詳細後述）。第三に、資金調達を行う際に新規株式公開（IPO）以外の方法を検討する企業が増加していることである。現在、各国の金融規制当局は、ECF の投資リスクに対する投資家保護に留意しつつ、スタートアップ企業の資金調達を促進する手段として ECF の普及を概ね歓迎する姿勢を示している。

従来、スタートアップ企業の主な資金調達源は、政府、ベンチャーキャピタル、エンジェル投資家（個人富裕層）からの出資であったが、新たな資金調達手法として ECF が補完的な役割を担うと考えられる（図表2）。実際に、ASEAN 域内のスタートアップ企

図表1 ASEAN 域内における ECF による資金調達額

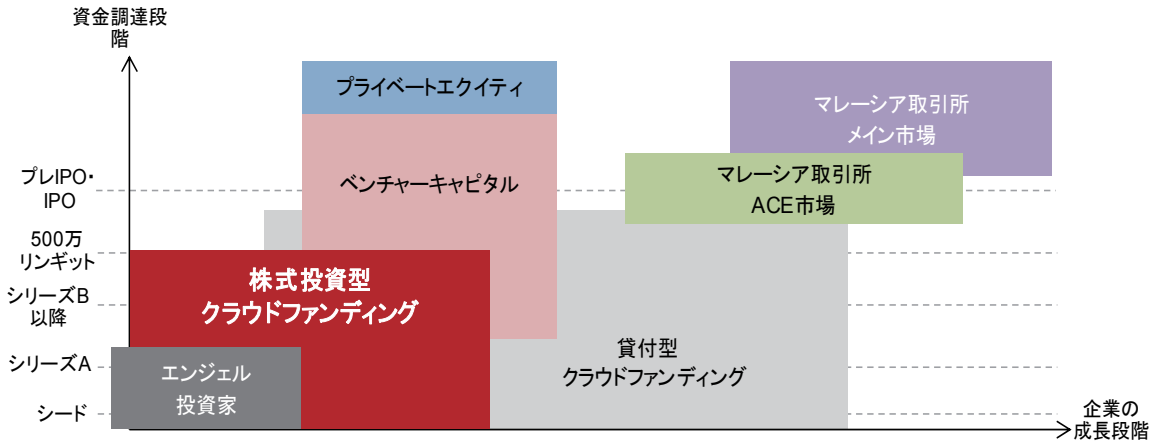


（出所）Cultivating Growth: The 2nd Asia Pacific Region Alternative Finance Industry Report より  
野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> ECF の詳細は、北野陽平「ASEAN における中小企業金融の現状と今後の展望」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号参照。

<sup>2</sup> シンガポール規格生産性革新庁（SPRING Singapore）とシンガポール国際企業庁（International Enterprise Singapore）の統合により2018年4月に発足したエンタープライズ・シンガポール（Enterprise Singapore）のデータに基づく。エンタープライズ・シンガポールによると、スタートアップ企業は創業から5年目までの企業と定義される。

図表 2 企業の成長段階に応じた資金調達手法（マレーシアのケース）

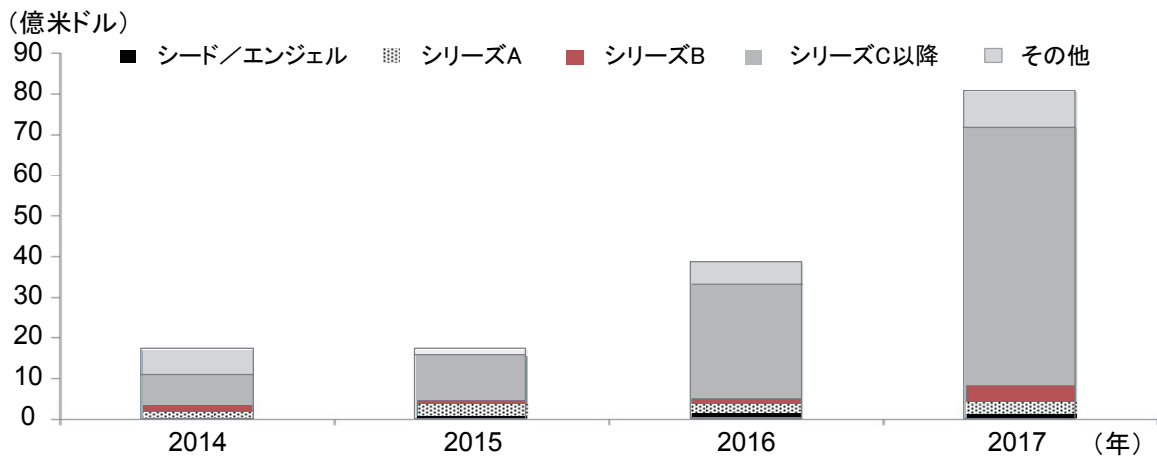


- (注) 1. シードは起業前後、シリーズ A は一般的なベンチャーキャピタル等からの最初の資金調達、シリーズ B はシリーズ A に続く資金調達、プレ IPO は IPO 目前の段階をそれぞれ指す。  
 2. ACE 市場は Access, Certainty, Efficiency の略。  
 3. 2018 年 9 月末時点の為替レートは 1 リンギット=27.44 円。  
 (出所) キャピタル・マーケット・マレーシアより野村資本市場研究所作成

業によるベンチャーキャピタルからの資金調達額は 2014 年の 17 億米ドルから 2017 年には 80 億米ドルへと大幅に増加したが、シリーズ B 以前の資金調達額についてはほとんど伸びが見られなかった（図表 3）。この点を踏まえると、リテール投資家による参加を促し、スタートアップ企業への投資を民主化する ECF は、各国において資本市場の発展を加速させる可能性を秘めていると言える。

次章以降では、ECF による資金調達が ASEAN 域内で最も活発に行われているシンガポールを中心に、各国における ECF の現状を整理し、今後の展望について考察する。

図表 3 ベンチャーキャピタル等による ASEAN 域内のスタートアップ企業向け投資額



- (注) その他には補助金、合併、ベンチャーデット等が含まれる。  
 (出所) シンガポールベンチャーキャピタル&プライベートエクイティ協会より野村資本市場研究所作成

## II シンガポールにおける ECF の動向

### 1. ECF に関する規制枠組みの概要

シンガポールでは現在、ECF だけを対象とした規制は導入されていないが、ECF と貸付型クラウドファンディング (lending-based crowdfunding、LCF)<sup>3</sup>を総称した証券型クラウドファンディング (securities-based crowdfunding、SCF) に関するガイドラインが発表されている。シンガポール金融管理局 (MAS) は 2015 年 2 月、SCF に関するコンサルテーション・ペーパー<sup>4</sup>を公表し、パブリックコメントを実施した。MAS は 2016 年 6 月、業界関係者からのフィードバックを踏まえて、同ペーパーに対する回答書<sup>5</sup>を公表した。

当該文書では、①機関投資家と適格投資家 (accredited investor)<sup>6</sup>だけでなくリテール投資家の参加も認められる、②SCF プラットフォーム運営企業は証券先物法 (Securities and Futures Act) に基づいて資本市場サービス (CMS) ライセンスの取得が義務付けられる、③投資家が機関投資家と適格投資家に限定される場合、SCF プラットフォーム運営企業の所要資本金は 25 万シンガポールドル<sup>7</sup>から 5 万シンガポールドルに引き下げられる、といった点が示された<sup>8</sup>。リテール投資家の参加に関して、SCF プラットフォーム運営企業は投資家が金融に関するコンピテンス (能力) を有するか、もしくは投資目的やリスク許容度に鑑みて投資が適切であることを確認する必要がある。また、投資家は投資リスクを理解したことに事前に同意することが義務付けられている。

以上のように、MAS はリテール投資家の保護に留意しているものの、投資額に上限を定めておらず、SCF プラットフォーム運営企業の裁量に任せる方針をとっている。

### 2. ECF プラットフォームを運営する主な企業

現在、シンガポールに拠点を置き、CMS ライセンスに基づいて ECF プラットフォームを運営している主な企業として、FundedHere、Crowdonomic Media、Fundnel、CapBridge の 4 社が挙げられる。

FundedHere は 2015 年に事業を開始し、2016 年 3 月にシンガポールにおける ECF プラットフォーム運営企業として初めて CMS ライセンスを取得した。主な支援対象は、シンガポールで設立され、3 か月以上の事業実績を有し、払込資本が 5 万シンガポールドル以上のアーリーステージの企業である。各発行体による一般的な資金調達額は 10~100 万

<sup>3</sup> LCF の詳細は、前掲脚注 1 参照。

<sup>4</sup> Consultation Paper: Facilitating Securities-Based Crowdfunding, 16 February 2015.

<sup>5</sup> Response to Feedback Received: Facilitating Securities-Based Crowdfunding, 8 June 2016.

<sup>6</sup> 適格投資家は、①純資産が 200 万シンガポールドル (相当) 超または直近 12 か月間の収入が 30 万シンガポールドル (相当) 以上の個人、②純資産が 1,000 万シンガポールドル (相当) 超の法人、と定義される。

<sup>7</sup> 2018 年 9 月末時点の為替レートは 1 シンガポールドル=83.15 円。

<sup>8</sup> 詳細は、北野陽平「スマート金融センターを目指して FinTech の振興に積極的に取り組むシンガポール」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号参照。

シンガポールドルである。投資家については、機関投資家と適格投資家に加えて特定投資家 (professional investor)<sup>9</sup>の参加も認められており、最低 5,000 シンガポールドルから投資が可能である。FundedHere は ECF 以外にも、LCF やシンガポール取引所 (SGX) に上場される社債への投資機会を提供している。

Crowdonic Media は 2013 年、Crowdo のブランド名でプラットフォームの提供を開始し、2016 年 7 月に CMS ライセンスを取得した。主な支援対象は、シードまたはシリーズ A の段階にある企業である。投資家については、機関投資家と適格投資家のみが参加を認められている。同社は 2017 年 3 月、スタートアップ企業の資金調達支援を促進するため、SGX との間で戦略的提携に向けた覚書に署名した。また Crowdonic Media は、シンガポール以外の国でも事業展開しており、マレーシアで ECF、インドネシアで LCF を手掛けている。

Fundnel は 2015 年に設立され、2016 年末に CMS ライセンスを取得した。アーリーステージの企業からプレ IPO の企業まで幅広い企業を支援対象としている。各発行体の一般的な資金調達額は 100 万米ドル以上である。Fundnel は株式以外にも、転換社債、社債、レベニューシェア型金融商品への投資機会を提供しており、グローバルで 1 万人 (機関) 超の投資家ネットワークを持つ。同社は、創業以降 2018 年 10 月までに 2,300 社超の企業を審査し、25 件、計 1 億米ドル超の資金調達を支援した実績がある。

CapBridge は、SGX の支援を受けて、ベンチャーキャピタル兼アクセラレーターの Clearbridge Accelerator (現 1Exchange) により 2015 年に設立され、2016 年 4 月に CMS ライセンスを取得した。主な支援対象はプレ IPO の企業であり、各発行体による一般的な資金調達額は 500 万米ドル以上である。投資家については、適格投資家と機関投資家のみが参加を認められている。CapBridge は 2017 年 10 月、SGX との提携関係の強化を目的として、SGX 子会社 Asian Gateway Investments による CapBridge 子会社 CapBridge Platform の株式 10%取得に合意した、と発表した。また、CapBridge はシンガポール企業だけでなくグローバルに企業の資金調達を支援しており、例えば 2017 年にはデータセンターを運営する米 Nautilus Data Technologies による 2,500 万米ドルの資金調達やバイオ医薬品を開発する米 Liquidia Technologies<sup>10</sup>による 2,200 万米ドルの資金調達を支援した実績がある。

以上の通り、ECF プラットフォームを運営する各社は自身の戦略や強みを踏まえて、支援対象とする企業や投資家に提供する金融商品を決定している。この結果、シンガポールにおいては、企業の成長段階に応じた柔軟な資金調達を可能にする環境が整備されつつあり、今後スタートアップ企業を取り巻くエコシステムのさらなる発展につながる事が期待されている。

<sup>9</sup> 特定投資家とは、年収が 10 万シンガポールドル以上で、特定分野における専門性を持ち、投資の適性テストに合格した個人を指す。

<sup>10</sup> Liquidia Technologies は 2018 年 7 月、米ナスダックに上場した。

### III マレーシアにおける ECF の動向

#### 1. ECF に関する規制枠組みの概要

マレーシアでは、ASEAN 域内で最初に ECF の規制枠組みが導入された。マレーシア証券委員会（SC）は、包摂的な資本市場の構築にはスタートアップ企業や中小企業による資金調達を促進する枠組みが必要であると判断し、その一環として ECF の導入に向けた検討を開始した。SC は 2014 年 8 月、コンサルテーション・ペーパー<sup>11</sup>を公表し、ECF の導入により投資家が増加することで競争原理が働き、全ての発行体が資本コスト低下の恩恵を享受できる可能性にも言及した。同年 9 月、業界関係者からのフィードバックに対する回答書<sup>12</sup>が公表された。

SC は 2015 年 2 月、Capital Markets and Services Act 2007 に基づくガイドライン<sup>13</sup>を発行し、ECF プラットフォームに対して SC への登録を義務付けるとともに、仲介業者になるための要件を明確化した。SC は同月、ECF プラットフォームの募集を開始し、国内外から応募があった 27 のうち 6 のプラットフォームの登録を認可したことを同年 6 月に発表した。2015 年 12 月には、認定市場運営者（recognized market operator、RMO）としての登録、発行体の要件、投資制限等が規定されたガイドライン<sup>14</sup>が発行された。RMO としての登録は、マレーシア国内で設立された法人または有限責任事業組合（limited liability partnership）のみが認められている。RMO は、SC への登録後、発行体の適格性審査、投資家教育の実施、利益相反の回避等が義務付けられており、投資家に対する投資助言が一切禁止されている。

ECF による資金調達が認められている発行体は、マレーシア国内で設立された非公開有限責任会社（private limited company）のみである。各発行体は、12 か月間で 300 万リンギット、累計で 500 万リンギットを上限として資金調達を行うことが可能である。他方で、投資家については、属性に応じて異なる投資規制が適用される。具体的には、リテール投資家の場合、発行体毎の最大投資額は 5,000 リンギットで、12 か月間の投資可能額は 5 万リンギットが上限となっている。これに対し、エンジェル投資家<sup>15</sup>は 12 か月間で 50 万リンギットまで投資が可能であり、洗練された投資家（sophisticated investor）<sup>16</sup>については投資上限額が定められていない。全ての投資家は、6 営業日のクーリングオフ期間中であ

<sup>11</sup> Public Consultation Paper: No. 2/2014 Proposed Regulatory Framework for Equity Crowdfunding, 21 August 2014.

<sup>12</sup> Public Response Paper: No. 2/2014 Proposed Regulatory Framework for Equity Crowdfunding, 22 September 2014.

<sup>13</sup> Guidelines on Regulation of Markets under Section 34 of CMSA, 10 February 2015.

<sup>14</sup> Guidelines on Recognized Markets, 11 December 2015. (当該ガイドラインは 2016 年 4 月に一部改正された。)

<sup>15</sup> エンジェル投資家とは、純資産が 300 万リンギット（相当）以上、または直近 12 か月間の個人収入が 18 万リンギット以上もしくは世帯収入が 25 万リンギット以上という要件を満たし、マレーシア・ビジネス・エンジェル・ネットワークにより認定された投資家を指す。エンジェル投資家になれば、税制優遇を受けることができる。

<sup>16</sup> 洗練された投資家には、①純資産が 300 万リンギット（相当）超または年収が 30 万リンギット（相当）超の個人、②純資産が 1,000 万リンギット（相当）超の法人・組合、③金融規制当局により認可された適格投資家が含まれる。

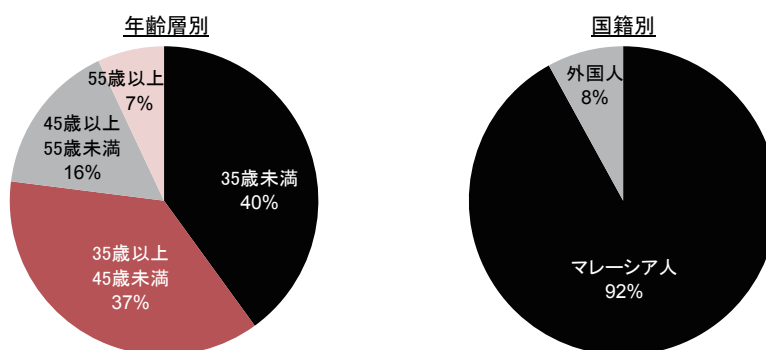
れば投資を撤回することが可能である。また、発行体の事業等に重大な悪影響を及ぼす事由が発生した場合、投資家は通知を受ける権利を有しており、14日以内であれば投資を撤回することが認められる。

## 2. ECF による資金調達の実況

マレーシアにおける ECF による資金調達実績はまだ少ないが、件数、金額ともに着実に増加している。SC の 2017 年度年次報告書によると、ECF に関する規制の導入から 2017 年末までの資金調達件数及び調達額は累計で 37 件、3,274 万リンギットである<sup>17</sup>。内訳は、2016 年が各々 14 件、1,040 万リンギット、2017 年が各々 23 件（2016 年比 64% 増）、2,234 万リンギット（同 2.1 倍）であった。2017 年に実施された資金調達案件の規模別内訳を見ると、50 万リンギット以下が 57%、50 万リンギット超 150 万リンギット以下が 22%、150 万リンギット超が 21% を占め、過去最大の 1 件当たり資金調達額は 300 万リンギットであった。発行体の業種別内訳は、テクノロジー系企業が 56%、非テクノロジー系企業が 44% を占めた。投資家の内訳については、年齢層別では IT に精通している 35 歳未満が 40% で最も高く、国籍別ではマレーシア人が 92% を占めた（図表 4）。

2018 年 9 月末現在、SC に登録されている ECF プラットフォーム運営企業は、2015 年 6 月に選定された Ata Plus、Crowdo Malaysia、CrowdPlus（プラットフォーム名は CrowdPlus.asia）、Eureeca、FBM Crowdtech（同 FundedByMe）、Pitch Platforms（同 pitchIN）の 6 社に Funnel Technologies を加えた計 7 社である<sup>18</sup>。この中で最も規模が大きいプラットフォームは pitchIN である。pitchIN は 2016 年と 2017 年の合計で 16 件、1,621 万リンギットの資金調達を支援し、市場シェアが件数で 43%、金額で 47% となった。投資家は延べ 856 人（機関）で、そのうち 464 人（構成比 54%）がリテール投資家であっ

図表 4 マレーシアの ECF プラットフォームを通じて株式を購入した投資家の内訳



（出所）マレーシア証券委員会より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> SC の公表データによると、2018 年 6 月までの累計で、資金調達件数が 40 件、調達額が 3,836 万リンギットである。

<sup>18</sup> 2018 年 9 月末現在、Funnel Technologies はまだ ECF プラットフォームの運営を開始していない。

たが、投資額では洗練された投資家が全体の 59%を占めた。

SC は 2018 年 7 月、新たな ECF プラットフォームを同年 9 月まで募集することを発表した。今後、プラットフォーム運営企業が増加することで、スタートアップ企業による資金調達の機会が拡大するとともに、より効率的な資金調達が可能になることが期待されている。

## IV その他 ASEAN 主要国における ECF の動向

### 1. タイ

ECF に関する規制は、2015 年 4 月にタイ証券取引委員会（SEC）により発出された告示（Notification）により明確化され、同年 5 月に発効した。具体的には、①電子システムまたはネットワークを通じた証券の募集に関する規制に関する告示<sup>19</sup>、②登録届出書の提出、登録、その他の申請に要する手数料の決定に関する告示<sup>20</sup>、③電子システムまたはネットワークのプロバイダーを通じた株式発行に係る登録届出書の申請免除に関する告示<sup>21</sup>、が含まれる。

ECF プラットフォーム運営企業は、タイ SEC への登録が義務付けられている。登録の主な要件として、①タイ法に基づいて設立された法人であること、②払込登録資本金が 500 万バーツ<sup>22</sup>以上であること、③財務状況が健全であること、④経営陣が資本市場の禁止行為に関与していないこと、が挙げられる。発行体については、①タイ法に基づいて設立された有限責任会社（limited company）であること、②事業内容が明確で、調達資金を事業に活用する意思があること、③私募または公募により資金調達を実施したことがなく、タイ証券取引所（SET）に上場していないこと、といった要件を満たす必要がある。

リテール投資家向けに株式が発行される場合、次の規制が適用される。第一に、各発行体による発行額は 12 か月間で 2,000 万バーツ、累計で 4,000 万バーツが上限である<sup>23</sup>。第二に、発行体毎の各投資家向けの最大発行額は 5 万バーツである。第三に、各投資家は 12 か月間で最大 50 万バーツまで投資が可能である。なお、リテール投資家以外の投資家に株式が発行される場合、こうした規制は適用されない。

ECF に関する規制が 2015 年 5 月に導入されて以降、タイ SEC によると少なくとも 5 社以上により ECF プラットフォームの運営に対する関心が示されたものの<sup>24</sup>、プラット

<sup>19</sup> Notification of the Capital Market Supervisory Board No. TorJor. 7/2558 Re: Regulations on Offer for Sale of Securities through Electronic System or Network, 2 April 2015.

<sup>20</sup> Notification of the Office of the Securities and Exchange Commission No. SorMor. 11/2558 Re: Determination of Fees for Filing of Registration Statement, Registration and Other Applications, 2 April 2015.

<sup>21</sup> Notification of the Securities and Exchange Commission No. KorJor. 3/2558 Re: Exemption from Filing of Registration Statement for Securities Offered through Provider of Electronic System or Network, 9 April 2015.

<sup>22</sup> 2018 年 9 月末時点の為替レートは 1 バーツ=3.52 円。

<sup>23</sup> 当該金額の範囲内であれば、応募超過に対応するための追加的な株式発行が認められる。

<sup>24</sup> “Crowdfunding portals eager after SEC rules rejig,” *Bangkok Post*, 25 May 2017.



フォームの登録や ECF による資金調達について目立った動きは見られない<sup>25</sup>。そうした中、SET は 2018 年 5 月、子会社の Live Fin Corp を通じて、スタートアップ企業向けの資金調達プラットフォームである LiVE の運営を開始した。SET によると、LiVE は国内初となるブロックチェーン技術が活用された ECF プラットフォームであり、相対での取引機会を提供している。

SET は、LiVE の提供を開始するに当たり、タイ SEC の規制とは別に、発行体及び投資家に対する独自の規則を導入した。具体的には、発行体は 2,000 万バーツ超の株式発行を行う場合、500 万バーツ以上の資金調達実績を示すかスポンサーの支援を受ける必要があり、1 億バーツ超の資金調達を行う場合、タイ SEC が認定した会計士により監査された財務諸表を提出することが求められる。また、参加可能な投資家は、①機関投資家、②ベンチャーキャピタル、③コーポレート・ベンチャーキャピタル、④年収が 400 万バーツ以上または総資産が 5,000 万バーツ以上、かつ投資経験が 1 年以上の特定投資家 (specific investor)、に限定される。

SET の 2018 年 5 月 4 日付プレスリリースによると、LiVE の運営開始時点で、モバイルアプリ、消費財、医療機器を製造・販売する企業を含む 8 社が資金調達を行うことを表明した。今後、LiVE がスタートアップ企業にとっての資金調達プラットフォームとして役割を高めていくことが期待されている。

## 2. インドネシア

インドネシアでは、スタートアップ企業や中小企業の資金調達を促進することを目的として LCF に関する規制枠組みが 2016 年 12 月に導入されたが、ECF に関する規制については本稿執筆時点でまだ正式に導入されていない。しかし、金融サービス庁 (OJK) は、スタートアップ企業の資金調達手段の多様化を図るため、現在 ECF に関する規制の導入に向けた準備を進めている。

OJK が 2018 年 7 月に公表した ECF に関する規制案によると、全てのプラットフォーム運営企業は OJK への登録が義務付けられる。登録の要件として、インドネシアの有限責任会社 (limited liability company) または協同組合 (cooperative) で、払込資本が 25 億ルピア<sup>26</sup>以上であることが求められる。発行体については、①未公開有限責任会社であること、②財務構造または事業構造が複雑ではないこと、③資産が 100 億ルピア以下であること、が要件とされる。各発行体は、12 か月間で最大 60 億ルピアまで株式を発行することが認められる。他方で、投資家は年収が 5 億ルピア以下の場合はその 5%、年収が 5 億ルピア超の場合はその 10%まで毎年投資することが可能となる。

インドネシア証券取引所の Inarno Djajadi 社長は、中小企業の資金調達を支援する手段

<sup>25</sup> 筆者が把握している限り、タイでは 2016 年以前から Dreammaker Equity という ECF プラットフォームが提供されている。

<sup>26</sup> 2018 年 9 月末時点の為替レートは 1 ルピア=0.00763 円。

として ECF が有効であると捉えており、規制導入を歓迎する姿勢を示している<sup>27</sup>。現在インドネシアでは ECF による資金調達はほとんど見られないが<sup>28</sup>、ECF に関する規制枠組みが整備されることで、中長期的にスタートアップ企業による資金調達機会の拡大につながることを期待されている。

### 3. フィリピン

フィリピンにおいては、クラウドファンディング全般に関する規制の導入が 2016 年頃から検討されてきた。フィリピン SEC は 2017 年 11 月、クラウドファンディングに関する規制案を盛り込んだコンサルテーション・ペーパーを公表した。同ペーパーによると、フィリピン SEC は ECF と LCF を分類せずに包括的に規制する方針である。

ECF プラットフォームを運営するためには、①証券規制法 (Securities Regulation Code) に基づく証券ブローカー、②投資会社法 (Investment Houses Law) に基づく投資会社、③資金調達ポータル (funding portal)、のいずれかとしてフィリピン SEC への登録が義務付けられる。資金調達ポータルとしての主な登録要件として、5 万ペソ<sup>29</sup>以上の自己資本を持つ法人であることが挙げられ、登録後には健全な経営体制の構築、発行体に関する十分な情報開示、投資家教育の実施等が求められる。発行体毎の発行額は 12 か月間で最大 1,000 万ペソ、全ての発行体による各投資家向けの発行額は最大 5 万ペソである<sup>30</sup>。また、発行体及びプラットフォーム運営企業は、全ての取引をフィリピン SEC に年 1 回報告する必要がある。投資家の参加については、リテール投資家も対象となる。

2018 年 9 月末現在、ECF のプラットフォームは提供されておらず、プラットフォームの運営に関心を示す企業が増えているというような動きも特段見られない。ECF を含むクラウドファンディングに関する包括的な規制枠組みが構築されることは、投資家保護の強化という観点から望ましいと考えられる。しかし、ECF に対する発行体や投資家の需要が高まっていくかどうかについては現時点では未知数と言えよう。

## V ASEAN 域内における ECF の今後の展望

ASEAN 域内における ECF はまだ発展初期段階にあるものの、スタートアップ企業の新たな資金調達手法として成長期待が高まっている。今後、ECF による資金調達を促す動きとして、金融機関と ECF プラットフォーム運営企業の提携が挙げられる。例えば、シンガポール大手のユナイテッド・オーバーシーズ銀行は 2016 年 3 月、グローバルに ECF

<sup>27</sup> “OJK prepares regulation on equity crowdfunding,” *The Jakarta Post*, 9 July 2018.

<sup>28</sup> インドネシアでは ECF に関する規制がまだ導入されていないが、Akseleran という ECF プラットフォームが提供されている。

<sup>29</sup> 2018 年 9 月末時点の為替レートは 1 ペソ=2.10 円。

<sup>30</sup> 当該金額を上回る場合、証券規制法に基づいて、発行体は対象証券をフィリピン SEC に登録することが求められる。

事業を展開するイスラエルの OurCrowd との資本・業務提携を発表した。また、タイ最大手のバンコク銀行も 2018 年 5 月、OurCrowd と業務提携した。両行が OurCrowd と提携した狙いとして、新たな金融商品・サービスに関するノウハウを取り入れることで、顧客企業の幅広い資金調達ニーズに対応できる体制を構築することが挙げられる。もし、こうした動きが広がれば、スタートアップ企業にとって ECF がより身近なものとなり、資金調達の拡大につながる可能性がある。

ASEAN 域内におけるスタートアップ企業の資金調達に関しては、エコシステムが最も発展しているシンガポールが今後も主導的な役割を担うと考えられる。シンガポールには 100 社を上回るベンチャーキャピタルが拠点を置いていることに加えて<sup>31</sup>、エンジェル投資家が数多くいる。ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家は、スタートアップ企業にとっての重要な投資家であるものの、投資先に関する十分な情報を持っていないことが投資を妨げる障害の一つとなっている。そうした中、ECF はスタートアップ企業による情報開示を促し、より幅広い投資家層からの資金調達を支援すると期待される。

MAS は 2017 年 10 月に公表した金融サービス産業変革マップ（Financial Services Industry Transformation Map）において、ビジネス戦略の柱の一つとして、アジアにおける企業金融のハブになる目標を打ち出し、未公開企業向け資金調達プラットフォームを設立する計画である。現時点では詳細は明らかにされていないが、当該プラットフォームが導入されることにより、ECF に参加する発行体及び投資家の増加が後押しされる可能性がある。また、前述の通り SGX が ECF プラットフォーム運営企業を支援していることも、IPO 予備軍の増加につながると期待される。

また、他の ASEAN 諸国でも、規制枠組みの導入・整備やプラットフォーム運営企業の増加により、ECF による資金調達を検討するスタートアップ企業が増えると考えられる。現在、各国では国内投資家が中心となっているが、発行体の多様化により幅広い投資機会が提供されれば、海外投資家の関心が高まり、クロスボーダー投資の拡大につながる可能性がある。今後、ECF がスタートアップ企業の新たな資金調達手法として利用されることに留まらず、資本市場のさらなる発展の一翼を担うことができるか注目されよう。

<sup>31</sup> シンガポールベンチャーキャピタル&プライベートエクイティ協会には約 100 社のベンチャーキャピタルまたはプライベートエクイティが加盟している。