

英国の株式投資型クラウドファンディング ー拡大の背景にある政府・業者の取り組みー

齋藤 芳充、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 英国はここ数年で、株式投資型クラウドファンディング（株式型 CF）の市場規模が拡大し、ベンチャーキャピタルの投資額に匹敵する規模にまで成長した。2014年には適切な投資家保護の確保を図るため、勧誘前の適合性テスト等を求める規制が導入されている。
2. ベンチャー投資に対する税制優遇の存在もあって、非上場株式への投資経験がない個人投資家の間でも株式型 CF の利用が進んでいる。個人が投資判断をする際には企業に対する支援・共感よりも金銭的リターンが重視される傾向にあるとの調査分析もあり、少額からハイリスク資産に投資できる新しいアセットクラスとして捉えられているようである。
3. 株式型 CF 業者を見ると、現状ではクラウドキューブとシーダーズの 2 社が、2016年の調達件数で全体の 8割以上のシェアを占める。彼らは資金調達後の事業支援の提供や、セカンダリー市場の整備等の取り組みを行っており、投資回収に成功する事例も出始めている。
4. 英国金融行為監督機構（FCA）では株式型 CF について、投資家保護を念頭に置きつつ、さらなる市場活性化に向けた施策を検討している。日本においても、政府の成長戦略「未来投資戦略 2017」で求められているベンチャー企業に対するリスクマネー供給強化の観点から、株式型 CF の活用を検討する余地があろう。その際、英国の事例は参考に値するものと思われる。

I 英国の株式投資型クラウドファンディング市場の拡大

クラウドファンディングとは一般に、インターネットを通じて企業や事業計画と投資家とを結び付け、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組みを指す。このうち出資の見返りとして株式を受け取るものを株式投資型クラウドファンディング（Equity Crowdfunding、以下、株式型 CF）という¹。

¹ クラウドファンディングのその他の類型について、詳しくは佐藤淳「クラウドファンディングと既存金融—企業の外部資金調達の「第3の道」—」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号（ウェブサイト版）を参照。

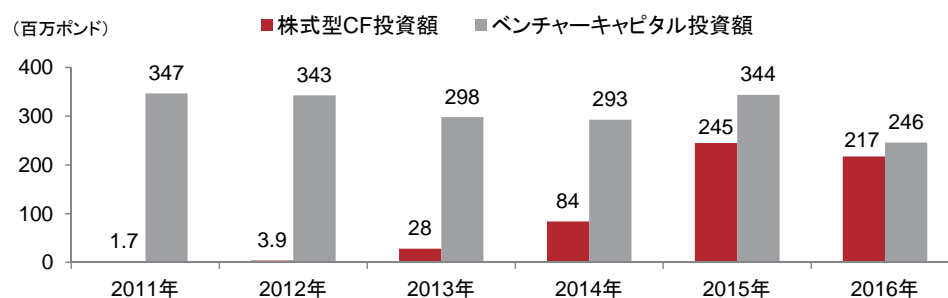
英国では、ここ数年で株式型 CF の市場規模が急拡大し、今やシード／ベンチャー企業への投資額においてベンチャーキャピタル（VC）に匹敵する規模となっている（図表 1）。2015 年には年間投資額が 2 億ポンドを超え、2017 年も上期に約 1 億 2,980 万ポンドを記録しており、通年で投資額でも過去最大となることが期待されている。これは、日本（2017 年上期に約 1,400 万円）や、2016 年 5 月に株式型 CF が解禁された米国（同約 810 万ドル）と比べても非常に大きな額である²。

英国の投資家は株式型 CF について、これまで VC 等の限られた層にしか投資機会が提供されていなかった非上場企業に比較的少額から投資できる点や、税制優遇を受けられる点を魅力に感じているという³。株式型 CF を利用した投資家の約 6 割は、それまで非上場株式に投資した経験がない人だったとのデータもあり、非上場株式市場に対するリスクマネーの供給拡大にも寄与している⁴。

一方、資金調達を行う企業側は、単独で多くの株式を保有する VC よりも、多数の投資家がそれぞれ少数の株式を保有する株式型 CF の方が、大株主からの影響力を感じにくくなる点や、自社の製品・サービスの認知拡大というマーケティング・ツールとしても活用できる点をメリットとして挙げている。投資額が急拡大した 2015 年の平均調達額は約 52 万ポンドと、前年の約 20 万ポンドを大幅に上回った⁵。市場規模の拡大に伴い、VC やエンジェル投資家に個別に接触するよりも、大手の株式型 CF 業者を利用した方が資本により素早くアクセスできると考える者も出始めているようである。

英国では、市場規模が大きく成長しているだけでなく、既に投資回収（エグジット）の成功事例も存在するほか、株式型 CF 業者が流動性向上のためにセカンダリー市場を構築する取り組みもある。こうした点においても、英国は日米と比べても株式型 CF が発展していると言えよう。

図表 1 シード／ベンチャー企業への投資額の推移



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

² 各国の投資額は英国の CF 情報サイト OFF3R (<https://www.off3r.com/>)、日本証券業協会及び米法律事務所 Stradling (<http://www.sycr.com/>) より筆者が算出。

³ Saul Estrin, et al., “Equity Crowdfunding and Early Stage Entrepreneurial Finance: Damaging or Disruptive?” *London School of Economics: CEP Discussion Paper No 1498*, Sep 2017.

⁴ Nesta and University of Cambridge, “The UK Alternative Finance Industry Report 2014,” Nov 2014.

⁵ Nesta and University of Cambridge, “The 2015 UK Alternative Finance Industry Report,” Feb 2016.

II 株式型 CF に関する英国の規制

英国金融行為監督機構（FCA: Financial Conduct Authority）は 2014 年 4 月、株式、債券を対象とする投資型 CF（investment-based crowdfunding）に対してプリンシプル・ベースの規制を導入した。それ以前も FCA の前身である金融サービス機構（FSA: Financial Services Authority）から承認を得て投資型 CF を運営することはできたが、手続きに多くの費用と時間を要した上、年収 10 万ポンドまたは年金資産・本人の居住用不動産を除いた純資産が 25 万ポンド以上の富裕層（high net worth）や、過去に非上場株式に投資経験がある等の「洗練された投資家」として自己申請した者（self-certified sophisticated investor）への投資勧誘に関する適用除外が多用されていた⁶。そうした中、2013 年 10 月に FCA は新しい投資手法を推進しつつ、適切な投資家保護を確保することを目的とした投資型 CF の規制案を提示し、2014 年 3 月に業界等からの意見を反映させた最終版を公表して翌月から適用を開始した⁷（図表 2）。

新規制では、一般投資家に対して純資産の 10% という投資額の上限を設定する一方で、富裕層及び洗練された投資家の投資額には制限を設けなかった点が特徴的である（図表 3）。一般投資家と富裕層等の分類は基本的に投資家からの自己申請に基づくが、株式型 CF 業者には申請内容の妥当性の確認が求められる。そこで、各業者は、投資助言を受けていない者に対して、流動性の低い株式等への投資リスクに関する理解度を確認する適合性テスト（appropriateness test）を実施している。

また、英国の株式型 CF では発行体の調達金額に上限が設定されていない。そのため、

図表 2 2014 年 4 月から適用された投資型 CF に関する主な規制

- | |
|---|
| <p>✓ 規制の対象となる証券の定義
投資型 CF 規制の対象は、価値算定が困難で流動性の低い株式・債券（NRRS: non-readily realisable securities）とする</p> <p>✓ 投資勧誘が可能な投資家の分類
NRRS への投資は多大なリスクが存在するため、以下に分類される投資家に対してのみ投資勧誘を可能とする。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ プロ投資家 ・ プロによる投資助言を受けた者 ・ コーポレートファイナンスや VC 契約の一環で投資を行う者 ・ 洗練された投資家（sophisticated investor）として認められる者 ・ 富裕層（high net worth）として認められる者 ・ その他一般投資家（NRRS への投資額が純資産の 10% を超えない額まで） <p>✓ 勧誘前の適合性テストの義務付け
投資助言を受けていない者に対しては、勧誘前に適合性テストを実施し、投資経験や投資リスクに関する理解を十分に有しているかを確認する。</p> |
|---|

（出所）FCA より野村資本市場研究所作成

⁶ 「洗練された投資家」の条件について、具体的には、過去 2 年間に非上場企業への投資経験がある、過去 2 年間に年間収益 100 万ポンド以上の企業で役員を務めた経験がある等に該当する者としている。FCA, “The FCA’s regulatory approach to crowdfunding (and similar activities),” Oct 2013.

⁷ FCA, “The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media,” March 2014.

図表 3 日米英の株式型 CF の制度比較

	日本	米国	英国
年間調達上限額	1 億円	107 万ドル	なし
年間投資上限額 (制度通算)	なし	年収・純資産に応じて 2,200～10 万 7,000 ドル	純資産の 10% まで (一般投資家のみ)
(銘柄ごと)	50 万円	なし	なし
取得後の譲渡制限	なし	取得日から 1 年間 (相続等例外あり)	なし

(出所) FCA、証券取引委員会 (SEC)、日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

一回で 1,000 万ポンドという巨額の調達が行われたこともある⁸。12 か月間に調達した総額が 500 万ユーロ相当を超える場合には、目論見書の発行が必要となるが、短期間で複数回の調達を繰り返すことは明確に規制されていない⁹。ただし、FCA は投資家保護の観点から望ましくないと考えており、業者もその意向を汲んで実施を避けているようである¹⁰。

III 株式型 CF の投資家像

ケンブリッジ大学と研究組織 Nesta が実施した調査によると、英国の株式型 CF を利用する投資家は、平均年齢 40 歳、平均総投資額は 5,414 ポンドであるという。また、富裕層もしくは洗練された投資家が全体の 38% を占め、その平均投資額が 8,000 ポンド超である一方、一般投資家では 4,000 ポンド未満となっている。ただし、富裕層らが投資家全体に占める割合は低下傾向にあり、一般投資家による同制度の利用が拡大している可能性がある¹¹。

投資家は、地元中小企業の応援目的というよりも、金銭的なリターンを重視する傾向が見られる (図表 4)。また、投資家のほとんどは株式型 CF をハイリスク・ハイリターンなものとして捉え、多大なリターン (3～10 倍) を期待する代わりに、その実現可能性が相対的に低いという点を認識したうえで、3～10 年という中長期的な観点で投資を行っている。預金を株式型 CF の投資資金として充てた人も 44% いたが、投資家インタビューでは低金利の預金口座に余剰資金を入れておくことの機会費用の存在を株式型 CF への投資の動機として挙げた者もいた¹²。

これらの点から、投資家は、株式型 CF をあくまでも全体のポートフォリオを構成する一つのアセットクラスとみなしていることがわかる。インタビューでは、少額からハイリスク資産に投資できる点を支持する声もあった。日本のクラウドファンディングでは、投

⁸ 2016 年にクラウドキューブ (Crowdcube) で行われたブリュードッグ (Brewdog) は、2,699 人から 1,000 万ポンドを調達した。

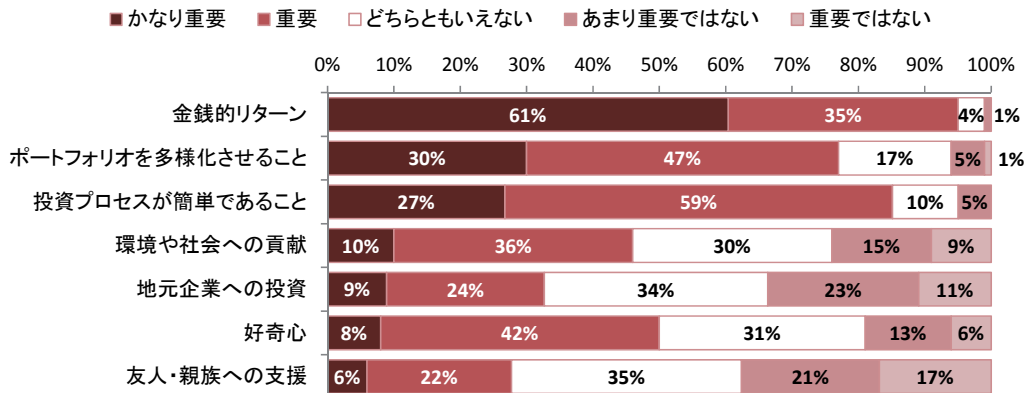
⁹ 目論見書発行は、Financial Services and Markets Act 2000 の Section 85 及び Schedule 11A-9 の定めによる。

¹⁰ 前掲脚注 3 参照。

¹¹ 前掲脚注 4 及び 5 参照。

¹² 前掲脚注 3 参照。

図表4 株式型CFの投資判断で重視すること（一部抜粋）



(出所) Nesta and University of Cambridge, “The UK Alternative Finance Industry Report 2014”より
野村資本市場研究所作成

資目的として支援や共感といったものがメインとされているが、英国では、ハイリスク・ハイリターンの投資商品の一つとして捉えられている様子が感じられる¹³。

IV 非上場株式投資に対する税制優遇制度（EIS/SEIS）

ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスが行った投資家へのインタビュー調査では、税制優遇を受けられることも株式型CFの魅力の一つとされていた¹⁴。株式型CFで用いられる主な税制優遇制度は、非上場企業への投資を対象にした企業投資スキーム（EIS: Enterprise Investment Scheme）及びシード企業投資スキーム（SEIS: Seed Enterprise Investment Scheme）の2つである（図表5）。2014年に株式型CFを通じて資金調達を行った企業の95%近くが、EISまたはSEIS適格であった¹⁵。

いずれも非上場企業の資金調達を支援することを目的として作られた制度であり、個人投資家に、非上場企業への中長期的なリスクマネー供給を促す狙いがある。2つの制度間の違いとしては、SEISの方が適用される企業の規模が小さく、シード段階に近い企業への投資を対象としている分、リスクが高いことを勘案して、受けられる優遇の効果が大きい点が挙げられる。本制度の高い利用率の背景には、株式型CF業者が投資家・発行体の双方に対してメリットがあるとして積極的に制度周知を行い、利用を促したものと考えられる¹⁶。

¹³ 日本証券業協会ウェブサイトでは、株式投資型クラウドファンディングの性格について「値上がり益の追求よりむしろ、投資する会社やその行う事業に対する共感又は支援という意味でご購入していただくべきです。従って、短期間で売却して値上がり益を得るような目的には向きません。」と表現している。

¹⁴ 前掲脚注3参照。

¹⁵ FCA, “A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media,” Feb 2015.

¹⁶ British Business Bank, “Research Report - Equity Crowdfunding in the UK: Evidence from the Equity Tracker,” March 2014.

図表 5 EIS 及び SEIS の概要

	EIS	SEIS	
制度開始年	1993 年	2012 年	
発行体要件	対象企業	英国で設立された非上場企業 (営業開始から 7 年未満)	英国で設立された非上場企業 (営業開始から 2 年未満)
	調達上限額 (年間)	500 万ポンド/年	15 万ポンド/社
	調達上限額 (社)	1,200 万ポンド/社	
	事業内容及び 調達資金用途	非適格事業 ^(注1) を除く R&D を含めた事業活動	
	調達資金の利用期限	調達または営業開始から 2 年以内	調達から 3 年以内
	発行時総資産	1,500 万ポンド未満 ^(注2)	20 万ポンド未満
	従業員数	250 名未満	25 名未満
投資優遇の内容	投資上限額 ^(注3)	100 万ポンド/年	10 万ポンド/年
	所得税額控除 ^(注4)	投資額の 30% (上限 30 万ポンド/年)	投資額の 50% (上限 5 万ポンド/年)
	譲渡益	非課税 (対象株式を 3 年間以上保有している場合)	
	譲渡益の再投資時	譲渡益課税の繰り延べ可能	譲渡益課税の繰り延べ不可 (2012-13 年のみ可)
	配当益	課 税	
	投資損失	既に受けた所得税額控除額を除いた額を所得と通算	

- (注) 1. 鉄鉱業、農園業、リース業、金融・法律業、土地開発業、ホテル業、介護施設業、エネルギー業。
 2. 調達によって 1,600 万ポンドを超えない額。
 3. 繰り戻し制度 (carry back) を利用することで、投資額の一部または全部を一年度前に行ったものとみなし、前年度の未使用投資枠に振り分けることが可能。
 4. 従業員、経営者の親族 (兄弟姉妹を除いた曾祖父～曾孫間) やパートナー、議決権の 30% 以上を有する株主による投資は対象外。

(出所) HMRC より野村資本市場研究所作成

具体的な税制優遇の中身は、所得税額控除、譲渡益税の課税免除・繰延、損失控除の 3 つから構成される。優遇を受けられるのは英国在住の納税者に限られ、さらに所得税額控除や譲渡益税の課税免除を受けるためには対象株式を最低 3 年間保有することが求められている。3 年経つ前に売却してしまった場合、その旨を英国歳入庁 (HMRC: HM Revenue and Customs) に通知するとともに、控除を受けた分の金額を返納しなければならない。

EIS/SEIS の申請手続きは、まず資金調達後 2 年以内に、発行体が EIS または SEIS の利用を希望する投資家名簿等を作成し、HMRC に対し送付することから始まる。HMRC によってこれが承認されると、発行体から投資家に出資証明書が配付される。投資家はこの出資証明書を納税申告書類に添付して HMRC に提出することによって申請が完了する。EIS/SEIS の承認は、資金調達後に発行体が投資家名簿を送付した際に HMRC により判断されるが、EIS/SEIS が利用可能であることを資金調達時にアピールしたい場合は、事前保証制度 (Advanced Assurance) を利用できる。これは、調達前に会社情報や資金調達計画の詳細を HMRC に提出することで、EIS/SEIS 適格かどうかの意見を得られる制度である。非適格意見を受け取った会社は、適格となるための対応策について簡単なフィー

ドバックを得る機会が設けられている。なお、意見はあくまでも提出した資金調達計画等に対するものであって、実際の資金調達の内容に変更があった場合は、異なる判断が下される可能性がある。

また、この税制優遇の利用条件や控除限度額の存在が、株式型 CF に対する投資額を少額に抑える効果をもたらしたとの見方もある¹⁷。

V クラウドファンディング業者と特徴的な事例

英国における主な株式型 CF 業者として、クラウドキューブ (Crowdcube) とシーダーズ (Seedrs) の投資・資金調達のプロセスと特徴的な取り組みを紹介する。2016 年に資金調達に成功した株式型 CF 案件の 86%がこの 2 社を通じて行われており、まさに英国を代表する株式型 CF プラットフォームと言える¹⁸。

1. クラウドキューブ

1) 投資プロセス

クラウドキューブは 2011 年に業務を開始した英国初の株式型 CF 業者であり、2017 年 6 月までに 531 件、総額で約 3 億 1,500 万ポンドの資金調達が行われている。40 万超の登録ユーザー数を有し、英国最大手の株式型 CF 業者とされる。

投資家は、まず株式型 CF 業者へのユーザー登録において氏名やメールアドレスを入力するほかに、4 つの投資家タイプ (①一般投資家: everyday investor、②富裕層: high net worth、③自己申請に基づく洗練された投資家: self-certified sophisticated investor、④投資助言を受けた投資家: advised investor) から選択する。その後、リスク理解度チェックと経歴確認、詳細な個人情報が入力が求められる (図表 6)。リスク理解度チェックで誤った回答が一つでもあった場合は払い込み画面に進むことができない。個人情報の入力では、住所、生年月日、電話番号、性別、納税者番号のほか、マネーロンダリング対策として入力した内容を確認するための 2 種類の書類のアップロードが必要となる¹⁹。なお、投資家は 18 歳以上の英国またはクラウドキューブ上での募集が合法である国の在住者に限られており、米国・日本・カナダは対象外であることが明記されている。

また、出資には 10 ポンドからの投資が可能で、投資家側の取引手数料は無料となっているが、投資資金はカード支払い (クレジット、デビット、プリペイド) に限定されている。申込み額が目標に達すると、募集締め切り後に、7 日間のクーリン

¹⁷ 前掲脚注 16 参照。

¹⁸ Beauhurst, "The Deal -Equity Investment in the UK, Year 2016-," Feb 2017.

¹⁹ 氏名及び住所の証明となるものの 2 つ。氏名の証明にはパスポートや運転免許証等を用い、住所の証明には公共料金の請求書 (過去 3 か月以内) や地方自治体発行の納税通知書等が利用できる。身元確認書類は年 1 回更新する必要がある。

図表 6 クラウドキューブのリスク理解度チェック及び経歴確認の内容

リスク理解度チェック（次のステップに進むには、☑で示したものを選択する必要がある）

1. ほとんどのスタートアップは…
 - 失敗する。
 - 成功し、投資家に大きな利益をもたらす。
2. 投資先のスタートアップが失敗した場合は…
 - 投資したお金は戻ってこない可能性が高い。
 - クラウドキューブが払い戻してくれる。
3. 投資したお金は、希望すればいつでも払い戻すことができる。
 - 正しい。企業は投資家が希望すれば、お金を払い戻す法的義務がある。
 - 正しくない。通常、企業が買収や上場されない限り、保有する株式の売却は難しい。
4. スタートアップは配当を支払う。
 - 正しい。定期的な配当支払いが期待できる。
 - 正しくない。通常、スタートアップは配当を支払わない。
5. 投資先の企業が成功し、保有する株式を売却したいと思った場合は…
 - 通常、企業が買収または上場しない限り、保有する株式の売却は難しい。
 - 企業には株式を買い取る法的義務がある。
6. 投資先の企業が、将来、新株を発行した場合、あなたの株式持分比率は…
 - 上昇する
 - 下落する
7. スタートアップへの投資で、より用いるべき投資手法は…
 - 全資金を一つの企業に投資する。
 - 複数の企業に投資してリスク分散を図る。

経歴確認

1. 直近 2 年間のうちに、スタートアップやアーリー／グロースステージの企業に一度でも投資した経験はありますか。
 - はい
 - いいえ
2. 次のうち、自身の経歴で最も上のクラスに属していた職種はどれですか。
 - 管理職（販売・マーケティング、金融、人事、製造、IT マネージャー、公務員、軍隊）
 - 専門職（金融、法律、エンジニア、教職、公的サービス、医療）
 - アソシエイト（警官、エンジニアアシスタント、IT 技術者、看護師、作業療法士）
 - 事業主

（出所）クラウドキューブウェブサイト（<https://www.crowdcube.com/>）より野村資本市場研究所作成

グ・オフ期間を設けたうえで払込みが実行される。電子株券が発行され、クラウドキューブのマイページ上のポートフォリオ画面に登録されることで投資手続きが完了する。

2) 資金調達プロセス

クラウドキューブでは、目標調達金額 5 万ポンド以上の案件を受け付けており、成功報酬として調達金額の 7% を設定している。調達額に上限はなく、一度の募集で 1,000 万ポンドを調達した前述の事例もクラウドキューブで行われたものである。

クラウドキューブでは資金調達に関し、英国で設立された企業に限定しており、さらに賭博、電子タバコ、映画・演劇制作、不動産開発が除かれている。企業には事業

計画と財務情報の提出が求められる。同書類の作成には、ガイドラインが用意されており、事業計画には製品・サービスの特徴や目指す市場の概要、企業の現状分析のほか、経営者層の経歴等の提示が求められている。財務情報の開示ではテンプレートが用意されており、損益、キャッシュフロー、バランスシートについて、当期の状況と3年後までの予測を記入することとなっている。

提出資料は、クラウドキューブによるデュー・デリジェンス（DD）に用いられる。その内容は、募集前と調達目標達成後で区別されており、調達目標達成後に行われるDDは、より詳細なものとなっている（図表7）。なお、同社は、自身の行うDDについて、あくまで発行体企業から真実かつ正確であることを保証して提供された情報に基づいて行われるものであり、さらに一部の内容（第三者の知的財産権侵害の可能性や企業の財務実績及び予測）はレビューの対象外であるとして、投資家に対して発行体の事業の成功や投資回収を保証するものではないとの注意喚起を行っている。

特徴的な点としては、クラウドキューブで資金調達に成功した企業で構成されるクラブ（Funded Club）のメンバーとなり、クラブメンバー間の情報交換の機会が提供され、クラウドキューブのパートナー企業からビジネスの成長支援サービス（Growth Services）を受けることができる（図表8）。すなわち、同社は単なる資金調達プラットフォームではなく、調達後の事業支援も包括的に提供しており、利用した企業の事業の成功率を高める効果があると考えられる。

図表7 クラウドキューブが行うデュー・デリジェンスの内容

1. 募集実施前
<ul style="list-style-type: none"> ○第三者機関を通じた、経営者の信用情報や破産歴、資格剥奪歴のチェック ○経営者が非免責債権を有する自己破産者でないことのチェック ○募集に関する全ての文章が公平かつ明確で、誤解を招く表現がないか、できる限り確たる証拠に基づいた事実確認 ○募集内で言及されている商取引に関する契約書の取得 ○重要な専門性認定に関する検証 ○SEIS/EISの事前保証を確認し、投資家が税制優遇を利用できるかどうかを明確化 ●調達後の割当株式数計算に利用する株主資本表に潜在株式等が全て反映されていること ●企業が訴訟当事者でなく訴訟の脅威を認識していないこと
2. 募集実施中
<ul style="list-style-type: none"> ○募集中に行われた投資申込みが、案件を盛り上がっているように見せかける目的のおとり行為でないかどうかを監視
3. 調達目標達成後
<ul style="list-style-type: none"> ○調達後の株式保有構造と企業登記局に提出する文書に不一致がないかの確認 ○株式と株主の権利に関する条項のレビュー ○既存の株主契約や投資契約について、株主の権利と会社の義務や募集内容が合致しているかのチェック（必要に応じて、文言の修正や投資家への開示を推奨する） ○ローン契約転や転換社債のレビューを行い、文書化されていないものは文書化を求める ○募集内で言及された商標や特許等の知的財産権について公的情報に基づくレビューを行う（保有が確認されなかったものについては、企業に対して所有権の取得を求める） ●投資家の払い込む株価が、新規に発行する潜在株式等を全て反映した完全希釈化ベースで計算されたものであること

（注） ●は調達を行う企業側がクラウドキューブに対して誓約する事項。

（出所）クラウドキューブウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 8 クラウドキューブのパートナー企業と提供サービスの例

パートナー企業	提供するサービス（成長支援）
Amazon Launchpad (オンライン販売プラットフォーム)	販売・マーケティング支援
The Bakery (アクセラレータ)	企業とのマッチング支援
Crowd10 (アクセラレータ)	CF プロジェクト立ち上げ支援、プロジェクトへの投資
Founders Pledge (経営者による投資コミュニティ)	コミュニティメンバーとのマッチング支援
G by Grant Thornton (起業コンサルティング)	資金調達コンサルティング（金融機関のマッチング支援等）、社内コワーキングスペースの無料開放
GrantTree (会計コンサルティング)	英政府の R&D 助成金や税控除優遇の申請支援
MBJ London (ウェブサイト制作)	ウェブサイト制作料の特別割引
WeWork (シェアオフィス)	オフィス利用料の特別割引

(出所) クラウドキューブウェブサイトより野村資本市場研究所作成

3) 投資回収の成功例

クラウドキューブは、これまでに 5 つの案件で投資回収に成功している（図表 9）。このうち、電気自動車のカーシェアリング事業を行う E-Car Club は、英国の株式型 CF で初の成功事例である。同社はクラウドキューブ上で 2012 年 12 月までに行った募集で 63 名の投資家から株式の持分 20% と引き換えに計 10 万ポンドを調達した後、2015 年 7 月にフランスの大手レンタカー会社である Europcar に買収された。そのため、同社への株式 CF の投資家は投資額の数倍の価格で売却することができた²⁰。

2 つ目の事例はロンドンでビールの醸造・販売を行う Camden Town Brewery（以下、Camden 社）で、クラウドキューブを通じて 2015 年 4 月に投資家 2,172 名から 275 万ポンドを調達した。同年の 12 月には大手飲料メーカーの Anheuser-Busch InBev（以下、AB InBev 社）による買収が発表され、AB InBev 社から株主に対して、株式の買

図表 9 クラウドキューブにおける投資回収成功案件

企業名 (事業内容)	募集年月 (調達金額)	投資回収年月 (リターン)	投資回収方法
E-Car Club (電気自動車のカーシェアリング)	2012 年 12 月 (10 万ポンド)	2015 年 7 月 (数倍)	大手企業による買収
Camden Town Brewery (ビールの醸造・販売)	2015 年 4 月 (275 万ポンド)	2015 年 12 月 (68% ^(注))	大手企業による買収
Wool and the Gang (衣料品 DIY キットの製作・販売)	2012 年 12 月 (101 万ポンド)	2016 年 8 月 (5%)	VC による買収
Celixir : 旧 Cell Therapy (新薬の開発)	2014 年 12 月 (69.1 万ポンド)	2017 年 4 月 (270%)	発行体による買付け
Mettrr Technologies (ウェブサイトの開発・運用)	2012 年 3 月 (10 万ポンド)	2017 年 4 月 (900%)	エンジェル投資家による買付け

(注) リターンは選択したオプションにより異なる。ここでの値は将来の記念配当を受け取らないパターン。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

²⁰ Crowdcube, “E-Car Club creates the first successful crowdfunding exit,” Jul 9, 2015.

い取り条件について選択肢が提示された。そのうちの一つは、予め設定された Camden 社及び AB InBev 社の将来の売上目標が実現された場合、記念配当を受け取れる代わりに、株式の買い取り価額からこの配当を現在価値に換算した額が割引かれるというものであった²¹。この提案には、株主が株式を売却した後も、Camden 社及び AB InBev 社の商品の消費にインセンティブを提示することで、強いファン顧客として関係性を維持していく狙いがあったものと思われる。

買収という形でエグジットが成功した背景には、強制売却条項 (drag along) が付されていたことがある。強制売却条項とは、一般的に、過半数以上の議決権を保有する株主が同意した売却条件を他の株主にも強制的に適用できるというものである。クラウドキューブでは発行体に対し、議決権の過半数を保持しておくことを推奨しており、この条項の効果によって買収手続きがスムーズに進んだと考えられる。同社によれば、この条項は、株式が分散し株主数が増えやすいという CF の性質上、少数株主の反対により投資回収機会が失われることを阻止する目的で、株式型 CF を通じた資金調達を行うほとんどの発行体で採用されている。

2. シーダーズ

1) 投資プロセス

シーダーズは、2012年に運営を開始した株式型 CF 業者で、2017年6月までに375件、約1億7,100万ポンドの資金調達が実施されてきた。2016年中は134件の資金調達が行われ、クラウドキューブの124件を上回り、年間調達件数では業界トップとなった。

シーダーズも投資の際はユーザー登録が必要である。ユーザー登録を行う時点で個人情報が入力が求められる点を除けば、入力・提示が求められる内容や手続きの中身はほぼ同じである。適合性テストの問題も、ベンチャービジネスが失敗しやすいことや株式の換金性が著しく低いこと、持ち分が希薄化する可能性があることについて理解を問うなど似たような内容になっている。投資家において払込み時の手数料は無料だが、利益発生時に当該利益の7.5%が管理手数料として徴収される。

2) 資金調達プロセス

シーダーズでは資金調達を行う業種に特に制限を設けておらず、EUもしくはEEA（欧州経済領域）加盟国に拠点を置く企業であって、イノベティブで成長が期待できるビジネスであれば、利用可能であるとしている。但し、企業の成長段階によって調達目標として設定できる金額が異なる。

製品化前の構想段階 (idea-stage startups) であれば3~5万ポンド、製品化済みで利益獲得が期待される段階 (early-stage businesses) であれば5~25万ポンド、事業のさ

²¹ “Here’s Camden Town Brewery’s letter to shareholders about the AB InBev takeover,” *Financial Times*, Dec 22, 2015.

らなる拡大を目的とした段階（growth-focused businesses）は 25～100 万ポンドの調達が可能である。成功報酬は調達額の 6%と固定手数料 2,000 ポンドで、このほかに決済処理費用として調達額の 0.5%を徴収する。

シーダーズの資金調達においてはノミニー（証券名義人）の利用が必須とされる。ノミニーとは、指名により、他人に代わって株主名簿上の登録株主となるもので、シーダーズでは同社自身がノミニーとして他の投資家の代表者を務める。シーダーズは、ノミニーを用いることによって発行体は EIS/SEIS の手続きを含め、株主管理に係る手間を軽減できると述べている。また、投資家側のメリットとしては、分散してしまっている少数株主の権利をノミニーに集中させることによって、発行体への影響力が増し、投資家に不利益な企業行動を防ぐ効果があるという²²。なお、クラウドキューブでもノミニーの利用は発行体のオプションとして選択できるが、投資家が株式を直接保有する方がより強固な関係性を構築できるとして、積極的に推奨していない。

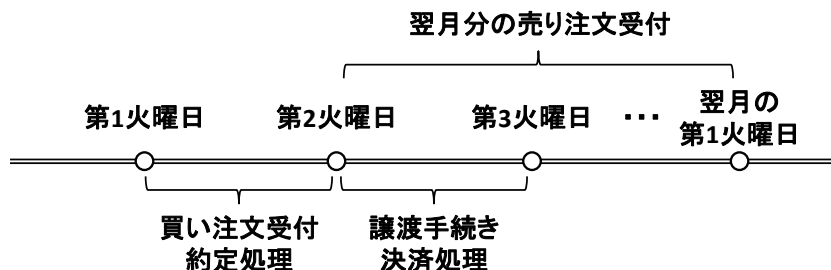
シーダーズにもクラウドキューブの Funded Club と同様に、調達後の事業支援の仕組みがあり、調達に成功した企業で構成されるクラブ（Seedrs Alumni Club）のメンバーとして様々なサービスを受けることが可能である。

3) セカンダリー市場整備の試み

シーダーズでは、2017年5月から、自社の株式型 CF サイトを通じて募集を行った銘柄について売買できるセカンダリー市場を試験的に開設している。後述するように、取引には一定の制限が課されているものの、12月末時点で 262 銘柄、約 91 万ポンド分の売買が行われた。

シーダーズのセカンダリー市場は、買い注文と売り注文の受付時期が分けられている（図表 10）。買い注文の受付は各月第 1 火曜日から第 2 火曜日の間のみで、これが市場のオープン期間となる。このオープン期間に注文のマッチングが行われ、売買が成立した場合、譲渡契約の手続きが行われる。同社はノミニーを利用しているため、発行体側から見た株主名簿はシーダーズのままで変更は生じない。なお、買い注文を

図表 10 シーダーズのセカンダリー市場の取引プロセス



（出所）シーダーズウェブサイト（<https://www.seedrs.com/>）より野村資本市場研究所作成

²² Seedrs, “It isn’t nominal – Why a Nominee Structure is Vital in Equity Crowdfunding,” Feb 4, 2013.

出せるのは投資家が既に保有している銘柄に限られている。これは、売り手と買い手の間での情報格差を解消する目的から設けられた制限である。

売買成立から 1 週間後、売り手の口座に資金が移され、買い手のマイページ上のポートフォリオ画面に保有情報が反映されたことをもって決済が完了する。なお、セカンダリー市場で購入した株式は EIS/SEIS の対象にはならない。

売り注文の受付は、市場がオープンしていない期間中にのみ行われる。一度の受付期間中に出来る売り注文は 3 つまでで、それぞれの上限額は 1,000 ポンドに制限されている。売却価格はシーダーズが IPEV (International Private Equity and Venture Capital Valuation) ガイドラインという未上場株式の価値測定に関する指針に従って算出した値で固定されている²³。株式の売却によって利益が生じた場合は、手数料として 7.5% が徴収されるが、利益が生じなかった場合は無料となる。買い手に手数料は課されない。

現在この市場は、シーダーズで資金調達が行われたもののみを取引対象とし、既存の株主以外は取引に参加できないように機能を制限しているが、将来的にはこうした制限を緩和し、より開かれた市場の構築を目指している。

VI 今後の展開と日本への示唆

1. 英国における問題意識と今後の展開

2016 年 7 月、FCA は 2014 年の規制導入後の株式型 CF のレビューを目的に、パブリックコメントの募集を行った。その後のフィードバックでは、利益相反や DD 等に関する問題意識が提示され、投資家保護に一層注力しようとする様子が見え始める (図表 11)。今後、必要に応じて株式型 CF に関する新規則案が公表される予定である。

また、株式型 CF をイノベティブファイナンス ISA (IFISA) の対象とすることで、さらなる利用活性化を図ることも検討されている²⁴。IFISA は、2016 年 4 月から導入された制度であり、いわゆる貸付型クラウドファンディング (P2P レンディングとも呼ばれる) への投資から生じた利子や譲渡益が非課税となる制度である。仮に今後、株式型 CF でも IFISA が利用可能となれば、EIS や SEIS の対象とならない設立年数の長い企業や既にある程度成長した企業への投資でも譲渡益の非課税という税制優遇を享受できるようになる。これによって、ベンチャー企業以外にも株式型 CF を通じた資金が集まりやすくなると考えられ、市場の裾野がさらに拡大する可能性がある。

なお、株式型 CF で資金調達を行うも破綻・倒産する企業も存在する (図表 12)。しかし、株式型 CF で調達を行った企業の方がその年に設立された企業全体と比べて、倒産せ

²³ IPEV ガイドラインは、IFRS や米国会計基準とも整合的な VC 投資の国際的なガイドライン。詳しくは、経済産業省「調査報告書 (国内 VC ファンドの時価評価に係る実務指針)」(2017 年 3 月) 参照。

²⁴ ISA (Individual Saving Account、個人貯蓄口座) について詳しくは、神山哲也、荻谷亜紀「英国におけるライフタイム ISA と年金税制改革の議論」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号 (ウェブサイト版) を参照。

図表 11 2016年にFCAが提示した株式型CFに関する問題意識

- ✓ **利益相反の適切な管理**
 - ・ 株式型 CF 業者は調達額に応じて報酬を得るため、発行体の株価を過度に高く見積ることによって投資家に損害をもたらす可能性や、なるべく多くの発行体を調達させようとして DD を怠る可能性がある。
 - ・ 一部の業者の経営層は、自社で扱う発行体に対して、一般募集より前に、あるいは別のルートから投資することが許されている。
 - ・ 業者の利益（発行体の資金調達成功）と投資家の利益（発行体の将来的な成長）が一致していない。
- ✓ **適切な DD の水準**
 - ・ 現行の規制では業者が発行体に対して行うべき DD の水準がなく、各社が異なるアプローチをとっている。
 - ・ 一部の業者は、自社が行う DD のプロセスについて、公表していない。
- ✓ **顧客属性の評価について**
 - ・ 投資家を分類するためのリスク理解度や年収等の確認・評価プロセスが不十分である。
 - ・ 各社の顧客評価プロセスについて、FCA の監視を強化すべきである。
- ✓ **調達後の案件に関する情報公開**
 - ・ 業者は、調達に成功した案件のその後の状況を取りまとめて公表すべきである。
- ✓ **イノベティブファイナンス ISA**
 - ・ IFISA の対象に、株式型 CF で販売される証券を含めるべきか（知識・経験が不十分な投資家が参入してくる可能性をどう考えるか）。

（出所）FSA より野村資本市場研究所作成

図表 12 調達成功案件の会社生存率（2017年6月時点）

調達年または設立年 ^(注1)	株式型 CF 利用企業の生存率 ^(注2)	英国企業全体の生存率
2011年	60%	44%
2012年	68%	50%
2013年	71%	68%
2014年	89%	76%
2015年	96%	90%
2016年	99%	—

（注） 1. 株式型 CF の生存率では調達年、英国企業全体の生存率では設立年を使用。
2. 調査対象はクラウドキューブ、シーダーズ、シンジケートルーム（Syndicate Room）。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

ずに存続している割合（生存率）が高かった。また、まだ件数は少ないものの投資回収に成功する事例も出始めている。今後、さらに新規投資、回収の実績が積み上がれば、英国のリスクマネーの新たな供給手段として定着することが期待できよう。

2. 日本の現状と示唆

日本では、2017年6月に内閣府により発表された政府の成長戦略「未来投資戦略 2017」の施策として「イノベーション・ベンチャーを生み出す好循環システム」が盛り込まれ、ベンチャー企業に対するリスクマネー供給体制が重視されている。そのためにエンジェル投資家の増加が必要との指摘がされており、これを後押しするためのエンジェル税制も存

在するが、利用実績は依然低い水準に留まっている²⁵。英国の EIS や SEIS を参考にエンジェル税制の内容拡充や株式型 CF での利用が促進されれば、より多様な個人投資家がベンチャー投資に参加することが期待できるのではないだろうか。

また英国の株式型 CF 大手において付随サービスとなっているビジネス支援や、投資回収を円滑化するセカンダリー市場整備も参考となろう。日本でも、株式型 CF と同時期に導入された株主コミュニティ制度を利用することによって、投資家に流通機会の提供を目指す事例や、資金調達後のビジネス支援に関して他業種と業務提携する事例もみられる²⁶。この動きがさらに発展すれば、株式型 CF が、資金調達をきっかけに総合的な起業支援を提供するプラットフォームとなる可能性があり、ベンチャーの起業と成長を促す存在として日本経済の活性化に寄与するものと考えられる。日本でも株式型 CF は新しいリスクマネーの供給手段となることが期待されるが、その実現に際して先行する英国の取り組みから学ぶことができる部分は多く、引き続き注目に値しよう。

²⁵ 詳しくは、経済産業省「平成 26 年度 起業・ベンチャー支援に関する調査」（2017 年 3 月）を参照。

²⁶ 株主コミュニティとは、非上場株式の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として、流通性を限定した形で設計される投資グループ。証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに自己申告により参加する投資家に対してのみ投資勧誘を認めている。業務提携の事例は日本クラウドキャピタル社プレスリリース（2017 年 11 月 17 日、同 12 月 5 日付）参照。