

投資型クラウドファンディングに関する規制 について

松 尾 順 介
梅 本 剛 正

要 旨

平成25年12月25日に公表された金融審議会「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」報告書を受けて、平成26年5月に金融商品取引法が改正され、また、日本証券業協会の自主規制で禁じられていた非上場株式の投資勧誘の規制緩和を前提とした、株式投資型クラウドファンディングの規制が整備された。

今回の規制改正は、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進といっても、発行開示規制の適用除外要件の拡大など資金調達者の側の規制緩和が行われたわけではなく、仲介者の参入要件の緩和がなされたに過ぎない。たしかに、仲介者の新規参入が増加して、より多くの新規事業に大衆の資金が流れ込む大きな流れが作られるなどしてクラウドファンディングそのものが活性化することが期待できないわけではない。しかし、元来利幅が薄いとされるクラウドファンディングの仲介ビジネスに新規参入がどの程度見込めるのか、参入したとしても有望な新規事業の発掘作業にどれほど貢献できるのか。規制改正で新設された業者類型である、第一種・第二種の少額電子募集取扱業者についても、最低資本金の引き下げ等は図られたものの法規制・自主規制を併せてみた規制遵守コストは、決して低くないようであり、改正法が実際にどの程度の新規参入を促すかについては、楽観できないのではないかと思われる。既存の仲介者に対しては自主規制を中心に規制の強化がなされたが、そのことにより既存業者がこれまで展開してきたクラウドファンディングビジネスを阻害することにならないのか。

本稿では、主として本年5月末に公表された第二種金融商品取引業協会による「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」（以下、二種協会規則）を取り上げ、法規制と自主規制とが業者にどの程度の規制遵守コストを負担させることになるのかという見地から、重要と思われる項目を取り上げ、検討を加える。

目 次

はじめに

I. クラウドファンディングと規制

1. 金融商品取引法改正の要点
2. 法規制と二種協会規則の概要

II. 規制内容の個別的検討

1. 少額電子募集取扱業者の参入可能性

2. 勧誘規制

3. 審査体制の整備

III. まとめ

はじめに

2013年6月に政府が日本再興戦略を閣議決定し、その中でクラウドファンディングが成長戦略のひとつとして位置づけられたことから、政策論議のひとつとしてクラウドファンディングが取り上げられるようになり、金融審議会において「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」において検討が重ねられた（平成25年12月25日に公表された同ワーキング・グループ報告を、以下「WG報告」と呼ぶ）。その結果、昨年5月には金融商品取引法が改正され、また、日本証券業協会の自主規制で禁じられていた非上場株式の投資勧誘の規制緩和を前提とした、株式投資型クラウドファンディングの規制が整備された。しかし、改正金融商品取引法では、細目について、政令および内閣府令に委ねられるとともに、具体的な運用については自主規制に委ねられたことから、これらの規制がどのような内容を含むものか、注目されていた。同法は、1年以内の施行が予定されていたことから、5月末までには政令および内閣府令が公表されるとともに、自主規制も公表されることになっていた。

なかでも注目されるのは、第二種金融商品取引業協会の自主規制である。というのは、投資

型クラウドファンディングの大半は、匿名出資組合型であり、これらのファンド運用は、第二種金融商品取引業に該当するからである。したがって、同協会の規則は、わが国の投資型クラウドファンディングの運用上の指針として、重要な意味を持っている¹⁾。

金融商品取引法改正で注目を浴びているのは、株式投資型クラウドファンディングであった。その意味では、（第一種金融商品取引業者の自主規制機関である）日本証券業協会の自主規制（「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」）の方が重要であるとの見方があるかもしれない。しかし、発行者の側が従来の匿名組合型よりも株式投資型の方に魅力を感じるのか否かについては、未だ不透明な部分が少なくなく²⁾、今後の事態の推移を見守る必要があるように思われる。また、今回の改正法の目玉ともいえる、第一種・第二種の少額電子募集取扱業者についても、後述するように、最低資本金の引き下げ等は図られたものの法規制・自主規制を併せてみた規制遵守コストは、決して小さくないようであり、改正法が実際にどの程度の新規参入を促すかについては、楽観できないのではないと思われる³⁾。いずれにせよ、将来的にも当面の間は、第二種金融商品取引業者がわが国のクラウドファンディングにおいて中心的役割を担うことが予想される。

今回の規制改正は、新規・成長企業に対する

リスクマネーの供給促進といいながら、発行開示規制の適用除外要件の拡大など発行者の側の規制緩和が行われたわけではなく⁴⁾、仲介者の参入要件の緩和がなされたに過ぎない。たしかに、仲介者の参入要件が緩和されたことにより、クラウドファンディングの仲介ビジネスを展開する業者の新規参入が増加して、より多くの新規事業に大衆の資金が流れ込む大きな流れが作られるなどしてクラウドファンディングそのものが活性化することが期待できないわけではない。しかし、元来利幅が薄いとされるクラウドファンディングの仲介ビジネスに新規参入がどの程度見込めるのか、参入したとしても有望な新規事業の発掘作業にどれほど貢献できるのか、それ以前に、既存の仲介者に対しては自主規制を中心に規制の強化がなされたといえるが、そのことにより既存業者がこれまで展開してきたクラウドファンディングビジネスを阻害することにならないのか。

本稿では、法規制と自主規制を併せたトータルの業者に対する規制負担が、法の目的の一つである仲介者の新規参入を促すことになるのかを検討するとともに、これら規制が与える既存業者に対する影響などについても考えてみることにしたい⁵⁾。そこで、本稿では、本年5月末に公表された第二種金融商品取引業協会による「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」(以下、二種協会規則)を取り上げ、主として法規制と自主規制とが業者にどの程度の規制遵守コストを負担させることになるのかという見地から、検討を加えることとする⁶⁾。

I. クラウドファンディングと規制

1. 金融商品取引法改正の要点

2014年5月30日付けで、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が公布され、投資型クラウドファンディングの利用促進等について、制度整備が行われた。同法改正において投資型クラウドファンディングに関連する点は、以下の通りである。

まず、少額の有価証券の募集等の要件として、第一種少額電子募集取扱業務及び第二種少額電子募集取扱業務における少額の募集の取扱い等の要件として、発行価額の総額は、合計額1億円未満かつ有価証券を取得する者が払い込む額50万円以下とする。

次に、当該業務を行う業者の最低資本金等については、第一種少額電子募集取扱業者及び第二種少額電子募集取扱業者についての最低資本金は、第一種少額電子募集取扱業者1,000万円(従来5,000万円)、第二種少額電子募集取扱業者500万円(従来1,000万円)に引き下げ、第一種金融商品取引業者である第一種少額電子募集取扱業者については、自己資本規制を課さず、兼業自由とし、投資者保護基金への加入義務も課さないこととする。

さらに、株式投資型クラウドファンディングとの関連では、新たな非上場株式の取引制度に関する制度として、日本証券業協会において「株主コミュニティ制度」⁷⁾が導入された。この制度では、非上場株式について証券会社は同コミュニティメンバーに限り、投資勧誘が可能となる。

2. 法規制と二種協会規則の概要

(1) 法規制の概要

投資者保護のために業者が遵守すべき規制として、業務管理体制の整備と投資者に対する重要情報の提供について定めが置かれている。

まず改正法では、金融商品取引業を適格に遂行するために必要な体制が整備されていると認められない者等を登録拒否の対象とするともに（金商法29条の4第1項、33条の5第1項5号）、金融商品取引業者等に対してその行う金融商品取引業等を適格に遂行するため、業務管理体制を整備することを求めている（35条の3）。これを受けて金商業等府令70の2第2項は業務内容の特性に応じて、具体的な体制整備義務について定めを置いている。

次に改正法では、投資者が投資の意思決定の前に十分な情報を得られるようにするために、金融商品取引業者等は電子募集取扱業務を行うときは、一定の重要情報を、契約締結前交付書面に追加的に記載する事項並びに情報通信の技術を利用する方法で公表しなければならないとして（金商法43条の5）、金商業等府令146条の2に詳細の定めが置かれている。

(2) 二種協会規則の「目的」と「定義」

金融商品取引法およびそれに関連する内閣府令の改正を踏まえて、第二種金融商品取引業協会による「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」（以下、二種協会規則）が策定され、今後投資型クラウドファンディングに取り組む際には、これが基本的な規律内容となる。

まず、同規則の目的として、第1条に「この規則は、正会員及び電子募集会員が行う電子申込型電子募集取扱業務等について、ホームペー

ジ等による表示、取引、業務管理体制の整備、募集又は私募の取扱いに関する社内体制の整備、審査、情報開示、内部管理体制、顧客管理体制などについて遵守すべき事項等を定めることにより、業務の適正化を図り、もって投資者の保護に資すること」としている。ここで、注目されるのは、規制対象を二種協会の正会員のみならず、「電子募集会員」としていることである。同協会では、金商法改正によって少額電子募集取扱業者が導入されたことに伴い、これを専業とする会員を新たに電子募集会員とした⁸⁾。その背景には、従来第一種金融商品取引業に比べ、第二種の場合、協会の加入率は3%程度にとどまっており、自主規制機関として加入率を高めることが課題とされてきたことが挙げられる。つまり、この状況で、クラウドファンディング専業業者が参入した場合、これらの業者が非加入のままにとどまることが懸念されたため、新たに「電子募集会員」という枠組みが設けられたものと考えられる。

次に、同規則で対象となる業務や事業者に関する定義が規則2条に定められている。主なものは以下の通りである。

①電子募集取扱業務…「金商法第29条の2第1項第6号に規定する電子募集取扱業務をいい、金商法第3条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（金商法第2条第2項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利に限り、金融商品取引法施行令第15条の4の2各号に規定されるものを除く。）を対象とするものに限る」と定義されている。これは非上場有価証券（継続開示会社を除く）または集団的投資スキーム持分（有価証券投資ファンド及び貸付金ファンドを除く）の募集・売出また

は私募の取扱でインターネットを通じて募集を行う業務を指しており、投資型クラウドファンディング全般を含むインターネット上での投資勧誘と考えられる。

- ②電子申込型電子募集取扱業務…「電子募集取扱業務のうち、金融商品取引業等に関する内閣府令第70条の2第7項第1号及び第2号に掲げる方法により顧客に有価証券の取得の申込みをさせる業務」と定義されている。これは、電子募集取扱業務のうち、ホームページ及び電子メールによって顧客に有価証券の取得の申込みをさせる業務を指している。なお、電子申込型ではない類型については、①の電子募集業務の範疇に戻って業務を行うこととなり、この規則の適用は受けないこととなる。
- ③第二種少額電子募集取扱業務…「金商法第29条の4の3第4項に規定する第二種少額電子募集取扱業務」と定義されている。これは、電子募集取扱業務のうち、集団投資スキーム持分（有価証券投資ファンド及び貸付金ファンドを除く）の募集・売出又は私募の取扱で、1ファンドあたり1年以内に1億円未満かつ投資家一人あたり50万円以下のものを指している。なお、ここでは触れられていないが、金商法では、株式に関して同様の取扱を行う場合を第一種少額電子募集取扱業務としている。
- ④電子申込型電子募集取扱業務等…「電子申込型電子募集取扱業務及び当該業務において取り扱う有価証券に係る金商法第2条第8項第9号に掲げる行為（電子申込型電子募集取扱業務に該当するものを除く。）並びに電子募集会員による第二種少額電子募集取扱業務」と定義されている。ここで「等」としている

のは、(a) 電子申込型電子募集取扱業務のほか、(b) (a) の対象となるみなし有価証券について、正会員又は正会員から委託を受けた他の正会員や金商業者等が、説明会や店頭などで当該みなし有価証券の取得の申込の勧誘を行う業務、(c) 電子募集会員による第二種少額電子募集取扱業務を含むことが意味されていると思われる。つまり、上述のように、説明会のようなネット空間でなく、対面の状況で募集が行われることに関しても規制が課されると解される。

さらに、細かいことであるが、「ホームページ」については、「金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された情報の内容を電気通信回線を通じて投資者の閲覧に供する方法をいう」と定義され、また、「電子メール等」については、「ホームページの方法による募集又は私募の取扱いを行う場合において、金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機と投資者の使用に係る電子計算機とを接続する電子通信回線を通じて通信文その他の情報を送信する方法その他これに類する方法（他人に委託して行う場合を含み、音声の送受信による通話を伴う場合を含まないものをいう）」と定義されている。なお、ここで「音声の送受信による通話を伴う場合」とは、スカイプのようなネット上の通話手段を指していると解される。したがって、ホームページ上の情報提供による投資勧誘とスカイプのような双方向性のある通信手段とが截然と区別されていることは注目される点であろう。

(3) 重要情報提供義務⁹⁾

同規則では、一般規定として、正会員及び電子募集会員の①情報開示、②募集又は私募の取

扱期間中の閲覧、③募集取扱業務についての情報提供、④契約締結前交付書面の交付などを規定している。まず、情報開示については「投資者が適正かつ円滑に取引を行うために必要と認められる情報を、当該正会員及び電子募集会員の運営するホームページ等を用いて表示し、その情報の周知に努めなければならない」（規則3条）とされている。

次に、募集又は私募の取扱中の閲覧については、「運営するホームページにおいて、当該募集又は私募の取扱いの内容を投資者が閲覧できる状態におかななければならない」（規則4条）とされ、クラウドファンディングの運営業者にとって自明の内容となっている。

第三に、募集取扱業務についての情報提供については、「金商法第43条の5に規定する措置を講ずるに当たっては、金商業等府令第146条の2の規定を遵守するもの」（規則5条1項）とされている。これは、集团的投資スキーム持分（有価証券投資ファンド及び貸付金ファンドを除く）又は非上場株式（継続開示会社を除く）について電子募集取扱業務を行うときは、契約締結前交付書面に記載する事項のうち、相手方の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項について、ホームページ及び電子メールによって、電子募集取扱業務を行う期間中、相手方が閲覧することができる状態に置かななければならないという内容であり、その際、内閣府令は、「電子募集取扱業務の相手方の使用に係る電子計算機の映像面において、当該者にとって見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示されるようにしなければならない」としている。これもクラウドファンディングを行う金商業者にとっては自明のものであろう。

さらに、情報提供について、正会員及び電子

募集会員は、電子申込型電子募集取扱業務等を行うに当たっては、次の各号に掲げる事項について、情報開示が求められる（規則5条2項）。

- ①電子申込型電子募集取扱業務等として行う旨
- ②電子申込型電子募集取扱業務において取り扱う有価証券について金商法第2条第8項第9号に掲げる行為（電子申込型電子募集取扱業務に該当するものを除く。）を自ら行う場合にはその旨
- ③電子申込型電子募集取扱業務において取り扱う有価証券について第18条の規定に基づき他の金融商品取引業者又は登録金融機関に募集又は私募の取扱いを委託する場合にはその旨
- ④電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券に関して、金融商品取引法上の開示は義務付けられていない旨
- ⑤事業者が作成する第36条第1項及び第2項に掲げる書類（「発行者による情報提供、閲覧」による規定を参照）について、公認会計士又は監査法人による外部監査を受けていない場合にはその旨
- ⑥分配金の一部又は全てが元本の一部払戻しに相当することがある場合にはその旨
この項目は、分配金の内訳を説明することで、元本が払い戻されるような商品性かどうかを明示するものと思われる。
- ⑦電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券について、その換金性が著しく乏しい場合などの場合にはその旨
- ⑧出資対象事業の終了までの間、出資対象事業の持分に係る契約の中途での解約が禁止又は制限されている場合には、その旨及びその制限の内容
- ⑨電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券について、当該有価証券の売買

- を行ったとしても、その権利の移転が事業者
に認められない可能性がある場合にはその旨
- ⑩顧客が取得する有価証券の価値が消失する
等、その価値が大きく失われるリスクがある
こと
- ⑪正会員は、電子申込型電子募集取扱業務等に
おいて取り扱う有価証券及びその発行者に関
する投資者からの照会に対して、電話又は訪
問の方法により回答することができないこと。
- ⑫電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業
務において取り扱う有価証券及びその発行者
に関する投資者からの照会に対して、金商業
等府令第6条の2各号に規定する方法以外の
方法で回答することができない旨

この⑪と⑫の項目は、いずれも電話又は訪問
での対応を禁じており、すべてホームページ上
での情報交換に限定されると解される。ただ
し、ホームページ内の特定項目の探し方や操作
の仕方など、金融商品そのものに関わらないも
のについては、回答可能である。

- ⑬顧客が電子申込型電子募集取扱業務等に関し
て正会員又は電子募集会員に照会する場合の
連絡方法
- ⑭第33条第2項の規定（「目標募集額に達して
いない場合であっても、出資対象事業の持分
に係る契約により事業者の出資対象事業が開
始される場合には、正会員及び電子募集会員
は、当該事業者に募集申込金を支払うことと
する」）により、正会員及び電子募集会員が
事業者に募集申込金を支払う場合にはその旨
- ⑮正会員及び電子募集会員は、事業者の作成す
る第36条第1項及び第2項に掲げる書類につ

- いて、当該正会員及び電子募集会員の運営す
るホームページ等の顧客専用画面において顧
客に提供を行う旨
- ⑯事業者と正会員及び電子募集会員との間で利
害関係が認められる場合にはその内容
- ⑰第20条の適用がある場合にはその旨
- ⑱第35条に基づく出資対象事業の持分に係る契
約の申込みの撤回又は契約の解除の方法及び
その場合の返金方法
- ⑲電子申込型電子募集取扱業務等において取り
扱う有価証券に投資するに当たってのリスク
- ⑳電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業
務を行うに当たり、顧客が取得する有価証券
の個別払込額は、金商法施行令第15条の10の
3第2号に掲げる要件を満たすものに限られ
ること

正会員及び電子募集会員は、前項第4号から
第10号まで、第14号及び第19号に掲げる事項に
ついては、金商業等府令第146条の2第2項に
規定する措置と同様の措置を講じなければなら
ない。

なお、一般規定としては、上記以外にも、締
結前交付書面の交付、標識の掲示、広告塔規制
の遵守が定められているが、これらは自明の内
容であるので、省略する。

(4) 禁止等規定（規則9条）

禁止等規定として注目されるのは、訪問又は
電話の禁止である。同規則では、「正会員は、
電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱
う有価証券について、顧客に対し、訪問し又は
電話をかけて、金商法第2条第8項第9号に掲
げる行為を行ってはならない」と定め、直接訪
問や電話での募集・売出又は私募の取扱を禁止

している。また、「電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業務以外の方法で募集の取扱い又は私募の取扱いを行ってはならない」とされ、上記と同様に、訪問又は電話での募集・売出し又は私募の取扱いが禁止されている。したがって、投資型クラウドファンディングの取扱業者は、ホームページ及び電子メールでの勧誘に限定されることになる。

(5) 第二種少額電子募集取扱業務における募集金額の上限の確認等（規則14条）

同規則では、取引について、①顧客の適合性、②取引開始基準、③自己責任原則の徹底の表示、④第二種少額電子募集取扱業務における募集金額の上限、⑤中途での解約禁止又は制限についての表示、⑥禁止行為、⑦名義貸しの禁止、⑧電子申込型電子募集取扱業務等の他の正会員等への募集又は私募の取扱いの委託、⑨正会員及び電子募集会員の役職者等による購入条件及びその開示、⑩特定のみなし有価証券を推奨するための募集又は私募の取扱いのホームページ等での手数料等の表示について定めている。

このうち顧客の適合性、取引開始基準、自己責任原則の徹底の表示については、自明の内容であるため、ここでは触れないが、第二種少額電子募集取扱業務における募集金額の上限について、次のように定められている。

まず、「電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業務において、金商業等府令第16条の3第1項に規定する算定方法による一の事業者の募集又は私募に係るみなし有価証券の発行価額の総額を、1億円未満としなければならない」と定められた¹⁰⁾。

次に、「電子募集会員は、第二種少額電子募

集取扱業務において、金商業等府令第16条の3第2項に規定する算定方法による一の事業者の募集又は私募の取扱いに係るみなし有価証券に対する1顧客当たりの個別払込額を、50万円以下としなければならない」ことも定められた。なお、この府令では、「募集又は私募に係る有価証券の発行価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。）に、当該有価証券の募集又は私募を開始する日前1年以内に同一の発行者により行われた募集又は私募に係る当該有価証券と同一の種類の有価証券の発行価額の総額を合算する方法」と規定されている（なお、ここで同一の有価証券とは、株式、新株予約権および集团的投資スキーム持分を指している）。

したがって、1年以内の発行総額1億円未満、1顧客あたり50万円未満とすることが明確に規定された。

さらに、「電子募集会員は、前2項の規定を遵守するため、当該一の事業者への事前確認を行うこと等の必要かつ適切な措置を取るために、社内体制を整備しなければならない」とされ、これらの規定についての遵守に関して、クラウドファンディングのファンド運営者は、事業者への事前確認とともに、自らの社内体制整備も求められる¹¹⁾。

さらに、この後には、中途での解約の禁止又は制限についての表示、禁止行為、名義貸しの禁止、電子申込型電子募集取扱業務等の他の正会員等への募集又は私募の取扱いの委託、正会員及び電子募集会員の役職者等による購入条件及びその開示、特定のみなし有価証券を推奨するための募集又は私募の取扱いのホームページ

等での手数料等の表示、および反社会的勢力の排除と続くが、いずれも自明の内容であると思われる。

(6) 募集又は私募の取扱いに関する体制整備
同規則では、募集又は私募の取扱いに関する体制整備として、①募集又は私募の取扱いに関する審査の独立性の確保(規則23条)、②審査に係る社内規則及び社内マニュアルの整備(規則24条)、③社内規則等の充実(規則25条)について定められている。

特に注目されるのは、募集又は私募の取扱いに関する審査の独立性の確保である。ここでは、まず「正会員及び電子募集会員は、電子申込型電子募集取扱業務等を的確に遂行することができる人的構成を確保するとともに、次に掲げるすべての要件を満たさなければならない」とした上で、**④**専門の審査部門を設置すること、**⑤**審査業務を遂行する担当者は、募集又は私募の取扱いを推進する業務(営業業務)に携わらないこと、**⑥**審査部門を担当する責任者は、募集又は私募の取扱いを推進する部門(営業部門)を担当する責任者とならないことが定められている。

次に、「正会員及び電子募集会員は、次に掲げるすべての要件を満たしている場合は、前項に規定する要件を満たしているものとみなす」とした上で、**④**審査担当者は、当該審査案件に係る募集又は私募の取扱いを推進する業務(営業業務)に携わらないこと、**⑤**すべての審査案件について、電子募集業内部管理統括責任者を含む複数の責任者等から構成される会議体により、募集又は私募の取扱いを行うかの判断を行うこと、**⑥**電子募集業内部管理統括責任者が、募集又は私募の取扱いの判断に係る資料及び情

報の重要性について分析及び評価を行い、募集又は私募の取扱いを行うかの判断について、その過程の適正性を確認することと定めている。

したがって、営業部門から独立した専門の審査担当者を設置するとともに、投資審査を行う会議体を設置する必要がある。

(7) 適切な募集又は私募の取扱いに関する審査の実施

ここでは、「正会員及び電子募集会員の審査担当者は、電子申込型電子募集取扱業務等を行うに当たっては、審査項目について、適切に募集又は私募の取扱いに関する審査を行わなければならない」(規則28条)とした上で、集团的投資スキーム持分の場合、①資金調達者としての適格性、②財政状態及び経営成績、③事業の計画及び見通し、④事業のリスクに関する検討、⑤調達資金の額、その使途、⑥事業者と正会員又は電子募集会員との間の利害関係の状況、⑦経理の状況(分別管理の状況を含む)、⑧過去1年以内にみなし有価証券の発行により資金調達をしていた場合のその後の状況、⑨適切な情報提供を行う体制、⑩その他必要と認められる事項である(規則29条)。

ただし、これらの審査項目については、「細則」でその細目を定めるものとされており、集团的投資スキーム持分の場合、その内容は以下である。

- ① 資金調達者としての適格性：**①**事業の適法性及び社会性、**②**事業者の経営理念、**③**経営者の法令遵守やリスク管理等に対する意識、**④**反社会的勢力への該当性及び反社会的勢力との関係の有無並びに反社会的勢力との関係排除への仕組み及びその運用状況
- ② 財政状態及び経営成績：**①**財政状態及び資

投資型クラウドファンディングに関する規制について

- 金繰りの状況、⑥財政状態及び経営成績の変動理由の分析
- ③ 事業の計画及びその見通し：④事業計画の策定根拠の妥当性、⑤事業を巡る経営環境、⑥利益計画とその進捗状況
- ④ 事業のリスクに関する検討：事業のリスクについての分析と評価
- ⑤ 調達資金の額、その用途：調達する資金の調達額及びその用途の妥当性（事業計画との整合性）
- ⑥ 事業者と正会員又は電子募集会員との間の利害関係の状況：出資関係、役員派遣、取引等の関係の状況
- ⑦ 経理の状況（分別管理の状況を含む）：④経理処理の適正性、⑤帳簿、伝票などの管理状況、領収書などの原始書類の保存状況、⑥会計専門家（公認会計士、公認会計士試験に合格した者、税理士、監査法人、税理士法人等）からの指摘事項の有無、指摘事項があればその対応状況
- ⑧ 過去1年以内にみなし有価証券の発行により資金調達をしていた場合のその後の状況：④資金調達の額及びその用途の状況、⑤事業計画との整合性
- ⑨ 適切な情報提供を行う体制：④情報提供への適応力、⑤事業のリスクに関する情報提供の妥当性、⑥内部統制の整備及び運用の状況（外部監査が行われる場合に限り）
- ⑩ その他必要と認める事項

また、これらの審査項目を審査するため、審査担当者は「事業者に対して確認すべき内容を書面により送付し、その内容を書面により受領するよう努め、必要に応じて、当該事業者との間で面談を行うものとする」と定めている。

さらに、この後、分別管理の徹底と金銭の流

用が行われている場合の電子申込型電子募集取扱業務等の禁止についての規定があるが、これらはいずれも自明の内容である。

（８）「顧客への情報提供」に係る規定

顧客への情報提供としては、「発行者からの情報提供、閲覧」として、「正会員及び電子募集会員は、業務委託等の契約及び出資対象事業の持分に係る契約において、事業者が出資を行った顧客に対し、以下の各号の情報について、出資対象事業の計算期間の終了毎（当該事業の計算期間が1年を超えるものにあつては少なくとも年に1回とし、これらの契約において分配が行われるとされているときを含むものとする。）に適切に提供する旨が規定されていることを確認しなければならない」としている（規則36条）。

- ①計算期間の出資対象事業の概況及び出資金の用途並びに売上他の状況その他のキャッシュ・フローの状況
- ②計算期間における分配金及び償還金に関する次の事項
- イ) 計算期間における分配金及び償還金の有無
- ロ) 計算期間における分配金及び償還金の金額
- ハ) 計算期間における一口当たりの分配金及び償還金の金額
- ③出資対象事業に関する売上に関する帳簿及び入金に関する確認（公認会計士、公認会計士試験に合格した者又は税理士により行われるものに限る。）が行われる旨

次に、「正会員及び電子募集会員は、次項に掲げる事由に該当する場合には、業務委託等の契約及び出資対象事業の持分に係る契約におい

て、事業者が出資を行った顧客に対し、以下の各号の情報について、出資対象事業の計算期間の終了毎（当該事業の計算期間が1年を超えるものにあつては少なくとも年に1回とする。）に適切に提供する旨が規定されていることを確認しなければならない」として、以下を定めている。

- ①前項各号に掲げる情報
 - ②計算期間の末日における出資金の額及び一口当たりの出資金の額
 - ③事業者の貸借対照表及び損益計算書又はこれに代わる書類
 - ④前号に規定する書類が公認会計士又は監査法人の監査を受けた場合は、当該監査に係る監査報告書の写し
 - ⑤第3号に規定する書類が公認会計士又は監査法人の監査を受けたものでない場合には、その旨
- 第三に、「前項本文に規定する事由とは、次の各号のいずれかに掲げるものとする」として、以下を挙げている。

- ①金商業等府令第16条の3第1項に規定する算定方法による一の事業者の募集又は私募に係るみなし有価証券の発行価額の総額が1億円以上となる場合。
- ②金商業等府令第16条の3第2項に規定する算定方法による一の事業者の募集又は私募に係るみなし有価証券に対する1顧客当たりの個別払込額が500万円以上となる場合。

第四に、「正会員及び電子募集会員は、前項第1号の発行価額の総額が5億円以上又は前項第2号の1顧客当たりの個別払込額が500万円以上のいずれかに該当する場合には、業務委託等の契約及び出資対象事業の持分に係る契約において、事業者は、第2項第3号に規定する書

類について、公認会計士又は監査法人の外部監査を受ける旨が規定されていることを確認しなければならない」としている。

(9) 内部管理体制の整備

内部管理に係る規定として注目されるのは、「電子募集業内部管理統括責任者の登録」として、「正会員及び電子募集会員は、電子申込型電子募集取扱業務等において、電子募集業内部管理統括責任者1名を定め、所定の様式による届出書を遅滞なく、本協会に提出しなければならない」とされている点である（規則38条）。この電子募集業内部管理統括責任者は、その責務として、以下が定められている（規則40条）。

- ① 自ら法令等を遵守するとともに、当該正会員及び電子募集会員の役員又は従業員に対し、法令等を遵守した営業姿勢を徹底させ、投資勧誘等の営業活動及び顧客管理が適正に行われるように、内部管理態勢の整備に努めなければならない。
- ② 電子募集業内部管理統括責任者は、正会員及び電子募集会員における投資勧誘等の営業活動が法令等を遵守し適正に行われるよう、当該正会員及び電子募集会員の役員又は従業員において、法令等に違反する事案が生じた場合には、法令等に照らし、適正に処理しなければならない。
- ③ 電子募集業内部管理統括責任者は、正会員及び電子募集会員の投資勧誘等の営業活動における法令等の遵守に関し、行政官庁及び本協会その他の自主規制機関との適切な連絡及び調整を行わなければならない。
- ④ 電子募集業内部管理統括責任者は、正会員及び電子募集会員の投資勧誘等の営業活動及び顧客管理に関し、重大な事案が生じた

場合には、速やかにその内容を会員代表者又は会員代表者代理人に報告しなければならない。

II. 規制内容の個別的検討

1. 少額電子募集取扱業者の参入可能性

上述した業者規制の幾つかを取り上げて、規制負担の見地から検討を加えてみることにしたい。クラウドファンディングの業者規制には、少額電子募集取扱業者のみ適用されるものと、それ以外の一般の業者にも適用されるものがある。前者は規制緩和で新規に参入する業者に対して、必要な規制を加えるものであるのに対して、後者はすでにクラウドファンディングの募集・私募の取り扱いを行っている既存業者に対して新たに規制を強化するものである¹²⁾。

少額電子募集取扱業者に関しては、参入規制が緩和されたにもかかわらず、上述した規制の遵守負担が重いことが、巷間指摘されているクラウドファンディング仲介ビジネスの利益率の低さと相まって、多くの新規参入を促すことになるのかについては、疑問が残る。

たとえば、少額電子募集取扱業務を行うには、募集総額を1億円未満、投資者1人あたりは、払込総額を50万円以下にする必要がある。発行者にとって募集総額1億円という上限が低いか否かについては、わが国の実務からすると、クラウドファンディングで資金調達する上では必ずしも制約にはならないとの指摘がある¹³⁾。しかしながら、少額電子募集取扱業者については、発行者の募集総額や投資者の払込総額が、これら上限の範囲内にあるか否かについて、常にチェックする必要がある、これが必ずしも容

易にできるとは限らない。二種業者に関する限り、一種に比べると参入規制そのものがさほど高くないことでもあり、わざわざ少額電子募集取扱業者として参入するメリットは大きなものではない。クラウドファンディングを行うなら、発行者や投資者の募集上限・払込上限の確認など手間のかかる作業が求められる二種金融商品取引業者として参入することを選択すると予想される。

二種金融商品取引業者も含めたクラウドファンディングのそれ以外の規制負担について、勧誘規制とデューデリジェンスについて以下で検討する。

2. 勧誘規制

少額電子募集取扱業者は、「電子募集取扱業務」の定義上、電話・訪問による勧誘はできないこととなっているが、第一種・第二種の金融商品取引業者についても、自主規制により制限を加えたと評価することができる¹⁴⁾¹⁵⁾。

電話・訪問による勧誘を禁ずるのは、「投資被害の多くが電話・訪問によるものであることを踏まえ、投資型クラウドファンディングにおいては、電話・訪問を用いた勧誘ができないことを明確化する¹⁶⁾」必要があったためである。この規制は、金商法の定める業者の禁止行為である「不招請勧誘の禁止」(金商法38条4号)に類似している。しかし、上述したように、顧客からの電話等の照会に対しても回答することができない点では厳格であるが、少額電子募集取扱業者以外の業者については説明会を開催して販売を行うことは禁じられない点は緩やかといえる。いずれにせよ、規制当局は、従前の金融商品取引業者のクラウドファンディングにつき、政令指定により不招請勧誘禁止に含めるの

ではなく、自主規制の対応に期待したようである¹⁷⁾。

これを実務上大きな制約として、否定的に評価することはできるが、インターネットを通じた資金調達というビジネスモデルがクラウドファンディングの本質であることや、わが国のクラウドファンディングの経験に照らしてみても、資金調達の成否はネット上の評判が大きく影響していることなども考えてみる必要がある。さらに、対面を通じた資金の流れという点では、他の金融機関への委託が認められていることや説明会を通じた投資勧誘が可能であることなども併せて考えてみると、勧誘方法の制限が直ちにビジネスの障害となるといえるかは、評価が難しい。とはいえ、IT技術の進展を考えると、電話・対面型の募集の取扱いとインターネットでのそれとを截然と区別できるかどうかについては、疑問が残る。クラウドファンディングにおいても、資金調達者と資金提供者との間での信頼関係や親近感が重要な要素であり、そのためにはフェイス・ツー・フェイスな関係の形成も重要な要素である点は忘れてはならないだろう。

3. 審査体制の整備

法規制において、業務管理体制整備義務の一つとして、発行者の財務状況、事業計画の内容および資金用途等、電子募集申込型電子募集取扱業務等の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査を行うための措置をとることが求められており（金商業等府令70条の2第項）、これを受けて二種協会規則においては、営業部門から独立した審査担当者を配置すると同時に投資審査において会議体を設置することが求められている。

大手の業者であればともかく、少額電子募集取扱業者はもちろん、中小の金融商品取引業者にとって、この規制を遵守するコストは大きなものとなることが予想される。また、クラウドファンディングの実行を条件として事業を開始する場合には、そもそも事業は存在しない場合もありえ、そのような場合も含めて仲介者が新規事業の妥当性を審査することは、必ずしも容易ではない¹⁸⁾。仲介者の審査が過度にリスク回避的となれば、新規事業へのリスクマネーの提供という今回のクラウドファンディング規制の趣旨が没却されてしまう。他方、仲介者がリスクのある事業のクラウドファンディングの仲介を引き受けても、事業失敗の責任を問われるリスクが高くなると、仲介者のビジネスそのものが成り立たなくなる。

III. まとめ

以上、第二種協会の規則を中心に、クラウドファンディングの規制について、重要と思われる項目を検討したが、その特徴として、以下の点を挙げることができる。

まず、二種協会規則はその内容がかなり複雑で、煩瑣なものとなっており、理解することが必ずしも容易でない。昨年の金融商品取引法改正の目的は、投資型クラウドファンディングへの参入規制を引き下げ、新規参入を促す狙いがあるとされているが、この規則の内容を正確に理解することは、少なくとも金融・証券業以外の新規参入者にとっては、かなりの困難なものと思われる。少なくともより理解しやすいマニュアル等を作成し、新規参入者の理解を促す必要があるだろう。

次に、本規則では、電話・対面による募集の

取扱いを禁止している（正会員については、説明会の場での販売や他の金商業者等への委託販売を認めている。）。これは、未公開株詐欺が電話・対面によって被害者にアプローチしたことを踏まえたものと考えられ、これについては、本規則制定に先立って募集されたパブリックコメントでも、支持する意見が見られた。確かに詐欺的な行為を排除することは、クラウドファンディングの健全な発展にとって不可欠な要素であり、周到的配慮が求められることは言うまでもない。しかし、今後もIT技術の発展・多様化が進展することを考えると、電話・対面型の募集の取扱いとインターネットでのそれとを截然と区別できるかどうかについては、疑問が残る。さらに、クラウドファンディングにおいても、資金調達者と資金提供者との間での信頼関係や親近感が重要な要素であり、そのためにはフェイス・ツー・フェイスな関係の形成も重要な要素であるという見方もある¹⁹⁾ことを考えると、電話・対面を禁止することが、クラウドファンディングの発展にとって、どのような影響をもたらすのか、懸念される面もある。

最後に、今回の自主規制を含む規制改正全体に対する評価であるが、少額電子募集取扱業者という類型を設けて新規参入を促そうとしたものの、そこで求められる様々な規制を遵守するためのコストを考えると、匿名組合型クラウドファンディングに関する限り²⁰⁾、第二種金融商品取引業者として登録を得るのが合理的な行動になるように思われる（株式投資型の場合に必要な第一種金融商品取引業者の登録要件に比べると、第二種金融商品取引業者の登録要件はかなり低い）。他方、これまで比較的自由にクラウドファンディングの仲介を行ってきた第二種金融商品取引業者には、規制強化が図られ

た。今回の改正がクラウドファンディングに与えた影響を全体的に見るなら、業者の規制遵守コストを高めたに過ぎないと見ることができのかもしれない。もちろん、クラウドファンディングが濫用的に利用される危険があることは否定できないため、今般の規制そのものが不要だと主張するつもりはない。しかし、規制導入の後に、わが国のクラウドファンディングが活性化され、意図された効果が生じたのか、あるいはそうでなかったのか、という検証作業²¹⁾は、一定期間経過後に行われるべきであり、その後、必要があれば、規制の見直しがなされるべきではなかろうか。

* 本稿を執筆するに際し、島村昌征氏（第二種金融商品取引業協会）からご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。また、本研究は、日本証券奨学財団の研究助成の成果です。同財団に厚く御礼申し上げます。

注

- 1) 本稿は、松尾順介 [2015b] をベースとして、筆者らが大幅に加筆したものである。
- 2) 従前のグリーンシートと同程度のニーズは存在するとの見方もありうるかもしれない。なお、株式投資型クラウドファンディングの設計等については、武内信紀・小川周哉 [2015] が詳細に論じている。
- 3) クラウドファンディングを念頭においた規制（緩和）として、わが国は仲介者の新規参入を促す規制緩和という方法を探ったが、国により力点の置き方は異なる。単純な比較はできないが、イギリスでは集団投資スキーム型クラウドファンディングと株式投資型クラウドファンディングの規制を揃えるなど投資勧誘規制の見直しが行われた。アメリカではJOBS法を受けたSECの規則はまだ成立していないとはいえ、JOBS法4章のレギュレーションA+は、発行開示規制の緩和をするものであり、クラウドファンディングにも影響を与える。
- 4) 発行者が1千万円以上1億円未満の募集・売出しを行う場合には財務局等に有価証券通知書の提出が求められるが、この提出期限については、募集等の開始の前日から開始前までに変更された。これは発行者とクラウドファンディング業者との間で直前まで打ち合わせなどが行われることに配慮したものである。齊藤道雄ほか [2015], 61頁参照。
- 5) わが国の金商法においては、金融商品取引業者等は自主規制機関への加入は義務付けられていないが、自主規

- 制機関の定款その他の規則に準ずる内容の社内規則等を整備することが求められており（バブコメ18頁96番97番）、事実上、遵守すべきルールは変わらない。
- 6) これについては、松尾順介 [2015b] 参照
- 7) WG 報告では「投資グループ」制度と仮称されていたものである。
- 8) 第二種金融商品取引業協会の定款では、「電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業者であって第19条の承認を受けた者とする」となっており、この承認とは、同協会の理事会決議となっている。また、正会員の有する議決権は2個であるのに対し、電子募集会員の議決権は1個となっている。なお、同協会の規則では、入会金は、正会員100万円に対し、電子募集会員50万円、会費は、正会員50万円に対し、電子募集会員30万円となっている。
- 9) 低コストの利用が可能で、取引に対する心理的障壁が低いというインターネットの特性から、詐欺的取引に利用される危険があるため、仲介者の事業者に対するチェックに加えて投資者に対して重要情報を仲介者に提供させる必要があるとの見地から、仲介者のウェブサイトで重要な情報を提供させる規制を加えている。ただし、インターネット上での詐欺的な取引という場合、詐欺的資金調達者がネット上で身元が特定されない形で「儲け話」を吹聴する危険も同時にありそうな話ではある。初期段階の事業者の審査や重要情報の開示だけでは、かかるリスクから投資者を守ることはできない。虚偽情報がネット上で伝播した場合のリスクへの対応も、別途考えられるべきではなからうか。
- 10) なお、この府令では、「募集又は私募に係る有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算する方法」とされているが、第二種の場合、株式型クラウドファンディングは対象とならないため、この府令が該当するケースはないと考えられる。
- 11) なお、正会員に関しては、少額要件を満たす必要がないため、このような確認のための体制整備義務も不要となると解される。
- 12) とはいえ、説明会での投資勧誘を認めるなど、既存業者が実際に行ってきた実務に配慮するなど、既存業者に対して過度な規制とならないよう留意されたようではある。
- 13) わが国ではシード期の調達額は1億円程度までであることが多いため、募集総額制限は投資型クラウドファンディングの利用に対する実務上の制限にはならない、と指摘するものとして、武内信紀・小川周哉 [2015], 29頁。
- 14) バブコメ7頁31番参照。
- 15) 電話・訪問による勧誘はできないものの、顧客が電話や対面により申込みを行うことは禁じられない。バブコメ7頁30番参照。少額電子募集取扱業者では、顧客の申込みに対してシステム上十分に対応できないものがありうることに配慮したものである。
- 16) 金商法改正案に係る衆議院財務委員会附帯決議（第186回国会閣法第67号附帯決議）参照。
- 17) バブコメ7頁31番参照。
- 18) 日証協の「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」における発行者に対する「厳正な審査」についてのコメントであるが、武内信紀・小川周哉 [2015], 29頁。
- 19) 例えば、海外の研究としては、Agrawal, Ajay, Christian Catalini, and Avi Goldfarb. 2011. "The Geography of Crowdfunding", NBER Working paper number 16820, Feb. などがこのような資金調達者と提供者の関係について示唆している。http://www.nber.org/papers/w16820, 参照。なお、この研究については、松尾順介 [2014c] において紹介・検討した。http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1685/1685_01.pdf, 参照。さらに、必ずしもクラウドファンディングの事例ではないが、わが国の資金出資型再生可能エネルギーファンドでも、資金提供者と調達者の間で直接的な関係が重視されていることが示唆される。松尾順介「クラウドファンディングと証券業」（証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』公益財団法人日本証券経済研究所, 2015年3月, 所収）、参照。
- 20) 株式投資型での新規参入については、異なる評価がありうるかもしれないが、前述したように、どの程度の事業者が株式投資型のクラウドファンディングを行うかは、いまのところ未知数である。
- 21) イギリスでは2016年に2014年の規制改正の全体的レビューが実施される予定である。今年2月の時点では、規制導入後もイギリスではクラウドファンディングが急速に拡大していることなどから、規制当局は2014年の規制改正は概ね妥当であったとの自己評価を下している。Financial Conduct Authority, A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media (February 2015).

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, 2014年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, 2013年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, 2013年9月15日, 15-24頁
- 有吉尚哉 [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

投資型クラウドファンディングに関する規制について

- 可能性と留意点』『金融法務事情』No.2005, 2014年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」2014年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」『野村資本市場フォータリー』第16巻第2号, 2012年秋, 125-136頁
- 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, 2014年7月25日, 28-36頁
- 神山哲也 [2013] 「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場フォータリー』第16巻第4号, 2013年春, 174-180頁
- 神山哲也 [2013] 「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, 2013年7月15日, 20-23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」2013年12月25日, 1-22頁
- 金融庁 [2015] 「平成26年金融商品取引法等改正等に係る政令・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」(平成27年5月12日)における「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(本文中においては、「パブコメ」と略称)
- 黒沼悦郎 [2014] 「新規・成長企業へのリスクマネーの供給」『ジュリスト』1473号, 2114年11月, 23-28頁
- 齊藤道雄ほか [2015] 『逐条解説 2014年金融商品取引法改正』商事法務, 2015年
- 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, 2012年7月, 38-47頁
- 田中智之ほか [2015] 「金融商品取引法施行令等改正についての解説」『商事法務』2071号, 4-14頁
- 武内信紀・小川周哉 [2015] 「ベンチャー・ファイナンスの新手法」『商事法務』2072号, 22-34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, 2013年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』2013年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』2013年, 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とりまとめ」2013年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, 2013年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, 2013年12月, 63-82頁
- 松尾順介 [2014a] 「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」『証研レポート』1682号, 2014年2月, 1-19頁
- 松尾順介 [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』(日本証券経済研究所・大阪研究所) No.1683, 2014年4月, 8-26頁
- 松尾順介 [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』(日本証券経済研究所・大阪研究所) No.1685, 2014年8月, 1-15頁
- 松尾順介 [2014d] 「クラウドファンディングの可能性」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所) No.1687, 2014年12月, 25-51頁
- 松尾順介 [2015a] 「投資型クラウドファンディングの現状と地域再生における課題」『新都市』(都市計画協会) 第69巻第4号, 2015年4月, 31-35頁
- 松尾順介 [2015b] 「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』(日本証券経済研究所・大阪研究所) No.1690, 2015年6

月, 1-19頁
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, 2014年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, 2013年7月15日, 10-14頁

Cortese, A. [2011] *Locavesting*, John Wiley & Sons, Inc., (digital version)
massolution [2013] “2013CF The Crouddfunding Industry Report”, <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>, pp1-92
松尾順介 (桃山学院大学経営学部教授・当研究所客員研究員)
梅本剛正 (甲南大学法科大学院教授)