

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—

松尾 順介

要 旨

本稿では、2014年4月にFCAによって新規制が導入された、英国のクラウドファンディング市場の動向について、ケンブリッジ大学オルタナティブ・ファイナンス・センターおよびNestaによる報告書“Pushing Boundaries : The 2015 UK Alternative Finance Industry Report”にもとづいて紹介した上で、日英のクラウドファンディング市場の相違について検討する。

まず、直近の英国のクラウドファンディング市場について、同報告書は以下の点を注目点として挙げている。①事業者向け金融に占めるシェアが拡大し、クラウドファンディングによる事業融資は、2015年の英国の銀行による小規模企業向け新規融資総額（2014年63.4億ポンド）の13.9%に相当するものと推測される。②機関化が進展し、2015年のP2Pの消費者融資の32%およびP2P事業融資の26%が機関投資家の資金によって占められている。③寄付型も急成長しており、2014年200万ポンドに過ぎなかったが、2015年には1200万ポンドと約500%増となっている。④不動産向けのクラウドファンディングは、融資と株式投資を合わせると、2015年約7億ポンドに達している。⑤株式型クラウドファンディングが2015年に二番目に高い成長率を記録し、2014年8400万ポンドから2015年3億3200万ポンド増加し、295%の増加となっている。不動産向けの8700万ポンドを除くと、2億4500万ポンドであり、英国のシードおよびベンチャー株式投資（2015年15.7億ポンド）の15.6%に達している。さらに、2012年から15年にかけて、1200件以上の資金調達案件があり、2015年には最初の2件の投資回収が報告されている。⑥現行規制に対する業界の満足度はかなり高く、P2P融資および株式型クラウドファンディングに係る現行規制について、90%以上のプラットフォームが現行規制を適切かつ妥当と回答している。⑦最大のリスク要因は、プラットフォー

*本研究は、桃山学院大学2015年度特定個人研究費の助成を受けたものです。また、本稿を作成する際、中野瑞彦氏（桃山学院大学）より貴重なご教示を頂戴しました。厚く御礼申し上げます。

ムの悪用および不法行為とされ、知名度の高いプラットフォームが不法行為によって破綻するリスクが挙げられている。このように、同報告書は2015年の市場動向について、クラウドファンディング業界は、規制上の支援や政策的支持だけでなく、市場成長、ビジネスモデル、周知性、企業のパートナーシップ、機関化、商品の革新、国際的拡大という面で成長しているとしている。つまり、英国のクラウドファンディング市場は、複合的で柔軟性があり、動的かつ急速な成長を遂げつつあることが示されている。

その一方、日本のクラウドファンディング市場も成長しているものの、英国に比べると、新規参入、市場規模および市場参加者において、英国の後塵を拝している状況である。このような相違の背景には、規制のあり方、P2P 融資市場の相違、税制インセンティブの相違などが指摘できる。

目 次

はじめに	8. 税制優遇措置
I. 英国の OAF 市場の概況	9. 将来の市場発展に関するリスク要因
1. 同市場の注目点	III. 英国 OAF の種類別の規模と成長
2. 同市場全体の規模と成長	1. P2P 事業融資
3. 同市場の種類別の規模と成長	2. P2P 消費者融資
4. 事業融資に占める市場シェアの拡大	3. インボイス取引市場
II. 英国の OAF 市場の最近の趨勢	4. 株式型クラウドファンディング
1. 資金調達者および提供者の変化	5. 成果還元型クラウドファンディング
2. 女性参加者	6. コミュニティ・シェア
3. プラットフォーム数の変化	7. 寄付型クラウドファンディング
4. プラットフォームの変化	8. ペンション・レッド・ファンディング市場
5. 機関投資家の変化	9. 負債証券
6. クロスボーダー取引と国際化	まとめ
7. 規制に対するプラットフォームの満足度	

はじめに

英国では、2014年4月、FCAによって株式型クラウドファンディング規制が導入された¹⁾。この規制導入は、先進国の投資型クラウドファンディング規制としては、2012年4月に成立し

た、米国の JOBS 法に続くものであるが、米国ではクラウドファンディングに関する SEC 規則の制定が遅延していたため、英国の規制導入は先進事例として注目された。また、英国の規制は、JOBS 法におけるクラウドファンディング規制と共通する面を有する一方、独自性も有しており、この規制によって市場の拡大・発展

が促進されるのかどうか、規制導入後の市場動向が注目されている。

そのような状況の下、2016年2月、ケンブリッジ大学オルタナティブ・ファイナンス・センター (Cambridge Centre for Alternative Finance²⁾) および Nesta³⁾によって、“Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report”⁴⁾と題する調査報告書が公表された。この調査は、KPMG⁵⁾の協力とCMEグループ財団⁶⁾の支援の下に行なわれたものであり、規制導入後の英国のクラウドファンディング市場の動向が詳しく調査・分析されており、興味深い内容となっている。

そこで、本稿では、上記報告書の内容をその記述に即して紹介した上で、最後に日本のクラウドファンディング市場と比較・検討する。結論としては、英国のクラウドファンディング市場が急速な成長を示していることに比べると、日本の市場は成長しているものの、その規模や成長において、はるか後塵を拝している状況にあると言わざるを得ない状況であり、その要因として、規制のあり方の相違、P2P融資市場の差および税制インセンティブの差などを指摘する。

I. 英国 OAF 市場の概況

1. 同市場の注目点

この調査では、クラウドファンディングのようなインターネットによる代替的金融手法をオンライン・オルタナティブ・ファイナンス (以下、OAF) と呼んでおり、英国のOAF業界の市場規模は、2015年32億ポンドに達したとしている。これは2014年の17.4億ポンドに比して

84%の増加である。もっとも2013-14年の成長率は161%であったことから、成長率は低下しているものの、この業界は全種類にわたって拡大を記録している。

このような拡大について、同報告書は以下の点に注目している。

- ① 事業者向け金融に占めるシェアの拡大：2015年、約2万社の中小企業がOAFによって22億ポンドの資金調達を行った。このうち融資総額は、18.4億ポンドであり、これは英国の事業融資総額約530億ポンド (イングランド銀行の2014年データ) の3.43%に達している。このOAFの事業融資のデータには、ピア・ツー・ピア (peer-to-peer, 以下P2P) の事業融資、インボイス取引 (invoice treading), 負債証券 (debt based securities) が含まれている。なお、小規模企業部門だけに限定すれば、P2Pの事業融資 (不動産を除く) は、2015年の英国の銀行による小規模企業向け新規融資総額 (2014年63.4億ポンド) の13.9%に相当するものと推測している。
- ② 機関化の進展：2015年のOAF市場において、機関投資家の関与が拡大しており、P2Pの消費者融資の32%およびP2P事業融資の26%が機関投資家の資金によって占められている。
- ③ 寄付型の急成長：寄付型クラウドファンディングは、2014年200万ポンドに過ぎず、相対的に小さな割合を占めるに過ぎなかったが、2015年には1200万ポンドと約500%増となっている。
- ④ 不動産向けOAFの知名度が最も高い：不動産向けOAF投資は、OAF全部門のうち最も知名度が高く、融資と株式投資を合わせ

図表1 英国 OAF 資金調達額 (2013-15年) (単位: 10億ポンド, %)

2013年		2014年		2015年	
資金調達額	成長率	資金調達額	成長率	資金調達額	成長率
0.666	-	1.74	161	3.2	84

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.11より作成

図表2 英国 OAF 資金調達額 (2015年, 四半期ベース) (単位: 100万ポンド, %)

第1四半期		第2四半期		第3四半期		第4四半期		合計
資金調達額	成長率	資金調達額	成長率	資金調達額	成長率	資金調達額	成長率	
623.65	-	749.02	20.1	860.62	14.9	965.82	12.22	3200

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.11より作成

ると、2015年約7億ポンドに達している。

- ⑤ 株式型クラウドファンディングの急成長と最初の出口確保: 2015年に二番目に高い成長率を記録したのは、株式型クラウドファンディングであり、2014年8400万ポンドから2015年3億3200万ポンド増加し、295%の増加となっている。不動産向けの8700万ポンドを除くと、2億4500万ポンドであり、英国のシードおよびベンチャー株式投資(2015年15.7億ポンド)の15.6%に達している。さらに、2012年から15年にかけて、1200件以上の資金調達案件があり、2015年には最初の2件の投資回収が報告されている。
- ⑥ 現行規制に対する業界の満足度の高さ: P2P 融資および株式型クラウドファンディングに係る現行規制について、業界関係者に対して調査したところ、90%以上のプラットフォームが現行規制を適切かつ妥当と回答している。
- ⑦ 最大のリスク要因としてのプラットフォームの悪用および不法行為: 今後の市場の成長にとって最大のリスク要因をプラットフォーム関係者に調査したところ、最も多数の回答として、一つ以上の知名度の高いプラットフォームが不法行為によって破綻するリスク

が挙げられ、この回答は調査対象プラットフォームの57%を占めている。

上記のように、2015年のOAF業界は、規制上の支援や政策的支持だけでなく、市場成長、ビジネスモデル、周知性、企業のパートナーシップ、機関化、商品の革新、国際的拡大という面で成長している。つまり、英国のOAF市場は、複合的で柔軟性があり、動的かつ急速な成長を遂げつつあると評価されている。

2. 同市場全体の規模と成長

前述のように、英国のOAF市場の拡大がみられ、それは融資、投資、寄付によって促進され、2015年には32億ドルに達している(図表1参照)。2015年の四半期データでは、その成長率は20.1%、14.9%、12.22%と低下している(図表2参照)。なお、2015年の工業成長率低下が55~60%であると仮定すると、2016年の市場規模は50億ポンドに達すると予想している。

3. 同市場の種類別の規模と成長

OAFの区分は、複合的かつ横断的な側面が拡大しているため、単純には区分しにくくなっている。したがって、同報告書は、種類別の定義を一新し、下記の定義のもとに集計を行って

いる (図表3 参照)。

これによると、まずP2Pの事業融資が金額面で最大であり、14.9億ポンドが中小企業に融資されている。なお、この種類の2013-15年の成長率は194%となっている。

次に、P2Pの不動産向け融資は、6.09億ポンドであり、融資先の大半は中小の不動産開発事業者であり、内訳は住宅および商業用不動産開発である。他方、資金の貸し手は機関投資家である。

なお、前述のように、小規模企業部門だけに限定すれば、P2Pの事業融資(不動産を除く)は、2015年の英国の銀行による小規模企業向け新規融資総額の13.9%に相当するものと推測している。

第三に、P2P消費者融資は9.09億ポンドであり、2014年の5.47億ドルから66%増加し、急成長するとともに英国の消費者に効率的な消費者信用を提供している。さらに、消費者融資プラットフォーム数の増加は、企業連携の強化や他業界の参入によって、借り手の拡大につながっている。また、いくつかの消費者融資プラットフォームは、機関投資家および政府系資金の流入に後押しされ、事業融資にも参入している。

第四に、インボイス取引は、中小企業と個人または機関投資家間で割引手形を取引する、OAFチャンネルである。2015年は対前年比20%の増加で、3.25億ポンドとなっている。過去の成長率に比してその伸びは低下している。

図表3 英国の種類別 OAF (2015年)

(単位: 万ポンド)

種類名	定義	金額
P2P 事業融資	個人または機関投資家と事業会社間の担保付または無担保の融資取引、大半は中小企業	149,000
P2P 事業融資 (不動産)	個人または機関投資家と事業会社間の不動産向け融資取引。大半は不動産開発事業者	60,900
P2P 消費者融資	個人または機関投資家と単独の個人との間の融資取引。大半は無担保の個人向け融資	90,900
インボイス取引	事業会社によるインボイスまたは受取手形の売付け。売付先は主に富裕層個人または機関投資家のプール	32,500
株式型クラウドファンディング	登録証券の売付け。売手の大半はアーリーステージ企業、買手はリテールの洗練された投資家および機関投資家	33,200
株式型クラウドファンディング (不動産)	個人による不動産への直接投資。通常はSPVの登録証券の売付けによる	8,700
コミュニティ・シェア	協同組織、地域貢献組織および地域慈善組織によって発行された、引出可能な株主資本	6,100
成果還元型クラウドファンディング	資金提供者は非金銭的な成果ないし生産物を期待して資金提供主に中小企業のオーナーまたは経営者がペンションファンドの積立金を、その事業に再投資できるようにするもの。知的財産権が担保として使われることもある	4,200
ペンション・レッド・ファンディング	資金調達者が資金提供者に対して金融上の法的義務を負わない非投資モデルであり、資金提供者は金銭または実物のリターンを期待しない	2,300
寄付型クラウドファンディング	資金提供者は金銭または実物のリターンを期待しない	1,200
負債証券	個人が固定金利の負債証券(主に担保付きまたは無担保社債)を購入する。満期時に資金の借り手は元利金を支払う	620

[出所] Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.13より作成

英国のクラウドファンディング市場

第五に、株式型クラウドファンディングは、2015年に最も急速に成長した分野であり、資金調達額では3.32億ポンド、年率295%である。なお、このうち0.87億ポンドは不動産向けのクラウドファンディングが占めており、この場合、個人のシンジケートが不動産の持分を受け取る。つまり、オンライン・プラットフォーム上のSPVの登録証券を受け取る。また、投資家はその持分に依じて、不動産収益もしくは利子を受け取ることになる。不動産向けクラウドファンディングを除くと、株式型クラウドファンディングの資金調達額は、2.45億ポンドである。これは、2014年の英国のベンチャーキャピタル出資総額が2.93億ポンドであった(BVCA⁷⁾のデータ)ことに比肩している。また、Beauhurst⁸⁾のデータでは、シードおよびベンチャーの資金調達額は、2014年8.74億ポンド、2015年15.74億ポンドとされている。

第六に、成果還元型クラウドファンディングは、英国において定着している。国内および国外拠点のプラットフォームがあり、調達金額および周知性の面で成長している。

第七に、寄付型クラウドファンディングは、全分野のうち最も急速に成長し、前年比507%増、0.12億ポンドである。相対的に資金規模が小さいが、この分野の急成長はコミュニティおよびボランティア組織にとっては重要な意味を持ちうる。

第八に、コミュニティ・シェアは、0.61億ポンド、対前年比79%であり、ペンション・レッド・ファンディング (pension-led-funding) は、0.23億ポンドでほぼ横ばいである。投資家が長期および短期の再生可能エネルギー事業に投資する負債証券は、0.062億ポンドで、3年間の平均成長率は52%である。

4. 事業融資に占める市場シェアの拡大

前述のように、2015年、約2万社の中小企業がOAFによって22億ポンドの資金調達を行った。これは、2014年の10億ドルから120%増であり、資金調達企業数は7000社から186%増である。

さらに、不動産を除くP2P事業者向け融資は、中小企業の借り手の要求を満たしており、その平均融資額は、76,280ポンドである。なお、この融資が英国内銀行の中小企業向け新規融資額に対する比率は、2012年1%に過ぎなかったが、2013年3%、2014年12%、2015年13.9%に増加している。

また、株式型クラウドファンディングも、シード、スタートアップ、アーリーステージ企業および急成長企業に対する資金供給手段として、2012年から2015年にかけて徐々に定着してきている。

英国の株式型クラウドファンディングの増加基調は明白であり、2011年-15年の株式型クラ

図表4 英国における株式型クラウドファンディングとベンチャー投資額の動向 (単位: 100万ポンド, %)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
シードおよびベンチャーへの株式出資総額(A)	488	563	522	874	1574
ベンチャーキャピタルの出資総額	347	343	298	293	-
株式型クラウドファンディング総額(B)	1.7	3.9	28	84	245
A/B	0.3	0.7	5.4	9.6	15.6

[出所] Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.18より作成

ウドファンディングのシードおよびベンチャー株式出資に対する比率は、急速に上昇し、2011年0.3%から2014年9.6%、2015年15.6%へと上昇している(図表4参照)。また、株式型クラウドファンディングの案件総数も2013年175件から2014年323件、2015年720件へと増加している。

II. 英国 OAF 市場の最近の趨勢

1. 資金調達者および提供者数の変化

同報告書によると、OAF市場の拡大につれて、資金調達者および資金提供者数も増加している。資金提供者については、約109,000人が資金提供を行なっている。これはかなりの重複計算を含んでいると考えられるものの、市場参加者のすそ野の広がりを示すものである。

他方、2015年の資金調達者数は、254,721であり、第1四半期36,000、第2四半期48,734と低位であったものの、第3四半期88,779、第4四半期80,351と後半に伸びている。なお、このうちの一定割合は、複数回の資金調達を行なっていると指摘されている。

2. 女性参加者

OAF市場は拡大しているものの、OAF市

場、とりわけ株式型クラウドファンディングでは、ジェンダーギャップが残っていることも指摘されている。

同報告書では、株式型クラウドファンディングで資金調達を行なった、約8%の資金調達者または起業家が女性であるとしている。この数字は、オフラインのベンチャーキャピタルおよびエンジェルキャピタルの場合よりも高いとされる。しかし、このギャップはやがて必ず埋められるものとされる。他の種類のOAFでは女性参加率がかなり高く、P2P融資プラットフォームにおいては、借り手の中小企業の21.1%が女性であり、成果還元型プラットフォームでは46.2%、寄付型プラットフォームでは65.5%が女性であるというのがその理由である。

逆に、資金提供者では、株式型クラウドファンディングプラットフォームを利用した市場参加者の23.2%が女性であるとされている。また、P2P消費者融資では29.5%、P2P事業融資では34%、寄付型では55%である。さらに、負債証券でも、女性比率は相対的に高く、45.5%を占めており、資金調達者の5%とは対照的である。なお、成果還元型では、資金提供者も調達者もともに46%が女性となっている(図表5参照)。

図表5 プラットフォームへの女性参加率(2013-15年)

(単位: %)

	資金調達者	資金提供者
負債証券	5.0	23.5
株式型クラウドファンディング	7.8	25.5
ペンション・レッド・ファンディング	11.6	29.5
P2P事業融資	21.1	34.1
P2P消費者融資	25.5	45.5
成果還元型クラウドファンディング	46.2	45.5
寄付型クラウドファンディング	65.5	55.5

[出所] Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.22より作成

図表6 OAF 市場への新規参入

	2004年以前	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
新規設立	2	2	1	0	1	1	4	5	10	16	23	16	6
取引開始	1	0	0	0	1	1	2	3	4	11	18	24	14

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.23より作成

3. プラットフォーム数の変化

同報告書の2015年のデータでは、AF市場が確立されたものになりつつあることが示されている。以前の調査以降、少なからぬプラットフォームが鳴りを潜めたり消滅したりしたが、2014年には24の新規プラットフォームが取引開始し、2015年には14の新規プラットフォームが取引開始した。このことは、新規参入数が高原状態に入りつつあることを示すものと推測している。OAFを活性化させているプラットフォームを見ると、この市場の成長が、既存プラットフォームの資金額の増大と、プラットフォームの新規参入によって促進されていることは明白であるとされる。

図表6に示された通り、この3年間に多数のプラットフォームが設立または取引開始している。ただし、この数字は2013年から15年にかけて低下している。なお、設立から取引開始までの平均年数は、P2P事業融資プラットフォームで1.16年、株式型プラットフォームで1.27年となっており、この期間は、FCAへの登録手続きに費やされていると説明されている。

4. プラットフォームの変化

市場の競争激化によって、各プラットフォームは、新しい分野への進出だけでなく、資金調達者や資金提供者の関心を引くため、テレビなどの旧来型広報およびオンライン広報やマーケ

ティング・チャンネルを活用していることが報告されている。特に、ロンドンでは、P2P融資、成果還元型および株式型クラウドファンディング・プラットフォームが新規顧客開拓のために屋外広告、バス、タクシーまたは電車広告を利用している。さらに、各プラットフォームは、独立系フィナンシャルアドバイザー（IFA）、業界団体、金融機関（コマーシャルブローカー等）へのマーケティングを開始し、中小企業の周知性を高め、そのサービスの利用を促そうと注力している。さらに、一般的な周知性を高めるだけでなく、各プラットフォームは、公的および民間部門のパートナーシップを利用して、質の高い資金調達者および資金提供者あるいは機関投資家を獲得しようとしている。例えば、39の英国の大学がその卒業生に呼びかけてプロジェクトの資金調達を行なう際、OAFを利用している。また、多数の地方の行政機関が地元の中小企業の資金調達のためにOAFプラットフォームと連携するか、地元プロジェクトの資金調達のためにAFを導入している。同報告書ではこのような事態は垣根を押し広げるもの、つまり伝統的な業界を融合するものであるとしている。さらに、政府の中小企業委託スキーム（SME referral scheme）が発展しており、多数のプラットフォームは、質の高い資金調達者を獲得し、より多数の中小企業に資金提供するために、双務的委託連携を金融機関（サンタンデール、RBS、メトロバンク）と締結してい

図表7 分野別の機関投資家資金の割合 (2015年, 加重平均) (単位: %)

	2015年 (通年)	四半期	
P2P 消費者融資	32	第1 四半期	17
		第2 四半期	30
		第3 四半期	38
		第4 四半期	38
P2P 事業融資	26	第1 四半期	28
		第2 四半期	19
		第3 四半期	26
		第4 四半期	30
P2P 事業融資 (不動産)	25	第1 四半期	22
		第2 四半期	22
		第3 四半期	23
		第4 四半期	31
株式型クラウドファンディング	8	第1 四半期	9
		第2 四半期	3
		第3 四半期	9
		第4 四半期	10

【出所】 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.27より作成

る。最後に、AF 業界も発展し続けており、いくつかのオンライン・アグリゲーターが出現し、事業者を中心とする資金調達者とプラットフォームを結びつけるための新規チャネルやサービスを提供していることも報告されている。

5. 機関投資家の変化

OAF 市場に対する銀行や投資ファンド等の機関投資家の関心ないし関与の高まりを反映して、同報告書では、これら新規の資金提供者によるパートナーシップの水準と金額を調査することが試みられている。その結果、2015年には、1,031の機関投資家が英国のプラットフォーム上で融資または株式によって資金提供していることが明らかにされている。また、45%のプラットフォームが機関投資家の関与を報告しており、これは2013年11%、2014年28%から大きく上昇している。特に、2015年について四半期ごとにみると、第1 四半期は35%であるが、第4 四半期には50%を上回っている。さらに注目

すべきことは、2015年の第2および第4 四半期において、報告してきたプラットフォームの10%超が機関投資家の資金が総資金調達額の80%を占めていると報告している。

図表7の通り、2015年、P2P 消費者融資32%は機関投資家の資金によるものであり、四半期ベースでは、第1 四半期17%、第2 四半期30%、第3、第4 四半期38%と増加しており、この傾向は2016年も引き継がれると推測されている。また、同年のP2P 事業融資の26%が機関投資家の資金であり、不動産融資については25%である。ただし、株式型については8%に過ぎない。ここでの機関投資家は、各種類によって大きく異なっており、P2P 融資では、伝統的な銀行やミューチュアルファンド、年金基金、ヘッジファンドおよび資産運用会社が相対的に大きな割合を占めているとされている。さらに、地方政府機関やブリティッシュ・ビジネス・バンクなど、公的ないし政府機関もまたAF チャネルを通じて中小企業に活発に融資しているといわれる。P2P と比較するとその比率

図表8 英国のプラットフォームにおけるクロスボーダー取引の割合 (単位:プラットフォーム数)

	0	1-5	6-10	11-20	21-30	31-40	41-50	51-60	61-70	71-80	81-90	91-100
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
資金流入	33	18	7	8	4	1	1	1	1	1	0	1
資金流出	64	2	2	1	1	1	0	0	0	0	0	4

[出所] Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.28より作成

や金額は小さいが、株式型、成果還元型、寄付型クラウドファンディングでも、機関投資家やマッチファンディングの資金が行き渡りつつあるとされる。実際、いくつかの機関投資家はAFプラットフォームに対する認識を高めつつあるようである。さらに、プラットフォーム所有ないし直営の上場投資信託、ファンドおよびピークルが登場しており、これをプラットフォームによるファンド運用業への参入開始の兆候としている。

6. クロスボーダー取引と国際化

英国のAF市場の発展の特徴の一つとして、近年国際的に拡張していることが指摘されている。2014年以降、この調査によって、P2P融資と株式型クラウドファンディング・プラットフォームが国境を超え、欧州全域から米国やオーストラリアに業務を拡大していることが明らかにされている。組織的拡大かM&Aによるかどうかはともかく、プラットフォームがその成長のために英国外を見据えていることは確かである。英国に本部を置くプラットフォームにとって、クロスボーダーの活動は、多国間協力や交渉の拡大につながることを指摘した上で、同調査では、各プラットフォームに海外からの資金流入と流出についての推計を提示することを求めた。その結果、英国のほとんどのプラットフォームにとって、資金の流出は皆無またはそれに近いが、逆に調査対象プラットフォームの半分以上が海外からの一定程度の資金流入を

報告している (図表8参照)。

資金の流出入額は各種類によって大きく変動しており、P2P事業融資プラットフォームの場合、クロスボーダー取引は、ごく少ないか、ほとんど報告されていない。また、株式型の場合、資金の流入および流出は、それぞれ11.55%、4.86%と報告されている。さらに、寄付型の資金の流出がかなり多いのは、米国拠点のプラットフォームの英国内での成功によるものであるとしている。

7. 規制に対するプラットフォームの満足度

2014年、FCAはP2P融資と株式型クラウドファンディングに関する規制を導入した。この規制は、一定の移行期間を経て、2017年に完全施行されることになっており、それまで1年超の期間があるものの、同調査は、FCAの規制についてプラットフォームがどのような見方をしているか、調査を行っている。その結果、大部分のプラットフォームが現行規制に対して満足を示していることが明らかとなったと説明している。それによると、調査対象のP2P融資プラットフォームの90.57%は、現行規制を「十分かつ適切」とし、逆に「厳格である」としたのは5.66%である。さらに、「過剰かつ厳格すぎる」としたのは、3.77%に過ぎない。また、これは株式型クラウドファンディングについても同様であり、89.47%のプラットフォームが投資型クラウドファンディング規制につい

図表9 将来的な市場発展のリスク要因

(単位: %)

項目\割合	非常に高リスク	高リスク	中リスク	低リスク	非常に低リスク
有名なプラットフォームの不正行為による破綻	20.80	36.50	28.10	12.50	2.10
サイバー・セキュリティ上の情報漏洩	18.80	32.30	35.40	12.50	1.00
デフォルトリスクまたは倒産率の顕著な上昇	13.50	33.30	41.70	10.40	1.00
有名なキャンペーン, 案件, 融資事案における詐欺行為	11.50	34.40	41.70	11.50	1.00
優遇税制の撤廃または変更	4.20	33.30	45.80	15.60	1.40
規制の変更	10.50	21.20	38.90	21.10	8.40
機関化による小口投資家の排除	3.10	21.90	30.20	33.30	11.50

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.34より作成

て「十分かつ適切」としている。逆に、「厳格である」としたのは7.89%である。さらに、「過剰かつ厳格すぎる」としたのは、2.67%に過ぎない。

FCAの規制の特徴は、オンラインとソーシャルメディアの双方の勧誘行為を対象とする点であるが、この点についても76.47%のプラットフォームが「十分かつ適切」としている。逆に、「過剰かつ厳格すぎる」としたのは20.59%となっている。

8. 税制優遇措置

英国政府は、OAFに対して支援を行っている。その支援は、市場に対する直接投資（P2P融資プラットフォームを通じてプリティッシュ・ビジネス・バンクが中小企業に対して6,000万ポンド以上を融資）するとともに、EISおよびSEISのような税制上のインセンティブを適用しており、株式型を中心に相当割合のプラットフォームによってこれが利用されているとしている。なお、2016年、政府は革新的金融型個人貯蓄口座（IFISA）を導入し、これはP2P融資に適用されている。

9. 将来の市場発展に関するリスク要因

同報告書は、将来の市場発展にとってプラッ

トフォームが何を最大のリスク要因とみなしているかを調査している。それによると、調査対象プラットフォームのうち、57%が単独ないし複数の有名プラットフォームの不正行為による破綻を「高いないし非常に高い」リスクとして指摘している（図表9参照）。今のところ、英国のプラットフォームでは、詐欺行為や不正行為のような不祥事はほとんどないが、業界の成長にともなって、ルールを逸脱したプラットフォームの事例が生じることは避けられないと見ている。欧州では、スウェーデンのプラットフォームが顧客からの預かり資産の誤用などの過失行為の疑いで業務停止となった事例がある。さらに、直近では、規制の緩い市場において、複数の有名なインターネット・ファイナンス・プラットフォームの破綻が相次いだ。将来的には、これらの破綻が投資家の信頼や世論の受け取り方や規制のあり方に対して、どのような影響をもたらすのか注目されるとしている。

また、調査対象プラットフォームの51%は、サイバー・セキュリティ上の情報流出を有害な効果を持つ要因とみている。

さらに、デフォルトリスクまたは倒産率の顕著な上昇も高いリスクと位置付けられており、これはプラットフォームの信用スコアリング、引受およびデューデリジェンス（特に株式

型)の能力と関連が強く、これらの能力次第で事業の長期の存続可能性が見極められるとしている。

また、ここでは頑健なリスク管理体制や取組は、高いリスク要因に位置づけられており、詐欺的な資金調達を排除ないし制限するのに役立つとされている。ただし、詐欺行為と事業の破綻を同一視することはできないことも指摘されている。特にアーリーステージの事業ならば破綻することもあり、一定割合のP2P融資がデフォルトするのは避けられない。重要なことは、プラットフォームが資金調達者の不正行為や詐欺行為の最少化に最大限の努力を行っているかどうか、さらに投資家などの資金提供者がそのリスクを明確に理解しているかどうかであると説明されている。

例えば、多数の成果還元型クラウドファンディングのプロジェクトに対する大きな難題のひとつが、プロジェクト・デリバリーであり、75%の成果還元型クラウドファンディングのプロジェクトで遅延が生じている(特に大型の資金調達プロジェクトほど遅延する傾向にある)とされている。成果還元型クラウドファンディングが増加するにつれて、キャンペーンはその成果を還元するのに苦心する傾向にあり、昨年発生した最も深刻な不祥事は、小型ドローンのために230万ポンド調達した後に企業倒産した案件に絡むものである。消費者がその内在的リスクを理解するための教育が欠如している。さらに、資金調達者に対しても、成果実行の際の一般的な問題の理解、事業の見通しの管理手法、自身のビジネスプランや能力の認識について教育する必要があるとしている。

株式型については、昨年、初めて出口案件2件を実現し、これはこの分野で投資家に対して

金銭的リターンがもたらされる可能性を示すものとなったと評価している。ただし、これらの2案件の成功をより広い文脈で観察することが重要であるとしている。というのは、これらは過去3年間の英国での12000件超の資金調達案件のほんの一部であり、その中には破綻案件も数件あるからである。確かに株式型は、将来性を示しているが、その可能性は未知数であり、株式型の長期的可能性は、長期にわたる調査データで検証されるべきであり、長期的なリターンを安定的にもたらすかどうか検証されねばならないとしている。

さらに、投資家への優遇税制の変更など、政策の変更もOAFにとってはリスク要因であることを指摘している。市場はすでに税制インセンティブの変更が悪影響を受けることを経験しており、再生エネルギーの政府補助金カットに対して、あるクラウドファンディング・プラットフォームは、再生可能エネルギーに特化したビジネスモデルを変更したことをその事例として挙げている。

ただし、OAF市場では、機関投資家の関与が上昇しているにもかかわらず、機関化による小口投資家の排除をリスク要因として指摘するプラットフォームは少ないと指摘している。

Ⅲ. 英国 OAF の種類別の規模と成長

1. P2P 事業融資

同報告書はP2P事業融資が、年々急速に成長しており、2015年14.90億ポンドに達したことに注目している(図表10参照)。ただし2014年の新規参入P2P事業融資プラットフォーム

図表10 P2P 事業融資 (100万ポンド)

	2013年	2014年	2015年	2015年			
				第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期
不動産を含む融資額 (成長率)	193	749 (288)	1490 (99)	-	-	-	-
不動産を除く融資額 (成長率)	-	-	881	188.44	200.82 (22)	224.28 (4)	267.88 (23)
不動産向け融資額			609	120.78	14681	152.96	188.12

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.37および38より作成

は6であったが、2015年は1に過ぎないとしている。

P2P 事業融資の最大分野は、不動産モーゲージおよび不動産開発であり、2015年6.09億ポンド、事業融資の41%を占めている。

不動産を除くと、2015年 P2P 事業融資の貸し手は、約1万社の中小企業であり、総額8.81億ポンドである。なお、P2P 事業融資の平均額は、76,280ポンドであり、平均貸し手数は347である。

平均的には、P2P 事業融資プラットフォームの貸し手の42.3%が自動ビIDDING/自動セクション設備（これは多数の P2P 融資プラットフォームで提供されている機能であり、貸し手が投資額、満期、リスク許容度を指定すると、プラットフォームは、事前に入力された設定に基づいた融資先に資金を配分するので、手動で貸付先を選ぶのとは対照的である）を使っており、貸し手は資金額、期間およびリスク許容度を入力するだけで、融資先を選ぶ必要はないとされている。P2P 事業融資額は、多数のプラットフォームがリバース・オークションから自動ビIDDINGの専用利用に移行するにつれ増加すると予想されている。自動ビIDDINGは、貸し手にとっても中小企業にとっても、高い確率で金利がわかるという点で市場効率性を高めるものであると評価されている。その一方で、自動ビIDDINGは P2P 事業融資プラッ

トフォームに対して、それらが有する引受や信用リスク管理能力の恒常的な改善が要求される。その理由として、プラットフォームは貸し手のために融資先の選別を行わなければならないことが挙げられている。

さらに、2015年は、P2P 事業融資の分野において、保証付融資の増加が指摘されている。特に、その傾向は、機械や不動産のような固定資産向けの融資において顕著であったとされる。保証付融資は、資金規模の大きな複雑な案件にみられ、保証付き融資の増加は、自動ビIDDINGとあいまって、プラットフォーム独自の引受機能を向上ないし開発させる方向に導くか、あるいは保証付融資の流入を扱う外部の引受パートナーを模索する方向に導くか、どちらかであるとされる。さらに、P2P 事業融資における機関化の進展に伴い、厳格なデューデリジェンス手続きや信用リスク管理能力に対する関心や要望がさらに高まるものとみられている。

P2P 事業融資で資金調達している部門は、不動産・住宅を除くと、製造業であり、交通・公益事業がそれに続き、さらに金融・小売業が続いている。

2015年、P2P 事業融資のうち、不動産向けは6.09億ポンドに達し、P2P 事業融資の41%を占めるに至った。2015年の四半期ベースの資金調達額は、図表10のとおりであり、600以上の商

図表11 P2P 消費者融資

融資額	2013年	2014年	2015年				
			908.67	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
	287	547		176.60	217.63	253.02	261.42
成長率	-	91	66	-			

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.39より作成

業用または住宅開発に融資が実行された。その大半は、小規模ないし中規模案件であるとされる。また、不動産向けP2P融資は、さまざまな要素を包含しており、短期（12～18か月）のブリッジローンもあれば、長期（3～5年）の商業・住宅モーゲージや建設・開発事業の貸付もあるとされる。機関投資家からの資金は平均25%であり、他の分野に比べて相対的に高いが、いくつかのプラットフォームでは、75%に達している場合もあると説明されている。

さらに、革新的金融型ISAの導入によって、P2P不動産向け融資プラットフォームによっては、小口投資家の参入を予想して、融資単位を小口化していることも指摘されている。ある調査によると、英国の44%の個人投資家は、自分自身の住宅所有だけではなく、P2P融資のような形態で不動産市場への投資を拡大させることを望んでいるという。不動産に特化したP2P融資プラットフォームは、革新的金融型ISA導入に関しては、特に好意的であり、これによって2016年の市場規模の51%増が予想されている。

P2P不動産向け融資では、融資申し込みの平均27.5%を受け入れており、その融資の平均金額は522,333ポンドであり、2014年も662,425ポンドをやや下回ったとされている。平均融資額は前年対比で英国の住宅価格に連動しており、大型の開発案件よりも住宅・商業モーゲージにおいてP2P融資が利用されたことを反映していると説明されている。なお、P2P不動産融資

は、規制上の制約のために、個人所有の住宅モーゲージ（借り手にとっての最初の住宅）に対しては利用できない。平均的には、ひとつの融資案件に対して、490の貸し手が資金を提供しているとされている。

2. P2P 消費者融資

同報告書では、いくぶん成長率は低下しているものの、P2P消費者融資も拡大が続いていることが示されている（図表11参照）。2015年には、9.09億ポンドの融資が213,000以上の個人に実行され、その平均金額は6,583ポンドとされる。大半のP2P消費者融資の貸し手にとっては、市場の効率性を高め、分散投資によって信用リスクを削減するために、貸し手向けの専用自動ビiddingまたは自動セレクションシステムを使うのが一般的であるとされる。実際、98%の貸し手によって自動ビiddingまたは自動セレクション機能が使われているようである。P2P消費者融資プラットフォームでは、融資申し込みのうち受け入れられているのは、15.84%であるとされている。

ここでも機関投資家の貸し手が活発化しており、調査対象のP2P融資プラットフォームによると、市場全体の約32%にあたる、2.88億ポンドの機関投資家の資金が融資されたとのことである。ただし、米国に比べると、英国のP2P消費者融資市場は小口投資家に占められている割合が高いことが指摘されている。

革新的金融型ISAの導入によって、P2P消

図表12 インボイス取引市場

	2013年	2014年	2015年				
			第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	
融資額	97	270	324.66	57.19	73.77	86.94	106.76
成長率	-	178	20	-			

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.40より作成

費者融資においては資金総額の26%増が予想されている。融資の組成では、P2P消費者融資プラットフォームの中には、複数の企業とパートナーシップ契約を締結したものもあると指摘されている。これらのパートナーシップは、この部門の知名度向上に役立つとともに、案件の組成に重要な意味を持つものとなる。つまり、借り手に関するデータ収集能力を高め、信用スコアリングやリスク管理を強化することで、質の高い借り手を誘因することに資するものと推測されている。

3. インボイス取引市場

インボイス取引市場は、インボイス・レシーバブルを割引価格で取引しようとする中小企業の間で、資金調達手法として周知されてきているとされる。ただし、この市場の資金調達額は、2014年に178%の成長率を記録した後、2015年の成長率は20%にとどまっているものの、2015年の四半期データを見ると、第1四半期から第4四半期にかけて、上昇しており（図表12参照）、成長の原動力は示されていると推

測されている。

平均では、インボイス取引プラットフォームは、インボイスを取引しようとする全事業者の84.7%を受け入れており、平均的なインボイス取引額は57,094ポンドであり、1取引に12名の投資家が参加しているとされる。

2015年には、合計5015の事業者がこの取引を利用し、建設、テクノロジー、製造業がその中心であり、インボイス取引プラットフォームは、大手会計士事務所と提携し、案件の組成能力強化を図っているといわれている。

4. 株式型クラウドファンディング

2015年は、株式型クラウドファンディングにとって成長率245%を記録し、画期的な成長の年となったことが示されている（図表13）。なお、この成長のかなりの割合を、不動産向けが占めているため、不動産向けについては後述する。

不動産を除くと、株式型クラウドファンディングは、シード、スタートアップおよびアーリーステージに2,45億ポンドを資金提供してい

図表13 株式型クラウドファンディング

	2013年	2014年	2015年				
			第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	
投資額 (不動産を含む)	28	84	331.64				
投資額 (不動産を除く)			245.03	38.76	54.99	69.58	81.70
不動産投資額 (成長率)			86.58	13.09	23.16 (77)	35.70 (54)	14.63 (-59)
	-			-			

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.41および42より作成

る。この成長は、2015年の四半期データでも確認できる。平均の資金調達額は、523,978ポンドであり、2014年の199,095ポンドから大きく上昇している。これは株式型クラウドファンディングの成熟度を示すものであり、より大型かつレイターステージのベンチャー投資案件が増加したためと推測している。典型的な株式型クラウドファンディングのキャンペーンは、平均77の投資家が参加し、各投資家はプラットフォーム上で平均4～5（4.73）の案件に投資しているとされる。

2015年、総計720の事業者が株式型クラウドファンディングによって資金調達を行なったとされる。キャンペーンの平均的な受け入れ率は、20.59%であり、プラットフォーム上のキャンペーンの40.24%が投資資金を獲得するのに成功したとされる。テクノロジー、飲食、インターネット・Eコマース、不動産・住宅、メディア・出版がこの部門の著名な資金調達部門であると説明されている。

また、2015年は、株式型クラウドファンディングが投資家にリターンをもたらすことを示し始めたという点でも重要な年であったと評価されている。この部門では、初めて2例の出口案件が記録されるとともに、事業破綻も生じ、そのいくつかは有名な事案であったために、メディアでも報道された。この調査では、2015年の平均破綻率は5.5%であったが、株式型クラウドファンディングの大半が最近の2～3年に資金調達していることに注意しておく必要があるとしている。

投資家の側面では、2015年68,306の投資家が株式型クラウドファンディング・プラットフォームを利用しており、そのうち27%（14,446）は洗練された投資家または富裕層個

人であるとされている。この分野の特徴として、より伝統的な投資家の関与が高まっていることが挙げられている。つまり、ベンチャーキャピタルやエンゼル投資家数が増加し、クラウド投資家とともに、あるいは並行して投資を行なっているといわれる。ある事例では、ベンチャーキャピタルが直接クラウドファンディング・プラットフォームを通じて投資した。これによって投資対象企業へのベンチャーキャピタルの投資額が引き上げられるとともに、投資先企業の知名度を高めるという利点もあるとされる。実際、上位15の案件で、総額37.76百万ポンドの資金調達があったことを指摘し、このことは事業者が大きな金額を調達する上で役立っているとしている。

さらに、差別化と成長に向けたプラットフォームの努力によって、株式型ではイノベーションの展開が見られることも指摘されている。小型社債、転換社債、REITのような新規の金融商品は、株式型クラウドファンディングのプラットフォームによって主導され、開発された新規商品の例であるとされている。

他方、不動産向け株式型クラウドファンディングについては、株式型クラウドファンディングのうちかなりの割合を占めているため、独立に考察されている。不動産向け株式型クラウドファンディングは、投資家が単一または複数の不動産持分を取得することで、投資家が不動産を所有できるようにするものである。2015年、不動産向け株式型クラウドファンディングの87百万ポンドであり、資金調達プロジェクト数は174とされている。さらに、第1から第3四半期の成長率も高く、これは不動産向け株式型クラウドファンディングが高い潜在成長力を有していることを示すものであるとされている。ま

図表14 成果還元型クラウドファンディング

資金提供額	2013年	2014年	2015年				
			41.96	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
成長率	-	24	61	8.21	12.21	13.12	8.42

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.43より作成

た、2015年の特徴は、最速の資金調達記録であり、これは10分間で319名の投資家から843,100ポンドの資金調達が行なわれたことを意味しているとされる。

このような成長にもかかわらず、プラットフォーム上の平均の受け入れ率は相対的に低く、2.9%に過ぎないことが指摘されている。ただし、一旦受け入れられた案件の資金調達成功率は87%と高く、平均の資金調達額も820,042ポンドで、平均150名の投資家が参加しているとされる。他の分野とは異なり、不動産向け株式型クラウドファンディングは、概して小口の洗練された投資家および富裕層の個人に依存しており、不動産向け株式型クラウドファンディングに参加した、10,626名の投資家のうち、機関投資家に分類されるのは、3%に過ぎず、77%が洗練された投資家または富裕層の個人であるとされている。この傾向は、投資単位の小口化によるものであり、これによってさらに小口の個人投資家が誘引される傾向にあることが指摘されている。

5. 成果還元型クラウドファンディング

成果還元型クラウドファンディングは、クラウドファンディングそのものを意味するものとして受け取られており、その嚆矢は2001年にさかのぼることができるといわれる⁹⁾。その成長率は、2014年24%、2015年61%である(図表14参照)。プラットフォームにおけるプロジェクトの受け入れ率は、平均32.34%、そのうち

33.7%が資金調達に成功したとされている。2015年、合計6,633の案件がこの分野で資金調達しており、その平均資金調達額は1,379ポンドであり、資金提供者は858,553名で、1案件の平均は326名とされている。

成果還元型クラウドファンディングでは、創造的な分野のプロジェクトの人気の高まる傾向にあり、具体的には、映画、テクノロジー、メディア・出版、コミュニティまたはソーシャルビジネスなどが挙げられている。また、P2P融資や株式型と同様に、成果還元型プラットフォームと大手企業の連携が増加していることが指摘されている。例えば、Ben&Jerry's Join Our Core というプログラムは、欧州の社会的企業を支援・育成しており、現在までに100万ポンド超を調達しているといわれている。また、公的および民間セクターの組織によるマッチ・ファンディングも広がっている。例えば、国際開発局は、開発途上国の再生可能エネルギープロジェクトの資金調達にクラウドファンディングが有効かどうかを調査するため、クラウド・パワー・リサーチ・イニシアティブが開始されている。同様、Big Society Capitalによって、英国の社会的企業を支援するため500万ポンドのマッチ・ファンドの財団が設立されている。

2015年、地方政府、大学、政党さえもがそれぞれの分野で成果還元型クラウドファンディングを利用していることが指摘されている。例えば、プリモス市は市に利益をもたらす成果還元

図表15 コミュニティ・シェア

	2013年	2014年	2015年				
			第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	
資金提供額	15	34	60.79	13.17	13.17	13.17	21.28
成長率	-	127	79	-	0	0	61.58

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.44より作成

図表16 寄付型クラウドファンディング

	2013年	2014年	2015年				
			第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	
資金提供額	0.8	2	12.13	0.92	1.52	4.16	5.53
成長率							

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.44より作成

型クラウドファンディング・プロジェクトに60,000ポンドをマッチ・ファンディングで資金提供した。2016年、この部門を進化させる要因となりうるのは、企業クラウドファンディングの展開であるとされる。それは、大手企業が自社製品の初期段階の購入者と購入契約を取り交わすことによって、製品に対する関心の高さをテストし、それに対する反応を収集・追跡するために、利益還元型クラウドファンディング・プラットフォームを使うというものである。

6. コミュニティ・シェア

コミュニティ・シェアとは、協同組合規制に基づいて発行される出資証券の一種であり、2015年には、協同組合など79の組織がこれを使って資金調達したとされる。市場の動向は図表15の通りであり、平均の資金調達額は、309,342ポンドとされ、エネルギー系、レジャー・旅行、小売・卸売、スポーツ、食品・農業といった分野が資金調達を行なっているとされている。

7. 寄付型クラウドファンディング

図表16の通り、資金規模は極めて小さいもの

の、寄付型クラウドファンディングは、2015年に500%増を記録し、英国のOAF全体の中で最も拡大した分野であるとされている（図表15参照）。このことは、この分野の最大の利用者である、地域ないしボランティア組織がクラウドファンディングを有用な資金調達手段として受け入れ始めたことを示唆するものとされている。主な資金調達部門として、社会貢献・慈善、健康・ソーシャルワーク、社会的企業が挙げられている。

寄付型クラウドファンディング・プラットフォームの受け入れ率は66%であり、16,978のプロジェクトが資金調達を行ない、平均調達額は7,718ポンド、平均資金提供者数は41名である。また、資金調達者の反復率は2.5%である。

8. ペンション・レッド・ファンディング市場

2015年、この市場は伸び悩み、8%減となった（図表17参照）。受け入れ率は32.3%であり、平均の資金調達額は82,131ポンド、全資金調達者の12.3%は複数回の反復利用者であり、その大半は中小企業経営者またはオーナーである。彼らは自らのペンションファンドを自己投

図表17 ペンション・レッド・ファンディング

	2013年	2014年	2015年				
			第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	
資金調達額	25	25	23	5.58	3.68	6.41	7.33
成長率		0	-8				

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.45より作成

図表18 負債証券市場

	2013年	2014年	2015年				
			第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	
資金調達額	2.7	4.4	6.2	0.91	1.26	1.28	2.75
成長率		63	41				

〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.45より作成

資型個人年金（SIPP）などを通じて自身の事業に投資している。

9. 負債証券

担保付または無担保社債のような負債証券は、金融商品として規制されており、固定金利で発行される。負債証券の大半は、取引および譲渡可能であるといわれている。

負債証券を提供しているプラットフォームは、FCAの投資型クラウドファンディング規則によって規制され、デュー・デリジェンスおよびプラットフォーム上の募集内容の確認を遂行するとともに、投資家への資金の支払いと当該証券の登録を管理する（負債証券が売却される際、プラットフォームは所有権の移転を管理するとともにその支払も支援する）ものとされている。

市場の動向は図表18の通りであり、2015年、平均的な資金調達額は880,000ポンドとされ、平均の投資家数は496名とされている。

まとめ

以上、報告書の内容をその記述に即して紹介

した。同報告書では、英国のOAFにとって、2015年は画期的な年であったとし、市場は規模の点だけでなく、複合化や多様化の面で成長したと結論し、さらに、各プラットフォームが不動産のような新規分野に進出し続けており、銀行や投資ファンドのような機関投資家がOAFへの関与を深めていることを強調している。

この報告書の内容から、日英のクラウドファンディング市場の相違として以下の3点を挙げることができる。

まず、新規参入の差が指摘できる。英国：2014年のFCA規制導入後も新規参入が相次いでいることが報告されている。また、プラットフォームの運営者もFCA規制に対する高い満足度を表明していることが報告されている。他方、日本では金融商品取引法が改正され、少額電子募集取扱業者が新設された。ここでは、最低資本金が引き下げられ、参入規制の緩和による参入促進が図られたが、今のところ新規参入は見られず、英国とは対照的な状況である。これは、日本の参入規制緩和が奏功していないことを意味するものである。したがって、何らかの参入障壁が存在しているか、あるいは参入志向が低いと推測される。

英国のクラウドファンディング市場

次に、市場規模の差が挙げられる。日本の市場規模は、成長しているものの世界全体に占める割合は1%以下であり、ほぼ無視できる規模であるのに対し、英国のそれは12%超を占めており、かなりの存在感を示している¹⁰⁾。この要因としては、後述するようにP2P融資の規模の差が大きく影響していると考えられる。

第三に、市場参加者の差を挙げることができる。日本では、正確な調査はなされていないと思われるが、資金調達者も資金提供者も国内居住者ないし企業であり、資金提供者は国内の個人で占められており、機関投資家の関与は極めて少ないと考えられる。それに対し、英国では、資金提供者には海外居住者が含まれており、機関投資家の関与度が拡大していることが指摘されている。

そこで、日本のクラウドファンディング市場が今後拡大するためには、このような相違が生じている要因を明らかにする必要がある。以下、その要因を考察する。

まず、規制の相違について考察する。規制の内容として、①運営業者の参入要件、②投資家に対する規制、③情報開示規制、④業者に対する体制整備が挙げられる。これらの規制内容について、詳細な比較は割愛する¹¹⁾が、日英ともに一定の規制を設けており、個々の点で相違はあるものの決定的な差異は見られない。もっとも規制の相違を検討するためには、規制そのものの文言上の相違だけでなく、その規制が実際にどのように実施されているかを検討する必要があるが、クラウドファンディング規制に関するFCAの報告書から判断すると、英国FCAはプラットフォーム上の勧誘に関しては、かなり厳しい規律付けを要求しており、モニタリングも行なっているようであり、日本よりも厳し

い規制が敷かれている側面も強いと考えられる。それを仮定すると、この報告書が指摘するように、規制が市場の拡大を促進している側面も指摘できるだろう。

第二に、P2P融資市場の差が指摘できる。2015年の英国のP2P融資は総額30億ポンドに達しており、市場総額38億ポンドのうち77%超を占めている。確かに日本でも貸付型クラウドファンディングの割合は、72.4%を占めているものの、金額は205億円程度であり、英国の5%程度に過ぎない。このような差異が生じる背景として、日本では、貸付型P2P融資が認められず、貸付型クラウドファンディングとされるのはファンド型のみ制限されるとともに、消費者金融など既存の小口金融手段が普及しており、貸付型の拡大する余地が制約されていることが考えられる。それに対して、英国では既存の小口金融手段が狭隘であることが、P2P融資の拡大を促進し、市場を牽引しているといえる。さらに、P2P融資市場に機関投資家が参入していることも市場拡大を後押ししていると考えられる。

第三に、税制インセンティブの差も指摘できる。前述のように、英国ではさまざまな税制インセンティブが付与されている反面、日本ではクラウドファンディングに対する税制インセンティブはほぼないといえる。ただし、英国のプラットフォーム運営者が税制インセンティブの廃止を大きなリスクととらえていない点から判断すると、税制インセンティブは決定的な要因ではないが、拡大の誘因になっている可能性はある。

さらに、英国のプラットフォームには、海外からの資金流入が見られるのに対し、日本の資金は国内の資金提供者に限定されており、対照

的な差異があることも指摘できる。このような差異の背景には、英国のプラットフォームが英語を母語にし、英国の文化を背景にしているのに対し、日本のそれは日本語であり、日本文化を背景にしているといえる。つまり、言語や文化の相違が横たわっており、それが海外からの資金流入の差となっていると考えられる。今後、英国の市場拡大が海外資金によって促進されるとすれば、その差はより顕著になると考えられる。

注

- 1) 英国のクラウドファンディング規制については、拙稿 [2015b] 参照。
- 2) University of Cambridge Centre for Alternative Finance については下記参照。
<https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/>
- 3) Nesta については下記参照。
<http://www.nesta.org.uk/>
- 4) 以下、本稿において Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] の内容を紹介する記述に関しては、煩瑣さを避けるため該当ページの注記を割愛した。
- 5) KPMG については下記参照。
<https://home.kpmg.com/uk/en/home.html>
- 6) CME グループ財団については下記参照。
<http://www.cmegroupfoundation.org/>
- 7) BVCA とは、British Venture Capital Association の略称である。以下参照。
<http://www.bvca.co.uk/>
- 8) Beauhurst に関しては、以下参照。
<http://about.beauhurst.com/>
- 9) 2001年設立の artistShare というアーティストの資金調達を支援するサイトがその嚆矢とされている。以下参照。
<http://artistshare.com/v4/>
- 10) massolution [2015] によると、2015年の全世界のクラウドファンディング市場規模は、3,440,000万ドルと推計されている。また、矢野経済研究所 [2015] によると、日本のそれは、284億円と推計されている。

- 11) 英国の規制については、拙稿 [2015b] 参照。

参 考 文 献

- 梅本剛正・松尾順介 [2015] 「投資型クラウドファンディングの規制について」『証券経済研究』第91号, 2015年9月
- 中村聡 [2013] 「米国 JOBS 法による証券規制の変革」『金融商品取引法研究会記録』第40号, 2013年1月
- 松尾順介 [2015a] 「わが国のクラウドファンディング規制の現状」『証研レポート』1690号, 2015年6月
- 松尾順介 [2015b] 「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』1692号, 2015年10月
- 松尾順介 [2015c] 「クラウドファンディングの世界的趨勢」『証研レポート』1693号, 2015年12月
- 松尾順介 [2016] 「クラウドファンディングの拡大と多様化」『証研レポート』1695号, 2016年4月
- 矢野経済研究所 [2015] 『2015年版国内クラウドファンディングの市場動向』2015年8月
- Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016], “Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report” 2016
<http://www.nesta.org.uk/publications/pushing-boundaries-2015-uk-alternative-finance-industry-report>
- massolution [2015] “2015CF The Crowdfunding Industry Report” 2015
- (桃山学院大学経営学部教授・当研究所客員研究員)