

投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給

松尾 順介

はじめに

近年、クラウドファンディングが注目されている。クラウドファンディングとは、必ずしも明確な定義が確立されているわけではないが、インターネットを通じて多数の資金提供者を集め、投資や寄付などの形態で小口資金を資金調達者に提供する仕組みと理解される。通常、多数から小口の資金を集めるためには、相当な調達コストがかかるが、IT技術によって、ウェブ上で情報提供から契約や決済などの手続きが低コストで容易に行われるようになったことが、クラウドファンディングの運営を可能にしている。さらに、クラウドファンディングが広がっている背景には、フェイスブックなどのソーシャルネットワークが普及したことで、これらを介してビジョンや価値観などを共有する人々が集まるネット上のコミュニティが形成されたことが指摘できる。つまり、このようなコミュニティの中で、多種多様な目的のもとに資金提供者と資金調達が出会い、資金のやり取りを行っている。したがって、クラウドファンディングには、寄付型、物品・サービス購入型、投資型など、資金の性格の異なるものが混在しており、資金調達者や資金使途なども多岐に及んでいる。

そのような状況の中、我が国では、二〇一三年六月に閣議決定された、政府の日本再興戦略を受けて、金融審議会が資金調達の多様化および地域のリソースの活用のための方策として、クラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて検討を行っている。つまり、ここでは新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促

進策として、クラウドファンディングが取り上げられている⁽¹⁾。さらに、同審議会の審議に対応するため、第二种金融商品取引業協会は、「投資型クラウド・ファンディングに関する検討会合」を設置し、二〇一三年八月から検討を開始している⁽²⁾。

したがって、本稿では、リスクマネー供給促進策の観点から、投資型クラウドファンディングについて考察する。つまり、クラウドファンディングがリスクマネー供給促進策として拡大・発展するためには、どのような点が課題となるのかについて検討する。そこで、本稿では、まずクラウドファンディングを類型別に概観した上で、投資型クラウドファンディングに関する現行規制を考察し、今後の課題を検討する。

1 クラウドファンディングの類型

「クラウドファンディング (crowdfunding)」と呼ばれているものの定義は必ずしも明確でない。通常、ネットを通じた不特定多数からの資金調達をこの名称で呼んでいる場合が多く、その資金調達には、寄付、物品・サービス購入、投資などが含まれている。金融審議会資料では、資金調達別にクラウドファンディングを寄付型、購入型、投資型に分類している。

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、二〇〇一年に英国で設立されたJustGivingを端緒として、二〇一〇年三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

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、被災者など一七の分野から選択する。現在、寄付金総額一〇億七七八万二三三円、チャレンジ件数五七七三件、寄付件数一〇万一〇〇二件、寄付件数八九六団体となっている⁽³⁾。なお、iPS細胞の研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⁽⁴⁾。

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、READYFOR? (レディーフォー)、CAMPFIRE (キャンプファイアー)、COUNTDOWN (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 (ウイシム) などがある。例えば、READYFOR?は、同社のHPによると、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、二〇一一年四月の開設後、約四〇〇プロジェクトの資金調達を行い、これまで合計で約三万人から約二億四千万円を調達している。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一七%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

エクトに対する資金募集が行われており、一万円の資金提供者には、修復後のブルーレイ一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、次節で考察する。

なお、金融審議会の資料では、以上の三分類以外に、「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、二〇〇九年からサービスを開始したAQUUSH（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、AQUUSHローンマーケットが挙げられる。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AQUUSHの審査によって、五段階の信用格付け（AQUUSHグレード）が付与され、出資者は、このAQUUSH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AQUUSH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、出資額は総額八億八四〇一万七六八六円である。⁽⁶⁾ また、二〇一三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一億七七八六万円である。⁽⁷⁾ 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、⁽⁸⁾ 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。⁽⁹⁾

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。⁽¹⁰⁾

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⁽¹¹⁾（図表2および3参照）。

図表1 日本におけるクラウドファンディングの概況

類型	寄付金	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	数百万円～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

※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。

（出所）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

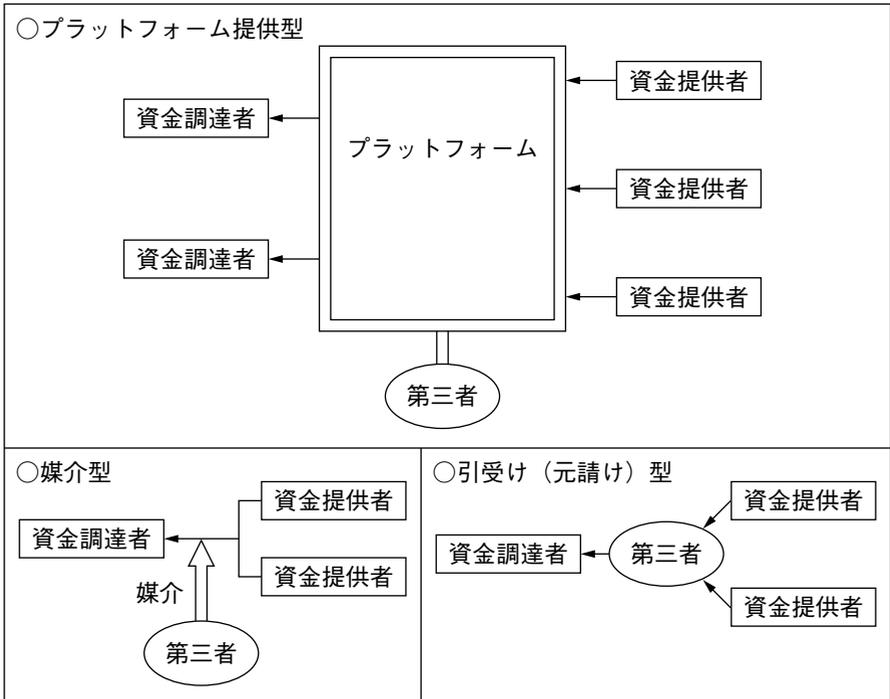
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20130626/03.pdf

図表2 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

図表3 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

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⁽¹²⁾関与しない。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）⁽¹³⁾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。

2 投資型クラウドファンディングの現状と規制

前節で述べたように、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、同社は二〇〇〇年に設立され、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。⁽¹⁴⁾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、株式型としては、二〇一三年八月、日本クラウド証券が春うらかな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、一株一万三〇〇〇円、募集額は約五〇〇〇万円であった。⁽¹⁵⁾

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、五〇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、株式の発行総額が一億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(16)う見方が示されている。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。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。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⁽¹⁷⁾）。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とされている⁽¹⁸⁾。あるいは、資金調達者が一名以上の適格機関投資家と四九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、第一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五〇〇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八二条〜九七条は一六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⁽¹⁹⁾。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⁽²⁰⁾（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 リスクマネー供給推進についての課題

もともとクラウドファンディングが注目されるきっかけの一つとして、二〇二二年四月に米国でJumpstart Our Business Startups Act（通称JOBS法）が成立し、従来の証券法等の改正として、クラウドファンディングの除外規定が定められたことにより、不特定多数の投資家からインターネットを通して資金調達することが可能となったことが挙げられる。同法の背景として指摘されるのは、同法の主たる目的は、小規模の成長企業が資金調達を容易に行うことができるように改革することをされており、その背景としては米国IPO市場の低迷に対する懸念が示され、その要因として従来の証券規制などが問題視されたことが挙げられる。そのような経緯のもと

に提出された同法案は、①新興成長企業に対する米国資本市場の再開放、②雇用創出者のための資本調達方法、③クラウドファンディング、④小規模会社の資本形成、⑤閉鎖会社の柔軟性及び成長、⑥資本増強、といふ六法案から構成されている。したがって、JOBS法の第三章は、クラウドファンディングについての規定が定められており、ここでは小規模成長会社がインターネットを通じて資金調達するための手段として、クラウドファンディングが位置付けられており、そのための規制改正が導入されている。⁽²¹⁾つまり、リスクマネーの調達手段としてクラウドファンディングが位置付けられているものと思われる。

他方、日本では、二〇一三年六月に閣議決定された日本再興戦略を受けて、金融審議会に対して、新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方などが検討課題として示された。これを受けて、金融審議会は、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・グループを立ち上げ、クラウドファンディングを含めた検討を行い、二〇一三年二月に報告書を公表した。また、金融審議会の審議に伴い、二〇一三年七月、第二種金融商品取引業協会は、「投資型クラウド・ファンディングに関する検討会合」を設置し、投資型クラウドファンディング市場の健全な成長を促し、投資者の信頼性確保並びに市場仲介者である第二種金融商品取引業者による機能発揮の観点から、自主規制規則の導入を含む必要な施策について検討を開始した。具体的な検討項目は、①金融審議会ワーキンググループにおける検討への対応、②投資型クラウドファンディング業務を第二種金融商品取引業が行う場合の必要な支援策（市場インフラ作り）、③投資型クラウドファンディングを活用しようとする営業者（事業者）に対する支援策、④投資型クラウドファンディングの健全な市場としての拡大に不可欠な投資者保護のための方策の検討、⑤規律ある投資型クラウドファンディング市場の成長を支える正会員の増加に向けた方策、などである。⁽²²⁾

このように日米では、リスクマネー供給手段としてクラウドファンディングを位置づけ、その活用をそれぞれ模索している状況にあるといえる。そこで、リスクマネー供給手段としてクラウドファンディングが活用されるためには、どのような課題があり、どのような方向性が見いだされるべきかを検討する必要がある。その際、上記の分類の中では、投資型クラウドファンディングに焦点が絞られることになる。

まず、規制のあり方については、金融審議会報告では、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮が示されている。クラウドファンディングの場合、資金調達規模が相対的に小さいため、規制に伴うコスト負担が過大であると、金融商品としてのスキームが成り立たなくなる可能性がある。その反面、過小規制になると、詐欺的なスキームなど市場参加者の信頼を損ねる危険性もある。したがって、自主規制機関による適切な自主規制に委ねる方向性は妥当なものであると思われる。ただし、適切な自主規制のあり方については、必ずしも明確ではなく、今後検討を積み重ねていく必要があるが、その際、クラウドファンディングの市場参加者の特性を十分考慮する必要があると思われる。つまり、クラウドファンディングは、経済的には金融仲介の新たな分野として位置づけられるが、⁽²³⁾そこでの市場参加者は、資金提供者・調達者もプラットフォームの運営者も含めて、従来の金融や証券市場の参加者ではなく、むしろソーシャルネットワークなど、ネット上のコミュニティの参加者となる可能性がある。また、それによって市場の成長が促されるものと考えられる。したがって、従来の金融・証券規制やその基になっている概念が共有されにくく、むしろ独自の志向性や価値観を有している可能性がある。そうすると、いわばカルチャーの異なる市場参加者が拡大する中で、自主規制のあり方を設計することになる。したがって、そのようなカルチャーの異なる市場参加者とのコミュニケーションをとりながら、自主規制を設計する必要がある。仄聞するところ、すでにクラウドファンディングのサイトの運営業者の間で、自主規制的な団体をつ

くる動きもあるようである。⁽²⁴⁾ もしそうならば、そのような動きと連携しながら自主規制を設計することが望ましいと思われる。

次に、投資型クラウドファンディングの資金調達者として、新規・成長企業が想定されるものの、現在の資金調達者を見る限り、地域のリソースを活用した伝統的産業・業種や再生可能エネルギー分野がかなりの割合を占める傾向にあり、今後も当面この傾向は変わらないように思われる。その際、このような資金調達者は、資金や成果の地産地消を重視する場合がある。例えば、再生可能エネルギーの場合、発電施設（大型風車など）は地域住民にとっては迷惑な設備である場合もあり、常に地域住民に受け入れられるとは限らない。そこで、地域との親和性を確保するため、「コミュニティパワー三原則」⁽²⁵⁾といった考え方が提示され、かなり広く受け入れられている。この考え方によれば、資金提供者は地域住民が中心となるものと解される。しかし、クラウドファンディングの場合、資金調達の地域性はなくなり、むしろ広域性が特徴となるため、「地産地消」という側面は重視されなくなり、地域との親和性が確保されなくなる可能性がある。現在、地方自治体の中には、地域活性化の中でクラウドファンディングの利用を検討する動きがあるが、そこでも地域の資金を活用することが政策的に重視されているようである。しかし、資金の地域性に拘泥しすぎると、クラウドファンディングの特性を生かすことができなない。むしろ、成果の地域への一部還元など、スキームの中に地域との親和性を確保するような工夫を凝らすべきだろうと思われる。

第三に、投資型クラウドファンディングだけでなく、寄付型なども含めて、資金提供者には、社会貢献や環境に対する意識が高く、そのような価値観からスキームに参加することも見込まれる。これについては、内閣官房地域活性化統合事務局が「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会」を設置し、ここでは「家計の志を活かし

た新たな資金の流れの形成と活性化に向け、『ふるさと投資（地域活性化小口投資）プラットフォームの構築』が検討された。⁽²⁶⁾このような「志ある資金」に基づくスキームの場合、資金提供者に対して、その投資あるいは資金提供によって、どのような成果が達成されたのかが明示される必要があるだろう。その際、スキームの運営者が情報提供するだけでなく、中立な第三者が公正かつ客観的な評価を行い、その評価が適切に開示される仕組みも必要であると考えられる。そのためには、第三者による評価機関も検討されるべきであろうと思われる。⁽²⁷⁾また、このような評価が行なわれることによって、詐欺的なスキームや市場参加者の排除が図られるものと考えられる。

まとめ

以上、本稿では、クラウドファンディングを類型別に概観した上で、投資型クラウドファンディングに関する現行規制を考察し、リスクマネー供給促進策の観点から、投資型クラウドファンディングについて考察し、今後は自主規制のあり方、ネットの広域性と資金の地産地消の関係、第三者評価といった課題について検討した。

クラウドファンディングは、単にツールとしてインターネットを利用するというだけでなく、市場参加者のあり方やニーズといった点で、従来の金融・証券市場の常識や通念が通用しにくい分野となる可能性がある。それは、ソーシャルネットワークの世界が、従来のアナログの世界とはかけ離れているのと同様であろう。したがって、クラウドファンディングのあり方を考える際、そのような質的な差異を踏まえた議論を積み重ねる必要があるだろう。

*筆者は、第二種金融商品取引業協会の上記検討会合に委員として参加する機会を与えられ、同協会の方々や委員の方々から有益なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。ただし、本稿中の意見に関する部分は、すべて筆者のものであることにお断りいたします。また、本稿を執筆するに際し、日本クラウド証券の大前和徳氏および西村あさひ法律事務所の有吉尚哉氏から有益なご教示を頂戴いたしました。厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 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・グループ報告」平成二五年一月二五日、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf 参照。
- (2) 同検討会合の検討内容については、第二種金融商品取引業協会HP、<http://www.t2ffa.or.jp/event/k-kaigo.html> 参照。
- (3) JustGiving JapanのHP、<http://justgiving.jp/about/justgiving/> 参照（二〇一四年一月二六日）。
- (4) 「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）二〇一二年二月二二日朝刊、二三頁、参照。
- (5) READYFOR?のHP、<https://readyfor.jp/> 参照（二〇一四年一月二六日）。
- (6) AQUISHのHP、<https://www.aquish.jp/invest/markets/> 参照（二〇一四年一月二二日）。
- (7) 日本クラウド証券HP、<https://www.crowdbank.jp/> 参照（二〇一四年一月二二日）。また、同社へのインタビューによる。
- (8) 我が国の場合、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「二〇一三」一二頁参照。
- (9) 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

- るといふ考え方もある。海外の統計を見ると、「Lending」(貸付型)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(同二五頁)。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。
- (10) 例えば、神山 [二〇一三] 一七五頁、参照。
- (11) 有吉 [二〇一三] 一七〇―一八頁
- (12) 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、なん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。
- (13) 詳しくは、前掲、有吉 [二〇一三] 一七頁、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。
- (14) 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・小松真実・松尾順介 [二〇一三] 五二―八四頁、参照)。
- (15) 『クラウド』で株募集」『日本経済新聞』二〇一三年八月二九日朝刊、一五頁、参照。
- (16) 前掲、有吉 [二〇一三] 二〇頁、参照。
- (17) 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://vvt-fjp/ryouzen/index.html>
- (18) 前掲、有吉 [二〇一三] 二二頁、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

クコメントの結果等について「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（平成一九年七月三二日）、五
八頁、参照。 <http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>

(19) 河本一郎・大武泰南「二〇一一」三〇六頁、参照。

(20) 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、『発行総額一億円未満かつ一人当たり投資額五〇万円以下』とすることが考えられる」としている。金融審
議会「二〇一三」三〇四頁、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。

(21) JOBS法成立およびその内容については、千田「二〇一二」、岩井「二〇一二」、金融商品取引法研究会「二〇一三」、
野村「二〇一三」などに詳しい。

(22) 現在、この検討会合のとりまとめの作業が進められており、近々報告書が公表される予定である。

(23) この点については、赤井「二〇一四」二五〇二九頁、参照。

(24) 海外では、すでにクラウドファンディング協会などが設立され、行動規範を発表するような事例もあるようである。
神山「二〇一三」一八七頁、参照。

(25) この考え方は、World Wind Energy Association（世界風力エネルギー協会）が示したものとされ、①地域の利害関係
者がプロジェクトの大半もしくはすべてを所有している、②プロジェクトの意思決定はコミュニティに基礎をおく組
織によっておこなわれる、③社会的・経済的便益の多数もしくはすべては地域に分配される、という三原則から構成

をわする。 http://www.windea.org/home/index.php?option=com_content&task=view&id=309&Itemid=40 参照。

(26) ふるさと投資プラットフォーム推進協議会「二〇一三」二頁、参照。

(27) 諸外国での取組については、拙稿「二〇一三」七二～七九頁、参照。

参考文献

- ・赤井厚雄「二〇一四」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』第五二巻第一号、二〇一四年一月、二四～三六頁
- ・赤井厚雄・小松真実・松尾順介「二〇一三」『ふるさと投資のすべて』きんざい、二〇一三年五月、一～一一頁
- ・有吉尚哉「二〇一三」クラウドファンディングの類型と規制の適用関係」『NBL』No. 一〇〇九、二〇一三年九月一日、一五～二四頁
- ・岩井浩一「二〇一三」「JOB S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』第一六巻第二号、二〇一二年秋、一二五～一三六頁
- ・神山哲也「二〇一三」「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』第一六巻第四号、二〇一三年春、一七四～一八〇頁
- ・神山哲也「二〇一三」「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』三〇三三号、二〇一三年七月五日、二〇～二三頁
- ・金融審議会「二〇一三」「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」二〇一三年一二月二五日、一～二二頁

- ・ 千田雅彦 「二〇一三」 「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』 三三三三号、二〇一二年七月、三八～四七頁
- ・ 出縄良人 「二〇一三」 「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』 三〇三三三三号、二〇一三年七月一日、二四～三〇頁
- ・ 野村敦子 「二〇一三」 「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』 二〇一三年六月、三～一一頁
- ・ ふるさと投資プラットフォーム推進協議会 「二〇一三」 「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会とりまとめ」 二〇一三年三月、一～一四頁
- ・ 増島雅和 「二〇一三」 「エキイティ・クラウドファンディングの規制を考える」 『金融財政事情』 三〇三三三三三三号、二〇一三年七月一日、一五～一九頁
- ・ 松尾順介 「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』 第八四号、二〇一三年二月、六三～八二頁
- ・ 山際勝照 「二〇一三」 「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』 三〇三三三三三三三三号、二〇一三年七月一日、一〇～一四頁
- ・ massolution [2013] "2013CF The Crowdfunding Industry Report", <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>, pp1-92

(まつお じゅんすけ・客員研究員)