

米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング

齋藤 芳充、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国では、2016年5月から株式投資型クラウドファンディング（株式型 CF）制度が利用可能となり、2016年末までの約8ヶ月間で163件の株式型 CFの募集が行われた。このうち44件が、総額で約1,320万ドルの資金調達に成功している。
2. この期間の募集案件からは、創業後間もない企業を中心として、比較的少額の資金調達を行うために株式型 CF が用いられる傾向が見られた。また、従来ベンチャーキャピタル等の資金供給がそれほど多くなかったタイプのビジネスにとって新しい資金供給源となる可能性も示唆されている。
3. 募集で使われている将来株式取得略式契約（SAFE）における金融商品のリスクについて米国証券取引委員会（SEC）が注意喚起を行ったり、株式型 CF の仲介業者が規則違反で金融取引業規制機構（FINRA）による処分を受けたりする事態も起きてはいる。しかし、株式型 CF 制度そのものは高く評価されており、さらなる利用促進のための規制緩和の議論も始まっている。
4. 日本では2015年5月から株式型 CF 制度が導入されたが、2017年9月末までに行われた募集は8件に留まる。もともとは国内のベンチャー企業の創出・育成促進を目的としていた株式型 CF だが、米国での利用状況を踏まえると地域経済の活性化にも貢献する可能性がある。本制度の活発化に向けたさらなる取り組みは有用だろう。

I 米国の株式投資型クラウドファンディングの特徴

米国では、2012年4月の新規産業活性化法（Jumpstart Our Business Startups Act、以下、JOBS 法）に基づくクラウドファンディング規則（Regulation Crowdfunding、以下、SEC 規則）案が、2015年10月に米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission、SEC）により承認された。これを受けて、2016年5月から株式投資型クラウドファンディ

ング（Equity Crowdfunding、以下、株式型 CF）が可能となった¹。

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とされ、出資者へのリターンの形態によっていくつかの分類がある。リターンのない寄附型、金銭以外のリターンを受け取る購入型、金銭によるリターンを受け取る投資型といったものがあり、投資型のうち、出資の見返りとして株式を受け取るものを株式投資型という²。

米国では、2016年5月から同年末までの約8ヶ月間で163件の株式型CFの募集が行われ、2017年3月末時点までにこのうち44件が資金調達に成功している。SECが2017年2月に開催した株式型CFに関する意見交換会では、ピウォワーSEC暫定委員長（当時）が「株式型CF制度を通じて、①起業家が米国中の個人投資家から資金調達することが可能になった、②個人投資家に対しアーリーステージの起業家への投資機会を提供した、③投資判断に際して投資家間で情報を共有して集合知を活用できるようになった。これらは80年間続いた証券法の慣習を根本から変えるものである」と、制度導入の効果を高く評価する発言を行った³。資金調達手段における株式型CFのプレゼンスが高まっていることがうかがえる。

本稿では、米国で活発化する株式型CFの募集等の特徴を紹介し、日本への示唆を考察する。

1. 44件で総額約1,320万ドルの調達に成功

米国では株式型CFを活用し、2016年5月の制度解禁から2016年末までに、中止された案件を除いて、156の発行体が163件の募集を行った⁴。SEC規則で、発行体には募集終了時にフォームC-Uを提出することが求められているが（SEC規則の詳細は本稿末補論参照）、2016年中に開始された募集のうち、同文書を提出して調達完了の報告を行ったのは44件（27.0%）で、それらの合計調達額は約1,320万ドルであった（2017年3月末時点）。1案件あたり平均約30万ドルを調達しており、10万ドルから30万ドル未満の調達に成功したケースが全体の半数以上を占めた（図表1）。2016年当時のSEC規則による調達上限額であった100万ドルを集めたケースも5件あった。

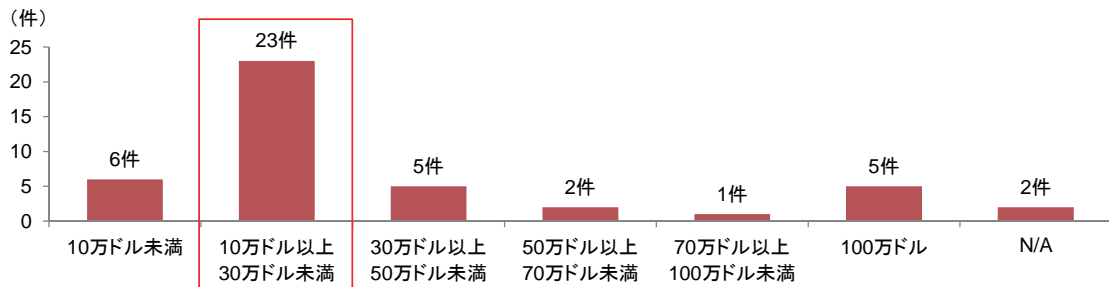
¹ 詳細は、岩井浩一「JOBS法の成立と米国IPO市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012年秋号、松尾健一「IPO以外の資金調達手段に関する研究－米国におけるクラウドファンディング規制－」『日本取引所金融商品取引法研究』第7号（日本取引所グループ）参照。

² これらの定義は、金融庁・金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」（第1回）事務局説明資料による。

³ SEC, “SEC-NYU Dialogue on Securities Market Regulation: U.S. Securities-Based Crowdfunding - Welcoming Remarks,” Feb 28, 2017.

⁴ SEC, “U.S. Securities-based Crowdfunding Under Title III of the JOBS Act,” Feb 28, 2017.

図表 1 株式型 CF における調達額の分布 (2017 年 3 月末時点)



(注) 調達額を 999,999 ドルと報告していた 1 件については、100 万ドルのカウントに含まれている。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

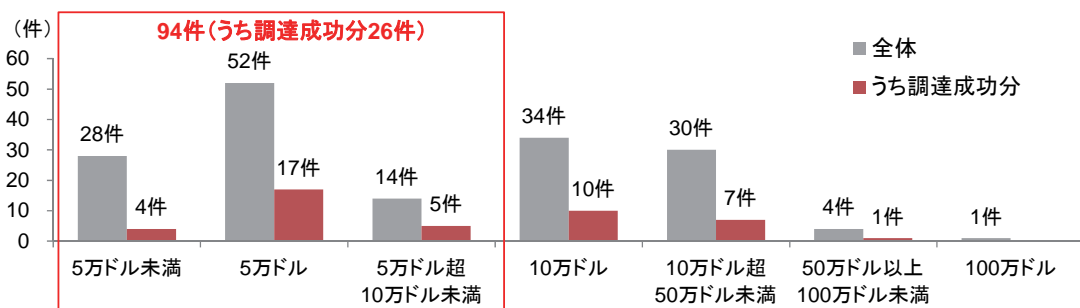
2. 目標調達額 10 万ドル以下の小規模案件が中心

株式型 CF では募集時に予め目標調達額を定める必要があり、投資家から集まった金額がこれを超えなかった場合、募集は失敗とされ発行体が資金を得ることはない。各募集案件の目標調達額は 1 万ドルから 100 万ドルまでと様々であるが、10 万ドル未満の金額を設定する発行体が 94 件と半数以上を占めた (図表 2)。SEC 規則では調達額が 10 万ドルを超えると、独立公認会計士のレビューを受けた財務書類の提出が必要となることから、当初は発行体側がこの負担の回避を図った可能性もあるが、最終的な調達額は 10 万ドルを上回った案件が多い。

最低投資金額については、100 ドルに設定している発行体が多くみられる (図表 3)。これは発行体ではなく、仲介業者で最低投資金額を 100 ドルと定めていたところが多かったことが一つの要因として考えられる。調達に成功した案件と、そうでない案件との間で最低投資金額について大きな違いはみられなかった。

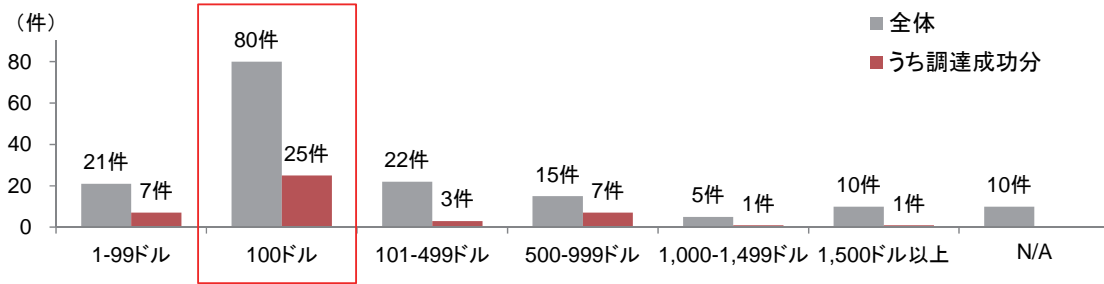
募集開始にあたって発行体は、SEC に対してフォーム C を提出する必要がある。この文書の提出日から募集締切日までの日数を募集期間と考えると、案件全体の半数程度が 91~180 日 (3~6 ヶ月) を設定していた。調達に成功した案件は、そうでないものと比べて、募集期間を短く設定 (31~90 日) しているものが多かった (図表 4)。

図表 2 株式型 CF における目標調達額の分布 (2017 年 3 月末時点)



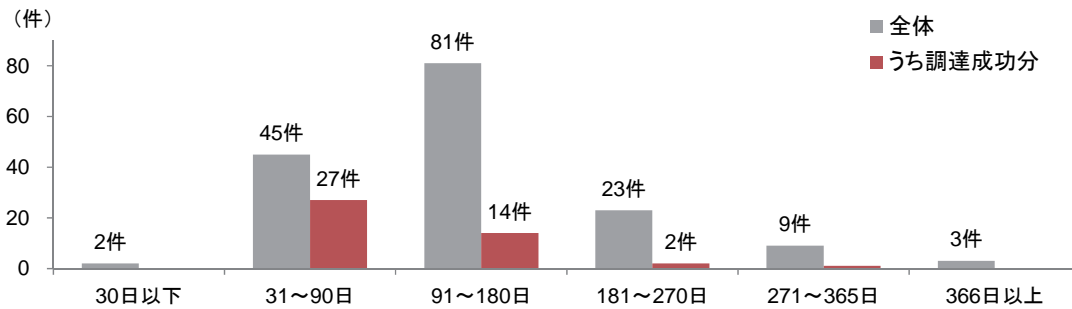
(出所) コンサルティング会社 Drinker Biddle & Reath、SEC より野村資本市場研究所作成

図表3 株式型CFにおける最低投資金額の分布（2017年3月末時点）



(出所) Drinker Biddle & Reath、SEC より野村資本市場研究所作成

図表4 株式型CFにおける募集期間の分布（2017年3月末時点）



(出所) Drinker Biddle & Reath、SEC より野村資本市場研究所作成

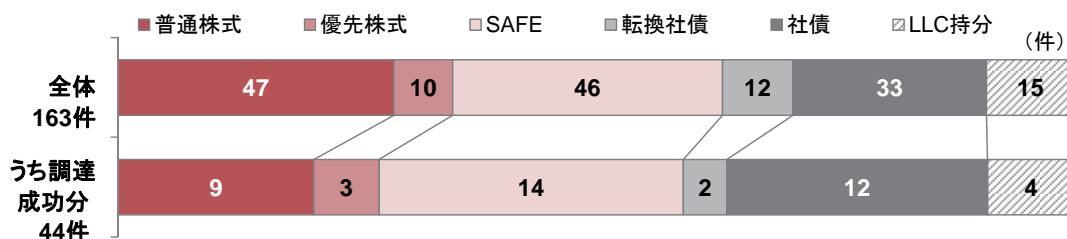
3. 株式に次いで活用された将来株式取得略式契約（SAFE）

募集で使用された有価証券の種類の内訳は図表5の通りである。全体のうち株式（普通株式と優先株式の合計）を利用するケースが57件（35.0%）で最も多く、将来株式取得略式契約（Simple Agreement of Future Equity、SAFE）が46件（28.2%）でそれに続いた。

SAFEとは、もともとは米国のベンチャーキャピタルであるYコンビネータ（Y Combinator）が自らの投資で用いていた契約で、同社がこの書類のひな型を作成・公表して以降、ベンチャー企業への投資で広く使われるようになった⁵。基本的な契約内容は、予め発行体の企業価値上限額（バリュエーション・キャップ）を定め、投資家がSAFE取得時に投資金額を払い込み、その後の発行体の新規エクイティ・ファイナンスの発生時に、バリュエーション・キャップに基づいて算出した転換価額を上限として、投資家が保有しているSAFEを優先株式へと自動的に転換するというものである。つまり、バリュエーション・キャップを事前に決めておくことで希薄化前の出資下限を確定させられるとともに、ファイナンス時の企業価値がバリュエーション・キャップを超えていた場合は、SAFE保有者は新規の投資家よりも有利な価格で新株を取得することができる。ファイナンス時に企業価値がバリュエーション・キャップ以下であった場合、SAFEの転換価

⁵ TechCrunch, “Y Combinator Introduces Safe, Its Alternative To Convertible Notes,” Dec 6, 2013.

図表 5 株式型 CF で使用された有価証券の内訳 (2017 年 3 月末時点)



(出所) Drinker Biddle & Reath、SEC より野村資本市場研究所作成

額は、新規投資家の取得価額と同一となり、SAFE 保有者と新規投資家の間で差は生じない。優先株式は、米国において同社のようなベンチャーキャピタルがベンチャー企業に投資する際に一般的に用いられている形態である⁶。

SAFE 保有者は、発行体が IPO や買収の対象となった場合は、普通株式へ転換するか、SAFE 保有額分の払い戻しを受けるかを選択することができる。発行体の解散時に SAFE の保有金額に応じた残余財産の分配を受ける権利も有する。

Y コンビネータは、バリュエーション・キャップを設定する方式を SAFE の基本形としているが、これ以外にも、ディスカウント率（エクイティ・ファイナンス時に投資家が払い込む購入価額を基準として SAFE の転換価額に適用される割引率）を設定するもの、バリュエーション・キャップを定めずにディスカウント率のみを設定するもの等、契約の内容にはバリエーションがある⁷。

発行体にとって SAFE は、満期や利息が設定されていないため、満期時の利払いに向けた資金繰りから解放される利点がある（図表 6）。他方、投資家にとっては、最も基本的な SAFE のひな形を用いた場合、投資家と発行体間で合意すべき内容がバリュエーション・キャップと投資額の 2 つに限定される。契約書のひな形も公表されているため、交渉や書類作成の負担が少なく済むメリットがある。

ただし、SEC は SAFE が株式型 CF の募集で活用されていることに対する懸念も示しており、ピウォワー委員も「SAFE と呼ばれているが、“Simple” でなければ“Safe”でもない。（中略）発行体・仲介業者はこの呼称について深く考えるべきである。」と発言するとともに、ウェブサイト上で投資家に対して注意喚起を行っている⁸。この中で、SAFE で定めた株式転換のトリガーとなる条件が満たされない場合、転換が行われずに何も得られない可能性があることを伝えている。さらに、SAFE はシリコンバレーのベンチャーキャピタルで使われている投資手法であり、その制度設計は急速に成長するベンチャー企業を想定したものであること、そのために株式型 CF の投資には適さない場合もあることも指摘している。

⁶ 経済産業省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」（2011年11月）参照。

⁷ 詳細は松尾順介「将来株式取得略式契約スキーム（SAFE）とクラウドファンディング」『証研レポート』1700号（2017年2月）（日本証券経済研究所）参照。

⁸ SEC, “Opening Remarks at 2017 SEC/NASAA Annual Section 19(d) Conference,” May 9, 2017. SEC, “Investor Bulletin: Be Cautious of SAFEs in Crowdfunding,” May 9, 2017.

図表 6 SAFE と他の主要な調達手段の比較

	SAFE ^(注1)	転換社債 ^(注2)	普通株式	普通社債	ストックオプション
利息・配当	なし	利息あり ※一部なし	配当あり ※一部なし	利息あり ※一部なし	なし
満期	なし	あり	なし	あり	行使期間あり ※期間後は失効
議決権	なし	なし	あり	なし	なし
発行体の返済義務	なし ※解散時の分配は株式に優先する契約	あり	なし	あり	なし
株式転換	エクイティ・ファイナンスの発生時	任意 ※通常、株価が転換価額を上回った場合	—	不可	任意 ※転換ではなく購入権の行使
転換価額	未確定 ※転換時の企業価値等を参考に計算	事前に確定	—	—	事前に確定 ※権利行使価額
エグジットの手段	株式転換	満期償還 or 売却 or 株式転換	売却	満期償還 or 売却	権利行使 or 売却

(注) 1. SAFE の内容は Y コンビネータが公開しているバリュエーション・キャップを用いたひな形に基づく。

2. ここでは、転換社債型新株予約権付社債を指す。

(出所) SEC、ウィーファンダー、Y コンビネータ等より野村資本市場研究所作成

4. 創業後間もない企業の利用が半数程度を占める

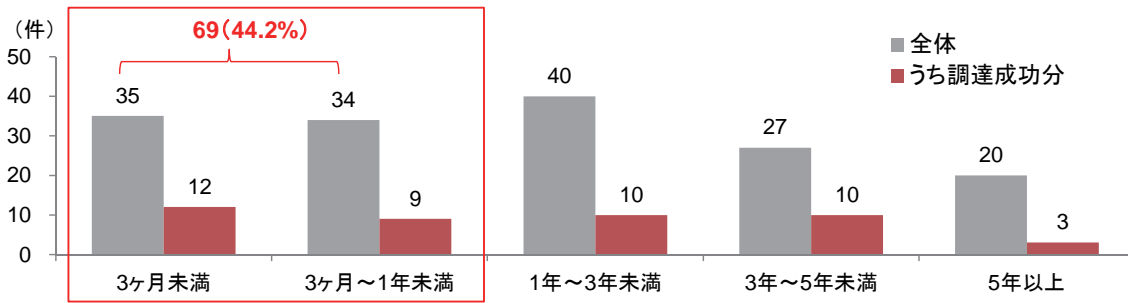
株式型 CF で募集を行った 156 の発行体の特徴については、SEC が分析結果を公表している⁹。設立年数で分けると、会社設立から 1 年未満の発行体が 69 社に上り、全体の半数近く (44.2%) を占めている (図表 7)。この点からは、株式型 CF がシード段階のスタートアップの資金調達手段として活用されている状況がうかがえる。ただし、直近の会計年度において 6 割の発行体が未だ収益を得ておらず、黒字化を達成している発行体は全体の 1 割程度に留まる。

募集を行った発行体の業種を日本標準産業分類に基づいて分けてみると (図表 8)、募集全体のうち、ソフトウェア・アプリの開発等を含む情報サービス業 (16.0%)、インターネット上でのプラットフォーム運営等を含むインターネット付随サービス業 (14.7%) の割合が多く、全体の約 3 割を占める。しかし、調達に成功した案件に限ると、酒類の製造を中心とした飲料・たばこ・飼料製造業 (15.9%)、飲食店 (9.1%)、そして玩具や生活雑貨の製造を中心としたその他の製造業 (9.1%) が全体の約 3 割を占めた。

業種毎の募集案件数のうち調達成功件数が占める割合を調達成功率として考えた場合、

⁹ 前掲脚注 4 資料を参照。

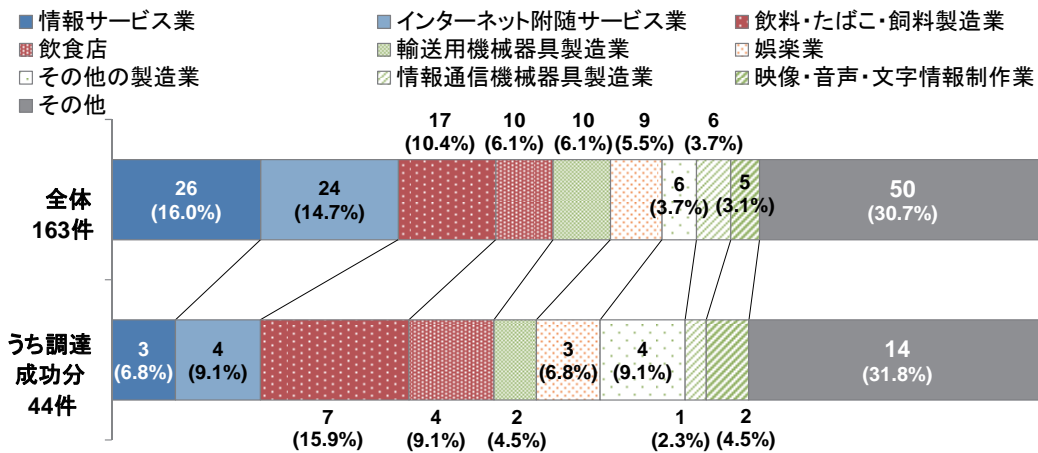
図表 7 株式型 CFにおける発行体の設立年数の分布（2017年3月末時点）



(注) 複数回募集を行った発行体については、初回実施時のデータを使用。

(出所) Drinker Biddle & Reath、SEC より野村資本市場研究所作成

図表 8 株式型 CFにおける発行体の業種分布（2017年3月末時点）



(注) 全体における「その他」は30の業種（各業種平均1.7件）を含む。このうち調達が成功したのは繊維工業、宿泊業、農業、食品製造業等の13業種。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

その他の製造業（66.7%）¹⁰、飲料・たばこ・飼料製造業（41.2%）¹¹、飲食店（40.0%）が高く、インターネット付随サービス業（16.7%）や情報サービス業（11.5%）は低い（図表9）。調達成功率の高い業種は、個人投資家が事業・商品の魅力を理解しやすく、多くの人から資金を集めるクラウドファンディングの仕組みと親和性が高かったと推測される。

比較のために米国のベンチャーキャピタルの投資件数を見ると、「ソフトウェア」や「バイオテクノロジー」への投資が半数を占め、「消費財/サービス」は相対的に少ない（図表10）。これらの点から、株式型CFには今後、これまでベンチャーキャピタル等の機関投資家からの資金がそれほど多く供給されてこなかった地域の身近なビジネスにとって、主要な資金供給手段となる可能性がある。

¹⁰ 調達に成功したのは、バイオプラスチックを使った歯ブラシの製造会社、デザイナーズサングラスの製造会社、スマートフォンと連動するボール型玩具の製造会社、プログラミング教材用のラジコンカー製造会社の計4社。

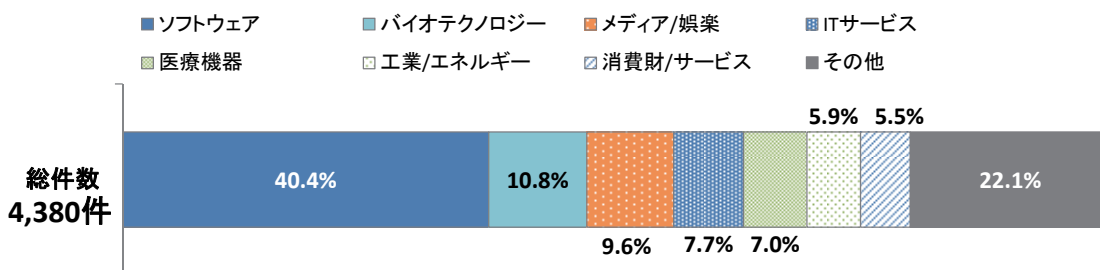
¹¹ 調達に成功したのは、オーガニック原料を使ったスポーツドリンクの製造会社が1社、地ビール醸造会社が3社、蒸留酒の製造会社が3社の計7社。

図表 9 株式型 CF における業種別調達成功率 (2017 年 3 月末時点)

業種	調達成功率(調達成功件数/全体の件数)
その他の製造業	66.7% (4/6)
飲料・たばこ・飼料製造業	41.2% (7/17)
飲食店	40.0% (4/10)
映像・音声・文字情報制作業	40.0% (2/5)
娯楽業	33.3% (3/9)
その他	28.0% (14/50)
輸送用機械器具製造業	20.0% (2/10)
情報通信機械器具製造業	16.7% (1/6)
インターネット付随サービス業	16.7% (4/24)
情報サービス業	11.5% (3/26)

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

図表 10 米国ベンチャーキャピタルにおける業種別投資件数 (2015 年)



(出所) ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2016」より野村資本市場研究所作成

II 株式型 CF の仲介業者

次に、株式型 CF の仲介業者のケース・スタディとして 2016 年に最も多くの募集取扱実績を得たウィーファンダー (Wefunder) を紹介する。また、黎明期の現状を確認する上で、初めて法執行措置を受けた仲介業者であるユーファンディング・ポータル (uFunding Portal、UFP) の事案を紹介する。

1. ウィーファンダーの事例

ウィーファンダーは、2016 年に 67 件の株式型 CF の募集を取扱い、米国の株式型 CF 市場で最も多くのシェアを獲得した仲介業者である (図表 11)。2012 年に創業し、SEC 規則が発効する以前は、適格投資家 (Accredited Investor) 向けに非上場企業の証券売買の仲介を行うプラットフォームを運営していた。2017 年 10 月現在までに、同社を通じた株式型 CF によって 83 社が合計で約 2,740 万ドルの調達に成功している¹²。

ウィーファンダーは、大麻・ポルノ関連以外の事業を行う米国企業に対して、2016 年

¹² ウィーファンダーウェブサイト参照。

図表 11 株式型 CF の募集取扱件数上位 5 社 (2017 年 3 月末時点)

仲介業者	募集件数(シェア)	調達成功件数(シェア)
Wefunder Portal LLC	67(41.1%)	15(34.1%)
StartEngine Capital, LLC	28(17.2%)	6(13.6%)
truCrowd Inc.	8(4.9%)	0(0.0%)
NextSeed US LLC	7(4.3%)	7(15.9%)
FlashFunders Funding Portal, LLC	7(4.3%)	1(2.3%)
その他	46(28.2%)	15(34.1%)
全体	163(100%)	44(100%)

(出所) Drinker Biddle & Reath、SEC より野村資本市場研究所作成

中は 2 万ドルを下限とする資金調達の仲介を受け付けていた (2017 年 10 月現在は、最低目標調達額を引き上げ、5 万ドルを下限とする募集を扱っている)。調達を希望する企業はまず、自社のプロフィールページを同社の提供するプラットフォーム上に作成する。この時点で、プロフィールを公開し、ユーザーとなった投資家に「フォロー」してもらうことも可能だが¹³、「〇〇日から募集を行う予定です」、「今後 SEC に書類を提出して、×××ドルを目標に資金調達をします」といった将来の募集に関する文章を載せることは、募集前の事前調査 (Testing The Waters) に該当する可能性があり、禁止されている。

その後、企業が募集の実施を正式に決断したところで、SEC へ提出するフォーム C の作成を行う。この際に企業は登録手数料 (195 ドル) をウィーファンダーに支払う必要がある。フォーム C の作成にあたって、企業は目標調達額や募集期間、調達形式といった募集の詳細を決める必要があるが、同社では投資契約書のひな型を無料で提供している。希望する場合は、追加の手数料を支払うことで、書類作成の助言や代行、弁護士によるレビュー等のサービスも受けることができる。

これらの手続きが完了すると募集が開始される。投資家からの応募額が目標調達額を達成した場合、ウィーファンダーは成功手数料として最終調達額の 4%を現金で、2%を証券の形で徴収していた (2016 年時点。2017 年 10 月現在は現金の手数料率を 5%に引き上げている)。目標額に達せず調達に失敗した際、この手数料は発生しない。同社は、自らの募集手数料が業界で最も低い水準であると謳っているが、その分投資家からも取引手数料として投資額の 2% (但し、最低手数料 7 ドル、最高手数料 75 ドル) を徴収する点が特徴である (図表 12)。

なお、ウィーファンダーでは、調達を行う企業に対するアドバイスとして、出資者に対し出資額に応じた特典 (Investor Perks) を用意することを勧めている。テキサス州の地ビール醸造会社「Hops & Grain Brewing」の例では、1,000 ドル以上の出資者への特典として、醸造所に併設するビアバーでの出資者限定グラスと 1 ドリンクが無料で贈られた。さらに、5,000 ドル以上の出資者には出資者限定パーティへの招待、10,000 ドル以上では

¹³ ユーザーは、募集期間中でない企業を予め「フォロー」しておくことで、次にウィーファンダー上で募集が行われる際にはメールで通知を受け取ることができる。

図表 12 募集取扱件数ランキング上位の仲介業者の手数料体系（2017年3月末時点）

仲介業者	対発行体		対投資家
	登録料 ^(注1)	募集手数料	取引手数料
Wefunder Portal LLC	\$195	4% ^(注2)	2%
StartEngine Capital, LLC	\$0	5%	なし
truCrowd, Inc.	\$2,000	7%	なし
NextSeed US LLC	\$500	10%	1%
FlashFunders Funding Portal, LLC	記載なし	5%	なし

(注) 1. デュー・デリジェンス等の費用を含んだ料金を提示しているところもある。
 2. 2017年10月現在は5%に引き上げられている。その他、調達額の2%を株式の形で取得する。
 (出所) 各プラットフォームのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

CEO 自らの案内による醸造所見学・試飲ツアーの権利が付与された。

投資家がウィーファンダーで投資を行う場合は、まず氏名、住所といった基本情報を申告して、ユーザーとして登録をする必要がある。SEC 規則上の投資上限額である年間2,200ドルを超える投資を希望する場合は、社会保障番号（SSN）と年間収入・純資産額の申告が求められる。その後、以下の4つの合意事項にチェックすることで登録が完了し、投資の申込みが行えるようになる。

- スタートアップや小規模なビジネスはリスクが非常に高いことを理解している。ウィーファンダーで行う投資について、全額が損失となってもよい
- 同社で得た証券は容易に売却できないことを理解している。流通市場が存在しないので、リターンを得るために何年も待つことができる
- 同社は投資に関する助言を行わないことを理解している。投資について、自分で判断を行うだけの知識を持っている
- 同社の個人情報保護方針に同意する

上記の合意事項からは、ウィーファンダーが投資家に対して、自らの投資判断に対する責任を持つことを強く求めていることがわかる。同社の投資家向け Q&A の中には、リターンを得るまでには7年以上かかる可能性があるとして、これに賛同できない場合は株式型 CF への投資を奨励しないと記載がある。ユーザー登録した投資家は各発行体のプロフィール上にある掲示板から発行体に直接質問することができるが、ここでの発行体の回答に納得できない場合も投資をすべきではないとも述べている。

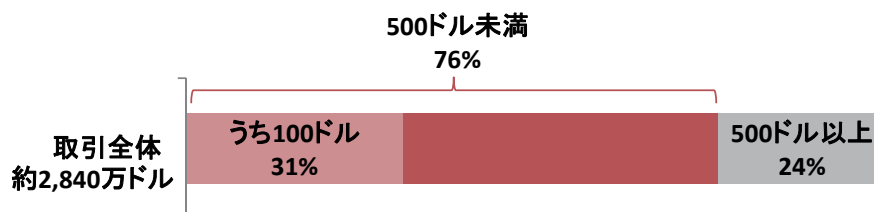
出資金の支払いには、銀行口座経由かクレジットカード、電信振込、小切手振込、ビットコインを利用できる。ただし、クレジットカードやビットコインを利用する場合は発行体側が手数料を負担する必要があるため、発行体側の判断で受け付けないケースもある。出資金は一時的にポストン・プライベート・バンクの管理するエスクロー（第三者預託）

口座¹⁴に預けられた後、募集期間の終了時に目標調達額をクリアしていれば発行体に払い込まれ、その結果は投資家に電子証明書付きメールで送られる。目標調達額をクリアできなかった場合、出資金は全て投資家に返金される。

ウィーファンダーのユーザーアカウントは 2017 年 10 月現在およそ 13 万件で、このうち 100 ドル以上の投資を行ったアカウントは 22,789 件 (17.5%) である¹⁵。登録ユーザーの収入の中央値はおよそ 9 万ドルであり、米国全体の中央値 (約 5 万 5,000 ドル)¹⁶と比べると高い水準にある。ただし、取引 1 件当たりの投資金額の分布を見ると、76%が 500 ドル未満、さらに 31%が 100 ドルの出資であって、500 ドルを上回る高額の出資は限定的だったと言える (図表 13)。

ウィーファンダーの提供する機能で特徴的なのが、発行体のページから当該発行体に投資した投資家 (ユーザー) のプロフィール¹⁷を誰でも閲覧できる点である。また、同じような経歴や考えを持つ投資家をメンバーとする投資クラブを組成できるサービスも提供しており、これらは他サイトではあまり見られない。投資クラブは特定の業種や地域に焦点をあてて情報交換や投資先企業への助言等を行うもので、加入には条件があり、加入審査は当該クラブの管理者権限を持つ投資家によって行われる。このサービスは、例えば医療機器等の開発といった専門的な事業や、限定的な地域でのみ事業を行う発行体の募集シーンでの活用が想定されている。事業の専門性 (または地域性) が高い発行体は、募集時に自らの事業内容を説明しても、一般の投資家 (または域外の投資家) からの理解を得にくく、十分な資金が集まらない可能性がある。医療機器開発であれば、医師によって構成される投資クラブ内の方が理解されやすく、一般投資家もこのような専門家の評価を参考にすることができる。なお、投資クラブのメンバーには、自らの投資先との間で利益相反に繋がりうる事項 (地元の学校の同級生だった、元同僚だった等) がある場合、その内容を明らかにしておくことが求められている。

図表 13 ウィーファンダーにおける取引 1 件当たりの投資申込金額 (2017 年 10 月現在)



(注) 最終的に調達目標に届かなかった案件への申込み分も含む。

(出所) ウィーファンダーウェブサイトより野村資本市場研究所作成

¹⁴ 売り手と買い手の間に第三者である金融機関を介して、条件付で譲渡金額を決済する仕組み (エスクロー) において金融機関に設定される口座。

¹⁵ ウィーファンダーウェブサイト参照。

¹⁶ 米国統計局による 2015 年における家計収入の中央値。

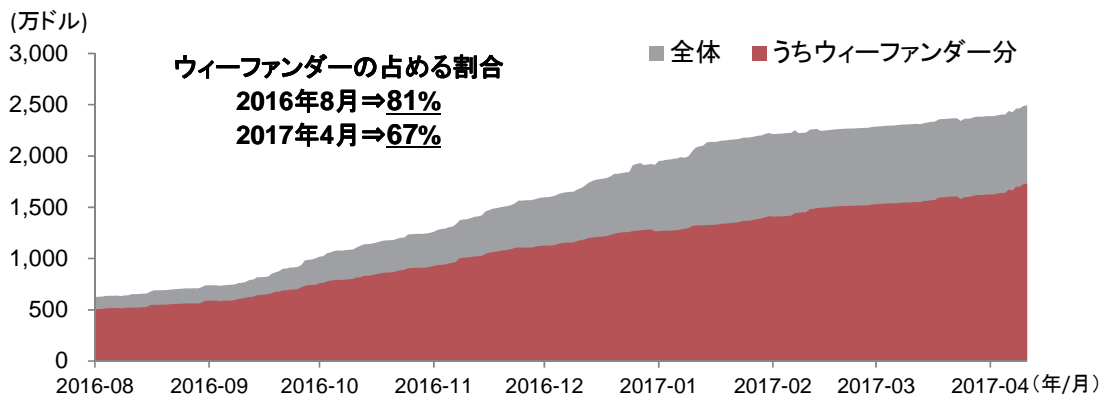
¹⁷ ユーザー自身が登録したユーザー名、プロフィール画像、簡単な自己紹介文、ウェブサイトの URL と SNS アカウントへのリンク、ウィーファンダーでの投資先が掲載されている。

現在、飲食・食品関連事業の経験を持つ投資家で構成される「Food Future」やカンザス州ウィチタに縁のある投資家がメンバーとなる「Wichita - Angels of the Plains」等、全部で 8 つの投資クラブが存在する。このうち、起業家として Y コンビネータからの出資を受けたことのある投資家のみが参加できる「The Order of the Orange Hand」（Y コンビネータ本体とは無関係）のメンバー数が最も多く、280 名が所属している¹⁸。実際にスタートアップに携わった経験のある人物が投資に参加していることが分かるという点は、一般投資家にとっても発行体にとっても心強い。こうした投資家同士の繋がりの「見える化」が、ウィーファンダーが人気を集めた理由の一つであったと思われる。

ウィーファンダーが 2016 年、募集取扱件数で高いシェアを占めたもう一つの要因として考えられるのが、業界最安を謳う募集手数料の低さである。株式型 CF は、取引所の上場銘柄と違い、仲介業者によって取り扱っている発行体が異なる。そのため投資家は、コスト面よりも魅力的な投資先の有無によって仲介業者を選択すると推察される。同社は、投資家側から取引手数料を徴収することで、募集手数料を他サイトよりも低く抑えることに成功した。これにより多くの発行体を集め、投資先のラインナップの充実を図ることを通じて投資家数の増加を目指したと思われる。また、発行体側にとっても募集手数料の多寡以前に、そもそも調達が可能か否かが最重要であり、プラットフォームの登録投資家数は調達成功に関わる要素となりうる。同社の手数料体系には、投資先の充実による投資家数増加を材料に、さらに発行体を呼び込むという正の循環を実現させる狙いがあったと推察されるが、同社の 2016 年中の実績が他サイトを圧倒している点を見る限り、この狙いは成功したとみてよいだろう。同社のニコラス・トマレロ CEO は、2016 年の成功を受け、2017 年は株式型 CF 業界で 3 倍の成長を目指していくと発言している¹⁹。

ただし、ウィーファンダーが独自に集計・公表している株式型 CF による資金調達額の累計の推移をみると、2016 年 8 月には調達額全体のおよそ 8 割あったシェアは、2017 年 4 月時点で 7 割弱にまで低下している（図表 14）。2016 年 11 月には購入型クラウドファ

図表 14 株式型 CF における資金調達額の推移



(注) 集計対象は目標調達金額を達成した案件。

(出所) ウィーファンダーウェブサイトより野村資本市場研究所作成

¹⁸ ウィーファンダーウェブサイト参照。

¹⁹ Crowdfund Insider, “Wefunder Plans to Triple Crowdfunding Growth in 2017,” Jan 19, 2017.

ンディング大手のインディゴゴー（Indiegogo）が投資型に参入しており、ウィーファンダーのシェア低下は業界内での競争が激しさを増しつつあることを物語っている。

2. 規則違反に問われたユーファンディング・ポータル

2016年11月に、株式型CFの仲介業者としては初めて金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority、FINRA）による処分の対象となったのがUFPである²⁰。UFPは、2016年3月にSECへの登録申請を行い、4月に仲介業者としてFINRAに加盟した。株式型CF制度が開始された同年5月から9月までの間はUFPの名称で16件の株式型CFの募集を取扱っていた。

FINRAによれば、UFPはこれらの発行体が法令規則を遵守しているかどうかについての十分な確認を怠っていたという。UFPで募集を行った全ての発行体で、SECに提出したフォームCの記載内容に不備が見つかった。また、各社のビジネスモデルが非現実的で、過度に簡略化されており、楽観的な財務予測を記載していたことも問題視されている。このうち13社は、それぞれが異なるビジネスモデルであるにも関わらず、目標調達額、調達上限額、有価証券の価格と数量、現在評価額の各項目が、全く同じ数値だった。この13社はいずれも2016年5月以前の事業実績がなく、資産も有していなかったが、自社の評価額を50万ドルとしていた。

SEC規則により仲介業者は、詐欺の可能性や投資家保護の観点で懸念のある発行体に対して、自社のプラットフォームを提供してはならないと定められている。UFPは、発行体に前述のような疑わしい点があったにも関わらず、フォームC記載内容の修正指示やウェブサイトへの掲載保留といった対応を採らなかった。またUFPは、こうした非現実的で信頼性の低い企業情報をウェブサイト上に掲載したことによって、投資家に誤解を与える内容の記載を禁じたFINRA規則にも違反したとされている。幸いにも、UFPにおいて目標調達額を達成した案件がなかったため、資金は投資家に返金され、被害は確認されていない。

本案件は、管理・審査体制の問題というよりも、UFPに投資家を騙そうという意図があったことが疑われている。FINRAへの加盟時には、仲介業者に対する審査が行われているが、その実効性に不安が残るような事態となっている。

他方、結果的に投資家への被害が発生しなかったのは、投資家の集合体としてのクラウド（群衆）が、各案件の不審さを見抜いたためであるとして、クラウドファンディングの特徴である集合知（個人の推測の集約が、時に専門家の推測を上回る程に正確となること）の機能が適切に働いたとして前向きに捉える意見もある²¹。

²⁰ FINRA, “Disciplinary and Other FINRA Actions,” February 2017.

²¹ Crowdfund Insider, “FINRA Action on uFundingportal: Potential for Fraud Found on Crowdfunding Platform,” Dec 13, 2017.

III 今後の株式型 CF 規制の展望

仲介業者が FINRA の処分を受けるという問題事案はあったものの、株式型 CF の制度そのものに重大な問題があるという捉え方はされておらず、前述の通り SEC が 2017 年 2 月に開催した意見交換会では、ピウォワーSEC 暫定委員長（当時）から株式型 CF 制度を高く評価する発言もあった。さらに同氏は、SEC は客観的事実に基づいて、規制緩和に向けた手続きを検討する必要があるとも述べている²²。

また、米連邦議会においては、2016 年に修正クラウドファンディング法案（Fix Crowdfunding Bill）が下院を通過した（図表 15）。同法案には株式型 CF における特別目

図表 15 修正クラウドファンディング法（Fix Crowdfunding Act）の主な内容

株式型 CF における SPV の利用解禁
(新設) 下記条件の下で利用可能 <ul style="list-style-type: none"> ・ SPV の目的は、ある一つの企業が発行する有価証券の取得、保有、処分に限定する ・ SPV は 1 種類の有価証券のみを発行し、当該証券の取得、保有、処分の手数料を受け取らない ・ SPV は保有する有価証券の発行体との共同発行体とみなす ・ SPV 及び発行体には年次報告義務を課す ・ SPV は登録投資助言業者による助言を受ける
SEC への有価証券登録免除条件の修正
(現行) <ul style="list-style-type: none"> ・ 発行体の総資産が 2,500 万ドル未満
(修正案) <ul style="list-style-type: none"> (a) 「(普通株式数 / 発行済株式数) × 売却価額」で算出した値が 7,500 万ドル未満 (b) 上記の値が 0 である場合、年間収益が 5,000 万ドル未満

(当初案に盛り込まれたが下院通過時点では削除されていた項目)

投資上限額の引き上げ
(現行) <ul style="list-style-type: none"> (a) 年間所得または純資産が 10 万ドル未満の場合は、2,000 ドルか、所得もしくは純資産の 5%相当額のいずれか小さい方 (b) 年間所得または純資産が 10 万ドル以上の場合は、所得もしくは純資産の 10%相当額のいずれか小さい方（上限 10 万ドル）
(修正案) <ul style="list-style-type: none"> (a) 年間所得または純資産が 10 万ドル未満の場合は、2,000 ドルか、所得もしくは純資産の 5%相当額のいずれか大きい方 (b) 年間所得または純資産が 10 万ドル以上の場合は、所得もしくは純資産の 10%相当額のいずれか大きい方（上限 10 万ドル）
募集前の事前調査（Testing The Waters）の解禁
(新設) 下記の条件で利用可能 <ul style="list-style-type: none"> ・ 調査期間中、投資家の資金を実際に受け取ることはできない ・ 実際の募集時に、調査期間中に提示した情報との間で発生した差異については、開示書類内で特に強調して示すことで、投資家に周知する

(注) 現行の投資上限額は 2017 年 4 月以降、物価上昇等を理由に引き上げられている。詳しくは補論を参照。
 (出所) 米連邦議会ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

²² 前掲脚注 3 資料を参照。

的事業体（SPV）の利用解禁や SEC への有価証券登録の免除条件の変更が盛り込まれた。同法案は上院で、審議されないまま会期が終了し成立しなかったが、法案作成者のパトリック・マクヘンリー議員（共）は、メディアのインタビューにおいて、2017 年も修正クラウドファンディング法案の成立に向けて優先的に取り組むと発言している²³。

2017 年 3 月に上院・金融サービス委員会で JOBS 法成立後の影響に関する公聴会が行われた際には、米国商工会議所のクアッドマン副会頭から、修正クラウドファンディング法の当初案の内容を支持するとの発言もあった²⁴。こうした動きから、年内の法案再提出及び成立が期待されている²⁵。さらに、公聴会において中小企業・起業家評議会（Small Business & Entrepreneurship Council）のチーフエコノミストであるレイモンド氏からは、株式型 CF 制度で改善すべき点が指摘された。同氏は、投資上限額の基準を所得・純資産のいずれか大きい方の額にするとともに、発行体の調達上限額を 500 万ドルに引き上げることを求めている。また、発行体が不適切な情報開示を行った場合であっても、仲介業者自身に詐欺の意思や過失がなければ、その開示内容について仲介業者は責任を負わないことを明確化すべきであるとも述べた。仲介業者はあくまでも発行体と投資家を結びつける「場」であって、発行体の事業や技術を評価する専門性は有していないとの意見を紹介し、規則上のセーフハーバー設置を提案している。これにより、投資家であるクラウド（群衆）には、自己責任の下で発行体の開示内容を適切に評価・確認する役割が今以上に求められることとなる。同氏は、仲介業者の責任の範囲を限定することで募集時の仲介業者の負担が軽減されれば、結果的に今よりも多くの発行体で株式型 CF を通じた資金調達機会が利用できるようになり、経済成長に繋がると提言している²⁶。

このように米国においては、株式型 CF の一層の利用促進に向けた利便性向上策の議論が、制度開始からわずか 1 年のうちに行われ始めている。

IV 日本への示唆

日本では、経済活性化の鍵を握るものとして、ベンチャー企業の創出・育成の促進を目的とするリスクマネーの供給拡大が「成長戦略 2013」に盛り込まれた²⁷。その後、日本国内におけるベンチャーキャピタルの投資金額は増加傾向にあるが、その投資先の多くはアーリー、エクспанションといった段階の企業が占めており、シード段階の企業に対する資金供給はそれらに比べて限定的である（図表 16）。

日本において株式型 CF は、前述の成長戦略に基づく具体策の一つとして検討が行われ、2015 年 5 月から制度が始まった。2016 年 6 月には 10 万円以下の出資についてクレジット

²³ Crowdfund Insider, “Congressman Patrick McHenry on Financial Inclusion through Technology,” March 20, 2017.

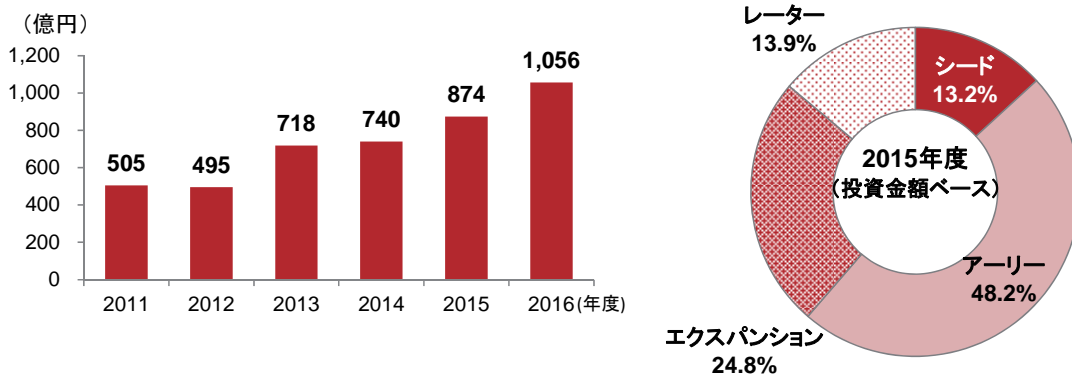
²⁴ Crowdfund Insider, “JOBS Act @ 5: House Committee Updates on Investment Crowdfunding Progress & Other Regulatory Reforms,” March 22, 2017.

²⁵ Locavesting, “Legislation to Buoy Crowdfunding, FinTech This Year,” Jan 10, 2017.

²⁶ U.S. House of Representatives Financial Services Committee, “The JOBS Act at Five: Examining Its Impact and Ensuring the Competitiveness of the U.S. Capital Markets,” March 22, 2017.

²⁷ 首相官邸ウェブサイト「日本再興戦略 -JAPAN is BACK-」（2013 年 6 月 14 日）参照。

図表 16 日本のベンチャーキャピタルの国内への投資金額の推移と直近年度の投資割合



(出所) ベンチャーエンタープライズセンターより野村資本市場研究所作成

カードによる決済を可能として利便性の向上を図っている。制度開始から 2017 年 9 月末までに 8 件の募集が実施されているが²⁸、活性化に向けては投資案件をさらに充実させる必要があるだろう。その際は、ウィーファンダーにみられる手数料設定の工夫や、米国で出された仲介業者の負担軽減のためのセーフハーバー設置といったアイデアが参考になると思われる。

米国においては、もとよりベンチャーキャピタルをはじめとして、ベンチャー企業を対象とする投資は活発であったが、2016年に新たな資金調達手段として株式型 CF が導入されると、本稿で紹介したように設立 1 年未満、10 万ドル以下といった比較的小規模の資金調達での利用が進んだ。発行体の業務内容も消費者にとって身近なビジネスが中心であり、ベンチャーキャピタルの投資案件とは異なる特徴が見られる。

これらの米国の状況を踏まえると、株式型 CF はシード段階のベンチャー企業や地域の中小企業の新たな資金供給源となる可能性がある。日本政府が設置した「ふるさと投資」連絡会議でも、クラウドファンディング（寄附型、購入型含めた全般）が、地域活性化に資する取り組みを支える投資手法として紹介されている。株式型 CF の活用促進は、ベンチャー企業の創出・育成だけでなく地方創生の観点からも、さらなる検討に値しよう。

²⁸ 日本証券業協会ウェブサイト参照。募集中の案件を含む。

【補論 米国の株式型 CF 規則の特徴】

1. 日米での比較

米国の株式型 CF 制度では、募集の応募額が目標調達額を超えなかった場合に、投資金額の払い込みがキャンセルされるオール・オア・ナッシング方式をとることが義務付けられている。これに対して、目標金額に達しなかった場合でも金額を受け取れるものをオール・イン方式という。日本の株式型 CF 制度では、どちらの方式を採用すべきかの定めはない。

応募額や調達額の上限は JOBS 法で定められているが、その詳しい取扱いは SEC 規則で規定されている。例えば、JOBS 法では投資家あたりの投資上限額について、年収ベースと純資産ベースの2つを併記しており、適用関係が不明確であった。SEC 規則では、これを「いずれか小さい方の額」として明確化している（図表 17）。投資上限額は、日本では銘柄ごとに一律 50 万円までとされているが、米国は制度全体を通じての上限額を設定している。また、その額は投資家の年収・資産に応じて異なる。制度全体での買付額は、仲介業者が投資家に対して調査・確認することとなっているが、特段の理由がない限り、仲介業者は投資家の自己申告した内容を信頼することによい。

また、JOBS 法では株式型 CF を通じて募集された証券について、取得から 1 年間の譲渡制限を付すことを求めている。日本では譲渡制限を付す義務はない（図表 18）。

図表 17 SEC 規則における株式型 CF の投資上限額

年間所得または純資産 (いずれか小さい方の額)	買付上限額 ^(注)
4 万 4,000ドル未満	2,200ドル
10 万 7,000ドル未満	2,200～5,349ドル
10 万 7,000ドル以上～	1 万 700ドル～10 万 7,000ドル

(注) 2017 年 4 月以降、インフレに伴う金額調整の結果、上限額が上がった。値は調整後の金額。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

図表 18 日米の株式型 CF 規制の比較

	日本	米国
発行体の調達上限額	1 億円／年	107 万ドル／年
投資家の買付上限額 (制度合算)	なし	年間所得・純資産に応じて 2,200～10 万 7,000ドル／年
(銘柄ごと)	50 万円／年	なし
譲渡制限	なし	取得日から 1 年間 (適用除外あり ^(注))

(注) 適用除外となるのは次の場合。(1)当該証券の発行体が相手方となる取引、(2)適格投資家が相手方となる取引、(3)SEC に登録された募集に関わる取引、(4)購入者の死亡や離婚に伴う取引。

(出所) SEC、日本証券業協会より野村資本市場研究所作成

2. 発行体に関する規制

JOBS 法では、発行体に対して、株式型 CF での募集を行う際に、会社の基本情報や役員情報、事業内容等の開示を求めている。目標調達額に応じて開示が求められる財務書類は異なる（図表 19）。SEC 規則で、これらの開示内容を記載するためのフォーム C が策定されている。フォーム C は、SEC の EDGAR（Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system）を通じて電磁的方法で提出することとされており、提出されたフォーム C はインターネットから同システムにアクセスすることで誰でも閲覧可能である。

発行体は株式型 CF を通じた資金調達の進捗状況を報告する義務を負っている。募集への応募額が目標金額の 50%、100% に達した時点で、それぞれ 5 営業日以内にフォーム C-U（Update）を提出しなければならない。ただし、仲介業者のウェブサイト等で進捗状況に関する情報が頻繁に更新・公表される場合は、募集の終了後に最終的な調達金額を記載したフォーム C-U を提出すればよい。

発行体には調達後、年 1 回の事業報告書及び財務書類を投資家に提供する継続開示義務がある。この開示のためのフォーマットは、フォーム C-AR（Annual Report）として SEC 規則で規定されている。開示すべき内容には、財務書類、役員情報、事業の状況、従業員数、リスク要因等がある。継続開示義務は、フォーム C-AR を 1 回以上提出したことがあり株主が 300 名未満の場合及びフォーム C-AR を 3 回以上提出したことがあり総資産額が 1 千万ドル以下の場合、適用除外となる。

発行体が自らの募集に関して行う広告行為は、JOBS 法によって禁止されている。ただし、仲介業者に投資家を誘導するための通知であれば認められており、その通知に含まれる情報の範囲は SEC 規則で以下の内容に限定されている。

- 発行体が募集を行っている旨、募集を行っているプラットフォームの名称及び URL
- 募集の条件（調達金額、有価証券の種類及び価格、募集の締切日）
- 発行体の名称、住所、電話番号、URL、メールアドレス、事業概要の簡単な説明

図表 19 開示が求められる財務書類の内容

目標調達額	財務書類
10 万ドル以下	CEO による証明付きの所得申告書および財務書類
50 万ドル以下	独立公認会計士によるレビューを受けた財務書類
50 万ドル超	独立公認会計士による監査済みの財務書類 (初めて株式型 CF を利用する発行体は、独立公認会計士によるレビューを受けた財務書類で足りる)

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

3. 仲介業者に関する規制

仲介業者には、証券会社と株式型 CF を専門に行うファンディング・ポータル の 2 種類がある。仲介業者は SEC への登録及び FINRA への加盟が必要である。

仲介業者は、JOBS 法の定めによって、株式型 CF 制度が詐欺に悪用されるリスクを低減するための措置を取らなければならない。さらに SEC 規則で、仲介業者には、発行体が募集にあたって法令等を遵守しているかどうかについての合理的根拠を有することが義務付けられている。仮に、合理的にみて詐欺のリスクが懸念される場合には、仲介業者は自らのプラットフォームの利用を拒絶しなければならない。さらに仲介業者は、投資家に向けて株式型 CF 制度の概要やリスクに関する情報提供を行うことや、募集を通じて受け取る自らの報酬について開示すること等が求められている。

この他、FINRA においても仲介業者に対する規制を設けている。FINRA 規則では、仲介業者が詐欺的行為による有価証券の売買、勧誘を行うことを禁じている。また、投資家に対する情報提供の中で、次のような内容を記載することを禁止している。

- 虚偽、誇張、もしくは誤解を招くような文章・表現
- 提示した資料の文脈に照らして、記載しないことで誤解を招くような重大な事実を省略すること
- FINRA もしくは FINRA の関係企業、その他の規制当局が、仲介業者のビジネスを保証もしくは補償することを思わせるような表現
- 業績を予測したり、過去の業績について誇張した見解を示したりすること

こうした規制に違反していないか、FINRA 加盟後 12 ヶ月以内に仲介業者に対する検査が行われる。2 回目以降の検査は 4 年に一度のペースとなるが、これとは別に FINRA は継続的な監視活動を行っている。