

## コロナ禍で注目を集める 米国の株式投資型クラウドファンディング

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は2020年5月、株式投資クラウドファンディングに係る規則の一部を暫定的に緩和することを公表した。これは米国経済へのコロナ禍の影響を受けて、資金繰りが悪化した小規模企業等が、株式投資クラウドファンディングを迅速に実施できるよう定めた措置である。
2. 米国の株式投資型クラウドファンディングの大半は、ウィーファンダー、スタートエンジン、リパブリック（エンジェルリストの関係会社）、シードインベスト（サークルの関係会社）において実現しており、これらファンディング・ポータルにおいて資金調達に成功したスタートアップ企業は、その後、レギュレーション A やレギュレーション D による追加募集をしたり、ベンチャー・キャピタル・ファンドから出資を受けたり、IPO を実施して証券取引所に上場したりしている。
3. また、米国のファンディング・ポータルは、資金調達の支援だけではなく、ブローカー・ディーラーや代替取引システム（ATS）として SEC に登録し、非上場株の流通市場を形成することで、更なるスタートアップ企業及び投資家の誘致を図っている。
4. 実は、SEC は2020年3月、非上場の資本市場へのアクセスに係る規則改正案を公表し、株式投資型クラウドファンディングの発行体の調達上限額を年間107万ドルから500万ドルに引き上げること等を提案している。ジェイ・クレイトン SEC 委員長は、2017年の就任当初より、個人投資家に対する非上場株式市場の投資機会の拡大を主張しており、同規則改正案は、長期的な視点に立って、非上場株式市場の形成を促す施策として位置づけられる。
5. ポストコロナの米国の資金調達及び投資機会の創出は、非上場株式市場を中心に発展する可能性がある。日本においても、株式投資型クラウドファンディングの枠組みを見直し、イノベーションを生み出す可能性がある小規模企業へのリスクマネーの供給を促進する必要があるのではないだろうか。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 神山哲也「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013年春号を参照。
- ・ 齋藤芳充、吉川浩史「米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

## I 米国のスタートアップ企業を含む小規模企業の支援策

### 1. 矢継ぎ早に打ち出された米国経済の救済策

ドナルド・トランプ米大統領は 2020 年 3 月、コロナウイルス支援・救済・経済保障法案<sup>1</sup>に署名した。同法は、約 2 兆 2,000 億ドル規模の経済対策を盛り込み、旅客貨物航空会社等への直接融資、失業保険の拡充、個人に対する所得制限付き現金給付、従業員の給与支払いを主眼とした中小企業向け融資プログラム等を通じて、米国経済の早期復興を目指すものである。

事実、米国経済へのコロナ禍の影響は甚大なものとなっている。2020 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は、前期比年率マイナス 4.8%となった。これは、マイナス 8.4%となった 2008 年第 4 四半期以来、約 11 年ぶりの減少幅である。2020 年 4 月の米国失業率は 14.7%と第二次世界大戦後の最高水準に達し、同月の非農業部門雇用者数は前月比で約 2,050 万人減と過去最大の減少幅となった。

そこで、トランプ米大統領は 2020 年 4 月、約 4,840 億ドルの追加的な経済対策である給与保護・ヘルスケア改善法案<sup>2</sup>に署名し、中小企業向け融資プログラムの更なる拡充を図る等、矢継ぎ早に経済対策を打ち出した。それでも、米国経済の完全な再開には時間を要し、資金繰りが悪化した結果、衣料品チェーンの J クルー、百貨店のニーマン・マーカス・グループや JC ペニーは連邦破産法 11 条の適用を申請した。また、米国経済が再開したとしても、ソーシャル・ディスタンスを継続する必要があるため、小売店や飲食店等は、従来のような対面サービスの提供を継続することは困難であり、オンライン・サービスの開始または拡充をするための資金を必要とした。

### 2. 活況を呈する株式投資型クラウドファンディング

そのような状況下、米国のスタートアップ企業等の小規模企業は、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達を積極化した。クラウドファンディングとは、企業と投資家をウェブサイト上で結び付け、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組みであり、寄附型、購入型、投資型等に分類される。株式投資型クラウドファンディングは、投資型の中でも、出資の見返りとして株式を受け取るものであり、全ての米国民がエンジェル投資家として非上場企業に投資できる仕組みである<sup>3</sup>。

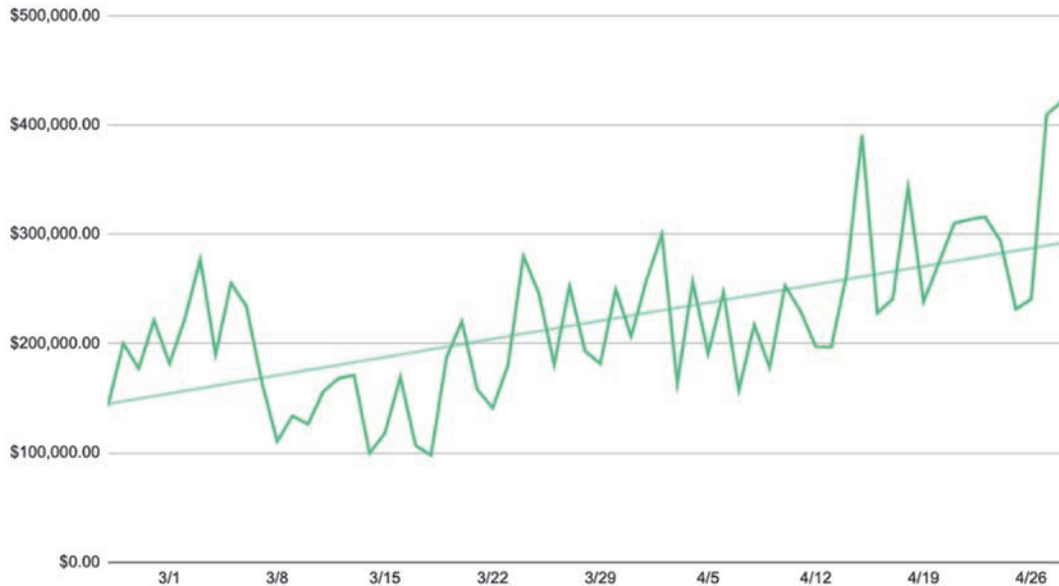
米国の有力なファンディング・ポータル（詳細は後述）であるスタートエンジン（StartEngine）によると、同社のプラットフォームを活用した株式投資型クラウドファンディングによる 1 日当たりの資金調達額は、2020 年 3 月から 4 月にかけて増加傾向を辿っ

<sup>1</sup> H.R.748 - Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act.

<sup>2</sup> H.R.266 - Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act.

<sup>3</sup> 詳細は、神山哲也「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号を参照。

図表 1 スタートエンジンにおける株式投資型クラウドファンディングの一日当たりの調達額



(注) データ期間は2020年2月26日から2020年4月28日  
 (出所) スタートエンジンのウェブサイトより野村資本市場研究所抜粋

ている（図表 1）<sup>4</sup>。コロナ禍の影響が急速に顕在化する中、米国の株式投資型クラウドファンディング市場は、スタートアップ企業を含む小規模企業の資金繰りを支えた様子が見えてくる。

米国全体では、2020年第1四半期に、新たに223社が株式投資型クラウドファンディングの募集を開始し、2016年5月の解禁（詳細は後述）後の調達件数は合計で2,322件となった<sup>5</sup>。株式投資型クラウドファンディングの調達額は、2020年第1四半期で約3,330万ドルとなり、2016年5月の解禁以来の合計は約3億1,500万ドルに達した。2020年第1四半期の調達額を業種別にみると、テクノロジー・セクターが約700万ドル、飲食セクターが約520万ドル、メディア及びエンターテインメント・セクターが約260万ドルであった。

### 3. コロナ禍を受けた暫定的な規則の緩和措置

米国証券取引委員会（SEC）は2020年5月、レギュレーション・クラウドファンディング（レギュレーション CF）の一部を暫定的に緩和することを公表した<sup>6</sup>。ジェイ・クレイトン SEC 委員長は、今般の措置について、「多くの歴史ある小規模企業が、タイムリーかつコスト効率の高い形で、資金を調達することができていない状態にある」と述べ、資金調達の手続きの迅速化を決定した。当該措置は、発効日（2020年5月4日）から2020

<sup>4</sup> StartEngine, “Helping Entrepreneurs & Small Business Owners Thrive: Record Investments on StartEngine Amid COVID-19 Pandemic,” April 30, 2020.

<sup>5</sup> StartEngine, “Equity crowdfunding Q1 2020 Review,” April 18, 2020.

<sup>6</sup> SEC, “Temporary Amendments to Regulation Crowdfunding,” May 4, 2020.

年 8 月 31 日までの間で、新たに開始された株式投資型クラウドファンディングの募集に適用される。

SEC は、主な措置として開示要件を緩和した。現行規制では、株式投資型クラウドファンディングを行う発行体が、年間 10 万 7,000 ドル以上 25 万ドル未満の募集を行う場合、独立公認会計士による査定を受けた財務書類の開示が求められているが、これを準備するには数週間かかる。そこで、スタートアップ企業等の小規模企業の資金調達の迅速化を図るべく、独立公認会計士による査定の開示を免除し、確定申告関連の書類等で代替することを認めた。また、SEC は、募集期間を短縮化した。現行規制では、株式投資型クラウドファンディングを行う発行体は、最低でも 21 日間の募集を実施した後に、調達した資金を取得することが求められている。それに対して、SEC は今般の措置において 21 日間という要件を削除し、目標募集額に達した場合、発行体は即座に調達資金を取得できるとした。

SEC による上記の対応は、2020 年 3 月に開催された小規模企業資本形成諮問委員会 (Small Business Capital Formation Advisory Committee) の提言を受けたものである。同諮問委員会は、ロックダウンによって、米国の小規模企業の約 40% が 2020 年 10 月までに経営破綻する可能性が高いという調査結果に基づき、資金調達の支援策を打ち出す必要があると考えた<sup>7</sup>。米国において、非上場株式の発行による資金調達は、レギュレーション D のルール 506(b) に準拠するものが活発であるが、主に自衛力認定投資家 (機関投資家、富裕層<sup>8</sup>、ベンチャー・キャピタル等の特定の投資家) を対象としている。そこで、同諮問委員会は、小規模企業が幅広い投資家の資本にアクセスするには、株式投資型クラウドファンディングが最適な資金調達手法であると結論付け、SEC に暫定的な規則の緩和を要請した。

## II 米国の株式投資型クラウドファンディング業界を巡る動向

### 1. 株式投資型クラウドファンディングの制度とプレイヤー

#### 1) レギュレーション CF の概要

米国の株式投資型クラウドファンディングの歴史は実質 4 年程度であり、黎明期にあると言える。SEC は、2015 年 10 月にレギュレーション CF を承認し、2016 年 5 月から発効した。レギュレーション CF は、2012 年 4 月に成立した新規産業活性化法 (JOBS 法) において新設された 1933 年証券法規則 4(a)(6) に基づくものである<sup>9</sup>。

レギュレーション CF は、発行体の調達上限額を過去 12 か月間で 107 万ドルとして

<sup>7</sup> MetLife & U.S. Chamber of Commerce, “Special Report on Coronavirus and Small Business,” April 3, 2020.

<sup>8</sup> 純資産 (含む配偶者の純資産) が 100 万ドル以上 (主たる居住地の価値は除く)、または当年度の所得の推定額と過去 2 年間の所得実績が 20 万ドル以上 (または配偶者との合計所得が 30 万ドル以上) の個人を指す。

<sup>9</sup> JOBS 法の詳細は、淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号、岡田功太、下山貴史「米国の IPO 活性化及びスタートアップ企業への投資促進に係る政策-JOBS 法 3.0 を中心に」『野村資本市場クォーターリー』2019 年夏号を参照。

図表 2 米国の株式投資型クラウドファンディングにおける投資家の買付上限額

所得 (過去 12 か月間)	総資産 (過去 12 か月間)	計算手法	買付上限額
3 万ドル	10 万 5,000 ドル	2,200 または 3 万ドルの 5% の大きい方の額	2,200 ドル
15 万ドル	8 万ドル	2,200 または 8 万ドルの 5% の大きい方の額	4,000 ドル
15 万ドル	10 万 7,000 ドル	10 万 7,000 ドルの 10%	1 万 700 ドル
20 万ドル	90 万ドル	20 万ドルの 10%	2 万ドル
120 万ドル	200 万ドル	120 万ドルの 10%である が、10 万 7,000 ドルが上限	10 万 7,000 ドル

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

いる。投資家の買付上限額については、10 万 7,000 ドルを上限としながらも、投資家の年間所得や純資産に応じて段階的に規定されており、富裕層に対しては、より多額の投資をすることを許容している。具体的には、①過去 12 か月間の所得または総資産のいずれかが、10 万 7,000 ドル未満だった場合、所得または総資産のいずれか小さい額の 5%と 2,200 ドルを比べて大きい方の額、②過去 12 か月間の所得及び総資産の両者が、10 万 7,000 ドル以上だった場合、所得または総資産のいずれか小さい額の 10%であるが、その上限は 10 万 7,000 ドルとされている（図表 2）。

SEC の調査によると、2016 年 5 月から 2019 年 12 月までに株式投資型クラウドファンディングを実施した発行体は、創業年数が平均 2.9 年、従業員数が平均 5.3 人、総資産が平均約 45 万ドル、総収入は平均約 33 万ドルであり、つまり、創業間もないスタートアップ企業等の小規模企業が、株式投資型クラウドファンディングで資金調達を行っている<sup>10</sup>。

## 2) ファンディング・ポータル概要

レギュレーション CF は、米国の株式投資型クラウドファンディングについて、①発行体は、オンライン・プラットフォームにおいて資金調達を実施すること、②同オンライン・プラットフォームは、SEC が監督するブローカー・ディーラーまたはファンディング・ポータルによって運営されているものであること、③ファンディング・ポータルは、SEC にフォーム・ファンディング・ポータルを届出することで登録し、金融取引業規制機構（FINRA）の会員であること等を規定した。

米国には、以前より、自衛力認定投資家向けに資金調達を支援するオンライン・プラットフォームが存在したが、レギュレーション CF が最終化されたことで、一般投資家もブローカー・ディーラーまたはファンディング・ポータルが運営するプラットフォームを通じて、株式投資型クラウドファンディングに参加できることが明確化された。現在、米国には約 45 社のファンディング・ポータルが存在するが、スタート

<sup>10</sup> 前掲脚注 6 を参照。

エンジン、ウィーファンダー（WeFunder）、リパブリック（Republic）、シードインベスト（SeedInvest）が著名であり、米国の株式投資型クラウドファンディングの90%（調達額及び件数ベース）以上が、これら4社によって実現している。

なお、SECの調査によると、2016年5月から2018年12月までに実施された株式投資型クラウドファンディングは、募集期間が平均4か月間、発行体が募集に費やした時間は平均約240時間、募集にかかった発行体のコスト（主にファンディング・ポータルが得る収益）は調達額の平均5.3%であった<sup>11</sup>。

## 2. IPOや追加募集にもつながる株式投資型クラウドファンディング

### 1) 多数の投資家及びスタートアップ企業を支援するウィーファンダー

株式投資型クラウドファンディングの発行体の調達上限額は、年間107万ドルと小規模であるが、レギュレーションAによる募集や、ベンチャー・キャピタル・ファンドによる出資等に発展するケースもある。ドラマ制作等のエンターテインメント関連事業を営むリージョンM（Legion M）は2016年5月、ファンディング・ポータルであるウィーファンダーにおいて、米国初の株式投資型クラウドファンディングを実施した後に、レギュレーションAによる資金調達を成功させた。その結果、リージョンMは、2019年7月までに、1万6,000人以上の投資家から総額約700万ドルの資金を調達した<sup>12</sup>。

つまり、ウィーファンダーは、株式投資型クラウドファンディングだけではなく、レギュレーションAやレギュレーションDのルール506(b)等の資金調達がオンライン上で実現させるプラットフォームである<sup>13</sup>。ウィーファンダーには、リージョンMを含む約385社のスタートアップ企業が、合計約1億3,600万ドルを約62万人の投資家から資金調達をすることを支援した実績がある。そして、それらスタートアップ企業の一部は、その後、ベンチャー・キャピタル・ファンドから総額20億ドル以上の出資を受けることに成功している。

なお、レギュレーションAとは、SEC登録及び転売制限なしで、ティア1の場合は年間2,000万ドル、ティア2の場合は年間5,000万ドルまで資金を調達できる制度である（図表3）。フォーム1-Aには、発行体の事業内容、投資リスクの説明、資金使途、財務諸表等が求められ、特にティア2については監査済み財務諸表の継続開示義務が生じる。つまり、レギュレーションCFとレギュレーションA（特にティア1）は、投資家に係る制限がない点が共通しており、自衛力認定投資家を主な募集対象とするレギュレーションDのルール506(b)とは異なる。

<sup>11</sup> SEC, “Report to the Commission Regulation Crowdfunding,” June 18, 2019.

<sup>12</sup> Crowdfund Insider, “Legion M Returns for 5th Crowdfunding Round Using Reg A+,” June 17, 2019.

<sup>13</sup> 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

図表3 発行時における主なSEC登録免除規定の比較

	レギュレーション CF	レギュレーション A		レギュレーション D
		ティア 1	ティア 2	ルール 506(b)
発行上限額 (12か月間)	107万ドル	2,000万ドル	5,000万ドル	なし
投資家	なし	なし	なし(注1)	主に自衛力認定 投資家(注2)
転売制限	あり(取得から 12か月間) (注3)	なし	なし	あり
SECへの届出書類	フォーム C	フォーム 1-A	フォーム 1-A	フォーム D

(注) 1. 自衛力認定投資家ではない場合、投資上限額は年収または純資産の10%のうちどちらか大きい額。  
 2. 洗練された投資家も35人まで参加可能。  
 3. 取引相手が自衛力認定投資家である場合には、取得から経過した期間にかかわらず譲渡可能。  
 (出所) SECより野村資本市場研究所作成

## 2) オンライン・コミュニティを形成するエンジェルリスト及びリパブリック

株式投資型クラウドファンディングを実施した発行体が、IPOを行って上場を果たしたケースもある。米国のバイオテクノロジー企業である CNS ファーマシューティカルズ (CNS Pharmaceuticals) は 2018 年 3 月、脳腫瘍の治療薬であるベルビシン (Berubicin) の開発資金の一部を調達すべく、ファンディング・ポータルであるリパブリックにおいて、株式投資型クラウドファンディングを実施し、666 名の投資家から約 63 万ドルを調達した。その後、CNS ファーマシューティカルズは、2019 年 11 月に IPO を行ってナスダックに上場を果たした。すなわち、このケースにおいて株式投資型クラウドファンディングは、将来有望なバイオテクノロジー企業等の初期の資金調達を支援し、その後の IPO の実現を後押ししたと言える。

実は、CNS ファーマシューティカルズの資金調達を実施したリパブリックは、2016 年 7 月にエンジェルリスト (AngelList) から分離することで創業したファンディング・ポータルである。エンジェルリストは、スタートアップ企業による人材募集のウェブサイト運営や、エンジェル投資家等を募ってスタートアップ企業に投資するエンジェルリスト・アクセス・ファンドを運営している。同ファンドの規模は 10 億ドル超であり、スタートアップ企業約 3,900 社に投資している。両社は提携関係にあり、これらオンライン・コミュニティが、スタートアップ企業等の小規模企業の資金調達の場となり、IPO に至るまでの成長を支えている。

## 3. 非上場株式の流通市場の形成を目指すファンディング・ポータル

近年、米国ファンディング・ポータルは、非上場株式の流通市場の整備にも注力している。スタートエンジンは、米国最大級のファンディング・ポータルであり、非上場投資の市場になることを目指している。同社は 2019 年 7 月に、ブローカー・ディーラーとして

SEC に登録し、ファンディング・ポータルとしてレギュレーション CF に基づいて募集された非上場株式だけではなく、レギュレーション A やレギュレーション D のルール 506(b) 等によって募集された非上場株についても、流通市場を形成することで、更なる発行体及び投資家の誘致を図ることを目指している。

シードインベストは 2019 年 7 月、代替取引システム (ATS) として FINRA に登録した。ATS とは、既存の証券取引所と同等の機能を果たすシステムのうち、利用者への規制・監督機能を持たないものを指す<sup>14</sup>。同社は、非上場市場の民主化の実現を社是としており、ATS を運営することで、非上場株式の流通市場を形成し、スタートアップ企業投資の流動性創出を目指している。

なお、シードインベストは 2019 年 5 月に、サークル (Circle) によって買収されたことでも知られている。サークルは、ゴールドマン・サックスから資金調達に成功したスタートアップ企業であり、暗号資産交換事業を運営している<sup>15</sup>。今後、サークルは、レギュレーション A やレギュレーション D のルール 506(b) 等の枠組みに準拠してセキュリティ・トークン・オファリング (STO) の実施を積極化し、シードインベストの ATS を活用することで、トークンの流通市場を整備することも目指している。

### III 株式投資型クラウドファンディングの更なる活性化に向けた議論

#### 1. SEC による株式投資型クラウドファンディングの規則の大幅な緩和案

SEC は 2020 年 3 月、非上場の資本市場へのアクセス改善に係る規則改正案を公表し、パブリックコメントの募集 (締切は 2020 年 6 月 1 日) を開始した<sup>16</sup>。同規則改正案は、長期的な視点に立って、非上場株式市場の形成を促す施策であり、株式投資型クラウドファンディングについて、①発行体の調達上限額を 107 万ドルから 500 万ドルに引き上げること、②投資家の買付上限額を、投資家 1 人当たりの所得または純資産のいずれか小さい額ではなく、いずれか大きい額に変更すること、③投資家が自衛力認定投資家であった場合、所得または純資産に係る買付上限の制約を受けないことを示した。

また、同規則改正案は、テスト・ザ・ウォーター (test the waters) を、株式投資型クラウドファンディングにも活用することを示した<sup>17</sup>。テスト・ザ・ウォーターは、IPO 等の募集前に活用されている慣行であり、自衛力認定投資家等に、証券の募集に関心があるか

<sup>14</sup> 詳細は、大崎貞和「米国における ATS (代替的取引システム) 規制の導入」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号を参照。

<sup>15</sup> 詳細は、岡田功太、木下生悟「米国のビットコイン先物及び ETF 市場の整備を巡る課題と展望」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号 (ウェブサイト版)、同「仮想通貨に対する米規制当局のスタンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号 (ウェブサイト版) を参照。

<sup>16</sup> SEC, "Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets," March 31, 2020.

<sup>17</sup> 詳細は、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号 (ウェブサイト版) を参照。



否かについて判断するため、口頭または文書コミュニケーションを行うものである。レギュレーション CF は、発行体がフォーム C を SEC に届出する前に募集を開始することを禁止していたが、同規則改正案はレギュレーション CF を改正し、株式投資型クラウドファンディングを実施する発行体が、募集前に投資家の関心を探る作業（テスト・ザ・ウォーター）を認めて、目標調達額を設定し易くすることを提案した。

更に、同規則改正案は、株式投資型クラウドファンディングにおいて、特定目的ビークル（SPV）の活用を容認することを示した。1933年証券法規則 4A(f)(3)は、1940年投資会社法に定義される投資会社が、株式投資型クラウドファンディングを実施する発行体として、レギュレーション CF に基づく募集を行うことを禁じている。これは、株式投資型クラウドファンディングが、スタートアップ企業等の小規模企業による資金調達を促すものであり、ミューチュアルファンドによる投資家からの資金の受託を促すものではないと位置づけられていたためである。

しかし、ウィーファンダー等のファンディング・ポータルによると、非上場企業にとって、株主数が増大した場合に、経営戦略やガバナンス変更、資金調達等に関する投資家の合意を得ることが難しくなり、株式投資型クラウドファンディングによる効率的な資金調達活動が阻害されている。そこで、同規則改正案は、クラウドファンディング発行者とクラウドファンディング・ビークルが共同でフォーム C を届出することを認める提案をした。クラウドファンディング発行者とは、レギュレーション CF に基づいて資金調達をする小規模企業等であり、クラウドファンディング・ビークルとは、クラウドファンディング発行者に代わって発行体となる SPV 等を指す。これにより、発行体は、効率的にキャップテーブル（株式の保有者リスト）を管理しながら、株式投資型クラウドファンディングを実施できる。

今後、同規則改正案が最終化された場合、米国の株式投資型クラウドファンディング市場は拡大し、スタートアップ企業等による資金調達は、より一層活況を呈する可能性がある。

## 2. 日本の株式投資型クラウドファンディングの課題

日本の株式投資型クラウドファンディングは 2015 年 5 月、新規成長企業へのリスクマネーの円滑な供給に資することを目的として創設された。つまり、日本の株式投資型クラウドファンディングは、米国よりも約 1 年早く解禁されているが、これまでに 97 件成立し、その発行価額の総額は約 32 億円と小規模である。その理由として、第一に、硬直的な投資家の買付上限額の設定が挙げられる。米国の投資家の買付上限額は、所得または純資産に応じて段階的に設定されており、最大で 10 万 7,000 ドルまで投資できる。他方で、日本の場合、同一企業への投資上限額は、一律で年間 50 万円と規定されており、投資家の所得または純資産に応じた規定はない。そのため、日本の株式投資型クラウドファンディングは、富裕層にとって必ずしも魅力的な投資機会を創出できていない可能性がある。

第二に、リスクマネーの円滑な供給を阻害しかねない発行体の調達上限額の設定である。米国の発行体の調達上限額は年間 107 万ドルであり、年間 500 万ドルに引き上げられることも提案されている。他方で、日本の場合、発行体の調達上限額は年間 1 億円未満とされているが、これは過去 1 年以内の店頭有価証券の発行価額の総額であり、通算する必要がある。つまり、あるスタートアップ企業が、過去 1 年以内にベンチャー・キャピタル・ファンドから 1 億円を調達していた場合、同企業は株式投資型クラウドファンディングを実施することができない。このように、日本の株式投資型クラウドファンディングの規制には、新規成長企業への円滑なリスクマネーの供給が阻害されかねない側面もあると言えよう。

米国では、株式投資型クラウドファンディングを行った小規模企業が、その後、レギュレーション A 等の資金調達によって更なる成長を遂げたり、大手ベンチャー・キャピタル・ファンドからの出資を受けたり、IPO を実施に至ることもある。米国の資金調達の枠組みは、小規模企業が調達額を増加させてステップアップする度に、投資機会についても拡大するような設計であり、リスクマネーが円滑に供給される仕組みになっていると言える。現在、日本においても、株式投資型クラウドファンディングに係る議論が進展しており、効率的な資本市場の形成を促進すべく、枠組みの見直しの実現が期待される。

### 3. ポストコロナにおいて注目される非上場株式の流通市場

日本では、コロナ禍に伴う経済の停滞を受けて、小規模企業や創業間もないスタートアップ企業に対して持続化給付金を提供する方向性が示され、フリーランス等の支援策についても検討が開始されている。ただし、米国のコロナ禍を受けた一連の経済対策を踏まえれば、日本も財政出動だけではなく、株式投資型クラウドファンディングの規則を緩和するなど、資本市場を活用した小規模企業の支援策を検討することも選択肢の一つとして位置づけてもよいのではないだろうか。

クレイトン SEC 委員長は、2017 年の就任当初より、特にリタイアメント資産を有する個人投資家に対して、非上場株式市場における投資機会を提供し、米国資本市場の健全かつ効率的な形成を促進する必要があるとの見解を示してきた。つまり、ポストコロナにおける米国の資金調達及び投資機会の創出は、レギュレーション CF の暫定的な緩和等が契機となり、より一層、非上場株式市場を中心に発展する可能性がある。そのため、日本においても、資本市場の活性化を実現する手段の一つとして、株主コミュニティ制度や勧誘規制の見直し等による非上場株式市場の整備を進展させることは検討に値すると言えよう。

非上場株式市場に個人投資家を誘致して、イノベーションを生み出す可能性がある小規模企業にリスクマネーを供給するには、ファンディング・ポータル等による非上場株式の流通市場の形成が重要な役割を果たすと思われる。ポストコロナの日米における非上場株式市場の発展や、非上場株式の流通市場の整備を巡る動向は注目に値しよう。