

英国および米国におけるクラウドファンディング

～ 株式投資型を中心に～

松尾 順介

はじめに

コロナ禍にもかかわらず、日本の株式投資型クラウドファンディング市場は、かなり堅調に推移し、日本証券業協会の統計によると、取扱件数は二〇一七年二件から二〇二〇年七〇件、二〇二一年一〇三件、二〇二二年一四件と増加している。また、発行価格の総額で見ても、二〇一七年四億七三〇〇万円から二〇二〇年一六億四〇〇〇万円、二〇二一年二四億五四〇〇万円、二〇二二年一九億三三〇〇万円となっており、昨年はやや減少したものの、概ね増加傾向をたどっている。⁽¹⁾ただし、株式投資型クラウドファンディングは、イギリスやアメリカが日本より先行しており、より大規模な市場を形成するとともに、中小・ベンチャー企業の資金調達にとっても重視されているものと思われる。

したがって、本稿では、イギリスとアメリカのクラウドファンディングについて株式投資型クラウドファンディングを中心として、前号に引き続き⁽²⁾、The Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) のレポートをもとに考察する。

1 欧州の状況

まず、欧州全体のクラウドファンディングの推移について概観すると、二〇一三年の一五億ドルから二〇一九年の二三二億ドルへと一五倍超の増加を示している。二〇二〇年はやや減少し、一二六億ドルとなつてい
るが、コロナ感染やブレクジットの影響下でも二〇一八年の一八一億ドルを上回っている。なお、二〇二〇年の減少に関しては、プラットフォームからのデータ収集に起因しており、むしろこの間の市場規模は安定的に推移していた可能性もあるとともに、為替レートの影響も考ええると、市場規模は堅調に推移していたことも考えられる（図表1参照）。

次に、この市場において英国は、欧州最大の市場規模を有しており、世界的にみても二〇一九年と二〇二〇年は、米国に次ぐ二位の市場規模を誇っている。また、英国市場は、過去五年間増加傾向を示しており、二〇一五年の四九億ドルから二〇二〇年一二六億ドルへと約二・六倍に拡大している。特に、コロナ感染やブレクジットの影響にもかかわらず、二〇二〇年は前年の一一〇億ドルから一二六億ドルへと一六億ドル、対前年比約一五%の伸びを示している（図表2参照）。

第三に、英国を除く欧州の市場規模は、二〇一九年から二〇二〇年にかけて二三億ドル、一八・九%の下落を示している（図表3参照）。特に、

図表1 欧州全体のクラウドファンディングの概況

(単位：10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
総額	1.5	3.8	6.0	8.5	11.9	18.1	23.2	22.6
増加率	—	153.3	57.9	41.7	40.0	52.1	28.2	-2.6

(出所) The Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) [2021]、70頁より作成。

図表2 英国のクラウドファンディングの概況

(単位：10億ドル、%)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
総額	4.9	6.8	8.0	10.4	11.0	12.6
増加率	—	38.8	17.6	30.0	5.8	14.5

(出所) 前掲、71頁より作成。

落ち込みが激しいのは、ベネルクス三国であり、二〇一九年二九・七億ドルから二〇二〇年六・五億ドルへと二三・二億ドル、七八・一%の下落を示した。ただし、この下落にもかかわらず、欧州における第二位の市場であり続けている。また、この下落の原因は、貸付型の下落(一九億ドルから五・九億ドル)に起因するものであり、オランダの貸付型プラットフォームが二〇二〇年の調査に参加していないことが主な要因であると説明している。なお、同期間にドイツは一四・二億ドルから一四・八億ドルへと四・二%増、フランスは一三・二億ドルから一六・六億ドルへと二五・八%、イタリアは一五・五億ドルから一八・六億ドルへと二〇・〇%の上昇を示している(図表4参照)。

第四に、種類別に概観すると、貸付型は二〇一九年八二・六%、二〇二〇年六四・〇%であり、シェアを低下させているものの、依然として欧州全体で支配的なシェアを維持している。

英国においても貸付型は、二〇一九年七五・一%、二〇二〇年四八・六%と圧倒的であるが、非投資型がこれに次いでおり、金額ベースでも二億ドルから五八億ドルへと大幅に増加している。また、エクイティ型は六・二億ドルから六・六億ドルへとやや増加している。

ベネルクス三国については、前述のように貸付型が急減したことから、大幅に低下している。

ドイツについては、貸付型は九・五億ドルから一〇億ドルへと増加し、エクイティ型の四・一億ドルから三・八億ドル、非投資型の〇・五億ドルから一億ドルと比較すると、かなり高

図表3 英国を除く欧州のクラウドファンディングの概況

(単位：10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
総額	0.4	0.8	1.1	2.3	3.8	7.7	12.2	9.9
増加率	—	100.0	37.5	109.1	65.2	102.6	58.4	-18.9

(出所) 前掲、71頁より作成。

図表4 欧州各国・地域のクラウドファンディングの概況

(単位：百万ドル、%)

		2018年	2019年	2020年
英国	金額	10,368	11,016	12,643
	増加率	—	6.3	14.8
	シェア	57.3	48.0	56.3
ベネルクス三国	金額	1,860	2,965	652
	増加率	—	59.4	-78.0
	シェア	10.3	12.9	2.9
ドイツ	金額	1,276	1,417	1,482
	増加率	—	11.1	4.6
	シェア	7.1	6.2	6.6
フランス	金額	935	1,317	1,660
	増加率	—	40.9	26.0
	シェア	5.2	5.7	7.4
北欧	金額	825	661	923
	増加率	—	-19.9	39.6
	シェア	4.6	2.9	4.1
バルト三国	金額	540	717	636
	増加率	—	32.8	-11.3
	シェア	3.0	3.1	2.8
イタリア	金額	533	1,554	1,858
	増加率	—	191.6	19.6
	シェア	2.9	6.8	8.3
スペイン	金額	436	640	692
	増加率	—	46.8	8.1
	シェア	2.4	2.8	3.1
東欧	金額	414	601	535
	増加率	—	45.2	-11.0
	シェア	2.3	2.6	2.4
CIS	金額	388	1,508	878
	増加率	—	288.7	-41.8
	シェア	2.1	6.6	3.9
ジョージア	金額	193	58	18
	増加率	—	-69.9	-69.0
	シェア	1.1	0.3	0.1
バルカン諸国	金額	188	372	318
	増加率	—	97.9	-14.5
	シェア	1.0	1.6	1.4
中欧	金額	123	91	138
	増加率	—	-26.0	51.6
	シェア	0.7	0.4	0.6
アイルランド	金額	20	32	20
	増加率	—	60.0	-37.5
	シェア	0.1	0.1	0.1
合計	金額	18,099	22,949	22,453
	増加率	—	26.8	-2.2
	シェア	100.0	100.0	100.0

(出所) 前掲、71頁より作成。

いシェアとなっている。なお、エクイティ型の低下については、不動産クラウドファンディングによるものと考えられているが、これはコロナ感染拡大によるものではなく、不動産プロジェクト開発業者に対する規制が強化され、既存の金融機関との連携が難しくなったことによるものと説明されている。また、非投資型は、コロナ対策の購入型プラットフォームに対する政府の支援もあり、この間に倍増している。

イタリアについては、貸付型が一五億ドルから一八億ドルに増加し、欧州第三位の市場規模となっている。エクイティ型〇・六億ドルから〇・七四億ドルに増加し、非投資型の〇・二一億ドル、〇・二四億ドルを上回って

いる（図表5参照）。

第五に、種類別のクラウドファンディングをさらに細かくみていくと、貸付型はP2P市場型消費者向け貸付、P2P市場型事業者向け貸付、P2P市場型事業者向け貸付、P2P市場型不動産向け貸付、バランスシート型消費者向け貸付、バランスシート型事業者向け貸付、インボイス取引に分類される。

このうち二〇二〇年のデータについてみると、P2P市場型事業者向け貸付では、英国

図表5 欧州各国・地域の種類別のクラウドファンディングの概況

（単位：百万ドル、％）

	種類	2019年		2020年	
		金額	比率	金額	比率
英国	貸付型	8,270	75.1	6,149	48.6
	エクイティ型	624	5.7	656	5.2
	非投資型	2,122	19.3	5,837	46.2
	合計	11,016	100.0	12,642	100.0
パネルクス三国	貸付型	2,911	98.2	589	90.2
	エクイティ型	25	0.8	31	4.7
	非投資型	29	1.0	33	5.1
	合計	2,965	100.0	653	100.0
ドイツ	貸付型	953	67.3	1,001	67.7
	エクイティ型	410	28.9	375	25.4
	非投資型	54	3.8	103	7.0
	合計	1,417	100.0	1,479	100.0
フランス	貸付型	945	71.8	1,159	69.8
	エクイティ型	302	22.9	432	26.0
	非投資型	70	5.3	69	4.2
	合計	1,317	100.0	1,660	100.0
北欧	貸付型	905	94.3	845	91.5
	エクイティ型	34	3.5	43	4.7
	非投資型	21	2.2	36	3.9
	合計	960	100.0	924	100.0
バルト三国	貸付型	684	95.5	607	95.4
	エクイティ型	31	4.3	28	4.4
	非投資型	1	0.1	1	0.2
	合計	716	100.0	636	100.0
イタリア	貸付型	1,472	94.7	1,760	94.7
	エクイティ型	62	4.0	74	4.0
	非投資型	21	1.4	24	1.3
	合計	1,555	100.0	1,858	100.0
スペイン	貸付型	537	83.9	591	85.4
	エクイティ型	69	10.8	61	8.8
	非投資型	34	5.3	40	5.8
	合計	640	100.0	692	100.0
東欧	貸付型	550	91.4	441	82.4
	エクイティ型	7	1.2	8	1.5
	非投資型	45	7.5	86	16.1
	合計	602	100.0	535	100.0
CIS	貸付型	1,498	99.3	867	98.7
	エクイティ型	0	0.0	0	0.0
	非投資型	10	0.7	11	1.3
	合計	1,508	100.0	878	100.0
ジョージア	貸付型	57	98.3	17	94.4
	エクイティ型	0	0.0	0	0.0
	非投資型	1	1.7	1	5.6
	合計	58	100.0	18	100.0
バルカン諸国	貸付型	363	97.6	294	92.5
	エクイティ型	2	0.5	13	4.1
	非投資型	7	1.9	11	3.5
	合計	372	100.0	318	100.0
中欧	貸付型	43	47.3	46	33.3
	エクイティ型	26	28.6	61	44.2
	非投資型	22	24.2	31	22.5
	合計	91	100.0	138	100.0
全体	貸付型	19,188	82.6	14,366	64.0
	エクイティ型	1,592	6.9	1,782	7.9
	非投資型	2,437	10.5	6,283	28.0
	合計	23,217	100.0	22,431	100.0

（出所）前掲、72頁より作成。

は三二・六億ドルで、第二位のイタリア八億ドルを大きく引き離している。またP2P市場型不動産向け貸付でも英国は一九・〇億ドルで、第二位のスウェーデン一・三億ドルを大きく上回っている。さらに、バランスシート型事業者向け貸付では、英国七・六億ドルで、第二位のリトアニア〇・八億ドルを大きく引き離している。ただし、P2P市場型消費者向け貸付では、二〇一九年英国は二一・六億ドルで、第二位のドイツ七・九億ドルを大きく上回っていたが、二〇二〇年には二・六億ドルと急減し、ドイツ八億ドル、ポーランド三億ドル、フランス二・七億ドルを下回る結果となっている。

エクイティ型については、二〇一九年は英国四・八億ドル、スペイン〇・六億ドル、イタリア〇・五億ドル、ドイツ〇・三億ドルであり、二〇二〇年も英国五・五億ドル、イタリア〇・七億ドル、スペイン〇・六億ドル、ドイツ〇・五億ドルとなっており、依然として英国が突出した市場規模となっている。なお、不動産型や購入型はドイツ、フランス、英国などが上位を占めているが、他の種類ほどには顕著な差はみられない。ただし、寄付型については、英国は二〇一九年二〇・六億ドル、二〇二〇年五七・七億ドルであり、それぞれ第二位のポーランド〇・三億ドル、アイルランド一・三億ドルを大きく上回っている。

2 英国の状況

英国について、中小企業やベンチャー企業の資金調達との関連でみていくと、二〇一五年から堅調に増加傾向を示しており、二〇二〇年は前年と同水準だったものの五年間で九一%増となっている(図表6参照)。なお、二〇二〇年については、外国企業の影響によってバランスシート型事業者向け貸付が前年の一〇・六億ドルから七・六億ドルに低下したためとされている。

次に、エクイティ型についてみると、二〇一二年四〇〇万ポンドから二〇二〇年五億四九〇〇万ポンドへと八年間に約一四〇倍に増加している。他方、シード・ベンチャー企業への出資総額は、二〇一二年五億六三〇〇万ポンドから二〇二〇年三六億四三〇〇万ポンドへと六・五倍の増加を示している。その間、ベンチャーキャピタルの出資総額は、三億四三〇〇万ポンドから九億五八〇〇万ポンドへと二・八倍の増加であることから、相対的にエクイティ型クラウドファンディングの出資比率が高まっていることがわかる。具体的には、二〇一二年にはシード・ベンチャー企業への出資総額に占めるベンチャーキャピタルの出資割合は、約六一%を占めていたが、二〇一九年には五〇%以下に低下している。その間、エクイティ型クラウドファンディングの出資割合は、〇・七%から約一五%に上昇し、かなりの存在感をもつに至っている（図表7参照）。

第三に、貸付についてみると、イングランド銀行の推計では、国内の銀行による中小企業向け融資額は二〇一九年五六七億ポンドであり、この間ほぼ横ばい程度で推移していたが、コロナ感染拡大の影響により、コロナ対策事業者支援融資制度（Coronavirus Business Interruption Loan Scheme：CBILS）が導入されたため、二〇二〇年には一

〇三八億ポンドへと八三%増加した。なお、同制度はコロナ禍によって収入を失った中小事業者に対して金融支援を行うものであり、二〇二〇年五月から二〇二一年二月までの間に二五二億ポンドの融資が実行された。同様に融資総額の推計でも、二〇一九年には売上高二〇〇万ポンド未満の事業者に対する融資額は八〇億ポンド、売上高二五〇〇万ポンド未満には二〇〇億ポンドであったのが、二〇二〇年にはそれぞれ四九〇億ポンド、六九

図表6 英国における中小企業向けクラウドファンディングの市場規模

(単位：10億ドル、%)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
金額	3.4	4.9	5.6	6.0	6.5	6.5
増加率	—	44.1	14.3	7.1	8.3	0.0

(出所) 前掲、80頁より作成。

○億ポンドに上昇している。

このような融資状況の下で、P2P市場型事業者向け貸付の小規模事業者向け新規融資に対する比率は、二〇一二年〇・九%から堅調に推移し、二〇一九年四四・四%に達したが、前述の事情により二〇二〇年には八・三%に低下した。同様に、中小企業向け新規融資に対する比率も二〇一二年〇・三%から二〇一九年には一七・八%へと上昇した後、二〇二〇年には五・八%に低下した。さらに、銀行融資に対する比率も二〇一二年〇・二%から二〇一九年六・三%へと上昇した後、二〇二〇年には三・九%へと低下している。

なお、バランスシート型事業者向け貸付については、二〇一九年七億五五〇〇万ドル、二〇二〇年一〇億六二〇万ドルとされているので、ポンド換算（一ポンド＝〇・八ドル）では、それぞれ概ね六億ポンド、八億ポンド程度である。これを加えると前述の比率はいくぶん上昇するが、趨勢には影響しない（図表8参照）。

第四に、機関化の進展状況を見ると、機関投資家の割合は、二〇一九年四三%から二〇二〇年六六%に上昇しており、イタリア九四%、九三%、アイルランド五〇%、七五%などに次ぐ高水準であり、ドイツ五四%、四七%、フランス五九%、六一%を上回っている。

図表7 英国における株式投資型クラウドファンディングと
シード・ベンチャーの資金調達の推移

(単位：百万ポンド、%)

		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
株式投資型クラウド ファンディング(A)	金額	4	28	84	245	272	333	363	475	549
	増加率	—	600.0	200.0	191.7	11.0	22.4	9.0	30.9	15.6
ベンチャーキャピタル の出資総額(B)	金額	343	298	293	345	262	463	626	958	—
	増加率	—	-13.1	-1.7	17.7	-24.1	76.7	35.2	53.0	—
シード・ベンチャー企 業への出資総額(C)	金額	563	522	874	1,574	1,566	2,580	3,165	3,223	3,643
	増加率	—	-7.3	67.4	80.1	-0.5	64.8	22.7	1.8	13.0
A/B		1.2	9.4	28.7	71.0	103.8	71.9	58.0	49.6	—
B/C		60.9	57.1	33.5	21.9	16.7	17.9	19.8	29.7	—
A/C		0.7	5.4	9.6	15.6	17.4	12.9	11.5	14.7	15.1

(出所) 前掲、81頁より作成。

第五に、国際化の進展状況を見ると、英国への資金流入は二四％であり、ドイツ五％、フランス一三％などを上回っているものの相対的に低位である。これは自国の資本市場の規模が相対的に大きいことによるものと説明されている。したがって、バルト三国八六％、バルカン諸国七五％、東欧九一％などが高水準を示している。

第六に、金融包摂については、英国は九六％となっており、ドイツと中欧の一〇〇％に次ぐ高水準である。また、英国の四％も一部の金融サービスにはアクセス可であり、完全に排除された割合は〇％である。

第七に、女性の参加割合について、資金調達に占める女性の割合を見ると、英国は二〇一九年四七％から二〇二〇年五九％へと上昇している。その結果、アイランド六三％に次ぐ高水準となっている。

第八に、プラットフォーム運営会社にとってのリスク要因をみると、英国の場合、最も高いリスクとされているのは、大手の参入であり、六九％が高リスクと

図表8 英国におけるP2P市場型事業者向け貸付と銀行融資の推移

(単位：10億ポンド、%)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
P2P市場型事業者向け貸付 (A)	0.1	0.2	0.8	0.9	1.2	2.0	2.6	3.6	4.0
バランスシート型事業者向け貸付 (B)	—	—	—	—	—	—	—	0.6	0.8
小規模事業向け新規融資 (C)	6.6	6.3	6.4	6.7	6.9	7.0	9.2	8.1	48.6
中小企業向け新規融資 (D)	18.2	20.5	22.7	19.9	18.3	21.4	22.0	20.2	68.8
中小企業向け銀行融資 (E)	38.0	43.0	54.0	58.0	59.0	57.0	57.7	56.7	103.8
A/C	0.9	3.0	11.7	13.1	17.4	28.6	27.7	44.4	8.3
A/D	0.3	0.9	3.3	4.4	6.6	9.3	11.6	17.8	5.8
A/E	0.2	0.4	1.4	1.5	2.0	3.5	4.4	6.3	3.9
A+B/C	—	—	—	—	—	—	—	51.9	9.9
A+B/D	—	—	—	—	—	—	—	20.8	7.0
A+B/E	—	—	—	—	—	—	—	7.4	4.6

(出所) 前掲、81頁より作成。

しており、他の諸国より高水準である。逆に、顧客の不正行為を高リスクとしたのは一三%にとどまっている。

最後に、規制の適切さについては、二〇一九年は「十分・適切」は七五%だったが、二〇二〇年には一〇〇%に上昇しており、フランス六八%、ドイツ四五%などを大きく上回り、かなり突出した結果を示している。

3 米国の状況

米国は、世界最大のクラウドファンディング市場を有し、世界市場の六五%を占めている。二〇二〇年には、市場規模は七三六・二億ドルに達し、二〇一九年の五一五・二億ドルから四三%増を示している。このような急増の要因としては、消費者向け貸付の増加が挙げられる(図表9参照)。

まず、P2P市場型消費者向け貸付は、対前年二〇・五%増を示し、二八〇・八億ドルに達し、市場シェア第一位の三九・七%を占めている。また、バランスシート型消費者向け貸付も対前年一五・五%増を示し、八二・一億ドルから九四・八億ドルに増加し、市場シェアは一三・四%を占めている。したがって、二種類の消費者向け貸付だけで市場シェア五三・一%となっている。二〇二〇年はコロナ禍の影響もあり、プラットフォーム運営会社は、様々な種類の消費者向け貸付にシフトする傾向がみられるようである。⁽³⁾

次に、政府は小規模事業者に対して給与保護プログラム (Paycheck Protection Program :

図表9 米国のクラウドファンディングの市場規模

(単位：10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
金額	4.40	11.56	28.40	34.53	42.81	61.13	51.52	73.62
増加率	—	162.7	145.7	21.6	24.0	42.8	-15.7	42.9

(出所) 前掲、123頁より作成。

PPP)を導入し、大規模な緊急融資を実施した。その際、プラットフォーミング運営会社はP2P市場型およびバランスシート型貸付を利用した融資スキームを組成し、二〇二〇年には六〇億ドルのPPP融資が実行され、さらに二〇二一年には二二〇億ドルが実行された。これに

図表10 米国における貸付型の市場規模

(単位：10億ドル、%)

		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
P2P市場型消費者向け貸付	金額	7.64	17.92	21.05	14.66	25.39	23.31	28.08
	増加率	—	134.6	17.5	-30.4	73.2	-8.2	20.5
	構成比	72.4	67.4	65.0	36.6	52.4	47.8	39.7
バランスシート型事業者向け貸付	金額	1.11	2.25	6.0	6.73	12.39	13.27	22.5
	増加率	—	102.7	166.7	12.2	84.1	7.1	69.6
	構成比	10.5	8.5	18.5	16.8	25.6	27.2	31.8
バランスシート型消費者向け貸付	金額	0.69	3.07	2.94	15.2	7.52	8.21	9.48
	増加率	—	344.9	-4.2	417.0	-50.5	9.2	15.5
	構成比	6.5	11.5	9.1	38.0	15.5	16.8	13.4
P2P市場型事業者向け貸付	金額	0.98	2.58	1.33	1.45	2.03	1.49	8.27
	増加率	—	163.3	-48.4	9.0	40.0	-26.6	455.0
	構成比	9.3	9.7	4.1	3.6	4.2	3.1	11.7
バランスシート型不動産向け貸付	金額	—	—	—	0.67	0.33	1.78	1.78
	増加率	—	—	—	—	-50.7	439.4	0.0
	構成比	—	—	—	1.7	0.7	3.7	2.5
P2P市場型不動産向け貸付	金額	0.13	0.78	1.04	1.23	0.66	0.54	0.34
	増加率	—	500.0	33.3	18.3	-46.3	-18.2	-37.0
	構成比	1.2	2.9	3.2	3.1	1.4	1.1	0.5
負債証券	金額	—	—	0.03	0	0.01	0.1	0.14
	増加率	—	—	—	-100.0	—	900.0	40.0
	構成比	—	—	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2
消費者購買ローン	金額	—	—	—	—	—	0.05	0.07
	増加率	—	—	—	—	—	—	40
	構成比	—	—	—	—	—	0.1	0.1
インボイス取引	金額	—	—	—	0.11	0.14	0	0
	増加率	—	—	—	—	27.3	-100.0	—
	構成比	—	—	—	0.3	0.3	0.0	0.0
小型社債	金額	—	—	0	0	0	0	0
	増加率	—	—	—	—	—	—	—
	構成比	—	—	0	0	0	0	0
合計	金額	10.55	26.6	32.39	40.05	48.47	48.75	70.66
	増加率	—	152.1	21.8	23.6	21.0	0.6	44.9

(出所) 前掲、124頁より作成。

よってクラウドファンディングによる貸付は、PPP融資額七九九〇億ドルのうちの三・五%を占めたとされる。具体的には、バランスシート型事業者向け貸付は、二〇一九年一三二・七億ドルから二二五億ドルへと六九・五%増を示している。また、P2P市場型事業者向け貸付は一四・九億ドルから八二・七億ドルへと四五五%増となっている。この二種類の事業者向け貸付の市場シェアは、四三・五%となっている。

第三に、不動産向け貸付についてみると、二種類の合計金額は、二〇一八年九・九億ドルから二〇一九年二三・二億ドルとなり、対前年比一三五%増であったが、二〇二〇年は二一・二億ドルとなり、八・二%減となっている。この背景にはコロナ感染拡大による経済の不確実性とそれに伴う不動産市場の不安定性が指摘されている。まずバランスシート型不動産向け貸付は、二〇一九年も二〇二〇年も一七・八億ドルと横ばいであり、P2P市場型不動産向け貸付は二〇一九年五・四億ドルから二〇二〇年三・四億ドルへと三七%減少している(図表10参照)。

第四に、エクイティ型については、株式投資型クラウドファンディングは、二〇一八年五・一億ドルから二〇一九年一・四億ドルに七二・五%の下落を示した後、二〇二〇年には三・三億ドルへと一三五・七%増となっている(図表11参照)。この回復の要因は、コロナ禍のもとでクラウドファンディングを実施する小規模企業に対して、SECが導入した暫定的かつ条件付きの救済策によるものである⁽⁵⁾。したがって、このような回復傾向は二〇二一年も続いているため、二〇二一年の市場規模はより拡大しているとされている。なお、SECは単独の資金調達者の調達金額の上限を引き上げるとともに、投資金額の制限についても緩和している⁽⁶⁾。

4 米国における事業者向けクラウドファンディングの推移

米国における事業者向けクラウドファンディングの推移をみると、二〇一六年八億ドルから二〇二〇年三二七・三億ドルへと三・六倍に増加している。ただし、二〇一八年一六三億ドルから二〇一九年一五〇・七億ドルへと七・五%減となったが、二〇二〇年にはほぼ倍増し、米国のクラウドファンディング市場の四五%を占めるに至っている。なお、中小企業向け取引件数ベースでは、二〇一九年二六万九五〇〇件から二〇二〇年六〇万四九四〇件に増加している。この増加の要因として、前述の通り、PPPスキームが中小企業向け貸付における役割が挙げられ、二〇二〇年には三一七・三億ドルに達している（図表12参照）。

まとめ

以上、英国および米国のクラウドファンディングの概況について、The Cambridge Center for Alternative Finance（CAF）のレポートをもとに概観した。

図表11 米国におけるエクイティ型の市場規模

（単位：10億ドル、%）

		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
不動産型クラウドファンディング	金額	0.13	0.47	0.81	1.85	1.79	1.76	1.5
	増加率	—	261.5	72.3	128.4	-3.2	-1.7	-14.8
	構成比	32.5	44.3	58.7	88.1	70.2	92.6	82.0
株式投資型クラウドファンディング	金額	0.27	0.59	0.55	0.24	0.51	0.14	0.33
	増加率	—	118.5	-6.8	-56.4	112.5	-72.5	135.7
	構成比	67.5	55.7	39.9	11.4	20.0	7.4	18.0
出資証券	金額	—	—	0.02	0.01	0.25	0	0
	増加率	—	—	—	-50.0	2400.0	-100.0	—
	構成比	—	—	1.4	0.5	9.8	0.0	0.0
コミュニティ・シェア	金額	—	—	—	—	—	0	0
	増加率	—	—	—	—	—	—	—
	構成比	—	—	—	—	—	0	0
合計	金額	0.4	1.06	1.38	2.1	2.55	1.9	1.83
	増加率	—	165.0	30.2	52.2	21.4	-25.5	-3.7

（出所）前掲、126頁より作成。

まず、英国については、株式投資型クラウドファンディングでの資金調達ベンチャーキャピタルの出資額を上回るような時期もあり、ベンチャーファイナンスにおける位置づけがかなり定着しているものと思われる。

次に、英国では中小企業向け融資における貸付型クラウドファンディングの比率もコロナ感染拡大までは堅調に推移し、中小企業向け融資においてもかなりの存在感をもつようになっていいると思われる。

第三に、米国は世界最大の市場規模を誇っているが、ほとんどは貸付型で占められており、株式投資型クラウドファンディングの割合は小さなものに留まっている。ただし、コロナ感染拡大の中で、SECの規制緩和措置もあり、大幅な上昇がみられたことは注目される。

なお、本稿では立ち入らないが、株式投資型クラウドファンディングの拡大を展望する上では、非上場株式市場の規模や流動性の向上が不可欠と考えられる。その意味でも、日本のプラットフォーム運営会社による流動性提供の試み⁽⁷⁾は注目される。

〔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。

図表12 米国における事業者向けクラウドファンディングの推移

(単位：10億ドル、%)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
金額 (A)	8.80	10.00	16.30	15.07	31.73
増加率	—	13.6	63.0	-7.5	110.6
株式投資型クラウドファンディング (B)	0.55	0.24	0.51	0.14	0.33
株式投資型の割合 (B/A)	6.3	2.4	3.1	0.9	1.0

(出所) 前掲、128頁より作成。

注

- (1) 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」
<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html>
- (2) 同レポートでは、online alternative financeという用語が用いられているが、事実上クラウドファンディングを意味していると解釈されるので、本稿ではクラウドファンディングという用語を用いることにする。また、煩瑣になるため、該当ページは明示しない。
- (3) コロナ禍での消費行動の変化によって分割払いが増加し、Afterpay、Affirm、Klarna、Quadpayなどの新興企業が活況を呈しているという事。CNBC 'PERSONAL FINANCE: Buy now, pay later plans are booming in the Covid economy', DEC 14 2020、参照。
- (4) PPPの内容については、U.S. Small Business Administration 'Paycheck Protection Program: An SBA-backed loan that helps businesses keep their workforce employed during the COVID-19 crisis'、参照。
<https://www.sba.gov/funding-programs/loans/covid-19-relief-options/paycheck-protection-program>
また、同プログラムの融資データについては、U.S. Small Business Administration, PPP data、参照。
<https://www.sba.gov/funding-programs/loans/covid-19-relief-options/paycheck-protection-program/ppp-data#section-header-11>
- (5) SECのプレスリリースによると、措置の主な内容は以下である。①一定の基準を満たす発行者に対して、一二ヶ月以内に一〇万七〇〇〇ドル超二五万ドル以下の募集を行う際には、発行者から独立した会計実務者の監査を受けた財務書類を免除し、代表執行役の認定する財務書類および連邦所得税申告書によって代替する。②二二日間の募集期間

を緩和し、募集目標額に達した場合、資金を取得できるものとす。SEC Provides Temporary, Conditional Relief to Allow Small Businesses to Pursue Expedited Crowdfunding Offerings, May 4, 2020 参照。

<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-101>

- (6) SECのプレスリリースによると、措置の主な内容は以下である。①レギュレーション・クラウドファンディングに対しては、募集上限を一〇七万ドルから五〇〇万ドルへ引き上げる。②レギュレーション・クラウドファンディングの投資家の投資上限を緩和する。具体的には、①自衛力認定投資家の場合、投資上限を緩和する、②非自衛力認定投資家の場合、投資上限を計算する際に年収または純資産のより大きな額を採用する。③現行の救済措置を一八ヶ月間延長する。SEC Harmonizes and Improves "Patchwork" Exempt Offering Framework, Nov. 2, 2020 参照。

<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273>

- (7) 柴原祐喜 [二〇二二] 二〇頁、参照。

参考文献

- ・ The Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) [2021] "The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report"
<https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>
- ・ 岡田功太 [二〇二〇] 「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」『野村資本市場クォーターリー』二〇二〇年夏号、四一～五〇頁

https://ips.nomura.co.jp/abr_center/assets/pdf/2020sun05.pdf

・齋藤芳充・吉川浩史「二〇一八」「英国の株式投資型クラウドファンディング―拡大の背景にある政府・業者の取り組み―」『野村資本市場クォーターリー』二〇一八年冬号、九二～一〇六頁

・柴原祐喜「二〇二二」「スタートアップ活性化に必要な未上場株式の二次流通市場」『金融財政事情』二〇二二年八月九日、二〇～二三頁

・拙稿「二〇一五」「クラウドファンディングの世界的趨勢」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、一六九三号、二〇一五年十二月、一～一五頁

・拙稿「二〇二〇」「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―」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、一七二二号、二〇二〇年一〇月、一～一八頁

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）