

# クラウドファンディングの世界的拡大

～ 株式投資型クラウドファンディングを中心に ～

松尾 順介

はじめに

クラウドファンディングが国内外で注目を集め、その規模も拡大しているといわれているが、その世界的な規模については必ずしも明らかではなかった。管見の限りでは、過去にmassolution.comによって<sup>1)</sup>“2015CF Crowdfunding Industry Report”<sup>2)</sup>が刊行され、かなり詳しい調査報告が示されたが、その後このような詳しい調査報告は見当たらなかった。そのような状況の中で、University of Cambridge Judge Business SchoolのCambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) によって、二〇一〇年四月、<sup>3)</sup>“The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report: Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models”<sup>4)</sup>と題された、二四〇頁におよぶ浩瀚な報告書が公表されたことは、クラウドファンディング市場の世界的な動向を考察するうえで有益である。

同報告書は、一八〇以上の国と地域の二二〇〇を超えるプラットフォーム事業者に対して調査が実施されており、地域別や種類別のデータを含むとともに、市場の実態について様々な角度から興味深い調査が行われている。ここで示された結果は、今後の国内クラウドファンディングについて展望する際の手がかりを提供するものと思

われる。したがって、本稿では、この報告書から株式投資型クラウドファンディングに関連する調査結果を紹介し、それを基に今後の国内市場について考察する。

## 1 世界的な概観

### ① 世界全体の規模

二〇一八年の全世界のオルタナティブファイナンス全体の規模は、三〇四五億ドルに達したとされる。ただし、中国市場の落ち込みによって市場規模は二〇一七年の四一九〇億ドルから二七％減少した。したがって、中国を除くと、二〇一七年六〇〇億ドルから二〇一八年八九〇億ドルへと四八％増加している。このことから明らかなように、世界の国別シェアでは、中国の市場が群を抜いており、二〇一八年の市場規模は二一五三・七億ドルで、世界市場の約七一％を占めている（図表1参照）。なお、中国のオルタナティブファイナンスの主流は貸付型であるとされる。第二位は米国の六一〇億ドル（二一〇％）、第三位は英国の一〇四億ドル（三・四％）となっており、これだけで九四・四％に達している。以下は、ニュージーランド一八億ドル、インドネシア一四・五億ドル、ドイツ二・七億ドル、オーストラリア一一・六億ドル、日本一〇・七億ドルである。これを見ると、日本の市場規模は、世界的な規模からみるとるに足らない規模であり、米英などに比しても大きく遅れていることがわかる。

図表1 世界のオルタナティブファイナンス市場規模

(億ドル)

	2015年	2016年	2017年	2018年
世界全体	1,390	2,900	4,190	3,050
中国以外	440	470	600	890
中国以外の成長率(%)		6.8	27.7	48.3

(出所) The Centre for Alternative Finance (CCAF) [2020], p34をもとに作成。

## ② 国別プラットフォーム数

国別のプラットフォーム数では、中国、米国、英国などが上位を占めている。ただし、プラットフォームは国内外で活動している場合もあり、一国内では海外のプラットフォームの活動もみられる。したがって、国別のプラットフォーム数は、以下となる。中国四三八（うち海外九）、米国一〇〇（同一六）、英国九〇（同一七）、ドイツ六三（同一二）、インド五八（同九）、ブラジル五六（同一二）である。

## ③ 種類別の市場規模

種類別の市場規模をみると、消費者向けのP2P市場型貸付の割合が最も高く、二〇一八年は一九五二・九億ドルを占めている。これは市場全体の六四％に達している。また、事業者向けP2P市場型貸付は、それに次いでおり、五〇三億ドル、約一七％である。両者を合計すると、約八割は貸付型であることがわかる。他方、株式投資型は一五・二億ドル、〇・五％に過ぎず、中国を除く外しても一・七％である（図表2参照）。

図表2 世界全体の種類別の市場規模

(2018年、単位：百万ドル、%)

	世界全体		中国以外	
	金額	割合	金額	割合
消費者向けP2P市場型貸付	195,000	64.2	32,000	36.1
事業者向けP2P市場型貸付	50,000	16.5	8,000	9.0
不動産向けP2P市場型貸付	6,000	2.0	4,000	4.5
消費者向けバランスシート・レンディング	10,000	3.3	9,000	10.2
事業者向けバランスシート・レンディング	21,000	6.9	15,000	16.9
不動産向けバランスシート・レンディング	11,000	3.6	11,000	12.4
インボイス取引	3,200	1.1	2,500	2.8
負債型クラウドファンディング	852	0.3	844	1.0
株式投資型クラウドファンディング	1,515	0.5	1,509	1.7
不動産向けクラウドファンディング	2,959	1.0	2,942	3.3
収益分配	398	0.1	398	0.4
購入型クラウドファンディング	877	0.3	871	1.0
小型社債	333	0.1	95	0.1
コミュニティシェア	95	0.0	95	0.1
その他	414	0.1	414	0.5

(出所) The Centre for Alternative Finance (CCAF) [2020], p39をもとに作成。

#### ④ 国別の特徴

国別の特徴をみると、まず中国は負債型の総額が二一五三・七億ドルに対して株式投資型は二二一八万ドルにすぎず、非投資型に至っては五七九万ドルと低調である。次に、米国は負債型五七六・七億ドルに対して株式投資型二五・五億ドルであり、一国の市場規模としては最大である。さらに、英国は負債型九三・一億ドルに対して、株式投資型八・七億ドルであり、その比率が高いことがわかる。地域別にみると、欧州は負債型六六億ドルに対して株式投資型八・八億ドル、中国以外のアジア太平洋地域は負債型五三・四億ドルに対して株式投資型五億ドルとなっている。

#### ⑤ 事業者向けクラウドファンディングの規模

事業者向けクラウドファンディング市場規模の推移について、二〇一五年六〇〇億ドル、二〇一六年一一〇〇億ドル、二〇一七年一五三〇億ドルと増加し、二〇一八年は中国市場の下落によって八〇〇億ドルとなった。ただし、中国を除外すると、それぞれ一二〇億ドル、一七〇億ドル、二一〇億ドル、三一〇億ドルと増加し、三年間に二・五倍以上の増加となっている。この間の国および地域ごとの推移をみると、米国およびカナダは七〇億ドル、九〇億ドル、一〇七億ドル、一五八億ドルと二・三倍、英国は六億ドル、一二億ドル、一九億ドル、二六億ドルと四・三倍となった。また、アジア太平洋地域は七億ドル、一一億ドル、二二億ドル、三五億ドルと五倍となり、さらに欧州は六億ドル、一二億ドル、一九億ドル、二六億ドルで四・三倍となっており、中小企業やスタートアップ企業の資金調達における役割が高まっていることがわかる。他方、これを負債と株式に大別すると、中国を除外した金額では、負債二七九億ドル（九一％）に対して株式二五億ドル（八％）となっている。また、負債の内訳は、米国五六％、英国一八％、中国以外のアジア太平洋地域一一％、欧州八％である一方、株式の内

訳は、英国三四%、米国三四%となっている。

## ⑥ 機関化

機関化については、米国が最も高く八八%、次いでカナダ五四%、英国五〇%、ラテンアメリカ四九%、欧州四一%、アジア太平洋地域三六%などとなっている。また、種類別では、消費者向けバランスシート・レンディング九三%、消費者向けP2P市場型貸付八三%、事業者向けバランスシート・レンディング六八%、事業者向けP2P市場型貸付五七%と高い水準となっているのに対し、株式投資型二三%であり、機関化は相対的に低位にとどまっている。

## ⑦ イノベーション

イノベーションについては、各プラットフォームの一年以内のビジネスモデル上の変更の有無を調査している。市場型貸付については、重要な変更有一一~一七%、軽微な変更有九~二七%となっており、変更なしは五九~七四%であるのに対し、バランスシート・レンディングについては、重要な変更有一五~五八%、軽微な変更有一七~三五%で、変更なしは二五~五八%となっており、バランスシート・レンディングのほうがよりビジネスモデルの変更を積極的に行っていると思われる。その一方、株式投資型については、重要な変更有一六%、軽微な変更有五一%、重要な変更なし三三%となっており、三分の二のプラットフォームは何らかの変更を加えていることがわかる。

## ⑧ 投資家の所得層

投資家の所得層についてみると、株式投資型では、英国の場合、上位層八四%、中位層一六%、米国の場合、上位層八八%、中位層九%、低位層三%となっている。これとは対照的に、消費者向けP2P市場型貸付では、

英国の場合、上位層四五%、中位層五五%であり、米国では上位層一二%、中位層八二%、低位層六%となっている。

## ⑨ ジェンダー

ジェンダーについては、株式投資型では、女性の割合は資金調達者二二%、資金提供者二一%となっている。これに対し、消費者向け貸付は資金調達者の四二〜四三%、資金提供者の二二〜三五%、さらに寄付型や購入型では、資金調達者の四七〜七〇%、資金提供者の四三〜四九%が女性である。

## ⑩ 規制

現行規制に対するプラットフォーム運営者の受け取り方についてみると、英国の場合、株式投資型では、適切かつ妥当八四%、過剰規制三%、緩すぎる三%となっている反面、米国の場合は、適切かつ妥当七二%、過剰規制二五%となっている。

## 2 英国の株式投資型クラウドファンディング

欧州のオルタナティブファイナンス市場は、二〇一三年一五億ドルから二〇一八年一八億ドルへと一二倍に成長した。なかでも英国市場は、二〇一五年四九億ドルから二〇一八年一〇四億ドルへと増加し、欧州の約六割を占めている。英国以外の国々をみると、ベネルクス一八億ドル、ドイツ一三億ドル、フランス九億ドル、北欧八億ドル、バルト三国五億ドル、イタリア五億ドルなどであり、英国が突出していることがわかる。また、株式投資型に限定しても英国が突出しており、英国四億八四七〇万ドルに対して、フィンランド六七〇〇万ドル、スペイン四八四〇万ドル、ドイツ三七〇〇万ドルなどであり、英国以外の合計は二億七八一〇万ドルであり、英国

の占める割合は、六三・五%となっている。

以下、英国の現況をみてみよう。

### ① 英国の種類別クラウドファンディング

英国のクラウドファンディングを種類別にみると、事業者向けP2P市場型貸付が最も多く二五億ドル（二三・八%）であり、以下は消費者向けP2P市場型貸付二一億ドル（二〇・〇%）、不動産向けP2P市場型貸付一八億ドル（一七・一%）、事業者向けバランスシート・レンディング九億ドル（八・六%）、インボイス取引九億ドル（八・六%）、消費者向けバランスシート・レンディング六億ドル（五・七%）、負債型クラウドファンディング五億ドル（四・八%）、株式投資型クラウドファンディング五億ドル（四・八%）となっている。英国においても、貸付型は消費者向けと事業者向けを合計すると、六・一億ドルであり、五八%を占めている（図表3参照）。

### ② クラウドファンディングによる中小企業・ベンチャー

#### 企業の資金調達

英国では、クラウドファンディングによる中小企業の資金調達額は年々増加しており、二〇一五年三四億ドル、二〇一六年四九億ドル、二〇一七年五六億ドル、二〇一八年

図表3 英国の種類別の市場規模

(2018年、単位：10億ドル、%)

	金額	割合
事業者向けP2P市場型貸付	2.5	23.8
消費者向けP2P市場型貸付	2.1	20.0
不動産向けP2P市場型貸付	1.8	17.1
事業者向けバランスシート・レンディング	0.9	8.6
インボイス取引	0.9	8.6
消費者向けバランスシート・レンディング	0.6	5.7
負債型クラウドファンディング	0.5	4.8
株式投資型クラウドファンディング	0.5	4.8
不動産向けクラウドファンディング	0.3	2.9
その他	0.1	1.0
収益分配	0.1	1.0
不動産向けバランスシート・レンディング	0.1	1.0
購入型クラウドファンディング	0.1	1.0
合計	10.5	100

(出所) The Centre for Alternative Finance (CCAF) [2020], p80をもとに作成。

六〇億ドルとなっている。ちなみに、同じ期間の英国を除いた欧州全体の金額の推移は、それぞれ五・九五億ドル、一二・四六億ドル、一八・七五億ドル、二六・二四億ドルであり、英国の割合は、それぞれ八五・一％、七九・七％、七四・九％、六九・六％であり、約七五％を英国が占めていることがわかる。ここでも英国の数値が突出している。

### ③ シードおよびベンチャー企業の資金調達に占める株式投資型クラウドファンディングの割合

英国内においては、シード段階の企業やベンチャー企業の資金調達においてもクラウドファンディングが存在感を発揮している。二〇一六年には、シードおよびベンチャー企業の資金調達額一五・七四億ドルに対して、株式投資型クラウドファンディングの資金調達額は二・七四億ドルであり、一七・四％に達している。その後、シード段階の企業やベンチャー企業の資金調達額がほぼ倍増したために、株式投資型クラウドファンディングの割合は減少したものの、二〇一八年一一・四％であり、かなりの存在感を示している。また、ベンチャーキャピタルの出資額と比較すると、二〇一八年の数字は得られないものの、二〇一六年は株式投資型クラウドファンディングがベンチャーキャピタルを上回っていることがわかる。二〇一七年は、ベンチャーキャピタルが上回っているが、それでも株式投資型クラウドファンディングは七二％となっており、ベンチャーキャピタルに比肩する規模といえる（図表4参照）。

### ④ 事業者向け資金調達に占めるP2P貸付の割合

貸付型クラウドファンディングについても貸付型クラウドファンディングはかなりの存在感を示している。中小企業向け貸付では、一〇％を上回る比率に達しており、小規模事業においては、三割近くに達していることがわかる（図表5参照）。

⑤ 機関化

近年のクラウドファンディングにおける顕著な変化として、機関化が挙げられるだろう。欧州各国のプラットフォームの機関化をみると、ベネルクス八一%、イタリア六八%、ドイツ四八%、英国三二%、リベリア二四%、イベリア二四%、北欧二〇%などとなっている。欧州全体で二九%となっている。また、種類別では、インボイス取引六二%、事業者向けP2P市場型貸付五三%、負債型クラウドファンディング五三%などとなっている。かなり高い割合を示す一方、株式投資型クラウドファンディングは七%にとどまっている。英国だけに限定したデータは掲載されていないが、株式投資型クラウドファンディングの分野では、英国の割合が突出して高いことを考えると、

図表4 シードおよびベンチャー企業の資金調達と株式投資型クラウドファンディング

(百万ドル、%)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
シードおよびベンチャー企業の資金調達 (A)	563	522	874	1,574	1,566	2,580	3,165
ベンチャーキャピタルの出資額 (B)	343	298	293	344	246	463	—
株式投資型クラウドファンディング (C)	4	28	84	245	272	333	363
C/A	0.7	5.4	9.6	15.6	17.4	12.9	11.5
C/B	1.2	9.4	28.7	71.2	110.6	71.9	—

(出所) The Centre for Alternative Finance (CCAF) [2020], p85をもとに作成。

図表5 銀行貸付と貸付型クラウドファンディング

(10億ドル、%)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
企業向け銀行貸付 (A)	38	43	54	58	59	57	57.7
中小企業向け新規貸付 (B)	18.2	20.5	22.7	19.9	18.3	21.4	22.0
小規模事業向け新規貸付 (C)	6.6	6.3	6.4	6.7	6.9	6.98	9.2
事業者向けP2P貸付 (D)	0.06	0.19	0.75	0.88	1.20	2.04	2.6
D/A	0.2	0.4	1.4	1.5	2.0	3.6	4.5
D/B	0.3	0.9	3.3	4.4	6.6	9.5	11.8
D/C	0.9	3.0	11.7	13.1	17.4	29.2	28.3

(出所) The Centre for Alternative Finance (CCAF) [2020], p86をもとに作成。

この数値は英国の実態を強く反映していると思われる。したがって、英国の株式投資型クラウドファンディングにおいても、機関化の割合はそれほど高くなく、個人投資家が中心的な担い手となっているものと判断できる。

#### ⑥ イノベーション

プラットフォームのイノベーションについては、ビジネスモデルのイノベーションと提供する商品やサービス内容のイノベーションについてデータが挙げられており、英国数値をみると、ビジネスモデルに関しては、重要な変更有二四%、軽微な変更有二九%、変更なし四七%となっており、過半数のプラットフォームは何らかの変更を加えている。これは、アイルランドの四三%に次いで低い数値となっており、アイルランドを除くと、英国は欧州で最もビジネスモデルに積極的に変更を加えていることを示す結果となっている。また、商品・サービスイノベーションについても、英国は重要な変更有二六%、軽微な変更有三九%、変更なし三五%となっており、アイルランドを除くと最も積極的な変更を加えていることを示す結果となっている。

#### ⑦ 国際化

欧州の場合、国境を越えた資金フローがみられるようであるが、その割合は国や地域によって大きな差がある。例えば、バルカン、バルチック、東欧、CISなどでは、資金の国際的な流入流出が高い割合を占めており、六〇%〜九〇%台の数値を示しているが、英国は流入二〇%、流出一三%とかなり低位である。したがって、英国のクラウドファンディングの担い手は、国内の投資家である。また、プラットフォームの国際化戦略についても、戦略なし五五%と過半数を占めている。

#### ⑧ 金融包摂

金融包摂についての調査も行われており、クラウドファンディングのプラットフォームの利用者のうち銀行取

引のある利用者の割合は、どの国や地域でもおおむね九〇%以上を占めている。また、利用者の所得階層については、国や地域によってばらつきがあるが、上位層と中位層の占める割合は、バルカンを除くと八〇%以上である。ちなみに、英国では、上位層四一%、中位層四〇%、下位層一六%、最下層四%となっている。

### ⑨ 規制

各国のプラットフォーム運営者に対して、規制当局の規制が適切かどうかを調査しており、適切かつ妥当、不十分で不適切、過剰規制などの回答が集計されている。英国の場合、負債型モデルは、適切かつ妥当八三%、不十分で不適切八%、過剰規制三%と回答している。また、株式型は、それぞれ八四%、三%、三%であり、わずかに負債型モデルを上回っている。他の欧州諸国の株式型で、適切かつ妥当という回答の比率は、アイルランド一〇〇%、ベネルクス九〇%、ドイツ八四%などを除くと、四〇%〜六〇%台であり、英国のプラットフォームの規制に対する満足度は相対的に高いといえるだろう。

### 3 アメリカの株式投資型クラウドファンディング

次に、アメリカについてみてみよう。なお、このレポートでは、ラテンアメリカを含んで集計されている場合やカナダを含んで集計されている場合もあるが、米国、カナダおよびラテンアメリカの総額に占めるラテンアメリカおよびカナダの割合は、それぞれ二・五%、一・五%であり大勢に影響はない。二〇一三年から二〇一八年のアメリカのクラウドファンディングの総額は、二〇一三年四四・〇億ドル、二〇一四年一一五・六億ドル、二〇一五年二八四・〇億ドル、二〇一六年三四五・三億ドル、二〇一七年四二八・一億ドル、二〇一八年六一・四億ドルとなっており、この五年間に約一四倍に増加している（図表6参照）。

① 種類別の市場規模

米国およびカナダの種類別クラウドファンディングの規模は、一貫して消費者向けP2P市場型貸付が最も大きな割合を占めている。これと消費者向けバランスシート・レンディングとを合計すると、二〇一八年では三三九・二億ドルで、全体の五三・八%を占めている。逆に、事業者向けP2P市場型貸付、事業者向けバランスシート・レンディングおよび株式投資型クラウドファンディングの合計額は一四九・三億ドル、二四・四%である。さらに、株式投資型クラウドファンディングだけの規模は、五・一億ドル、〇・八%であり、クラウドファンディング全体の中ではその割合は低位である（図表7参照）。

② 機関化

アメリカにおいても機関化が進展している。特に米国の割合は八八%となっており、ラテンアメリカ四九%、カナダ五四%を大きく上回っている。種類別にみると、消費者向けバランスシート・レンディング九五%が最も高く、以下は消費者向けP2P市場型貸付九四%、事業者向けバランスシート・レンディング八三%、不動産向けP2P市場型貸付七八%、事業者向けP2P市場型貸付七三%などとなっており、株式投資型クラウドファンディングは二八%と低位である。この分野については、個人投資家中心の市場といえる。

③ イノベーション

プラットフォームのビジネスモデルのイノベーションについては、重要な変更有、軽微な変更有、変更なしの

図表6 アメリカのクラウドファンディングの市場規模

(10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
アメリカ	4.40	11.56	28.40	34.53	42.81	61.14
カナダ	0.04	0.09	0.21	0.33	0.87	0.91
総額	4.44	11.65	28.61	34.86	43.68	62.05
成長率		162.4	145.6	21.8	25.3	42.1

(出所) The Centre for Alternative Finance (CCAF) [2020], p139をもとに作成。

回答を集計しており、米国のプラットフォームは、重要な変更有一六％、軽微な変更有三四％、変更なし五〇％となっている。それに対し、カナダはそれぞれ四五％、一九％、三五％、ラテンアメリカは二二％、二九％、四九％となっており、米国のプラットフォームのイノベーションに対する積極性は、カナダと比較すると必ずしも高いといえないが、英国と比較するとはほぼ同程度といえる。他方、種類別で見ると、負債型クラウドファンディングは、それぞれ二七％、七三％、

図表7 米国およびカナダの種類別のクラウドファンディングの市場規模

(10億ドル、%)

	2014年		2015年		2016年		2017年		2018年	
	金額	割合								
消費者向けP2P市場型貸付	7.64	66.1	17.29	62.3	21.05	60.9	14.66	34.2	25.39	41.5
事業者向けバランスシート・レンディング	1.11	9.6	2.25	8.1	6.00	17.4	6.73	15.7	12.39	20.3
不動産向けバランスシート・レンディング	—	—	—	—	—	—	0.67	1.6	9.53	15.6
消費者向けバランスシート・レンディング	0.69	6.0	3.07	11.1	2.94	8.5	15.20	35.5	7.52	12.3
事業者向けP2P市場型貸付	0.98	8.5	2.58	9.3	1.33	3.9	1.45	3.4	2.03	3.3
不動産型クラウドファンディング	0.13	1.1	0.47	1.7	0.81	2.3	1.85	4.3	1.79	2.9
不動産向けP2P市場型貸付	0.13	1.1	0.78	2.8	1.04	3.0	1.23	2.9	0.66	1.1
株式投資型クラウドファンディング	0.27	2.3	0.59	2.1	0.55	1.6	0.24	0.6	0.51	0.8
購入型クラウドファンディング	0.46	4.0	0.60	2.2	0.55	1.6	0.41	1.0	0.38	0.6
寄付型クラウドファンディング	0.15	1.3	0.14	0.5	0.22	0.6	0.18	0.4	0.31	0.5
収益分配	—	—	—	—	0.02	0.1	0.01	0.0	0.25	0.4
その他	—	—	—	—	—	—	0.07	0.2	0.23	0.4
インボイス取引	—	—	—	—	—	—	0.11	0.3	0.14	0.2
負債型クラウドファンディング	—	—	—	—	0.03	0.1	0.00	0.0	0.01	0.0
総額	11.56	100.0	27.77	100.0	34.54	100.0	42.81	100.0	61.14	100.0

(出所) The Centre for Alternative Finance (CCAF) [2020], p139をもとに作成。

○%、また不動産型クラウドファンディングは、○%、一〇〇%、○%となっており、すべてのプラットフォームが何らかの変更を行っている。貸付型に関しては、P2P市場型貸付は変更なしが四四〜五〇%を占めているのに対し、バランスシート・レンディングでは、消費者向け二六%、不動産向け三三%となっており、事業者向け六三%を除くと、バランスシート・レンディングのほうの変更を加えているようである。なお、株式投資型はそれぞれ二五%、四二%、三三%となっており、三分の二のプラットフォームにおいて、何らかのビジネスモデルに変更が加えられたことがわかる。

#### ④ 国際化

国際化については、ラテンアメリカでは資金の流入一四%、流出二%となっており、流入の割合がかなり高くなっているが、カナダはそれぞれ四%、三%であり、米国はともに一%となっており、国際化については極めて低位であることがわかる。また、種類別にみると、事業者向けバランスシート・レンディングは、それぞれ一九%、四八%、インボイス取引は二三%、三九%とかなり高い比率を示しているが、消費者向けP2P市場型貸付はそれぞれ七%、一%、事業者向けP2P市場型貸付は一%、四%と低位である。株式投資型クラウドファンディングは、それぞれ一%、一二%となっており、やや流出はみられるものの、国際化が進展しているとはいえない。

#### まとめ

以上、CCAFの報告書の株式投資型クラウドファンディングに関するデータを中心に紹介した。この報告書のデータから以下の点が示唆される。

まず、二〇一八年の世界全体の株式投資型クラウドファンディングの市場規模は、一五億ドルとなっており、

国別では英国五・〇億ドルと米国五・一億ドルが突出している。その反面、日本の市場規模は、日本証券業協会の統計によると、二〇一七年四・七億円、二〇一八年一二・八億円となっている。これをドル換算すると、〇・一億ドル程度であり、はるか後塵を拝していることがわかる。

次に、この報告書では、英国の株式投資型クラウドファンディングの金額が大きいだけでなく、中小企業金融やベンチャーファイナンスに占める割合も相対的に高いことが明らかにされているが、その理由については必ずしも明らかではなく、今後検討を重ねる必要がある。現段階では、以下の点が示唆される。

① 規制の妥当性・英国の規制はFSAによって担われている。FSAの規制の実態に関しては明らかではないが、公表資料からはプラットフォーム運営者に対してきめ細やかな監督が行われているように見受けられる。<sup>(3)</sup> また、このCCAFの報告書でも、規制の適切性に関してかなり高い評価が下されていることから、規制によって市場拡大が促されている可能性がある。

② プラットフォームのイノベーション・この報告書では、英国のプラットフォーム運営者はイノベーションに積極的に取り組んでいることが示唆されている。株式投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営者が具体的にどのようなイノベーションに取り組んだのかについては明らかではないが、このようなイノベーションが市場拡大を促進した可能性も考えられる。<sup>(4)</sup>

③ IPO案件の登場…二〇一五年七月にSeetisを通じて株式投資型クラウドファンディングによって一〇〇万ポンドの資金調達を行った<sup>(5)</sup>、事業者向け会計ソフトウェア開発会社「FreeAgent Holdings plc（二〇〇七年設立、本社エジンバラ）」が、二〇一六年一月、ロンドン証券取引所AIMに上場し<sup>(6)</sup>、株式投資型クラウドファンディング案件のIPOとして注目された<sup>(7)</sup>。このことは、株式投資型クラウドファンディングの注目度を高め、市場

拡大に貢献したと思われる。

さらに、これらの点は日本における株式投資型クラウドファンディング市場の拡大を考える上でも重要であると思われる。特に、株式投資型クラウドファンディングによって資金調達を行った会社株式の流動化については、規制上の改革だけでなく、プラットフォーム運営者の工夫も不可欠だと思われる。

(謝辞) 本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト(二〇連二七七…デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性)の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

#### 注

- (1) 同報告書に依拠した記述については、煩瑣さを避けるために、該当箇所の注記を省略した。
- (2) 中国市場の落ち込みは、規制強化が主因であるとされている。中国の規制に関しては、李立榮「二〇一七」参照。
- (3) 拙稿「二〇一五」参照。
- (4) 例えば、英国のプラットフォームである、Seed&Sparkが株式投資型クラウドファンディングによって資金調達した会社株式の流通市場を形成する取り組みを企画していることが報じられている。「Placing trades: An attempt to bring liquidity into a new market', *The Economist*, May 20<sup>th</sup>, 2017, p.61」参照。現在、同プラットフォームでは流動化が行われているようである。

<https://www.seedrs.com/secondary-market?context=secondary> (二〇二〇年九月二十八日、アクセス)

- (5) SeedrsのHP、参照。

<https://www.seedrs.com/freeagent> (二〇二〇年九月二八日、アクセス)

(6) London Stock Exchange Group の「注」参照。

<https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/london-stock-exchange/equities-markets/raising-equity-finance/market-open-ceremony/london-stock-exchange-welcomes-freeagent-aim> (二〇二〇年九月二八日、アクセス)

(7) ネットニュース「注」SaasGarage「Lessons from a young Scottish company (FreeAgent) that listed on the stock exchange」(February 9, 2017)

<https://saasgarage.com/news/portfolio/freeagent-ipo-experience/>

CITY.A.M「From crowdfunding to IPO in 16 months: Edinburgh tech company claims UK first with Aim flotation」(Wednesday 16 November 2016 2:31 pm)

<https://www.cityam.com/crowdfunding-ipo-16-months-edinburgh-tech-company-claims-uk/> (二〇二〇年九月二八日、アクセス)

参考文献

- ・ Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) [2020] “The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report: Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models”, April 2020
- ・ 松尾順介「英国の投資型クラウドファンディング規制」『証研レポート』一六九二号、二〇一五年一〇月、一〇～二二頁
- ・ 松尾順介「英国のクラウドファンディング市場—FCAによる新規制導入後の市場動向—」第九六号、二〇一六年十二月、二

一～四一頁

・李立榮「二〇一七」「急成長する中国のオンライン・オルタナティブ・ファイナンスと課題」『野村資本市場クォーターリー』二〇一七冬号

(まつお じゅんすけ・客員研究員)