

第3章 クラウドファンディングと証券業*

はじめに

クラウドファンディングに関する関心が高まっている。ちなみに、クラウドファンディングを新聞記事検索¹⁾すると、初めて新聞記事に取り上げられたのは、2010年10月であり²⁾、同年の掲載件数はこの1件のみで、翌2011年も2件に過ぎなかったが、その後2012年70件、2013年567件と増加し、2014年には1414件に達している。なお、見出しだけに限定すると、初めて見出しに登場したのは、2012年2月であり³⁾、同年の掲載件数は19件に過ぎなかったが、翌2013年67件、2014年186件と増加している。

クラウドファンディングと呼ばれているものの定義は必ずしも明確でないが、通常、インターネットを利用した、不特定多数の資金提供者からの小口の資金調達を指し、その資金提供の動機は、必ずしも利子や配当などの投資目的だけでなく、商品・サービス購入、イベント参加、社会・環境貢献、寄附など多様な側面を有しており、これらを総称して、クラウドファンディングという用語が使われているようである。ただし、クラウドファンディングには、通常の資金調達と異なる、いくつかの特徴的な要素が見出せると思われる。

まず、資金調達者と資金提供者の間でネット上のコミュニティが形成され、そこで共有される価値観や志向が資金提供の誘因になっているという側面である。そこでは、共感やつながりといった、従来のファイナンスの分野に見られない、ナイーブな要素が重要性をもっている。

次に、インターネットは、距離や時間に関係なく、容易に情報を発信できる

仕組みであり、その情報によって資金提供者が集まるわけであるが、実際に資金提供者を集め、プロジェクトを成功させることは容易ではない。実際の資金調達では、中核となる資金提供者家の存在が重要であり、この中核的な資金提供者と資金調達者との強固な関係が基礎となっており、それによって資金調達の成否が決まる面がある。

第三に、規制の影響が大きいことも指摘できる。一般に小口の資金を集め、小規模のプロジェクトに資金提供するのは、極めて手間とコストのかかる非効率な金融スキームである。その非効率さをクラウドファンディングでは、インターネットを活用することで効率化しているものの、資金仲介者のマンパワーやスキルに依存する要素も大きく、コスト面を考えると資金仲介者にとっては収益の薄いビジネスモデルとなっている。

そこに、規制によるコストが課されると、仲介者のビジネスモデルが成り立たなくなる可能性がある。また、そのコストを手数料等に転嫁すると、金融スキームとして成り立たなくなる可能性がある。特に、投資型クラウドファンディングにおいては、その側面が強く、それがクラウドファンディングへの事業者の参入があまりみられない要因であろうと思われる。

そこで、本章ではまずクラウドファンディングの世界的な広がりを確認した後、日本におけるクラウドファンディングの現況についてその特徴を分類して考察する。その上で、クラウドファンディングの投資家の属性について、海外の実証研究を紹介し、中核的な投資家の重要性について検討する。また、2014年の金融商品取引法改正によってクラウドファンディングに関する規制緩和が行われたことから、この改正による証券業への影響についても検討を加える。

1. クラウドファンディングの世界的な広がり

(1) massolution による調査と分類

世界のクラウドファンディング市場の現状について、詳しい調査結果を公表

しているのは、massolution という組織であり、その調査レポートが²2013CF *The Crowdfunding Industry Report* である。なお、同社は、政府、機関および企業のクラウドソリューションの利用について先駆的な調査・助言会社であるという⁴⁾。

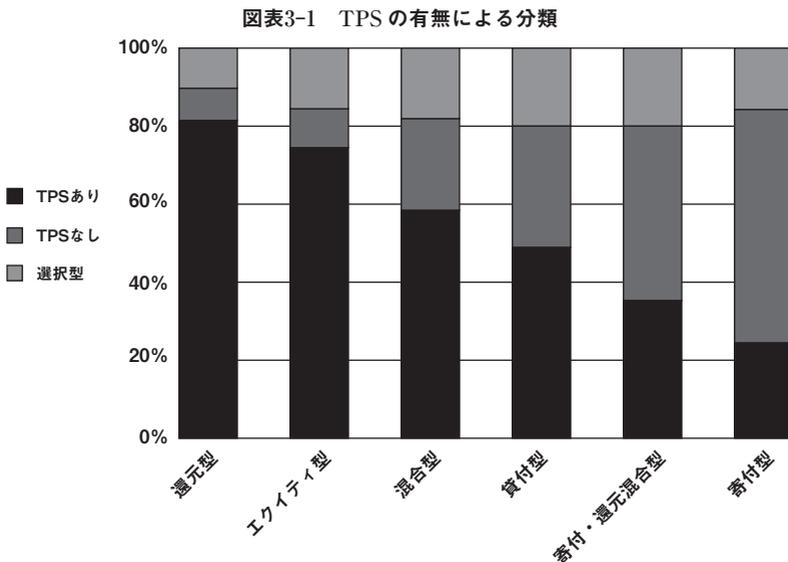
同レポートは、いくつかのデータソースと外部調査から情報を得ている。同レポートによると、813と推計されるプラットフォーム（活動中と準備中を含む）のうち362のクラウドファンディング・プラットフォームが³Crowdsourcing.org のウェブサイトを通じてこの調査に参加しており、回答率は45%である⁵⁾。以下、同レポートの主たるポイントを紹介する。

まず、クラウドファンディングの分類として、以下の4モデル、①寄付型 (donation-based)、②還元型 (reward-based)⁶⁾、③貸付型 (lending-based)⁷⁾、④エクイティ型 (equity-based)、および新規モデルとして、ロイヤリティ型 (royalty-based)⁸⁾ があげられており、これらは取引ベースの分類である。他方、Threshold-Pledge System (TPS) をベースにした3分類も示されている。この Threshold-Pledge System については、的確な訳語が見当たらないが、いわゆる all or nothing 型に相当するものと思われる。通常、クラウドファンディングには、all or nothing 型と keep it all 型があるといわれ、前者は当該事業者（キャンペーンオーナー）の設定した資金調達目標額を下回る資金しか集まらなかった場合、資金調達者に資金が渡されず、キャンセルされるタイプであり、後者は資金調達目標額を下回った場合でも、資金が渡されるタイプとされる⁹⁾。したがって、ここでは、当初公表された資金調達目標額がキャンペーンオーナーにとって達成を義務付けられているかどうかという点が分類上のポイントとなる。つまり、キャンペーンオーナーが資金目標額を達成しなければならぬ場合、そのクラウドファンディング・プラットフォームは TPS を有しているとされる。TPS は、しばしばクラウドファンディングにおいて必須のものと考えられているが、それは必ずしも正確ではなく、全世界の54%のプラットフォームしかこのシステムを採用しておらず、28%は到達目標に達するかどうかとは関係なく、キャンペーンオーナーに資金を提供してい

る。また、プラットフォームによっては、両方のキャンペーンオーナーをターゲットにしている場合やその判断をキャンペーンオーナーに委ねている場合があり、その比率は18%である¹⁰⁾。さらに、タイプ別のTPSの採用状況については、図表3-1の通りである。ここからは、還元型やエクイティ型の採用率が高く、逆に寄付型では低いことがわかる。これは還元型やエクイティ型においては、目標とする資金調達が達成できない場合、イベント自体が成り立たなくなる可能性が高いのに対し、寄付型ではそのような可能性が低いことが理由として考えられる。

(2) 世界のクラウドファンディング市場の成長と内訳

世界のクラウドファンディング市場の成長について、同レポートでは、2012年の資金調達額は、前年比81%増で約27億ドルと報告している。内訳は、北米16億600万ドル、欧州9億4500万ドル、オセアニア7600万ドル、アジア3300万ドル、南米80万ドル、アフリカ6.5万ドルとなっており、北米と欧州の規模が



圧倒的である¹¹⁾。なお、このような2012年のクラウドファンディングの市場規模の拡大は、主に貸付型と寄付型の成長に牽引されたものである。図表3-2に示された通り、2012年、貸付型は対前年比11%で約12億ドルに急伸し、寄付型も45%増で9億7900万ドルに増加している。なお、貸付型の主たる増加要因として、同レポートはマイクロ・ローンや地域中小企業向けローンをあげている。また、寄付型や還元型のような金銭的なリターンのないクラウドファンディングについては、両者合わせて前年比85%増の約14億ドルである。このうち顕著な増加を示しているのは還元型である。つまり、資金提供者に対して何か還元されるようなキャンペーンが増加したことを意味している。なお、ここには寄付と還元を結合させたタイプと純粋に対価の支給を求めるものが含まれる¹²⁾。また、エクイティ型は法規制があり、世界的に成長が頭打ちとなっている。

さらに、同レポートは、2013年の市場規模を51億ドル、うち北米36億9820万ドル、欧州13億3000万ドル、その他地域1億970万ドルと推計している¹³⁾。時に、北米のクラウドファンディングの急成長の要因として、貸付型の成長を指摘している¹⁴⁾。逆に、エクイティ型は欧州で成長しているが、北米の貸付型に較べると市場規模は小さなものである。さらに、北米と欧州以外の地域では、今のところクラウドファンディングはまだ新規の概念であるが、今後3年以内に急成長するものと推測している¹⁵⁾。

また、2012年には、全世界で110万件のキャンペーンが実施され、その内訳

図表3-2 種類別のクラウドファンディングの拡大 (単位:100万ドル)

	2010年	2011年	2012年	2013年(推計)
寄付型	460.4	675.7	979.3	1430.3
エクイティ型	49.9	88.9	115.7	165.9
貸付型	316.5	554.9	1169.7	2123.4
還元型	15.7	61.5	383.3	1344.2
混合型	—	—	12.4	74.1
合計	842.5	1381	2660.4	5137.9

〔出所〕massolution [2013], p.25およびp.29。ただし、元の2つのグラフを表に書き換え、合計額を算出した。

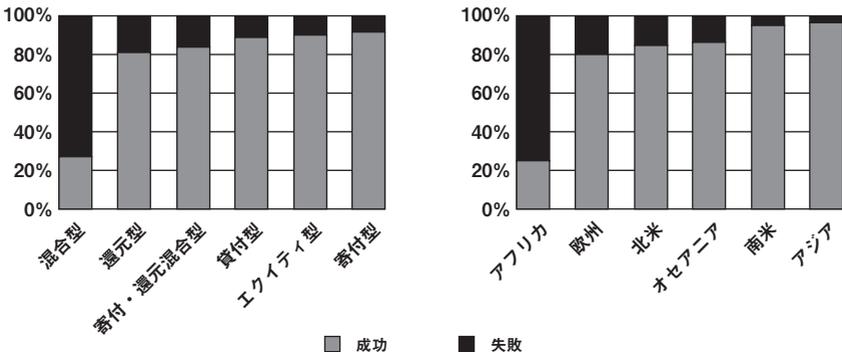
は、北米62.5万件、欧州47.0万件、その他地域0.8万件であった。また、タイプ別では、寄付型68万件、貸付型25万件であり、その割合は寄付型62%、貸付型22%、寄付・還元混合型15%、その他1%であった¹⁶⁾。タイプ別のキャンペーン規模の中央値は、寄付型1400ドル、寄付・還元混合型2300ドル、還元型2300ドル、貸付型4700ドル、エクイティ型19万ドルであった¹⁷⁾。

(3) キャンペーンの成功率と活発さ

キャンペーンの成功率については、図表3-3の通りである。前述の通り、寄付型の場合、TPSを採用していないものが多いため、資金が支払われる可能性が高くなり、成功率も94%に達している。

また、同レポートでは、プラットフォームの活発さ (activity) について、キャンペーンの成功件数と個々のカテゴリーの資金調達額という2つのパラメータを使って測定し、10のカテゴリーについて、図表3-4にその結果を示している。ただし、このデータで示されている百分率の計算根拠は示されていない。また、寄付・還元型と金銭リターン分配型という2つのタイプ別に、各カテゴリーの活発さを示したものが図表3-5である。ここでも図表3-4と同様に、社会奉仕が最も高い数値を示している。また、社会奉仕やアート系の分野では、寄付・還元型の活発さが比較的高いのに対し、ビジネス・起業、エネ

図表3-3 キャンペーンの成功率

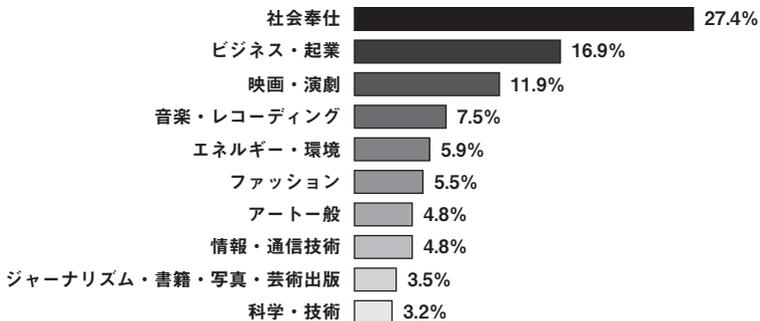


[出所] massolution [2013], p.39

ギー・環境、情報・通信技術の分野では、逆に金銭リターン分配型の数値が高くなっている。このことは、前者のカテゴリーの資金提供者が金銭的なリターンよりも、社会貢献やあるいは趣味・趣向を動機として資金提供している割合が高く、逆に後者のカテゴリーの資金提供者は金銭的リターンを重視して資金提供していることを裏付けるものと考えられ、興味深い結果を示している。

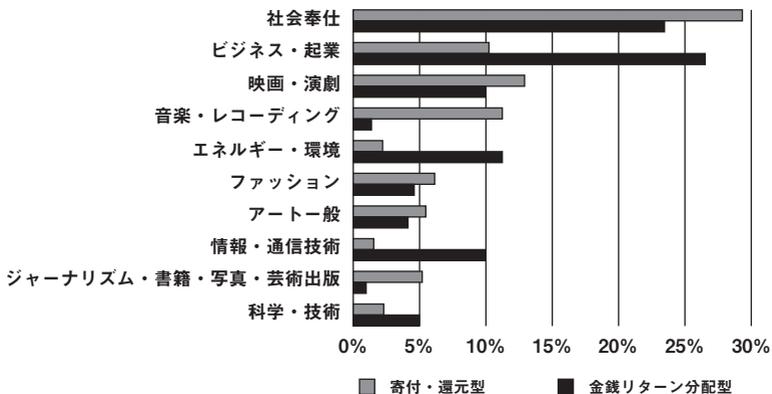
さらに、これらのカテゴリー別の活発さについて、寄付型、還元型、貸付型、エクイティ型、ロイヤリティ型という5タイプ別に示したのが、図表3-6である。

図表3-4 プラットフォームの活発さ（各カテゴリー別）



〔出所〕 massolution [2013], p.41

図表3-5 プラットフォームの活発さ（2タイプ別）



〔出所〕 massolution [2013], p.43

図表3-6 プラットフォームの活発さ（5タイプ別）

	寄付型	報酬型	貸付型	エクイ ティ型	ロイアリ ティ型
社会奉仕	32.6	17.7	12.5	23.3	15.6
映画・演劇	14.1	17.7	—	14.6	12.5
ビジネス・起業	12.8	16.3	54.2	29.1	32.3
音楽・レコーディング	9.3	11.1	4.2	—	—
アート一般	7.9	8.2	4.2	—	—
エネルギー・環境	—	—	25.0	5.1	12.5
情報・通信技術	—	—	—	14.9	—
ファッション	—	—	—	—	10.4

(注) 元の5つのグラフをひとまとめにした。

〔出所〕 massolution [2013], pp.45-49

(4) クラウドファンディング市場の今後の発展

同レポートは、クラウドファンディング市場の今後の発展について、いくつかの方向性を示している¹⁸⁾。

- ① ニッチ・プラットフォーム：特定のタイプのキャンペーンオーナーに特化したプラットフォームで、ビデオゲーム、レコード芸術、演劇、不動産、食品・飲料、情報技術、ファッション、ジャーナリズムなどがあげられる。
- ② 地域投資／コミュニティ・プラットフォーム：地域投資に特化したプラットフォームであり、クラウドファンディングが地域の投資を拡大させることが指摘されている。
- ③ ハイブリッド・プラットフォーム：様々なクラウドファンディング・モデルを統合したプラットフォームであり、キャンペーンオーナーのニーズに即してモデルを設計するようになるとされている。
- ④ 企業クラウドファンディング：規模の大きな企業がクラウドファンディングの採用に関心を持つようになってきており、将来の製品・サービスの需要調査としてクラウドファンディングを採用すれば、市場分析などにかかるコストを低減させることを指摘している。

- ⑤ クラウドファンディングの経済成長：今後のクラウドファンディングの発展段階として、マクロレベルでの経済発展にどのように貢献できるかが問われるようになる。その際、クラウドファンディングが主要な開発銀行・機関の活動に組み込まれるかどうか、そこでシナジー効果が発揮されるかどうか、さらにクラウドファンディングという手法が、経済発展に寄与するかどうか、といった点が問われるようになる。
- ⑥ ライブ・クラウドファンディング：最後に、ライブ・クラウドファンディング（Live Crowdfunding）が特定の投資家のニーズに合致していることが指摘されている。ここでのライブ・クラウドファンディングについては、明らかではないが、一種のイベントと結びついたものであり、イベントとクラウドファンディングとの相互関係が、特定の起業家ニーズを充足するために進化すると指摘している。

なかでも、興味深いのは、地域投資／コミュニティ・プラットフォームという方向性である。近年、地域投資（locavesting）という用語が登場し¹⁹⁾、この用語がクラウドファンディングとともに語られるようになっており、クラウドファンディングが、地域の投資を拡大させることが指摘されている。さらに、地域での資金調達には、事業者と投資家の信頼関係を強化し、両者はそれぞれに得るところが大きいと指摘している。さらに、今後、マクロレベルでの経済成長にどの程度寄与できるのかという点も重要な指摘であると考えられる。

2. 日本におけるクラウドファンディング

(1) クラウドファンディングの類型

冒頭でも述べたように、クラウドファンディングの定義は必ずしも明確でないが、わが国では、金融審議会資料が資金調達別にクラウドファンディングを、寄付型、購入型、投資型に分類しており、この分類がよく採用されている（図表3-7参照）。

寄付型は、ウェブ上で寄付を募るものであり、金銭的リターンは想定されていない。この種のクラウドファンディングとして有名なものは、一般財団法人ジャスト・ギビング・ジャパンが運営する JustGiving Japan であり、同サイトは、2001年に英国で設立された JustGiving を端緒として、2010年3月から運営が開始された。このサイトでは、寄付を呼びかけるのは、サイトの運営者や資金調達者ではなく、チャレンジャーといわれる呼びかけ人が、支援する団体を指定して、サポーターと呼ばれる資金提供者に寄付を呼びかける仕組みとなっている。その際、支援先は、子ども、社会環境、医療・障がい・介護、人権、地域芸術・スポーツ、教育、自然資源・エネルギー、被災者など17の分野から選択する。現在、寄付金総額10億7786万223円、チャレンジ件数5773件、寄付件数10万1002件、寄付件数896団体となっている²⁰⁾。なお、iPS細胞の研究

図表3-7 日本におけるクラウドファンディングの概況

類型	寄付型	購入型	投資型
概要	ウェブサイト上で寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付する等	購入者から前払いで集めた代金を元手に製品を開発し、購入者に完成した製品等を提供する等	運営業者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約を締結し、出資を行う等
対価	なし	商品・サービス	事業の収益
業登録の要否	—	—	第二種金商業
主な資金提供先	被災地・途上国等の個人・小規模事業等	被災地支援事業、障害者支援事業、音楽・ゲーム制作事業等を行う事業者・個人等	音楽関連事業、被災地支援事業、食品、酒造、衣料品等
資金調達規模	数万円程度	数万円～数百万円程度	数万円～数千万円程度
一人あたり投資額	一口1円～(任意)	一口1,000円程度～	一口1万円程度～

〔出所〕各種ウェブサイト

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回会合配布資料、13頁

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20130626/03.pdf

※上記のほか、匿名組合契約に基づき投資家から出資を募り、集めた資金の貸付けを行うといった形態も存在。

究でノーベル賞を受賞した山中伸弥教授もこのサイトで研究費の寄付を募集したことが報道されている²¹⁾。

購入型は、ウェブ上でモノ作りなどのプロジェクトに対して資金調達が行われ、そのプロジェクトの成果となるモノやサービスなどが対価として資金提供者に還元される仕組みである。現在、この種のサイトとしては、READY-FOR? (レディーフォー)、CAMPFIRE (キャンプファイアー)、COUNT-DOWN (カウントダウン)、motion gallery (モーションギャラリー)、myringHR (マイリングエイチ・アール)、WESYM (ウィシム) などがある。例えば、READYFOR? は、同社の HP によると²²⁾、同社は日本初のクラウドファンディングサービスであり、取扱額でも国内最大である。また、2011年4月の開設後、約400プロジェクトの資金調達を行い、これまで合計で約3万人から約2億4千万円を調達している。さらに、他のクラウドファンディングサイトに比べ、公共性・社会貢献性の高い活動への支援が特に多いことを特徴とする、マルチジャンルのプラットフォームとしている。なお、同サイトで公開されるプロジェクトは、同社が審査した上で支援募集が開始される。また、同サイトでは、All or Nothing 型が採用されており、プロジェクトの実行者は、支援金の目標金額と募集期間を設定し、募集期間内に目標金額が集まった場合のみ、プロジェクトが成立し、支援金を得ることができる。逆に、目標金額に満たない場合は、プロジェクトは成立せず、支援金は支援者に全額返金されることになる。それは、不十分な資金では、プロジェクトは実行できず、支援者へのお礼もできないからであるという。なお、プロジェクトが成功した場合の手数料は17%である。現在、同サイトでは、小津安二郎監督作品「晩春」の修復プロジェクトに対する資金募集が行われており、1万円の資金提供者には、修復後のブルーレイ1枚などが送られることになっている。

投資型は、資金提供者は資金調達者から金銭的リターンを受けることを想定しており、ここには、集団投資スキーム型と株式投資型が含まれる。前者は、運営業者を介して、投資者と事業者との間で匿名組合契約などの出資契約を締結し、出資を行う仕組みである。また、後者は資金調達者が株式を発行し、資

金提供者はその株式を取得し、剰余金分配や株価の値上がりによって利益を得る仕組みである。この投資型については、次の（2）で考察する。

なお、金融審議会の資料では、以上の3分類以外に、「匿名組合契約に基づき投資家から出資を募り、集めた資金の貸付を行う形態」が存在することが注記されている。この場合は、資金調達者は資金提供者に対して、一定期間後に所定の利息と元本を返済する仕組みとなる。現在、この種のサイトとしては、2009年からサービスを開始したAQUSH（運営会社は、株式会社エクステンジコーポレーション）による、AQUSHローンマーケットがあげられる。このスキームは、匿名組合を通じて出資者から資金を集め、資金調達者に融資を行うものであり、資金調達者はAQUSHの審査によって、5段階の信用格付け（AQUSHグレード）が付与され、出資者は、このAQUSHグレードと金利で特定された匿名組合を選択して出資する。それぞれの匿名組合は、特定されたAQUSHグレードに合致する個人または法人の借り手に対して審査を行った上、小口分散化して貸し付けを行う。現在、出資額は総額8億8401万7686円である²³⁾。また、2013年から日本クラウド証券はクラウドバンクという業務を開始し、個人投資家がネットを通じて小口資金をベンチャー企業や新興国のマイクロファイナンス金融機関等に貸付ける業務に取り組んでいる。同社のスキームも匿名組合を設立した上で、ネット上で出資者を募り、同社が審査し、融資可能と判断した複数の貸付先に融資を行うものであり、現在の運用資産総計は1億7786万円である²⁴⁾。これらのスキームは、「貸付け型」と分類されることもあるが、このスキームでは直接資金調達者と資金提供者が貸付契約を結ぶわけではなく²⁵⁾、出資者は匿名組合契約に基づく出資者であることを考えると、投資型の側面もある²⁶⁾。

なお、金銭的リターンを伴うもの（投資型）と金銭的リターンを伴わないもの（非投資型）とに分類する考え方もある。この分類によれば、前者はエクイティ投資型とデット投資型に区分され、後者は寄付型と財・サービス型に区分される²⁷⁾。

以上は、資金調達あるいは提供の面からクラウドファンディングを分類した

ものであるが、クラウドファンディングの規制を考える際、第三者の関与のあり方によって規制の内容や種類も異なるものとなる。そこで、第三者の関与のあり方によって、プラットフォーム提供型、媒介型、引受け（元請け）型に分類される²⁸⁾（図表3-8および3-9参照）。

まず、プラットフォーム提供型では、第三者（ウェブサイトの運営者）はあくまでもプラットフォームを提供しているだけで、資金調達者と資金提供者の間の取引に関与しない²⁹⁾。次に、媒介型では、第三者が両者の間の取引を媒介するものである。さらに、引受け（元請け）型では、第三者が引受人となり、それぞれ資金調達者および資金提供者と取引を行なうことになる。

このように分類した場合、プラットフォーム提供型と媒介型においては、第三者は資金調達者と資金提供者間の取引に参加しないため、資金調達や対価の提供は当事者の自己責任となる（ただし、プラットフォーム提供や媒介を行なうことに伴う説明責任などが発生する）が、引受け型では第三者は両者との取引に直接関与するため直接的な責任を負担することになる³⁰⁾。

（2）投資型クラウドファンディングの現状と規制

前述のように、投資型クラウドファンディングには、集団投資スキーム型と株式出資型がある。現状を見る限り、前者は匿名組合方式を採用するスキーム

図表3-8 第三者の関与態様による類型

類型	第三者の関与の態様
プラットフォーム提供型	第三者（プラットフォーム提供者）は、資金調達者が必要情報を掲示し、資金調達を募るためのクラウドファンディングの「場（プラットフォーム）」となるウェブサイトを運営し、提供するが、資金調達者と資金提供者の間の個別の取引には介在しない
媒介型	第三者（媒介者）が資金調達者と資金提供者の間の取引を媒介する
引受け（元請け）型	第三者（引受人）が資金調達者・資金提供者とそれぞれ取引を行い、資金提供者から調達した資金を資金調達者に供与しつつ、資金調達者から提供される対価を資金提供者に還元する

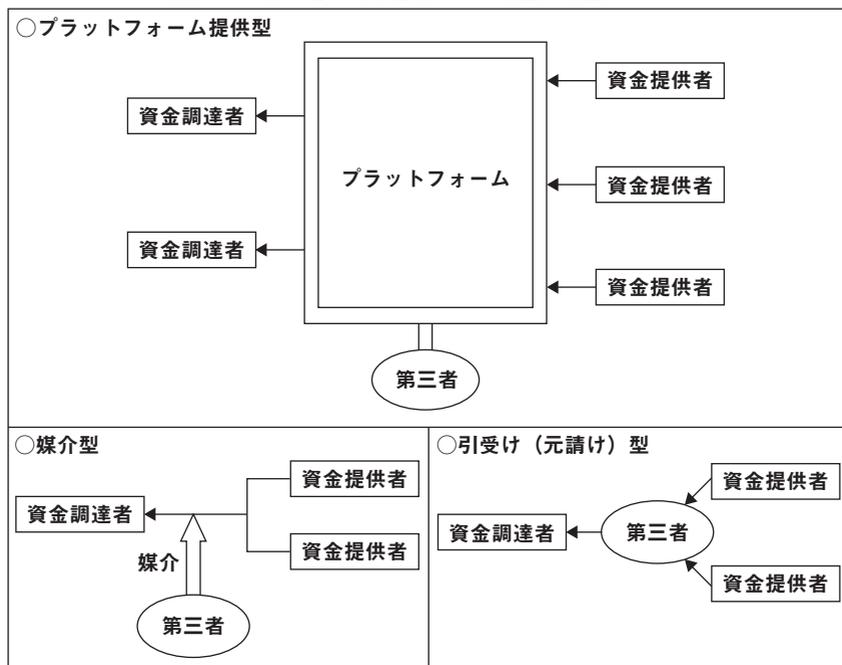
〔出所〕有吉〔2013〕, 17頁

がほとんどを占めているものと思われる。また、後者は新株式発行による事例が出てきている。

集団投資スキーム型としては、メディア等でもよく紹介されているのが、ミュージックセキュリティーズであり、同社は2000年に設立され、当初は音楽ファンドを運営していたが、現在では食品、日本酒、衣料、農業、林業、スポーツクラブ、工芸品、さらに被災地や途上国支援など多種多様な業種・分野に投資するファンドを運営しており、これらはいずれも匿名組合契約である³¹⁾。ただし、同社の場合は、単に金銭のリターンだけでなく、投資先の生産品の現物給付やイベント参加などの特典をつけるファンドも多く、購入型の要素も併せ持っている面があるといえる。

他方、株式型³²⁾としては、2013年8月、日本クラウド証券が春うらかな

図表3-9 第三者の関与態様による類型：類型イメージ



〔出所〕有吉〔2013〕, 18頁

書房の新規発行株式をフェイスブックや YouTube を使って募集した事例がある。この事例では、1株11万3000円、募集額は約5000万円であった³³⁾。

ところで、投資型クラウドファンディングの規制を考察する際、現状のスキームは、資金調達手段として、不特定多数の投資家に対して株式発行を行う場合と、匿名組合を利用する場合とに大別されるため、両者を区別して規制を考察する。

まず、株式発行の場合については、50名以上の投資家に対する株式発行による資金調達は、原則として金融商品取引法上の有価証券の募集に該当し、株式の発行総額が1億円未満であることなどの要件を満たす場合を除き、同法に基づく開示規制が課されることになる。これには、いわゆる「プロ私募」などの例外規定が定められているが、クラウドファンディングの性格上、このような除外規定に該当する可能性はほとんどないと考えられる。したがって、有価証券届出書の提出や目論見書の作成・交付などの発行開示とともに、有価証券報告書の提出などの継続開示が必要となる。

さらに、ここで論点となるのは、株式発行に関与する第三者の位置づけであろう。第三者が有価証券の募集の取扱いを行う場合、金融商品取引業に該当し、第一種金融商品取引業の登録が必要となる。ただし、クラウドファンディングにおいては、第三者がどのような行為を行った場合、募集の取扱いとみなされるかについて、必ずしも明確な基準はないようであるが、株式の取得について、事実上尽力した場合、募集の取扱いに該当するという見方が示されている³⁴⁾。なお、有価証券の募集の際、当該有価証券を取得させることを目的として、その一部または全部を取得した場合、有価証券の引受に該当し、これを業とする場合、第一種金融商品取引業に該当する³⁵⁾。特に、元引受を行う場合は、財務要件がより厳しくなる。

次に、匿名組合を利用する場合、資金提供者は匿名組合との間で出資契約を締結し、集団投資スキーム持分、つまり金融商品取引法上の有価証券を有することになる。また、集団投資スキーム持分の発行者は、業としてこれを行う場合、第二種金融商品取引業の登録が必要となる³⁶⁾。しかし、クラウドファン

ディングのような比較的資金規模の小さなスキームを運用する場合、資金調達者にとって第二種金融商品取引業の登録は負担が大きい可能性がある（ちなみに、最近設立された市民出資型の太陽光発電ファンドでは、上記の負担を回避するため、匿名組合を利用せず、信託を利用した事例がみられる³⁷⁾）。そこで、第二種金融商品取引業の登録を必要としない場合としては、発行者が第三者に取得勧誘を委託した（自分では全く行わない）と評価される場合がこれに該当する。ただし、その評価基準は明確でなく、スキームの個別事情に応じて判断されることになる³⁸⁾。あるいは、資金調達者が1名以上の適格機関投資家と49名以下の適格機関投資家以外に限定した取得勧誘を行った場合、調達者が適格機関投資家等特例業務の届出を行うことにより、第二種金融商品取引業の登録は不要であるが、クラウドファンディングの性格上、これに該当する可能性はほとんどないと考えられる。

また、開示規制については、集団投資スキーム持分は、株式とは異なり、流動性に乏しいという理由から、原則として金融商品取引法上の開示規制は適用されない。ただし、出資対象事業が主として有価証券に対する投資を行う事業である場合には、開示規制が適用される（なお、この場合も取得者を500名未満に制限することで、開示規制の適用を回避できる）。しかし、実際のクラウドファンディングの資金調達者には、これに該当するような事業はほとんどないように思われる。したがって、匿名組合を利用したスキームの場合、ほぼ開示規制の対象とはならない。むしろ資金調達者または媒介者・引受人に課される規制として、契約締結前交付書面の交付による情報提供がある。同書面の記載事項は、①金融商品取引業者の商号、名称または氏名、住所、②金融商品取引業者である旨および登録番号、③当該金融商品取引契約の概要、④手数料・報酬等、顧客が支払うべき対価に関する事項、⑤市場リスクによる損失が生ずるおそれがあるときはその旨、⑥市場リスクにより元本を上回る損失が生ずるおそれがある時はその旨、⑦その他顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要事項として内閣府令定めるもの、となっている。なお、この金融商品取引業等に関する内閣府令82条～97条は16条にわたって書面の共通記載事項等が定めら

れている。ただし、この契約締結前交付書面に関しては、顧客が適切な投資判断を下す際の重要な資料であるとされるものの、一般投資家にとって内容が難しく、理解することが至難であるという指摘もある³⁹⁾。なお、このスキームにおいて、第二項有価証券の募集・私募の取扱を行う者は、第二種金融商品取引業者の登録が必要となる⁴⁰⁾（さらに、引受を行う場合は、第一種金融商品取引業の登録が必要である）。

3. クラウドファンディングの投資家

(1) クラウドファンディングの投資家に関する調査

一般に、どのような投資スキームでも投資家の属性に関する調査は、守秘義務に抵触する懸念があるため困難であるのが実情である。特に、投資ファンドの投資家属性となると、さらに困難である。そのような困難さが横たわる中、Agrawal *et al.* [2011] は⁴¹⁾、クラウドファンディングの特徴として、投資家の広範囲な分散を指摘し、資金調達と投資家の分散について、興味深い実証研究を行っている。この研究では、初期段階のミュージック・プロジェクトへのインターネットを通じた投資に関して、アーティストと投資家をつなぐクラウドファンディングを対象とした調査が行われている。それによるとアーティストと投資家の平均的な距離は、約3000マイル（約4800キロ）であり、これは空間的な要因が低下する一方、距離が一定の役割を果たしていることも示唆している。一回の資金調達過程では、地域の投資家は比較的早期に投資を行い、他の投資家の決定にはそれほど反応しない。この論文の著者たちは、この地理的効果がアーティスト起業家と個人的関係を持ちやすい縁故的投資家（いわゆる「ファミリー・フレンド」）によってもたらされることを明らかにしている。オンライン・プラットフォームは、モニタリング、インプット供給、情報収集などといった、距離に関係する経済的摩擦を除去するように思われる反面、社会的摩擦を必ずしも除去するものではない。

この論文では、資金を求める初期段階のミュージシャンへの投資を支援するクラウドファンディング・ウェブサイトからデータを集め、アーティスト起業家と投資家の平均的距離が約3000マイルであるとしている。

通常、上場企業の証券流通市場では、投資家は遠距離に位置しているが、初期段階のベンチャー企業では、情報収集、モニタリング、インプット提供などのコストがかかり、それらは地理的な感応度が高いため、投資家は、地理的に近接していると考えられ、多くの実証研究もこのことを示している。

このデータによって示された投資の地理的拡散は、クラウドファンディングの場合、ベンチャー企業の資金調達にありがちな距離に伴う経済的摩擦が克服されることを含意している。なお、ここでのアーティストは無名であり、ファースト・アルバムをレコーディングするための資金を求めている若者たちが大半を占めており、アーティストとしても企業家としてもその評価は限定的であり、リソースも最小限しか持っていない。他方、オンライン・プラットフォームは、初期段階の起業家が、自分たちの音楽の試作品を提示し、ビジネスプランの概略を発表し、さらには投資家のコミュニティに自分たちのプロジェクトを直接売り込むことができる場所を提供している。これによって、地理的な距離に伴う市場の摩擦を低下させることに役立っている。

さらに、この研究は、1回の資金調達過程における投資パターンを事後的に調査すると、地域の投資家と遠距離の投資家の相違点が明確になることを示している。つまり、まず一定期間内の投資傾向について、地域の投資家と遠距離の投資家との差異を比較した上で、公表された他者の投資決定によって、この相違点がどのように変化するかを検討し、遠距離の投資家の投資タイミングのほうに、他者の投資決定に左右されやすいことを示している。通常、ベンチャー・ファイナンスの研究では、初期段階のベンチャーへの資金源として、ファミリー・フレンドの重要な役割に言及される。そこで、この研究でも、それぞれの投資家と起業家の組み合わせに、ファミリー・フレンドの変数を付加したところ、ファミリー・フレンドは起業家の近くに偏在しがちであるという事実が明らかとなったが、ファミリー・フレンドでない地域の投資家も多数存

在していると同時に、遠距離のファミリー・フレンドの投資家も多数存在していることも明らかとなった。

この結果は、クラウドファンディングのプラットフォームが、通常初期段階の資金調達に付随する、距離的な経済的摩擦を最大限除去することを意味していると解釈できるものの、起業家の情報に関連した摩擦は除去できないことも示している。

これらの結果は、遠距離の投資家のオンラインアクセスに一定の経路依存性があることを示しているとも考えられる。遠距離の投資家は、他者の投資決定情報に著しく依存するため、ファミリー・フレンドは、初期の投資を行う上で重要な役割を果たすことになる。情報通信技術は起業家が世界中から資金を集めることを可能にするが、実際はオフラインのサポートの十分な基盤を有する起業家だけしか、それは可能ではないと、この研究では説明している。

(2) Sellaband のウェブサイト

この実証研究では、Sellaband⁴²⁾ というウェブサイトのデータが使われている。Sellaband は、アムステルダムに拠点を置くオンライン・プラットフォームであり、無名のミュージシャンにアルバム制作のための資金調達機会を提供している。その設立は2006年8月15日で、この種のウェブサイトの草分け的存在である。同ウェブサイトの仕組みは以下のとおりである。①音楽アーティストは Sellaband 上にプロフィールのページを無料で開設し、写真、経歴、リンク、ブログおよび3曲のデモソングをアップする、②投資家はウェブサイトを検索し、アーティストの情報を収集し、デモソングを試聴する、③もし投資家がそれを選択すると、あるアーティストの将来のアルバムの一単位以上のシェアを購入する（1単位10ドル）、④投資家はアーティストの提出した情報とともに、今までにアーティストが調達した資金額を見ることができる。調達資金は第三者預託され、アーティストが5000シェアを販売（5万ドルを調達）するまで利用できない、⑤5万ドルの資金調達が達成できれば、アーティストはプランに沿ってアルバム制作のために資金を利用できる、⑥アルバム完成後、ア

アルバムの売上によって得られた収入は、アーティスト、投資家、Sellabandの3者で三等分される。なお、投資家は音楽CDも受けとることができる。⑦この研究では、約3年間の調査対象期間中に34のアーティストが5万ドルを資金調達した。

Sellaband にページを開設したアーティストは、典型的な初期段階のアーティストで、レコード会社との契約もなく、プロとしてのアルバムも出しておらず、地元のバブなどでライブ活動している個人やグループである。したがって、ライブや音楽の売上による収入もほんのわずかしかない。彼らはアルバムレコーディング資金を調達するためにこのサイトを利用している。したがって、Sellaband は、アーティストが投資家コミュニティの中で、起業家的活動を行うためのプラットフォームを提供している。つまり、ここではアーティストは起業家といえる。他方、ここでの投資家は社会奉仕的あるいはその他の目的を持っている場合もある。Sellaband の場合、プラットフォームは収入分配契約を結んでおり、利益追求の投資動機に対応するよう設計されているが、アーティスト活動支援のような非貨幣的リターンによって動機づけられている個人も含まれているかもしれない。ただし、社会事業的な動機を有する個人も資金を投資しており、彼らが投資の貨幣的リターンに注目しなくても、なにがしかのリターンに注目し、多数のプロジェクトの中から賢明な選択をする動機を有している。

(3) データ

この研究は、2006年8月から2009年9月までの投資を対象としており、その間に4,712のアーティスト起業家が少なくとも10ドルを資金調達した。このうち、34はアルバム制作に必要とされる5万ドルを調達した。したがって、投資資金の配分はかなり偏ったものであり、これらの34のアーティストがウェブサイト上で集まった投資金額232万2750ドルのうちの73%を調達した。

この研究では、起業家と投資家が Sellaband 上に開示した地理的情報、フェイスブックのプロフィールや Google Maps APIs などによって、距離が測定さ

れている。ここでは、詳しい測定方法は省略するが、結果的に対象サンプルのうち、投資家・起業家ペアうちの90%の距離が測定されている。

この研究は、5万ドル以上を調達した34の起業家に焦点を当て、投資のタイミングと投資家のタイプを検証している。ここで、あえて34の起業家に焦点を当てた理由は、以下である。①彼らが資金調達において成功しているので、サイト上でのパフォーマンスの点で相互に比較可能である、②ファンディングサイクルを完成させた起業家に焦点を当てることでデータの切り捨てを考慮する必要がなくなる、③34の起業家に投資した大多数の投資家の地理的位置情報が入手可能である（投資家はCDを受け取るために位置情報を提供する必要がある）、④この34の起業家に焦点を当てることで、散発的にサイトを利用するミュージシャンや起業家活動の場として同プラットフォームを利用しないミュージシャンを排除することができる、⑤この34の起業家が同サイトで資金調達した全ファンドの約4分の3を占めている。

起業家は最初の投資資金を受け取った時にこのサンプルに加えられ、目標額

図表3-10 記述統計量 (50,000ドルのサンプル)

	観察数	平均	標準偏差	最小値	最大値
起業家レベル					
50,000ドルの投資家	34	608.8	220.9	316	1,338
50,000ドルに到達するまでの週数	34	53.1	34.6	8	124
アップロードされた曲数	34	4.29	8.02	0	32
アップロードされたビデオ数	34	0.68	0.47	0	1
投資家レベル					
投資された50,000ドル起業家数	8,149	2.54	4.23	1	34
50,000ドル起業家への投資回数	8,149	4.33	12.78	1	330
50,000ドル起業家への投資金額	8,149	208	1083.9	0	33,430
起業家・投資家レベル					
投資額 (ドル)	18,827	82	379.8	0	23,500
地理的距離 (km)	18,827	5,118	5,658	0.003	19,827
同一の起業家への投資件数	18,827	1.7	2.3	1	72
最初の投資時点での資金調達額 (ドル)	18,827	12,099	13,361	0	49,990
起業家・投資家の週レベル					
投資額 (ドル)	709,471	2,378	40.82	0	15,000
投資家向けライブショー	709,471	0.002	0.046	0	1

〔出所〕 Agrawal *et al.* [2011], p.21

を達成した時にサンプルから退出することになる。逆に、投資家はこのサイトで最初に投資した時にサンプルに入るが、サンプルから退出することはない。

5万ドル以上の起業家・投資家ペアのサンプルは、34の起業家と最低1回このうち1つに投資した全投資家とのデカルト積（直積）となる。各ペアは、起業家と投資家の両者共にサンプルに入っている週に出現する（たとえば、起業家1が第10週に最初の投資資金を受け取り、第20週に5万ドルを達成した場合、この起業家1は第10週から20週までサンプルに出現する。もし投資家2が第5週に最初の投資を行った場合、この投資家は起業家1と第10週から20週までペアを組むことになる。もし投資家3が第18週に最初の投資を行った場合、起業家1と第18週から20週までペアを組むことになる）。その結果、投資家から最低1回の投資を得た起業家・投資家ペアは1万8827であり、起業家・投資家の週別サンプル数は70万9471である（図表3-10参照）。

図表3-10では、5万ドルに達するための平均期間は、約53週（1年）であり、約8週（2ヶ月）から124週（約2年）までかなりのばらつきがみられる。また、投資家も広く分散しており、起業家は平均で609の投資家から資金を調達している。さらに、34の起業家は、8149名の投資家を獲得している。つまり、これらの投資家は、平均で2.5の5万ドル起業家に投資し、4.3回の投資を行っている（つまり、同一の起業家に1回以上の投資を行っている）。彼らの投資は全5万ドル起業家に対し期間中、合計208ドルであった。言い換えれば、投資家は起業家ごとに平均82ドルを投資したことになる。逆に、アーティストの側では、ファンディング過程で4.3曲のデモソングを追加提出している。

図表3-11は、全サンプルの起業家を含んでいる。ここでは、起業家は、平均11.4の投資家しか得ておらず、投資家も Sellaband で平均150ドルしか投資せず、投資先起業家数も平均3.5、投資回数も5.5である。

（4） Sellaband における地理的分散

34の起業家の地理的分散をみると、彼らがヨーロッパおよびアメリカの大部分を含む5大陸に分散していることがわかる。また、これら起業家に投資した

図表3-11 記述統計量（全サンプル）

	観察数	平均	標準偏差	最小値	最大値
起業家レベル					
投資家	4,712	11.4	60.5	1	1,338
投資金額	4,712	49.3	437.5	0	5,000
アップロードされた曲数	4,712	1.82	2,686	0	59
アップロードされたビデオ数	4,712	0.11	0.378	0	8
投資家レベル					
投資された起業家数	15,517	3.46	21.1	1	1,835
起業家への投資回数	15,517	5.52	34.3.1	1	2,155
起業家への投資金額	15,517	149.7	991.9	0	38,440
起業家・投資家レベル					
投資額（ドル）	24,862	42.69	253.61	0	23,500
地理的距離（km）	24,862	4,831.5	5,523.6	.003	19,863
同一の起業家への投資件数	24,862	1.79	2.52	1	72
最初の投資時点での資金調達額（ドル）	24,862	9,998	12,464	0	49,990
起業家・投資家の週レベル					
投資額（ドル）	1,175,492	1.83	33.71	0	15,000

[出所] Agrawal *et al.* [2011], p.21

投資家の分散をみると、その分布は80ヶ国にわたり、特にヨーロッパとアメリカの東海岸に集中している。さらに、図表3-12は距離別の投資額を示しており、50キロ圏内の平均投資額は50キロ超の投資額をかなり上回っていることが示されている。この研究では、50キロ圏内の起業家・投資家ペアを「地域型」、その他を「遠距離型」と区別している。このように区分すると、図表3-13の通り、地域型の投資は平均196ドルであり、遠距離型の74ドルを上回っている。しかし、遠距離型にはより多くの投資家が存在しているため、総額に占める割合は相当大きなものとなっている。投資回数では地域型の投資家は遠距離型の投資家の2.6倍投資している。地域型投資家は特定の起業家に投資する傾向がある。

（5）実証結果

本章では、実証手法についての説明は省略するが、この研究では、実証結果を次の3段階で示している。①投資家が特定の週に投資する傾向は、起業家がサイト上で資金を累積するにしたがって強まる、②地域の投資家はこのパター

図表3-12 地域型と遠距離型 (50,000ドルのサンプル)

距離	観察数	平均投資額	総投資額	総額に占める割合 (%)
0～5 km	191	255.76	48,850	2.9%
5～50km	973	184.62	179,640	10.6%
50～500km	4,403	67.67	297,970	17.5%
500～3,000km	4,232	79.56	336,680	19.8%
3,000km超	9,028	75.15	678,410	39.9%
n.a.	1,999	79.26	158,450	9.3%

[出所] Agrawal *et al.* [2011], p.22

図表3-13 地域型と遠距離型

	観察数	平均投資額	総投資額	総額に占める割合 (%)
地域型 (50km以内)	1,164	196	228,490	13.5%
遠距離型 (50km超)	17,663	74	1,313,060	77.2%
n.a.	1,999	79	158,450	9.3%

[出所] Agrawal *et al.* [2011], p.22

ンに従わない。さらに起業家が1万ドルの調達する前の早い段階でほとんど投資する、③地域型と遠距離型の投資家の相違は、「ファミリー・フレンド」と名付けた投資家グループで説明できる。これら3つの結論は以下のとおりである。

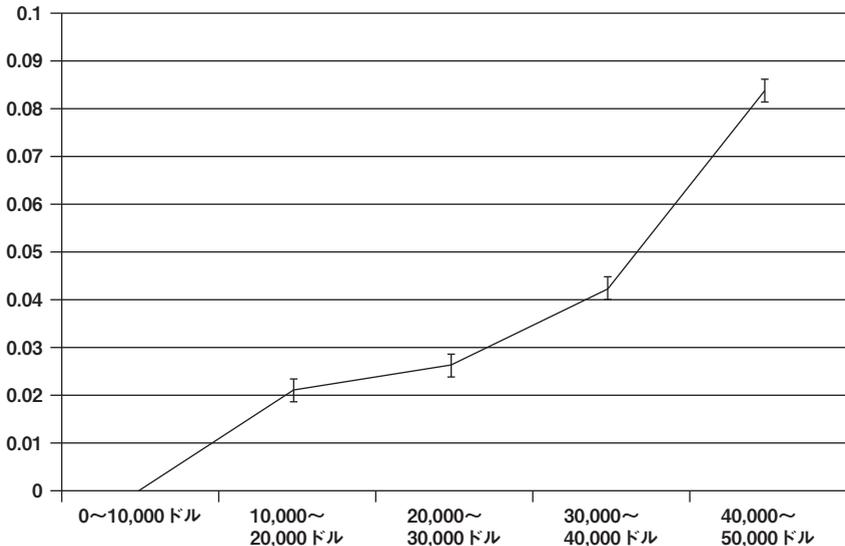
(A) ファンド資金とともに投資傾向が強まる

起業家の資金調達量が5万ドルに近づくにつれて、投資は加速する。このことは、経路依存性を示唆している。すなわち、それまでの投資が次の投資を加速させている。つまり、投資が累積していけば、新たな投資を引きつける要因となることを示唆している (図表3-14参照)。

(B) 地域型と遠距離型の投資家の相違

地域型の投資家は、2万ドルまでの起業家に投資する傾向にある。逆に、遠距離型投資家は、逆の傾向を示している。図表3-15は投資サイクルの異なった段階での投資傾向を示したものであるが、地域型と遠距離型は対照的なパターンを示している。すなわち、遠距離型は資金が累増するにつれて投資する傾向にあるが、逆に地域型は減少する傾向にある。つまり、起業家が成功するにつ

図表3-14 全投資家の相対的投資傾向（投資金額別、ベースライン：0～10,000ドル）



〔出所〕 Agrawal *et al.* [2011], p.31

れて遠距離の投資家を引き付けようと努力する可能性が示唆される。なぜならば、彼らは地元から離れたところでコンサートを開き、より多くの素材をプラットフォームに提供すると考えられるからである。

(C) ファミリー・フレンド

ファミリー・フレンドと命名された特別なタイプの投資家にも、地域型と遠距離型との相違点が見いだされる。これらの個人は、特定の起業家に資金提供するためのプラットフォームに加入する傾向がある。この研究では、7名の成功した起業家から情報を得て、ファミリー・フレンド投資家に対して調査を行っている。その結果、ファミリー・フレンド投資家は、それ以外の投資家に比して、起業家とeメール等でコミュニケーションせず（図表3-16参照）、投資過程の初期段階（特に最初の4週間）に活発に投資している（図表3-17参照）。このことは、彼らが起業家と他のチャンネルでコミュニケーションをとっていると推察できる。また、ファミリー・フレンド投資家には、遠距離型もあるが、地域型に偏っている（図表3-18参照）。さらに、投資金額でも、地

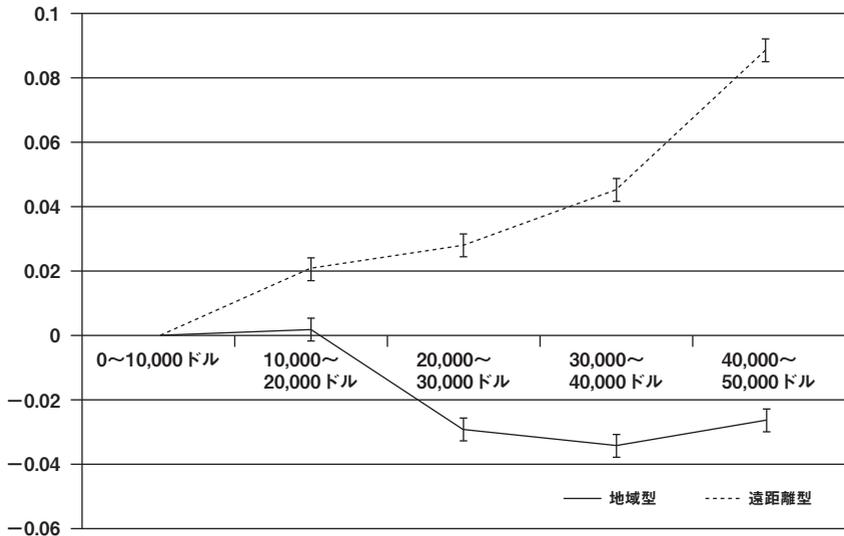
域型の投資に占めるファミリー・フレンドの割合が高くなっている（図表3-18参照）。

(D) 本研究の結論

この研究の結論は、以下のように要約される。

- ① 初期段階のアーティスト起業家の資金調達のためのオンライン・プラットフォームにおける距離の役割を検討すると、投資パターンは起業家と投資家

図表3-15 地域型および遠距離型投資家の相対的投資傾向
(グループの投資金額別, ベースライン:0~10,000ドル)



〔出所〕 Agrawal *et al.* [2011], p.31

図表3-16 ファミリー・フレンドと非ファミリー・フレンドとの
ウェブサイト利用上の相違

	ファミリー・フレンド	非ファミリー・フレンド
起業家への平均送信メール数	0.24	8.25
起業家への平均コメント数	0.44	12.74
起業家からの平均受信メール数	13.19	68.97
起業家からの平均コメント数	1.14	18.77

〔出所〕 Agrawal *et al.* [2011], p.25

間の距離と無関係であることがわかる。このことは従来の起業ファイナンスの文献では、距離の役割が強調されてきたことと対照的である。逆に、この研究では、オンラインの機能が遠距離の初期段階プロジェクトへの投資に関連した距離の要因を除去していることを示している。

- ② ファミリー・フレンド投資家は起業ベンチャーに対して初期段階で投資を行っており、彼らがオンラインまたはオフラインで重要な役割を果たしていることも強調している。これは一種の起業家コミットメントのシグナルの役割を果たしており、そのため後発の投資家は遠距離の資金源へのアクセスを通して更なる資金提供の可能性を高める。
- ③ この研究は音楽業界のクラウドファンディングに関する含意に関するものであるが、この業界は過去20年間重要な変化を経験してきた。業界の収益は、オンラインの違法コピーのために、この10年で半減するとともに、音楽生産・流通コストも低廉な生産ソフトやインターネットによるデジタル配信のために低下した。しかし、生産コストはゼロにはならず、アーティストは通常資金制約におかれている。垂直的統合の下で、大手レコード会社は、アーティストの知的財産権の所有権またはエクイティと引きかえに、資金と

図表3-17 ファミリー・フレンドの初期段階での活動

	最初の500ドル	最初の4週間	50,000ドル全額
ファミリー・フレンド	34%	37%	22%
非ファミリー・フレンド	66%	63%	78%

〔出所〕 Agrawal *et al.* [2011], p.25

図表3-18 ファミリー・フレンドの地域性

組み合わせ	0～25km	25～50km	50km超
ファミリー・フレンド	65%	61%	16%
非ファミリー・フレンド	35%	39%	84%

組み合わせ	0～25km	25～50km	50km超
ファミリー・フレンド	36%	60%	16%
非ファミリー・フレンド	64%	40%	84%

〔出所〕 Agrawal *et al.* [2011], p.25

フルサービス（プロデューサー、スタジオ、カバーデザイン、配信、補助など）を提供している。大手レーベルの重要性が低下するにつれ、アーティストが資金制約から逃れる選択肢は減少し、借金するか、知的財産権を売却するしかなくなっている。クラウドファンディングは、新人のアーティストにとって利用可能な市場を創造することで、この資金制約を克服するのに役立っている。そのため遠距離の未知の投資家から資金調達するファシリティを提供している。

（6）日本での投資家属性に関する調査

日本では、クラウドファンディングの投資家属性を調査した実証的な研究は見当たらない。しかし、市民出資による再生可能エネルギーファンドを組成した事例については、すでに多数の事例があるため、この事例をもとに検討する。具体的には、奈良県下で5回にわたって市民共同発電所を組成した「おてんとさん市民共同発電所」（1～4号機）および「恋の窟未来発電所@ならコープ」（1号機）の事例は、クラウドファンディングの出資者を考える上で示唆的であると思われるので、以下、インタビュー調査をもとに同事業を検討する。

この事業の発端は、2002年9月、ならコープの理事など6名が自然エネルギーの普及を目的として「自然エネルギー研究会」を始めたことがきっかけとなっている。その後、同会は「サークルおてんとさん」と名称を変更した後、特定非営利法人に組織変更し、現在までに4つの市民共同発電所を設立している。また、同非営利法人と人的関係を有する一般社団法人・地域未来エネルギー奈良が、これらの事業の経験を踏まえて市民共同発電事業を行い、合計5つの事業を展開している（図表3-19参照）。

まず、おてんとさん市民共同発電所の最初の事業（1号機）は、社会福祉法人協同福祉会の運営する特別養護施設あすなら苑⁴³⁾（大和郡山市）の屋根に太陽光発電パネルを設置する事業であり、2003年9月から寄附を募り、7ヶ月の募集期間に961万7628円の寄附を集め、これにNEDOによる助成金912万9750

円および同施設の自己資金55万3890円を加え、総額1930万1277円で実施された。資金提供者は、合計2311人であった。

図表3-19 「おてんとさん市民共同発電所」および
「恋の窪未来発電所@ならコープ」の事例

事業主体	任意団体サークルおてんとさん				NPO 法人 サークルおてんとさん	地域未来エネルギー奈良
事業名称	おてんとさん市民共同発電所				恋の窪未来発電所@ならコープ	
項目	1号機	2号機	3号機	4号機	1号機	
発電所名称	あすなら苑おてんとさん発電所	ならのはおてんとさん発電所	あすなら保育園おてんとさん発電所	あすなら苑第2おてんとさん発電所	恋の窪未来発電所@ならコープ	
発電種類	太陽光	太陽光	太陽光	太陽光	太陽光	
設置地域(市町村)	奈良県大和郡山市	奈良県奈良市	奈良県大和郡山市	奈良県大和郡山市	奈良県奈良市	
場所(屋根・陸上)	屋根	屋根	屋根	屋根	屋根	
建物・土地所有者	社会福祉法人協同福祉会	社会福祉法人ならのは	社会福祉法人協同福祉会	社会福祉法人協同福祉会	市民生活協同組合ならコープ	
設備所有者	社会福祉法人協同福祉会	社会福祉法人ならのは	社会福祉法人協同福祉会	社会福祉法人協同福祉会	一般社団法人地域未来エネルギー奈良	
事業主体(団体名)	おてんとさんプロジェクト	サークルおてんとさん	サークルおてんとさん	サークルおてんとさん+協同福祉会	一般社団法人地域未来エネルギー奈良	
資金募集事業者名称	あすなら苑おてんとさん発電プロジェクト	ならのはおてんとさん発電プロジェクト	あすなら保育園おてんとさん発電プロジェクト	NPO 法人サークルおてんとさん	トランスパリュー信託株式会社	
出資募集期間	2003.9.1～2004.3.31	2006.8.10～2007.3.31	2010.9.1～2011.3.31	2013.11.21～2013.12.12	2014.2.3～3.17	
資金調達形態	寄附+助成金	寄附+助成金	寄附+助成金	建設協力金(借入金)金銭消費貸借契約	実績配当型合同運用指定金外信託	

稼働開始年月	2004年3月	2007年2月	2011年3月	2014年1月	2014年5月 予定	
設備容量(kW)	20kW	10kW	10kW	10.08kW	49.6kW	
メーカー	SANYO	シャープ	ホンダソル ティック	ソーラーフロン ティア	ソーラーフロン ティア	
工事費(円)	18,259,500	6,099,450	7,980,000	3,715,530	16,569,900	
総事業費 *(啓発事業含む)	1883万円	647万円 *(639万円)	813万円 *(811万円)	3,880,000	18,000,000	
資金内訳 (円)	寄付	2311人 9,617,628	313人 3,171,635	142人 1,533,000	80,000	0
	おてんと さんちよ きん		200,000	400,000	300,000	0
	補助・ 助成金	NEDO 9,129,750	NEDO 3,097,094	※ 4,350,000	0	0
	グリーン 電力証書 代金			155,660	0	0
	施設の自 己資金	553,899	0	1,694,340	1,500,000	0
	建設協 力金	0	0	0	2,000,000	0
	融資	0	0	0	0	18,000,000
	計(円)	19,301,277	6,468,729	8,133,000	3,880,000	18,000,000
経費	点灯式・ 講演会、 書類郵送 等	約57万円	約29万円	約13万円	約17万円	手数料その他 約100万円

収益の活用用途	全量自己消化。発電に見合う電気代金一部を会費として年5万円10年間おてんとさんちよきん（再生エネ普及資金）へ。	全量自己消化。発電に見合う電気代の一部をまとめて50万円おてんとさんちよきんへ。	余剰電力を販売。発電量に見合う電気代の一部を会費として年5万円10年間おてんとさんちよきんへ。	FIT制度を活用し、全量売電。借入金（1口10万円×20口）を10年後11万円で一括返済する予定。寄付金については啓発資金に充てる予定。	毎年、返済、維持管理費、動産総合保険料、修繕費積立、信託報酬、固定資産税、法人税などの支出あり。返済以降ならば可能。（人件費までは難しい）さらに発電所を設ければ、ある程度まとまった資金は出てくる計画。小水力利用やバイオマス利用支援への活用を検討。
年間発電量（平均 kWh）	20489	10867	12999	予測10493	予測50000
売電収入（年）	0	0	約11万円（余剰電力24円/kWh）	予測約40万円（36円＋消費税：37.8円/kWh）	予測約195万円（36円＋消費税：38.8円/kWh）
* 総事業費のうち（ ）の金額が実際に掛かった費用。最終調整の結果、余剰分は「おてんとさんちよきん」に積み立て					融資期間15年年金利2.35%
* 助成金 新エネルギー導入促進協議会 3,800,000 関西グリーン電力基金 500,000 ならコープ（点灯式費用）50,000				—	信託期間15年 1ヶ月予定配当率年1.25% 信託報酬1.1%

〔出所〕 一般社団法人・地域未来エネルギー奈良の内部資料による

次に、同発電所2号機は、社会福祉法人ならのはの運営する施設（奈良市）に、1号機同様に太陽光パネルを設置する事業であり、2006年8月から寄附を募り、約8ヶ月で317万1635円の寄附を集め、同様の助成金を加え、総額646万8729円で実施された。資金提供者は、合計313人であった。

第三に、同発電所3号機は、社会福祉法人協同福祉会の運営する、あすなら保育園（大和郡山市）の屋根に太陽光パネルを設置する事業であり、2010年9月から寄附を募り、7ヶ月で153万3000円の寄附を集め、助成金を加え、総額813万3000円で実施された。資金提供者は、合計142人であった。

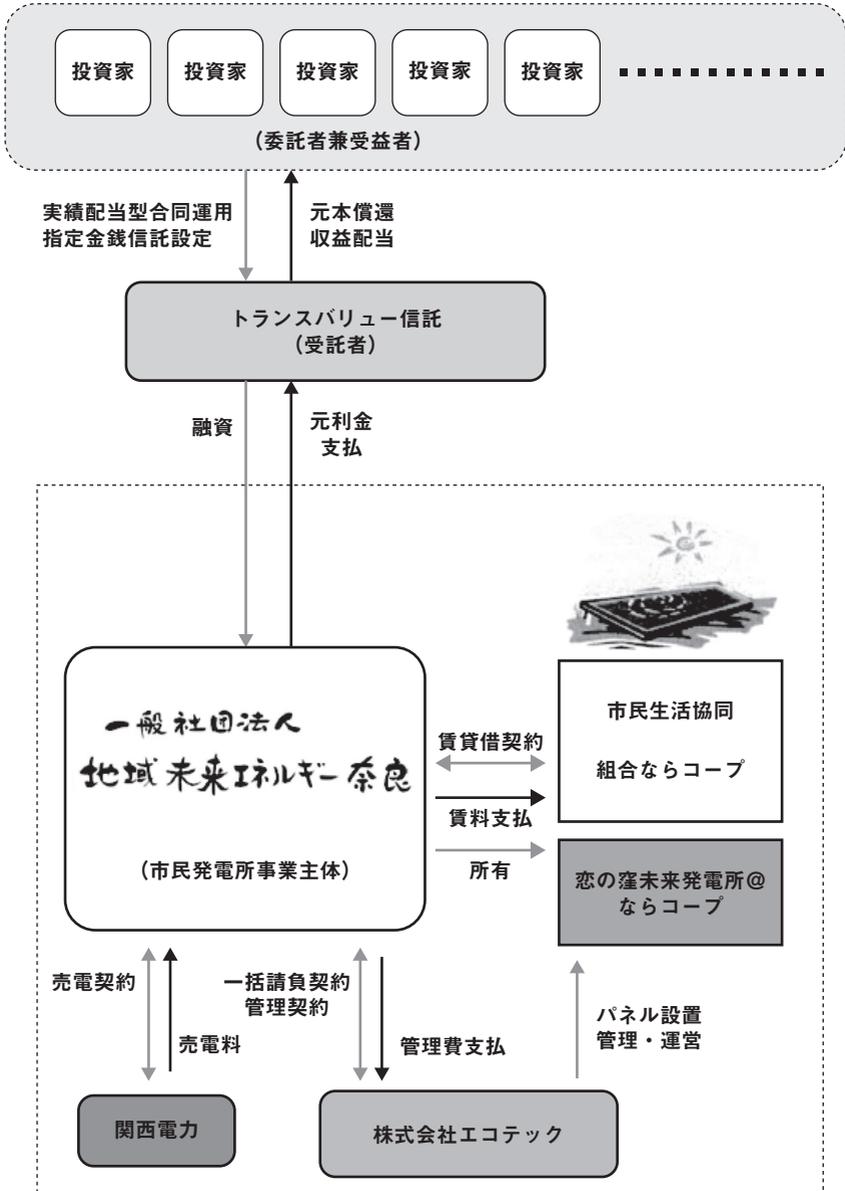
これら1～3号機に関して、寄附は1口3000円で、寄附を集める活動としてはならコープの生協各店舗で地球温暖化や自然エネルギーに関する学習会を開催し、啓発活動に努めるとともに、ならコープも注文用紙で寄附ができる仕組みを提供した。また、全国の生協の理事長等にも寄附を呼びかけた。したがって、寄附金の提供者は、生協組合員が中心であり、これに全国の生協理事長等が加わっている。

第四に、同発電所4号機は、1号機の設置されたあすなら苑の屋根にもう一つのパネルを設置する事業であるが、今までの3事業とは異なり、NPO法人サークルおてんとさんによる「疑似私募債」⁴⁴⁾の発行によって資金調達された。また、1～3号機の発電が自己消化（ただし3号機は余剰電力を売電）であるのに対し、この4号機はFIT制度を利用し、全量売電によって借入金返済および利払いを行う契約となっている。したがって、同疑似私募債は、貸借期間：2013年11月21日～2024年7月末、予定利率：1%（単利）、申込単位：1口10万円（1口以上、2口まで）、計算期日：貸借期間の毎年3月末日（年1回）、計算期間：2014年4月1日から当該計算期日までの期間、元本償還および利息支払日：2024年7月（元本および利息の合計11万円（1口）は、満期一括返済であり、期中の元本返済および利息支払いは行わない）となっており、2013年11月21日から12月12日までの期間に出資を募り、合計20人の資金提供者から総額200万円を集めた。なお、出資を募った相手先は、同NPO会員および関係者であったため、資金提供者も同NPO会員および関係者であった。

第五の事業は、一般社団法人地域未来エネルギー奈良が事業主体となり、市民生活協同組合ならコープの屋根に太陽光パネルを設置したものである。この事業は、これら一連の事業の中で、初めて多数の出資者から投資資金を集め、ファンドを組成したという点で特徴的である。このファンドは、「自然のちからファンド・アースソーラー(恋の窪未来発電所@ならコープ)」と名付けられており、そのスキームは、以下の通りである(図表3-20参照)。

- ① 実績配当型合同指定金銭信託
- ② 受託者：トランスバリュー信託株式会社
- ③ 募集期間：2014年2月3日～2014年3月17日(ただし、先着順による受付となり、募集の総額に達した場合終了する。また、受託者の都合により、募集期間を延長したり、予告なく終了することがある。)
- ④ 募集の総額(口数)：1800万円(180口)
- ⑤ 最低募集額：1800万円(ただし、2014年3月17日時点において、この商品の信託金の合計額が最低募集金額に満たない場合は解約となる場合がある。)
- ⑥ 信託期間：2014年4月15日～2029年5月31日(15年1ヶ月間)(ただし、信託終了日前に信託財産が全額換金された場合は全額換金された日の翌銀行営業日に、信託を継続し難い事由が生じる等の強制終了事由が発生した場合は受託者から通知した日に信託期間は終了する。)
- ⑦ 申込単位：1口10万円(1口以上1口単位、上限5口)
- ⑧ 申込手数料：申込者1人につき2,160円
- ⑨ 計算期日：信託期間中の毎年4月末日(年1回)
- ⑩ 計算期間：信託開始日又は直前の計算期日の翌日から当該計算期日までの期間
- ⑪ 元本償還及び収益配当支払日：各計算期日から1ヶ月後の応当日(尚、初回は2015年5月末日、ただし、当該日が銀行休業日の場合は、その翌営業日)
- ⑫ 予定配当：予定配当率 年1.25%(ただし、予定配当率は、実績配当の目標参考値としてお示ししているものであり、記載の配当率を保証するもので

図表3-20 自然のちからファンドの仕組み



〔出所〕トランスバリュウ信託株式会社「自然のちからファンド」販売用資料，2014年2月，4頁

はない。合同運用財産の状況および実際発生する経費により変動することがある。)

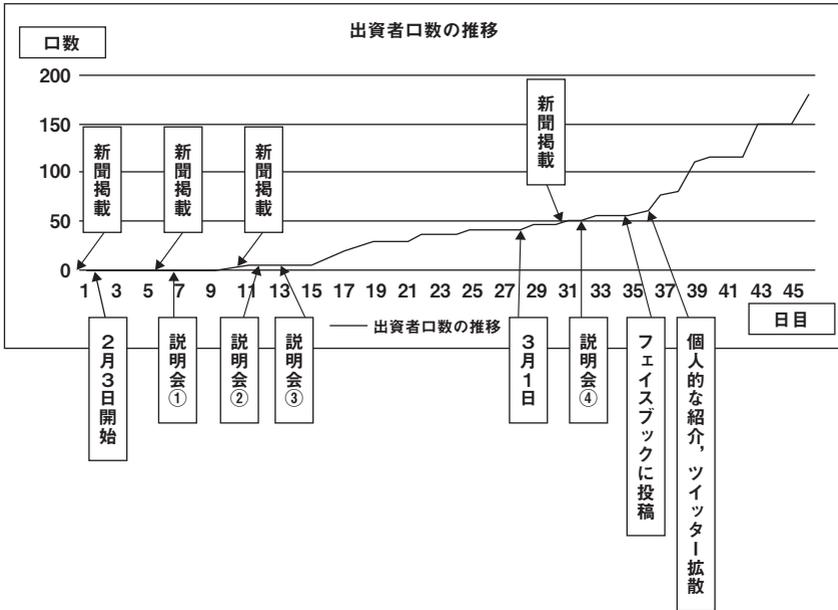
- ⑬ 信託報酬：信託元本残高に対して年1.1%
- ⑭ 課税関係：収益配当金に対し20.315%（所得税15.315%，地方税5%）の税率により源泉徴収
- ⑮ 中途解約，譲渡，担保，質入：中途解約，譲渡，担保，質入は不可。相続は可。

このファンドは、2014年2月に出資募集を開始し、予定通り約1ヶ月半のうちに51名から1800万円を集めた。一人当たり平均出資額は、約35万円であり、その県別の内訳（金額ベース）は、奈良県94%，京都府2%，大阪府2%，愛知県2%であり、出資者の属性別内訳（同）は、ならコープ組合員および職員37%，地域未来エネルギー奈良関係者13%，奈良市の行政関係者（職員）7%，一般43%である。ただし、出資口数の推移をみると、新聞掲載よりもフェイスブックへの投稿やツイッターの拡散が口数の増加につながっているように見受けられる（図表3-21参照）。また、ならコープなどが中核的な役割を果たしていたこともわかる。

クラウドファンディングの場合、インターネットで不特定多数の資金提供者に呼びかけることができる点が特徴であるが、実際には中核となる資金提供者が重要な役割を果たしていることが指摘されている。前述のように、Agrawal *et al.* [2011] も中核的な投資家をファミリー／フレンド投資家と名付け、その重要性を指摘している⁴⁵⁾。この事例においても、ネットによる情報の提供・拡散が重要であると同時に、中核的な資金提供者グループの役割にも注目される。したがって、クラウドファンディングによる資金調達成否には、これらの資金提供者グループの存在が重要な要素となることが示唆されると考えられる。

さらに、中核的な資金提供者を集めるためには、事業内容に対する共感と事業を担う主体に対する信頼という点が重要であると考えられる。この事業の場合、ここで紹介した10年以上にわたる取組がこのような共感と信頼の基盤と

図表3-21 出資口数の推移



〔出所〕清水順子「想いを形に」(NPO 法人自然エネルギー市民共同発電主催「第2回市民がエネルギーをつくる時代『自然エネルギー学校・せんしゅう』」2014年11月9日、泉大津市テクスピア大阪にて開催)配布資料、28頁

なっていると思われる。

4. クラウドファンディング規制の緩和と証券業

(1) 2014年の金融商品取引法改正

2014年5月23日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(平成26年法律第44号)は、①新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等に関するものとして、投資型クラウドファンディングの利用促進、新たな非上場株式の取引制度、金商業者の事業年度規制の見直し、②新規上場の促進や資金調達の手続きの円滑化等として、新規上場に伴う負担の軽減、上場企業の資金調達の円滑化

等、③市場の信頼性確保として、ファンド販売業者に対する規制の見直し、金融指標に係る規制の導入、電子化された株券等の没収手続の整備など、多岐にわたる内容を含んでいる。このうち投資型クラウドファンディングに関するものとしては、投資型クラウドファンディングに関する制度整備と新たな非上場株式の取引制度の創設が重要である。特に、前者は株式型クラウドファンディングに関する制度整備であり、クラウドファンディングによって発行された株式は、非上場株式を含む可能性が高く、流動性がほとんどないと考えられる。そこで、流動性確保の手段として、後者の制度整備、つまり非上場株式の取引制度の創設が盛り込まれたものと考えられる。したがって、この両者は強い関連性を持っていると解される。

(2) 株式型クラウドファンディングに関する改正

投資型クラウドファンディングは、大別すると匿名組合理型と株式型に分けられるが、株式型を採用している例は極めて少なく⁴⁶⁾、ほとんどの事例は匿名組合理型である。

このように株式型が少ない理由としては、規制面でのハードルが高いことが指摘できる。まず、現行の規定では、他者の発行する株式を投資勧誘については、第1種金融商品取引業者（証券会社）の登録が必要であり（金商法28条1項1号）、さらに非上場株式については、日本証券業協会の自主規制規則により、非上場株式の募集および私募の取扱は原則禁止されている（店頭有価証券規則第3条）。したがって、既存の事例としては、グリーンシート銘柄の発行例（春うららかな書房）があげられる。

このような株式型に関する現行規制について、2013年6月以降、金融審議会では、「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等に関するワーキング・グループ」において検討が重ねられ、同年12月25日に報告書が取りまとめられた。同報告書では、クラウドファンディングに関して、①仲介者の参入要件の緩和、②投資者保護のための必要な措置、③自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮などの必要性が指摘され、さらに、非上場株式の取引・換金

のための枠組みについても提案が示された。

特に、仲介者の参入要件緩和に関しては、「現行の第一種金融商品取引業および第二種金融商品取引業について、登録の特例を設けることが望ましい」との判断を示した上で、具体的には、「第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第一種金融商品取引業者』と位置付け、財産規制等を緩和することが考えられる」とし、ここでの少額の範囲として、「発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以下」という見解が示された⁴⁷⁾。

また、非上場株式の取引・換金のための枠組みについては、グリーンシート銘柄制度の利用企業数減少と売買の大幅低迷という現状を踏まえた上で、日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として「新たな非上場株式の取引制度」の創設を提言している。具体的には、①投資勧誘の範囲を「第一種金融商品取引業者が銘柄毎に組成・管理する『投資グループ』のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留める」、②インサイダー取引規制に関しては「適用対象外」、③開示義務に関しては「グリーンシート銘柄制度におけるほどの開示義務を課す必要はない」という見解が示されている⁴⁸⁾。

この金融審議会の報告書を受けて、2014年5月23日、「金融証券取引法の一部を改正する法律」（平成26年法律第44号）が成立した。この法改正では、投資型クラウドファンディングの利用促進と非上場株式の取引制度に関する法改正が行われた⁴⁹⁾。

このうち投資型クラウドファンディングに関しては、以下の改正が行われた。

まず、インターネットを利用して有価証券の私募・募集等の取扱を「電子募集取扱業務」とした上で、この電子募集取扱業のうち、非上場株式であり、その発行総額および投資者一人当たりの払込額が少額である場合、「第1種少額電子募集取扱業」とした。この第1種少額電子募集取扱業のみを行う旨を登録申請書に記載し、その登録を受けた者が「第1種少額電子募集取扱業者」とな

る。また、第1種と同様に、匿名組合などの募集または私募の取扱で、有価証券の発行総額や投資者一人当たり投資額が少額であるものを「第2種少額電子募集取扱業」とし、これのみを行う者を「第2種少額電子募集取扱業者」とした。

次に、第1種少額電子募集取扱業者に係る特例として、①参入規制が緩和され、兼業規制および自己資本規制は適用されない（特に、最低資本金規制が緩和され、従来の原則5000万円が1000万円に引き下げられることが予定されている）、②行為規制が緩和され、兼業規制、標識の掲示、金融商品取引責任準備金および自己資本規制比率の規定は適用されないこととされた（ただし、金融商品仲介業者への業務委託、公開買付事務取扱および大量保有報告規制における特例報告は行えない）。また、第2種少額電子募集取扱業者に係る特例として、最低資本金規制が緩和され、従来の1000万円が500万円に引き下げられることが予定されている（なお、兼業規制については、従来から課されていない）。

第三に、電子募集取扱業者に係る特例として、登録拒否要件に、業務を的確に遂行するために必要な体制整備という要件が付加されるとともに、行為規制に、業務管理体制の整備が付加された。さらに、投資家保護の観点から、電子募集取扱期間中のウェブサイトでの情報提供が課されることとなった。

他方、非上場株式の取引制度に関しては、日本証券業協会の「規則において流通性が制限されていると認められる有価証券として内閣総理大臣が定めるもの」は取扱有価証券から除外され、インサイダー取引規制や相場操縦等規制の適用から除外されることとなった。

（3）日本証券業協会のワーキンググループ報告書

このような法改正を踏まえて、2014年6月17日、日本証券業協会の非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループが報告書を取りまとめ、公表した。

同報告書では、株式型クラウドファンディングに関して、以下の方向性が示

されている⁵⁰⁾。

- ① 非上場株式の電子募集取扱業務については、第1種少額電子募集取扱業者に対しても証券会社と同様の規制を適用することを基本とし、必要に応じて、証券会社に対する規制を加減していく。
- ② 電子募集取扱業務は、引受を伴わない非上場株式の募集・私募の取扱に適用される、現在の自主規制をそのまま適用することを基本とし、必要に応じて、これに加減していく。
- ③ 証券会社が行える非上場株式の電子募集取扱業務は「少額」であるもの、すなわち第1種少額電子募集取扱業務に限る。
- ④ 証券会社であっても、第1種少額電子募集取扱業務を行う場合の勧誘手法はインターネットに限ることとし、電話および対面等その他の勧誘手法を併用してはならない。

さらに、同報告書では、投資者におけるリスク等の認識について、「確認書」の徴求によって確認するものとしている。ただし、第1種少額電子募集取扱業務により取り扱う非上場株式の発行者の事業内容のチェック等のために必要な体制整備については、今後の内閣府令によって定められることとなっていくことなど、具体的な政令および内閣府令の内容が明らかでないため、同報告書では、具体的な自主規制の詳細な内容について結論を下していない。

また、非上場株式の取引制度に関しては、情報開示に関して、以下を提言している。①インサイダー取引規制の適用対象外とされることに伴い、発行者に対して適時開示義務が課されなくなるとともに、②発行者による会社情報の提供は、既に発行者が作成している書類とすることを原則とした上で、有価証券報告書を作成・提出していない会社の場合、「会社法に基づく事業報告書および計算書類等」とし、③募集等の取扱を行う場合は、「募集事項等に関する内容が記載された書面」としている⁵¹⁾。さらに、同報告書では、証券会社から投資グループ加入者への会社情報の提供（ウェブサイト上での閲覧・取得可能な状態の確保等）、投資グループへの加入および脱退、投資者におけるリスク等の認識の確認、契約締結前交付書面の交付およびこれによる説明、投資グルー

ブを組成する銘柄の選定、証券会社に関する情報の提供、投資グループ内で行われる募集の取扱いなどについても提言を行っている。

以上のように、2014年の金融商品取引法改正によって、株式型クラウドファンディングの導入・拡大が促進される可能性が高まったといえる。特に、株式型の場合、流通・換金性の確保が重要であるが、この法改正では、投資グループ制度と一体にした改正が進められた点は注目される。また、グリーンシート制度の低迷という状況に対する反省を踏まえて、改正が進められた点も重視すべきであろう。

(4) 証券業への影響

2014年の金融商品取引法改正を踏まえて、今後政省令や協会規則が定められることになるため、実際の規制のあり方は、現時点では必ずしも明らかではないが、投資型クラウドファンディングの取扱業者の新規参入とスキーム拡大が意図されていることは明らかである。その上で、証券業への影響を考えると以下の点があげられる。

まず、株式型クラウドファンディングについては、現在、海外の先行事例としては、英国での利用が紹介されている。それによると、英国での利用例として目立つのは、地域密着型の事業や消費者を対象とした事業といわれる⁵²⁾。したがって、日本での「ふるさと投資」の対象となるような企業にとって発行ニーズがあることが予想されるが、必ずしも株式型である必要性は強くないと予想される。むしろ将来の上場を目指す企業が、体制整備を進める上で、株式型クラウドファンディングを利用するような事例が散見される程度であろう。

次に、参入規制に関しては、資本金規制が緩和されたものの、その効果は未知数である。むしろ投資型クラウドファンディングの取扱いに関しては、一人当たりの投資額も調達者の資金総額も少額であり、コストに見合った手数料が徴求できず、持続的なビジネスモデルを確立することが難しいことが参入を阻んでいる要因であろう。しかし、手数料を引き上げると投資商品として成り立たなくなる可能性があるため、その引き上げは容易ではない。また、インター

ネットはコスト削減に寄与しているものの、様々な手続きや投資先の新規開拓・継続的なモニタリングなど、マンパワーに依存する部分は少なくないため、コスト削減も容易ではない。これらを考えると、新規業者による新規参入は必ずしも容易ではない。

第三に、既存の証券業者が新たに少額電子募集取扱業者を兼業する可能性も考えられる。その際、既存の証券業務とクラウドファンディングの取扱業務との間に何らかのシナジーが見いだせるかが要点となる。例えば、地域密着型の中小証券会社の場合、既存業務による営業基盤は地元の富裕層などに顧客基盤が限定されているが、クラウドファンディングでは、それとはまったく異なる顧客層が対象となる可能性が高く、顧客層の拡大・多様化につながる可能性がある。また、クラウドファンディングの資金調達者は、地域の伝統産業や新興企業が含まれており、地元企業との関係強化につながる可能性がある。そこでは、単なる手数料収入以外のメリットが見いだされることも期待できるだろう。

まとめ

以上、本章では、クラウドファンディングの世界的な広がり、日本におけるクラウドファンディングの現況を確認した上で、クラウドファンディングの投資家の属性について、海外の実証研究を紹介し、中核的な投資家の重要性について検討した。また、2014年の金融商品取引法改正によって投資型クラウドファンディングに関する規制緩和が行われたことから、この改正による証券業への影響についても検討を加えた。

冒頭に述べたように、投資型クラウドファンディングに関しては、規制に左右される面が大きいいため、2014年の金融商品取引法改正に伴う政省令や協会規則によって今後の推移は左右されるものと思われる。

ただし、クラウドファンディングへの関心の背景には、日本が成熟社会へ移行するにつれ、人々の意識や価値観が変化し、共感やつながりといったナイー

づな面が志向されるようになり、従来の投資のあり方とは異なる志向の萌芽があるように思われる。日本がどのような成熟社会を設計するかについては、今後多くの議論を重ね、試行を積み上げていかねばならないが、そこでも投資や金融は不可欠な要素であり、その一つとしてクラウドファンディングを位置づけ、市場を育成する必要があると思われる。

*本章執筆にあたって、内閣官房地域活性化統合事務局ふるさと投資促進プラットフォーム協議会、第二種金融商品取引業協会検討会合、公益財団法人・日本証券経済研究所主催の証券経営研究会のメンバーの方々から有益なご教示を賜りました。また、清水順子氏（NPO 法人サークルおてんとさん、一般社団法人地域未来エネルギー奈良）、前田美代子氏（同）、森本健一氏（日本証券業協会）、梅本剛正氏（甲南大学法科大学院）からも資料提供やご教示をいただきました。さらに、本研究は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（14連240）の成果の一つです。厚く御礼申し上げます。ただし、本章中の意見に関する部分は、すべて筆者のものであり、記述内容に関する責任も、すべて筆者に帰属することをお断りいたします。

<注>

- 1) 日経テレコンを利用し、対象紙は、日経各紙、全国紙、地方紙および専門紙など全紙であり、検索範囲は、見出し、本文、キーワード、分類語のすべてを含めた。
- 2) 「『群衆』の出資で取材 米国発の新たな記事づくり」『朝日新聞』2010年10月18日、と題する記事が見出される。
- 3) 「SNSで『共感』を形に 始動・クラウドファンディング」『日本経済新聞電子版セクション』2012年2月20日、と題する記事が見出される。
- 4) massolution の HP, <http://www.massolution.com/about>, による。
- 5) massolution [2013], p.12
- 6) 寄付とは異なり、資金提供者に対して、当該事業やイベント等の成果が還元されるタイプを指しており、しばしば日本で「購買型」と称されるタイプは、これに含まれると考えられる。
- 7) 以下、Debt とされている場合もあるが、本稿では「貸付型」と表記した。
- 8) ロイアリティ型とは、massolution [2013], p.49によると、「キャンペーンオーナーが報酬を生み出す企業の利害 (stake) を提供するのではなく、報酬 (revenue) の分配を提示する」モデルを指し、最も新しいタイプであるという。
- 9) 両タイプについては、神山哲也 [2013a], 179頁、参照。
- 10) assolution [2013], p.20

- 11) massolution [2013], pp.23-24
- 12) massolution [2013], p.25
- 13) massolution [2013], p.27
- 14) massolution [2013], p.28
- 15) massolution [2013], p.28
- 16) massolution [2013], pp.32-33
- 17) massolution [2013], p.34
- 18) massolution [2013], pp.83-86
- 19) この locavesting という用語は、経営・金融ジャーナリストの Amy Cortese が2011年に出版した著書、Cortese [2011]の中で「地域的な投資の革命」がいかにして出現するかという文脈の中で使ったとされる。
- 20) JustGiving Japan の HP, <http://justgiving.jp/about/justgiving>, 参照 (2014年1月26日)。
- 21) 「iPS 細胞研究の山中教授マラソンで資金集め」『産経新聞』(大阪)2012年2月22日朝刊, 22頁, 参照。
- 22) READYFOR? の HP, <https://readyfor.jp/>, 参照 (2014年1月26日)。
- 23) AQUSH の HP, <https://www.aqush.jp/invest/markets>, 参照 (2014年1月31日)。
- 24) 日本クラウド証券 HP, <https://www.crowdbank.jp/>, 参照 (2014年1月31日)。また、同社へのインタビューによる。
- 25) わが国の場合、資金提供者が資金調達者に対して直接貸付を行う場合、現行規制では、資金提供者に対して貸金業法上の規制が課される可能性がある。有吉 [2013], 22頁参照。
- 26) ただし、匿名組合と資金調達者との間では、貸付契約が結ばれていることから、「貸付け型」として、別の区分を設けるという考えもある。海外の統計を見ると、「Lending」(貸付け型)を区分しているものもあり、比較的大きな割合を占めているようである。例えば、クラウドファンディングの市場規模を見る際に、しばしば参照される massolution [2013] は、Equity (株式型)、Lending (貸付型)、Donations (寄付型)、Rewards (報酬型)、Donation-Reward mix (寄付・報酬混合型)、mixed others (その他混合型) という分類のもとに統計を公表している (同 p.25)。ただし、どのようなスキームがそれぞれの分類項目に含まれているのかは、必ずしも明確ではない。
- 27) 例えば、神山 [2013a], 175頁, 参照。
- 28) 有吉 [2013], 17-18頁
- 29) ただし、ビジネスという観点からすると、ただ単にプラットフォームだけを提供し、なら取引に関与しないという事態は想定しにくいものと思われる。
- 30) 詳しくは、前掲、有吉 [2013], 17頁, 参照。特に、プラットフォーム提供者の責任については、「特定電気通信役務提供者の損害賠償責任の制限及び発信者情報の開示に関する法律」を参照。
- 31) 同社の取組については、小松真実・猪尾愛隆「ふるさと投資の実例」(赤井厚雄他 [2013], 52-84頁, 参照)。
- 32) 株式型クラウドファンディングについては、有吉 [2014] および森本 [2014] 参照。
- 33) 「『クラウド』で株募集」、『日本経済新聞』2013年8月29日朝刊, 15頁参照。
- 34) 前掲、有吉 [2013], 20頁, 参照。
- 35) 2014年5月23日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(平成26年法律第44号)において、非上場の電子募集取扱業者であって、有価証券の発行価額が少額であることなどの要件を充たすのみを行う業者を「第1種少額電子募集取扱業者」(第29条の4の2の第9項)とし、通常の第1種金融商品取引業者に較べて、登録時の要件緩和などが図られることとなった。これについては、有吉 [2014]、一般社団法人第二種金融商品取引業協会 [2014]、小長谷他 [2014]、森本 [2014]、松尾 [2014d]、参照。なお、金湯審議会報告書では、「少額」については、発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以内であることが適切であるとされている。これにつ

- いては、金融審議会〔2013〕、3頁、参照。
- 36) 前掲注35の法改正において、第1種と同様、「第2種少額電子募集取扱業者」の規定が設けられた(第29条の4の3第2項)。これについては、小長谷他〔2014〕、33頁、参照。
- 37) 例えば、福島県伊達市霊山町に建設された「アースソーラー(りょうぜん市民共同発電所)」の事例では、信託が利用されている。
<http://tvt-fjp/ryouzen/index.html>
- 38) 前掲、有吉〔2013〕、21頁、および金融庁「『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等についてーコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(平成19年7月31日)、58頁、参照。
<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>
- 39) 河本一郎・大武泰南〔2011〕、306頁、参照。
- 40) なお、金融審議会報告では、「第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第一種金融商品取引業者』と、また、第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第二種金融商品取引業者』とそれぞれ位置付け、財産規制等を緩和することが考えられる」とし、「少額の範囲としては、『発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以下』とすることが考えられる」としている。金融審議会〔2013〕、3-4頁、参照。したがって、この提言に沿って本国会で審議が行われるものと思われる。
- 41) 以下、Agrawal, *et al.*〔2011〕,The Geography of Crowdfundingの紹介に関する記述について、煩雑さを避けるため、当該論文の該当頁に関する注記は省略した。
- 42) Sellabandのウェブサイトは、以下である。<https://www.sellaband.com/>
- 43) あすなら苑は、介護施設として創意工夫のある取組を行っていることで知られている。その取組については、社会福祉法人協同福祉会〔2009〕、参照。
- 44) 内閣府のHP「Q&A 特定非営利活動促進法に関する疑問にお答えします」によると、「擬似私募債」とは、「社債の少数私募債に準じた形で発行するもので、利息制限法・出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律等の関係法令及び各種業法をクリアした民法上の証拠証券、すなわち、金銭消費貸借契約の証書であり、NPO法人等も発行することができるもの」と定義されている。
<https://www.npo-homepage.go.jp/q&a/kobetsu-3-a.html>、参照。
- 45) Agrawal *et al.*〔2011〕の実証研究については、松尾〔2014c〕で紹介している。
- 46) 例えば、日本クラウド証券による春うらかな書房の株式発行の事例が報道されている。これについては、『日本経済新聞』2013年8月29日(朝刊)、参照。
- 47) 金融審議会〔2013〕、3-4頁。なお、同報告書では、「第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第二種金融商品取引業者』と位置づけ、財産規制等を緩和すること」も提言している。
- 48) 金融審議会〔2013〕、6-8頁。なお、同報告書では、この「投資グループ」について、「メンバーとして想定される投資者層としては、当該非上場企業の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先のほか、当該非上場企業から財・サービスの提供を受けている(又は受けようとする)者などが考えられる」とし、「その際、『投資グループ』に加入できる者を特定の属性により限定することは困難であるため、一定程度の流通性に留めることを担保する観点からは、この銘柄毎に組成・管理される『投資グループ』への加入に当たって、当該銘柄に対して投資意向を有する投資者から第一種金融商品取引業者への自己申告を基本とし、また、新たな非上場株式の取引制度の特性やリスクについて、第一種金融商品取引業者が投資者の納得・了承を得るといった仕組みを設けることが適当である」としている。
- 49) 本改正については、有吉〔2014〕および小長谷他〔2014〕、参照。
- 50) 日本証券業協会〔2014〕、13-16頁。

- 51) 日本証券業協会〔2014〕, 23頁。なお, 同報告書では, 「募集事項等に関する内容が記載された書面について, 「会社法203条第1項に基づき, 募集株式の引受の申込をしようとする者に対して通知すべき事項を記載した書面。この場合, 調達資金の使途に関する事項を追加すべきと考えられる」としている。
- 52) 奥谷〔2013〕, 3頁, 参照。

<引用・参考文献>

- 赤井厚雄〔2014〕, 「クラウド・ファンディングの現状と課題」『証券アナリストジャーナル』第52巻第1号, 1月, 24-36頁
- 赤井厚雄・小松真実・松尾順介〔2013〕, 『ふるさと投資のすべて』きんざい, 5月, 1-111頁
- 有吉尚哉〔2013〕, 「クラウドファンディングの類型と規制の適用関係」, 『NBL』No.1009, 9月15日, 15-24頁
- 〔2014〕, 「非上場株式取引制度に関する近時の動向と実務への影響－株式投資型クラウドファンディングと「投資グループ」制度の活用可能性と留意点」, 『金融法務事情』No.2005, 11月10日, 88-96頁
- 一般社団法人第二種金融商品取引業協会〔2014〕, 「『投資型クラウドファンディングに関する検討会合』報告書」2月12日, 1-20頁
- 岩井浩一〔2012〕, 「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』第16巻第2号, 秋, 125-136頁
- 奥谷貴彦〔2013〕, 「英国: クラウド・ファンディングで株式募集」, 大和総研レポート, 4月25日, 1-4頁, http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130425_007094.pdf
- 小長谷章人・山辺紘太郎・伊東成海・佐々木豪・原昌宏〔2014〕, 「新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等」『商事法務』No.2039, 7月25日, 28-36頁
- 神山哲也〔2013a〕, 「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』第16巻第4号, 春, 174-180頁
- 〔2013b〕, 「欧米におけるクラウドファンディング市場の現在」, 『金融財政事情』3033号, 7月15日, 20-23頁
- 河本一郎・大武泰南〔2011〕, 『金融商品取引法読本 第2版』有斐閣, 10月, 1-646頁
- 金融審議会〔2013〕, 「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・グループ報告」, 12月25日, 1-22頁
- 社会福祉法人協同福祉会〔2009〕, 『あなたの大切な人を寝たきりにさせないための介護の基本—あすなら苑が挑戦する10の基本ケア』クリエイツかもがわ, 12月, 1-182頁
- 千田雅彦〔2012〕, 「クラウドファンディングの幕開け～JOBS Act 成立の意義とその内容～」『月刊資本市場』323号, 7月, 38-47頁
- 出縄良人〔2013〕, 「グリーンシート市場はなぜうまくいかなかったのか」, 『金融財政事情』3033号, 7月15日, 24-30頁
- 野村敦子〔2013〕, 「米国で成立したクラウド・ファンディング法の概要とわが国への示唆」『金融』6月, 3-11頁
- 比嘉邦彦・井川甲作〔2013〕, 『クラウドソーシングの衝撃』インプレスR&D(電子版)
- ふるさと投資プラットフォーム推進協議会〔2013〕, 「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会とりまとめ」, 3月, 1-14頁
- 増島雅和〔2013〕, 「エクイティ・クラウドファンディングの規制を考える」, 『金融財政事情』3033号, 7月15日, 15-19頁
- 松尾順介〔2013〕, 「ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資の評価手法」, 『証券経済研究』第84号, 12月, 63-82頁

- _____ [2014a], 「投資型クラウドファンディングとリスキマナー供給」, 『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所) 1682号, 2月, 1-19頁
- _____ [2014b], 「海外におけるクラウドファンディングの現状」, 『証研レポート』, No.1683, 4月, 8~26頁
- _____ [2014c], 「クラウドファンディングの投資家と地理的分散」, 『証研レポート』 No.1685, 8月, 1~15頁
- _____ [2014d] 「クラウドファンディングの可能性」, 『証研レポート』 No.1687, 12月(刊行予定)
- 森本健一 [2014], 「株式投資型クラウドファンディングに関する我が国における規制の今後の展望について」 第82回証券経済学会全国大会報告, 11月1日, 和歌山大学, 要旨: http://www.sess.jp/meeting/report_82/03.pdf
- 山際勝照 [2013], 「黎明期にある日本のクラウドファンディング」, 『金融財政事情』 3033号, 7月15日, 10-14頁
- Agrawal, Ajay, Christian Catalini, and Avi Goldfarb. [2011]. "The Geography of Crowdfunding", *NBER Working paper* No.16820, Feb, <http://www.nber.org/papers/w16820>
- Cortese, A. [2011], *Locavesting*, John Wiley & Sons, Inc., (digital version)
- massolution [2013], *2013CF The Crowdfunding Industry Report*
<http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>, pp1-92