

投資型クラウドファンディングの 世界的拡大と規制の関与

松尾順介

はじめに

御紹介ありがとうございました。また、このよう
うな場を設けていただきありがとうございます。

今日は「投資型クラウドファンディングの世界
的拡大と規制の関与」についてお話をさせていた
だきます。

そこで今日は、資料2ページのとおり、最初
に、クラウドファンディングが世界でどのように
伸びているのかについてお話しします。タイトル
には「世界的拡大」と付けたのですが、絶対的な
金額が大きいというより、最近急速に伸びている
ことを指したものと理解していただければと思わ

クラウドファンディングと申しますと、三年ぐ
らい前は、コンピューター用語のクラウドとどう
違うのかとか、スペルはどう綴るのかなどと言わ

ます。そして、アメリカ、イギリス、日本のクラウドファンディングに対する規制の状況を概観した上で、規制上の問題について御説明したいと思っています。

クラウドファンディングと言いましてもいろいろな種類があり、今回取り上げるのは投資型と言われているものです。このタイプは相対的に伸びが鈍く、その理由の一つとして規制の影響があるのではないかと見られます。

インターネットでクラウドファンディングを検索しますと、日本では寄付型のものがかなり多く

ヒットします。寄付型の場合、手数料を幾ら取つても制限はかかりません。しかし、投資型の場合、投資家保護のための規制が避けられず、それが仲介コストの上昇をもたらすこととなりがちです。結果的に、端からリターンが望めず、投資という枠組みの中に収まらないようなスキームしか

作れることになってしまいます。

投資型クラウドファンディングの成長を図るために、できるだけ規制を緩和して自由にやらせるのが良いのでしょうか、そうしますと、投資家保護がおろそかになつて、別の問題が生じることが避けられません。したがいまして、クラウドファンディングへの対応を考えるに当たっては、規制と投資家保護をどのようにバランスさせるかという公共政策的な課題が関わつてくるように思います。

一、クラウドファンディングの 世界的拡大

(地域別のクラウドファンディングの成長)

massolution という会社が発表している二〇一五年のデータブックに基づき、クラウドファン

デイングの成長の状況を見てていきます。世界のクラウドファンディングについてデータを集計しているのは、この会社ぐらいしか見当たりません。

資料3ページをご覧下さい。二〇一四年のクラウドファンディングによる資金調達額は、合計で約一六〇億ドルです。一ドル＝一一〇円として計算しますと、約二兆円ということになろうかと思います。全世界でこの規模ですので、それほど大きなものではないと言ることができます。

地域別に見ますと、北米がほぼ六割を占めており、圧倒的に北米中心のマーケットであることがわかります。アジアは、二〇一二年では全体の一・二%にとどまり取るに足りない存在でしたが、二〇一四年には約一〇%まで急成長し、ウエイトが高まっています。他方、欧州は、二〇一二年の約三五%から二〇一四年の約二〇%まで一五.五ポイントほどウエイトが下がり、わずかです

がアジアに抜かれた形になっています。現在は、北米、アジア、欧州でマーケットを分け合っている状況にあります。具体的なことは別にして、アジアにおいては中国が数字を伸ばしていると説明されています。なお、この表の中で日本がどのような位置を占めているかは、日本についてほとんど言及されていないのでよくわかりません。

(活発な一二分野の資金調達額の割合)

分野別の資金調達額にはかなりのばらつきがあります。資料4ページの表は、二〇一三年と二〇一四年における分野別の資金調達額の割合を見たものです。ビジネス・起業が約三割から四割となっています。この分野はくくりが広いため、大きな割合を占めるはある意味で当然のことではないかと思います。次に、社会奉仕が約二割を占めていますが、途上国の子どもたちのために学校

を作るなど、寄付型のものが多いのではないかと思ひます。その後に、約一割の映画・演劇、数%の音楽・レコーディング、科学・技術などが続きます。

(種類別のクラウドファンディングの成長)

次に、ビジネスモデル別のクラウドファンディングの成長です。資料5ページをご覧下さい。

日本でもよく見られるのは寄付型ですが、二〇一二年に四割近くあつたのが、二〇一四年は一割強ぐらいまで低下しました。寄付型も金額は増えているのですが、全体の金額が増加する中で割合は低下傾向をたどっています。寄付型の中では、

例えれば途上国の学校建設にお金を提供し、リターンは求めないというようなものが多くなっています。その他、京都大学の山中伸弥教授がノーベル賞の受賞前にiPS細胞の研究資金を募つておら

れたことが思い出されますが、そのようなものも寄付型に属します。

エクイティ型は、金額は伸びていますが、割合は、二〇一二年が四・四%、二〇一三年が六・五%、二〇一四年が六・八%で、全体の中ではや

や伸びが低いように思われます。この点には規制が影響していると想像しています。なお、エクイティ型には、日本でミュージックセキュリティーズが運営しているようなファンド型も含まれており、日本で投資型と言わわれているものは、基本的にはこのエクイティ型に含まれると理解してよいのではないかと思つています。

次は貸付型（レンディングタイプ）です。このタイプの割合が非常に高いのがこの表の特徴です。昨年、アメリカで、レンディングクラブという企業が上場したことが大きな話題になりました。これは、貸し手と借り手をインターネット上

で結びつけるタイプのクラウドファンディングです。今ではこれが七割近くを占めており、非常に大きなウエイトを占めています。

なお、日本でも、日本クラウド証券のように貸付型をうたっているところがあります。しかし、

これは、匿名組合契約によつてお金を集めてファンドを作り、金銭消費貸借契約によつてそのお金を借り手に提供するというスキームであり、資金の集め方に着目しますと、エクイティ型に含めるのが適当ではないかと思います。ここで貸付型と

安一郎監督の名作をリマスターするために資金を集め、プロジェクトがうまくいったら、資金提供者にリマスターCDを提供するという話が載つていました。このようなものがここに含まれます。

混合型は、これらの複数のタイプをミックスしたもので。例えば、投資型と言いましても、金銭的なリターンだけでなく、株主優待のおまけのようなものを提供することをうたつて、人気を呼んでいるものもあります。

最後に、ロイヤリティ型があります。これは、知的財産の使用権に出資し、リターンを得ようとするタイプのものです。金額も割合もまだ小さいのですが、これから伸びることが見込まれるため、新しく一つの項目としてつけ加えられたようです。

さされているのは、あくまでも貸し手と借り手をインターネット上で結びつけるタイプのものです。成果還元型は、資金の提供に対して報酬を提供するものです。報酬には、物の場合もあれば、サービスの場合もあります。日本で購入型と言わっています。インターネットを見ていましたら、小津

(一件当たりの調達額)

一件当たりどれぐらいの資金を集めているのかをタイプ別に示したのが資料6ページの表です。

寄付型は、約三〇〇〇ドルですから、三〇万円から四〇万円程度といったところです。成果還元型と貸付型もほぼ同様です。エクイティ型は、アメリカと欧州・アジア・オセアニアで差がありますが、アメリカ以外ではだいたい三〇万ドルになっています。日本円にしますと四〇〇〇万円程度の規模になります。

(クラウドファンディングの法規制)

massolution の二〇一三年版のデータブックで、各国のクラウドファンディング業者に対して、クラウドファンディングがやりやすいか、逆に規制が重くのしかかっていてやりにくいか、また、規制上問題がないかといったことを調査した

結果が掲載されていますので、そのあたりを御紹介したいと思います。資料7ページをご覧下さい。

まず、寄付型については、規制の問題があつてやりにくいという国は全くありません。また、貸付型、報酬型（成果還元型）もほとんどの国で問題がないとされています。

ところが、エクイティ型に関しては、アメリカ、カナダに○がついていません。このことは、これらの国では、制度上の課題があつてクラウドファンディングをやりにくい面があることを意味しています。他方、イギリスには○がついていませんので、法制度がそれほど桎梏になつていないと表しています。なお、この表に日本は載つておりませんので、日本に関するどのような回答が寄せられたかはわかりません。

この調査結果は、アメリカにおけるJOBS法

制定の背景として、エクイティ型のクラウドファンディングにやりにくい面があつたことを示唆しているように思います。他方、イギリスでは、二〇一四年にクラウドファンディングに対して規制改革が行われましたので、その後、クラウドファンディングがやりにくくなつたのではないかと思います。それぞれの国の制度改革がどのように評価されているか非常に興味がありますが、二〇一五年版にはこのような表は載つておりませんのでその点を知ることはできません。

11、米国の規制

(1) JOBS法の制定

資料のページのとおり、アメリカでは、二〇一一年のJOBS法 (Jumpstart Our Business Startups Act) の制定によって、クラウドファンディングに対する規制が緩和されました。この法律は、元来、クラウドファンディングの促進のみを対象とするものではなく、小規模の成長企業が資金調達を容易にできるようにすることを目的としたもので、根底にはIPO市場の低迷に対する懸念があります。IPO市場の低迷の要因として、従来の証券規制が重荷になつてゐるのではないかという主張がなされ、そのような問題意識を背景にJOBS法の制定に至つたものです。

この法律は、クラウドファンディングを含む六つの部分から成つており、そのうちのTitle III (第三章) がクラウドファンディングに関する規定になつてこます。正式の名称は、「二〇一二年オンラインを通じた資本調達並びに詐欺及び非倫理的情報非開示の抑止に関する法律」(Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012) です。ハ

の名前の頭文字を取りますと、Crowdfund Act

になります。いずれにせよ、Title III が Crowd funding を規定したもので、クラウドファンディングを容易にするというのが立法の趣旨です。

(2) JOBS法制定前の規制の状況

(概要)

JOBS法が制定される前に、全くクラウドファンディングのような形での資金調達ができなかつたかと申しますと、そうではありません。しかし、不特定多数の人から資金を集めて、その資金をプロジェクトに投資し、その収益を出資者に分配しようとしますと、連邦証券規制上、証券の募集に該当しまぎまざな規制がかかってきます。このことが投資型クラウドファンディングの障害になつていました。

(レギュレーションA)

具体的に申しますと、募集を行う場合、一九三三年証券法及び一九三四年証券取引所法により、SECへの登録及び発行開示・継続開示が義務付けられます。資料9ページをご覧下さい。

ただし、レギュレーションAに基づき、アメリカ国内とカナダの未公開企業に関する規制が設けられています。これにより、一年で総額五〇〇万ドルを超えない募集を行う場合、フォーム1-Aによる簡易な書式でSECに届け出を行つた上、目論見書に相当する募集回状によって勧誘を行うことが可能とされています。しかし、こうした方式によつても、クラウドファンディングのように少額の資金調達を行う事業者はコストが大きいと言つてはいました。

(レギュレーションD)

この他、レギュレーションDにも免除規定が置かれています。規則五〇四、五〇五、五〇六がそれに該当します。資料10ページをご覧下さい。

一つ目の規則五〇四是、一二ヶ月間の募集総額が一〇〇万ドル以下であれば適用されます。金額的にはクラウドファンディングによる資金調達の規模に該当しますが、一般的勧誘又は一般的広告の禁止という別の要件があるため、その適用除外を受ける必要があります。しかし、そのためには、各州の規制を遵守するという別のハードルを乗り越える必要があるため、かなり難しい面があります。

二つ目の選択肢として規則五〇五があります。一二ヶ月間の募集総額が五〇〇万ドル以下ですか
る面があります。さらに、先ほどと同様、一般的勧誘又は一般的広告の禁止要件もかかります。
三つ目の選択肢として規則五〇六があります。この場合、募集総額の規定はありませんが、三五名以下の適格投資家以外の投資家が、金融及び事業に関する知識と経験を有する者である場合に適用されるもので、やはりこれもクラウドファンディングには使いにくい面があります。一般的勧誘又は一般的広告の禁止要件がかかるくるのは、先ほどと同様です。

結局、どの規制も使いにくいために、新たな法律でクラウドファンディングに関する規定を設ける必要があるという流れになつたように思います。

二つ目のハードルは低いのですが、適格投資家以外の購入者が三五名以下でなければなりません

(3) クラウドファンディング法の概要

(公募に関する規制の適用除外要件)

ここから、JOBS法 Title III のクラウドファンディングに関する規定のうち、主だったところを見ていきます。資料11ページをご覧下さい。JOBS法三〇二条は、公募に関する規制の適用除外要件を四つ定めています。

一つ目は、全ての投資家に対して売却した証券の総額が、直前一二ヶ月間を合算して一〇〇万ドル以下であることです。

二つ目は、いずれかの投資家に対して売却した証券の総額が、直前一二ヶ月間を合算して、当該投資家の年収又は純資産が一〇万ドル未満の投資家の場合は、二〇〇〇ドル、年収又は純資産の五%相当額のいずれか大きい額を超えず、そして、当該投資家の年収又は純資産が一〇万ドル以上の場合には、年収、又は純資産の一〇%相当額を超えないことです。

三つ目は、証券法四A条(a)の要件を遵守するプロトコール又はファンディング・ポータルを行なうことです。つまり、クラウドファンディングのホームページを運営する者は、ブローカー又はファンディング・ポータルでなければならぬということです。

四つ目は、発行会社が証券法四A条(b)の要件を遵守することです。

以上の四つの要件を満たしますと、証券法五条の適用が除外されることになります。

(仲介者の義務)

資料12ページのとおり、仲介者には次のような

義務が課されます。

一つ目は、ブローカー又はファンディング・ポータルとして登録することです。

二つ目は、適用ある自主規制機関、つまりSECに登録することです。

三つ目は、SECが定める開示内容を提供することです。

四つ目として、仲介者は以下のことを確保する必要があります。すなわち、SECが設ける基準に従って投資家が投資家教育情報を検討すると、投資全額を失うリスクを冒していることを理解し、かかる損失を負担することができるることを

この他のものも含め、仲介者には一二項目の義務が課されています。
(発行会社の義務)
発行会社に対しては、事業内容及び事業計画、財務状態、資金使途などに関する情報提供の義務が課されます。また、重要な情報の不実開示があつた場合、証券購入者は発行会社に対し、損害額について管轄裁判所に訴訟を提起することができるとされています。

(SECの役割)

資料13ページのとおり、JOBS法二〇二一条では、SECは、法制定後二七〇日以内に、証券法四条(6)及び四A条を実施するために必要または適当と判断する規則を発するものと定められています。しかし、御存じのとおり、この規則はまだ発応することです。

せられておらず、クラウドファンディングに関するS E Cの運用がどのようになるのかまだわからぬ状況です。

J O B S 法三〇四条は、ファンディング・ポータルの登録制を定めたものです。ファンディング・ポーターとは、他人の勘定による証券のオファーまたは売却に係る取引において、仲介者として行為する者であつて、投資助言・推奨の提供、ファンディング・ポータル上の証券の投資勧誘などの行為を行わない者と定義されています。

また、ファンディング・ポータルは、S E Cの検査、エンフォースメントその他の規則制定権限に引き続き服すること、登録証券業協会の会員であること、S E Cが定めるその他の要件に服することという要件を満たせば、ブローカー・ディーラーとして登録する義務を免除されます。

(4) まとめ

資料14ページをご覧下さい。少額の証券発行に關してクラウドファンディング法が制定され、従来の開示規制が緩和されました。規制コストを引き下げて、投資型クラウドファンディングを拡大促進するという意図がここから読み取れます。しかし、まだS E Cの規則が公表されておらず、わからないところが多いため、これがどのように市場拡大に寄与するかは不透明な状況です。

三、英国の規制

(1) 従来の英国の規制

イギリスでは、アメリカに先行してクラウドファンディング規制が導入されました。資料15ページをご覧下さい。規制は、二〇一三年四月に設立された金融行為監督機構（F C A）によつて

担われています。FCAは、投資型（エクイティ型）クラウドファンディングと貸付型クラウドファンディングの双方に責任を負うとされています。

イギリスでは、集団投資スキーム（UCIS）

を利用したクラウドファンディングに対し、以下のような規制が行われています。すなわち、UCISへの投資勧誘は、プロフェッショナルな顧客、認定されたもしくは洗練された投資家として自己申告している投資家、又は富裕層として認定されたりテール顧客に制限されており、一定のハードルが設けられています。これが投資型クラウドファンディングにとってかなり厳しい制約になつてゐるのではないかと思います。

日本では、投資型クラウドファンディングの中でも、集団投資スキームを利用したものが多くの株式型はほとんどありませんが、イギリスでは、

UCISによるクラウドファンディングは非常に少ないよう見受けられます。どうやらこの規制がハードルになつて、UCISがやりにくいため、必然的に株式型にシフトしているのではないかと想像されます。

逆に、株式型については、今までそれほど厳しい規制が行われていなかつたように思われ、このことが、先ほどの各国の法規制に関する表において、イギリスでエクイティ型に○がついていた背景にあるのではないかと推察されます。

(2) クラウドファンディングに関する新たな規制（投資型クラウドファンディングの定義）

二〇一四年三月、FCAは投資型クラウドファンディングに関する新規制を導入しました。この規制について、FCAはレビューを公表していますので、以下、このレビューに沿つてイギリスの

規制の概要を紹介したいと思います。資料16ペー
ジをご覧下さい。

ここでは、投資型クラウドファンディングにつ
いて、事業者によって発行された非上場株式及び
債券に対して、クラウドファンディング・プラッ
トフォームを通じて投資するものと定義されてい
ます。ここには、日本と異なって債券が含まれて
います。この点がイギリスのひとつの特徴となっ
ています。

また、ここで発行された証券は、登録された株
式市場に上場されず、相当なりスクを有するもの
とされており、レビューでは「非流動性証券」
(簡単に換金できない証券)と呼ばれています。

FCAは、この種の証券がインターネットその
他の手法を通じて売買可能であるため、投資型ク
ラウドファンディング・プラットフォームによる
か否かにかかわらず、消費者保護の観点から、こ

れらの証券の分売に関する規制を導入すると述べ
ています。ここで注目されるのは、「インターネ
ットその他の手法を通じて」と言つております。必
ずしもインターネットに限定していよいよ点です。
この後、御紹介する日本の規制と比較して、この
点がイギリスのもうひとつの特徴であることがお
わかりいただけると思います。

(直接募集の対象となる消費者)

資料17ページのとおり、業者は、一定の基準を
満たす消費者に対するのみ、直接募集を行うこと
ができると定められています。その基準とは、流
動性の欠如など規制上の助言を受けた者、富裕層
もしくは洗練された投資家として認定された者、
又はこの種の証券に対する投資額が純資産の一
〇%以下であることが確認された者のいずれかに
該当する者です。しかし、最後の基準は、金融資

産ではなく純資産の一〇%とされていきますので、かなり曖昧なところがあります。また、「私はきちんと規制上の助言を受けた」と自己申告すれば、ほぼ誰でも直接募集の対象になりうるようにも見受けられます。

なお、FCAは、顧客が規制上の助言を受けていない場合、そのリスクを認識しているかどうかを確認することを業者に義務づけています。

(クラウドファンディング事業の認可申請)

資料18ページから19ページのとおり、FCAは、クラウドファンディング事業の認可申請書を受理する際、五つのステップを踏んで、FCAの求める情報を提供するよう要求しています。

一つ目は、規制に即した適切かつ詳細な事業計画とそれに関連するリスク、予算、経営資源を提出することです。

二つ目は、適切な非財務的資源を有すること、すなわち、役員会は金融規制に関して適切な知識と経験を有していなければならないということです。

三つ目は、申請書類の提出に際して適切な資金を有していることです。これは、将来の資金調達計画であってはなりません。

四つ目は、インターネットを多く使うことが見込まれますので、稼働中または適切に準備された段階にあるウェブサイトを有しております、認可された場合、それがどのように稼働するのかを明示することです。

五つ目は、申請に際して、FCAの認可基準及び条件項目について理解しており、完全な申請書類を提出することです。

FCAは、過去において業者がほとんど空白の申請書類を提出するなど、不適切なケースに直面

してきたが、それに対しきちんと指導を行つてきただと述べています。

(投資型クラウドファンディング・プラットフォームに対する監督)

資料19ページのとおり、FCAは、投資型クラウドファンディング・プラットフォームに対する監督として、当該業者の上級経営者の採用、ウエブサイトへのモニタリング、月次業務報告書の精査などを行っています。このような監督手法を採用したことで、適格な顧客だけが投資できるようになつたことに加え、投資対象資産の属性、パフォーマンス、投資者の転売機会に関して、金融商品の勧誘が透明、公正かつ誤解を生じさせないものであることを確保する効果があつたとされています。

FCAは、潜在的投資者が情報を得た上で投資

決定を行えるよう、これらのプラットフォームが適切な情報開示を行つてているかの確認に尽力していると述べています。さらに、人々が知識を共有できるようにするため、プラットフォームは投資家が投資機会についてコメントできるようにしておく必要があるとも述べています。市場関係者によれば、幾つかのサイトでは投資家の否定的なコメントが消去され、リスクの適切な警告が看過されるように仕向けられる可能性があるということが指摘されています。

(3) ウエブサイト及び勧誘に関するレビュー
(確認された問題点)

資料20ページのとおり、ウエブサイト及び勧誘に関するレビューでは、二〇一四年四月から一〇月までの間、二五のウエブサイト（貸付型及び投資型クラウドファンディングの双方を含む）で、

透明、公正かつ誤解を生じさせない金融商品勧誘

(対応)

ルール及び規定に対する違反が見られたと述べています。ここでFCAが見出した問題点は三つです。

一つ目は、バランスの欠如です。利益が強調されている一方、明らかにリスク指標が欠如していると指摘されています。

二つ目は、情報の不十分さ、欠落又は選り好みです。潜在的に誤解を生じさせるもの、あるいは、投資について非現実的な楽天的印象を与えるものが含まれていたとされています。

三つ目は、重要情報の過小評価です。例えば、全く損失が出ていないという表示によってリスク警告が消去されたり、適切なリスク警告がパフォーマンス情報より目立たないようになってしまったりするという表示上の問題が指摘されています。

資料21ページのとおり、FCAがウェブサイトに必要な変更を加えるよう業者を指導した結果、業者は速やかに修正を実行したとされています。また、FCAは、二〇一四年八月、ソーシャルメディアによる金融商品の勧誘に対する監督手法に関するコンサルテーションを公表し、フェイスブック等を通じた情報提供についても規制を行うこととしました。

(4) 評価

イギリスの投資型クラウドファンディングは、二〇一二年は三九〇万ポンド、二〇一三年は二八〇〇万ポンド、二〇一四年は八四〇〇万ポンドとなり、増加傾向をたどっています。資料22ページのとおり、FCAは、二〇一四年の新規制導入後もクラウドファンディング市場が拡大し続けています。

ることを確認した上で、新たな規制は適切であり、それを変更する必要性は認められないと評価しています。

しかし、イギリスの新たな規制はやや規制強化的な面を含んでおり、二〇一五年、二〇一六年の数字を見ないと、新たな規制が本当にうまくいくているのかはにわかには判断しにくいように思います。

四、日本の規制

(1) 概要

資料23ページのとおり、日本ではクラウドファンディングは、二〇一三年六月に閣議決定された『日本再興戦略』において成長戦略の一つとして位置づけられたことから注目されるようになります。その後、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」での審議を経て、昨年五月に金融商品取引法（以下では「金商法」と呼びます）が改正され、投資型クラウドファンディングの枠組みが整備されました。それを受けて、株式型については日本証券業協会（以下では「日証協」と呼びます）において、また、ファンド型については第二種金融商品取引業協会（以下では「二種協会」と呼びます）において、それぞれ自主規制規則が制定されました。

日本では、これまで株式型クラウドファンディングはほとんど行われておらず、今後出てくるのかどうかも見込めないところがあります。投資型クラウドファンディングは、ファンドを通じて行われるケースが一般的であり、二種協会の規制が基本ルールになると言つても過言ではないと思します。したがいまして、以下では、簡単に金商法

の特徴を整理した上で、二種協会の集団投資スキームに関する規制に焦点を合わせてお話ししたいと思います。

(2) 改正金融商品取引法の特徴

資料24ページのとおり、改正金商法においては、少額の有価証券の募集等の要件が、資金調達額が合計一億円未満、投資者一人当たり払込金額五〇万円以下と規定されました。また、第一種少額電子募集取扱業務（株式型）及び第二種少額電子募集取扱業務（ファンド型）という新たな業務の類型が定められました。そして、少額電子募集取扱業者の最低資本金が、第一種は従来の五〇〇〇万円から一〇〇〇〇万円に、第二種は従来の一〇〇〇万円から五〇〇〇万円に引き下げられ、自己資本規制は課さないこととされました。もつとも、

業務管理体制の整備、重要情報の提供について

は、引き続き規定が置かれておりますので、緩和されたのは基本的には資本金の部分ということになります。

なお、株式型クラウドファンディングで発行される株式は非上場株式であり、そのままで投資勧誘を行うことができません。この点、新たな非上場株式の取引制度として、今般、日証協において株主コミュニティ制度が導入されました。コミュニティのメンバーに限つて投資勧誘を行うことができることとされ、限定的ではありますが、非上場株式に流動性を付与することが可能となりました。

(3) 二種協会規則

以下では、二種協会規則に關しポイントを説明します。資料25ページ～27ページをご覧下さい。もつとも、その内容を理解することは容易ではな

く、この規則を見ただけで新規参入業者はかなり尻込みしてしまうのではないかと思います。

(定義)

電子募集取扱業務は、非上場有価証券又は集団投資スキーム持ち分の募集・売り出し又は私募の取り扱いでインターネットを通じて行う業務と定義されています。また、電子申込型電子募集取扱業務は、電子募集取扱業務のうち、ホームページ、電子メールによつて有価証券の取得の申し込みをさせるものと定義されています。さらに、第

二種少額電子募集取扱業務は、電子募集取扱業務のうち、一ファンドあたり一億円未満かつ投資者一人当たり五〇万円以下のものと定義されています。

(体制整備)

二種協会の規則で特徴的なのは、募集又は私募の取り扱いに関する体制整備に関するところです。業者は、募集又は私募の取り扱いに関する審査の独立性を確保するため、必要な人的構成の確保、つまり専門の審査部門の設置が求められています。業者はせいぜい数人ぐらいしか人を抱えて

(重要情報提供義務と禁止行為)

これらの業者は重要情報提供義務を負つております。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ホームページ等で提供することが求められています。また、訪問又は電話での勧誘は禁止されています。さらに、Skypeのようなものを使用することも禁止されています。この背景には、未公開株詐欺が訪問や電話を通じて多くなされたことがあるようです。

いません。にもかかわらず、専門の審査部門が必要で、かつ、営業部門から独立したものでなければならないとされているわけです。

かつて私は、山一証券で引受審査部に勤務したことがあります。一万人の社員を抱えていた山一

証券でも、審査担当者はたしか二十人程度しかいませんでした。大手でさえ一万分の二十人でありますと、このウェイトの高さは相当なものであると言えます。

さらに、適切な審査の実施、顧客への情報提供、内部管理体制の整備などが規定されています。内部管理体制の整備に関しても、統括管理責任者一名を定めることができます。

(プラットフォームの運営業者)

日本は、プラットフォームの運営業者について、資本金規制を置きつつ、最低基準を緩和することによって参入促進を企図しています。イギリスでは資本金規制を導入しその充足を求めています。他方、アメリカでは、ブローカー又はファンディング・ポータルとしての登録が求められます。資本金に関する規制は設けられていません。国ごとに規制のあり方は異なりますが、いずれの国も、運営業者に対して認可又は登録を求めており、誰でも簡単に参入できるわけではないという点は共通しています。なお、日本では最低資本金

五、日米英三ヶ国の違い

日米英の三ヶ国において、プラットフォームの

運営業者、投資者に対する規制、情報開示、業者の体制整備という四つの点でどのような違いがあるのか、以下で簡単に整理しておきたいと思います。資料29ページをご覧下さい。

基準が引き下げられましたが、これが本当に参入規制の緩和と言えるのかどうか、私はやや疑問に思っています。

（投資者に対する規制）

投資者に対する規制は、日本とアメリカでは、金額要件を設定し、上限以下の投資に限るとされているところが共通しています。これは、日本がアメリカに倣つたためであると思います。他方、イギリスではそのような金額要件は設定されておらず、洗練された投資者としての自己申告に委ねられています。いざにせよ、投資者に対する規制を設けている点は共通していますが、日本やアメリカのように金額で縛るというやり方が適切なのかどうかについては疑問を持つています。

（業者の体制整備）

業者の体制整備については、日本だけでなく、米英もそれなりの規制を導入していますので、必ずしも日本だけが突出して厳しいというわけではありません。この点は、業者の仲介コストに直結しますので、市場の拡大を左右する要因になります。三ヶ国の比較で、現状、特に日本がどうこう

（情報開示）

情報開示については、日米英のいずれもかなり詳細に規定しており、情報開示によつて市場の公正性、透明性を確保するという方向性は一致していると思います。もつとも、この規制がどの程度重いのか、軽いのか、また、実際にどのように運用されているのかについて、日本からイギリスやアメリカの実態を見ることは難しいと感じています。

ということはありませんが、今後の動向が注目されるところです。

六、まとめ

日本についてもう少しだけ補足しておきます。

二種協会に、電子申込型電子募集取扱業務に参入しようという業者があるのか聞きましたところ、問い合わせすらまだ一件もないということでした。成長戦略の一環としてクラウドファンディングの制度が導入されましたが、今のところ、笛は吹いたが誰も踊らないという状態のようです。私自身は、この枠組みの中で新規に参入する業者はそもそもそう多くないのではないかと感じています。

実際、一万円の寄付に対して一〇〇〇円が手数料という形で、二割ほど手数料を取っているのが普通ではないかと思います。極端な場合、寄付の九割を手数料として取つたら詐欺罪になるかと申しますと、多分そのようなことはありません。例えば中東の紛争地域の恵まれない子どもたちのために寄付を行うことを考えた場合、自分で持つているのは命がけの場合もあるわけですから、手数料として九割取られても高いとは言えないわけです。したがいまして、寄付型の場合、手数料が高い安いかを決めるルールはありません。

他方、投資型の場合、ある程度の手数料を取つてしまいますが、投資商品として成り立たないという問題があります。手数料を決める大きな要因は規制のコストです。規則で求められた体制の整備を行つた上で、なお安い手数料でクラウドファンディングを実施できるのかということが問題にあれば、幾らでも手数料を取ることができます。

なります。その意味で、資本金の最低基準を少し引き下げたぐらいで新規参入が実現するかと申しますと、私はかなり疑問ではないかと思つています。

とは言え、クラウドファンディングに対して世間の注目が高まつていることは確かです。少し変わつたプロジェクトに資金を提供したいというニーズは存在すると思いますし、多数の人から少額ずつ資金を調達したいというニーズもやはり存在すると思います。その間をつなぐのは、必ずしも新規に参入する専門業者である必要はありませんので、既存の業者が兼業によつてクラウドファンディングを担うようなあり方のもつと考へるべきではないでしょうか。

最近、ミュージックセキュリティーズは、都道府県や地方銀行などと連携しながら、熱心にクラウドファンディングの拡大に取り組んでいます。

專業ではなかなか成り立たないビジネスモデルでも、既存の組織と提携することで何らかのシナジーを実現することができれば、それをクラウドファンディングの拡大につなげていくことも可能になるのではないかと思います。本来であれば、もつと証券会社に関心を持つていただければよいのですが、残念ながら、今のところ証券会社の関心はそれほど高くないようです。この点についても、今日お越しの皆さんから御意見をいただければ大変ありがたいと思います。

以上で終わらせていただきます。どうもありがとうございました。（拍手）

大前常務理事

松尾先生、どうもありがとうございます

いました。今日は、「投資型クラウドファンディングの世界的拡大と規制の関与」というテーマで、特に日本、アメリカ、イギリスの規制に焦点

を合させて詳しく御説明いただきました。

時間を残していただきましたので、御質問等が
あればお受けしたいと思います。お手をお挙げい
ただきましたらマイクをお回ししますので、どう
ぞよろしくお願ひいたします。

質問者A 他にもいろいろな方法がある中で、ク
ラウドファンディングについては、皆さん妙に物
わかりがよく、マスコミなどでも盛んに取り上げ
られている状況です。しかし、私自身は、広くあ
まねくインターネットを通じて資金を集め、それ
を専門性の高いビジネスや技術につなぐという、
クラウドファンディングのスキームに対してある
種の違和感を持つています。間にファンドをかま
せて、目利きの人が投資対象を選ぶということで
あれば納得できますが、資金の出し手と取り手を
直接結びつけるような仕組みに本当に将来性があ
るのかという疑問を持っています。そのあたりに

ついて、先生の御見解をお聞かせいただければと
思います。

松尾 おっしゃるとおりで、なぜクラウドファン
ディングが注目されているのかという疑問はあり
ます。資金調達者の属性によってかなりばらつき
がありますので、一概には言えないので、ク
ラウドファンディングの場合、ファンディング以
外のニーズがかなり大きいと思います。クラウド
ファンディングと呼ばれていますが、資金調達だ
けが主たる目的ではなく、むしろ、資金調達が二
義的な目的である場合もかなりあるようだと思いま
す。

一年前、クラウドファンディングで資金を調達
している幾つかの事業者に対しインタビューを
行いました。特に印象に残りましたのは、クラウ
ドファンディングで東日本大震災の復興資金を調
達した事例です。ある酒造メーカーの方は、「復

興資金全体の中でクラウドファンディングを通じて調達する資金の割合は非常に小さく、これだけでは復興はできない。しかし、こういう取り組みを通じて自社の商品を広く世間に知つてもらい、ファンを拡大することができる。その意味で、クラウドファンディングは、財務部の仕事ではなく営業部の仕事である。お金を出してくれた人たちとのネットワークを大事にして、末永くつき合つていきたい。これまで商圈は地元に限られていたが、これを通じて全国に知名度を広げたい」と言つていました。このようなニーズは、東北のみならず、全国でもかなりあるのではないかと思います。

クラウドファンディングは、自民党が政権に復帰して、成長戦略の中で位置づけられたことで大変注目されるようになりましたが、民主党政権の下でも、ふるさと投資などの形で小口の投資を促進するという議論が行われていました。私も参加した「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会」では、ベンチャー企業が資金調達できるよう

をかけて行うことになりますと、資金調達コストは決して安くありません。資金調達コストだけを考えますと、地元で名前の知られた伝統的な会社でしたら、地方銀行から借りたほうが安いのではないかとも言われます。しかし、クラウドファンディングを行う会社は、消費者とフェイス・ツー・フェイスの関係を作りたいと考えているようですので、単なるファンディングとは考えない方が良いのではないかと思います。

クラウドファンディングでは、資金を調達する側にとつてもかなりコストがかかります。リターンとして、一〇〇〇人、あるいは二〇〇〇人の人に自社商品を送るのは中小企業にとつては非常に

な仕組みができないかという議論が行われ、東京大学は担当部門を作つて熱心に取り組んでいると聞いています。

しかし、ベンチャーの手前の実験段階の新技術の持ち主がクラウドファンディングで資金を調達することは、かなり難しいのではないかと感じます。先ほど山中教授の iPSC 細胞の例を挙げましたが、山中教授の場合、その時点でもかなり知名度がありましたので、応援したいという人はたくさんいたと思います。しかし、一般の人は、新技術、例えばバイオテクノロジーなどはほとんど理解できません。したがいまして、ある程度の共感や理解がないとお金が集まらないクラウドファンディングのような仕組みは使いづらいのではないかと思います。

一般の人にも理解できる新技术としては、例えばスマートフォンのアプリの開発のようなものが

あると思います。大学生が、こんなアイデアがあるのですが、これで会社を作れませんかというようなことを言つてくることがあります。しかし、そのようなアイデアは、公表しますとまれてしまいしますので、公表を躊躇することが多いのではないかと思われます。その意味で、やはりクラウドファンディングを通じた資金調達に結び付けるのはかなり難しいのではないかと思います。

質問者B 一点、確認させていただければと思います。種類別のクラウドファンディングのご説明の中で、エクイティ型と貸付型があるというお話をありました。その関連で、日本クラウド証券は、貸付型のクラウドファンディングをうたつているが、匿名組合契約を活用しているので、むしろエクイティ型に含めるのが適当であると説明されました。金商法や二種協会の規制との関連で、

同社の行っている業務はどのように位置づけられるのでしょうか。

松尾 日本クラウド証券は匿名組合を作つて資金を調達しますので、ファンドに関する二種協会の規則が適用されることになります。

質問者B もう一点、資料20ページの日本の規制(4)の②に書いてある情報開示に関連して、特別な書式又はフォーマットが定められているのでしょうか。

松尾 大部なものですが、二種協会のホームページに関連する規則と細則が詳細に公表されています。

質問者B 相当細かい様式が含まれているということですか。

松尾 はい。審査チェック項目なども含め、細かく規定されていますので、それをご覧いただければと思います。また、資料の参考文献のとおり、

本年九月に刊行された『証券経済研究』第九一号に、松尾順介・梅本剛正「二〇一五」「投資型クラウドファンディングに関する規制について」が掲載されています。御関心があればお読みいただければと思います。

なお、二種業協会の規則では、訪問・電話の禁止など、詳細な規定がなされていますが、運用面でいろいろと悩ましい点が出てくるのではないかと思います。さまざまなソーシャルネットワークをどのように取り扱うかも問題になります。二種協会に聞きましたら、公表された規則だけでは十分に理解されない部分があるので、運用マニュアルのようなものを準備しているということでした。近いうちに公表されるようですので、細かいところはそれをご覧いただくのがよいと思います。

とは言え、規則を読めばすぐにわかるものでは

ありません。二種協会の規則を読んで、金融以外の分野から新規参入するのは難しいのではないかと感じます。場合によつては、規則に沿つた社内体制を整備するために何が必要かなど、大手弁護士事務所に手数料を支払つてアドバイスをしても

らわないといけないことになりそうです。その場合、その費用が資本金よりも大きくなるようなことがあるかもしません。

大前常務理事 クラウドファンディングに関し、アメリカと日本では、成長の初期段階の企業の資金調達を支援するという位置づけの下で調達の上限金額が定められておりますが、イギリスではそうした上限金額の規制は行われていないうえです。この点に照らし、日米とイギリスでは、クラウドファンディングの位置づけに何らかの違いがあると言えるのでしょうか。また、イギリスの方がクラウドファンディングの成長の可能性が大き

いのではないかとも思いますが、そのあたりはどうにお考えになりますか。

松尾 規制の字面だけで比較するのはなかなか難しい、規制の運用の実態をつぶさに見る必要があるように思います。

この間の流れを見ますと、イギリスでもクラウドファンディングに対する規制をやや強化する方向に向かっているように思います。今日は紹介しなかつたのですが、イギリスではクラウドファンディングを巡つていろいろなトラブルが起きているようです。FCAのレビューを見ますと、駆け出しのベンチャー企業や、通常では資金が調達でききない危ない会社がインターネット上でミニボンドを募集し、一般の人が高利回りに惹かれてお金を出しているケースが紹介されています。そのようなケースでは、発行会社がデフォルトしたり、ミニボンドの流動性がなくなつたりして、揉め事

になるような事態も生じているようです。イギリ

スが慎重姿勢に傾いておりますのは、現実にこの
ようなケースが生じているためではないかと思わ
れます。

アメリカでは、クラウドファンディング法制定
後一七〇日以内にSEC規則が制定されるはずで
したが、三年経つてもまだ制定されていない状況
です。その背景については想像で申し上げるしか
ないのですが、やはりクラウドファンディングを
巡るトラブルが多かつたためではないかと思われ
ます。インターネットでクラウドファンディング
について検索してみますと、うまくいっている事
例だけでなく、例えば、お金を出したのに思いど
おりの物が届かないといったトラブルもかなり起
きているようです。そのようなクレームが消費者
団体に届き、クラウドファンディングは慎重に運
用すべきであるといった意見が出てきているので

はないでしょうか。

新しく制度ができたばかりの日本でも、クラウ
ドファンディングの運用は慎重に行うべきである
という流れになつているように思います。日本で
は、未公開株詐欺の問題があつて慎重にならざる
をえない面もありますが、それだけでなく、イギ
リスやアメリカで、思つたよりトラブルが多いこ
とも関係しているのではないかと感じています。

大前常務理事 以上をもちまして、今日の「証券
セミナー」はお開きとさせていただきます。

改めまして、松尾先生、どうもありがとうございました。
(拍手)

(まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授
当研究所客員研究员)

(この講演は、平成二七年十一月九日に開催されました。)

松 尾 順 介 氏

略 歴

1959年 神戸市生まれ。

1988年 京都大学大学院経済学研究科博士課程中退。

1999年 博士号（京都大学・経済学）取得。
山一證券、（財）日本証券経済研究所・大阪研究所主任研究員
などを経て、

2005年4月 桃山学院大学経営学部教授（現代に至る）
同年4月 日本証券経済研究所客員研究員（現在に至る）
京都大学、関西学院大学、大阪市立大学等の非常勤講師を兼任。

著 書

主著 『日本の社債市場』、東洋経済新報社、1999年、

共訳書 マーク・ロー 『アメリカの企業統治』、東洋経済新報社、
ヒラリー・ローゼンバーグ 『ハゲタカ投資家』、日本経済新聞社、など。

証券経営研究会

2015年11月9日

投資型クラウドファンディングの世界的 拡大と規制の関与

桃山学院大学
松尾 順介

目次

はじめに

1 クラウドファンディングの世界的拡大

2 米国の規制

3 英国の規制

4 日本の規制

まとめ

はじめに

- クラウドファンディングの世界的拡大
- 投資型クラウドファンディングは相対的に成長が鈍い
- 金融・証券規制が成長の障害か？
- 米国のJOBS法、英国FCA規則、日本の二種協会規則などを検討する必要性あり
- 規制緩和による成長vs適切な投資者保護
→公共政策上の課題

2

地域別クラウドファンディングの成長 (単位:万ドル、%)

| | 2012年 | | 2013年 | | 2014年 | | 2014年の成長率(年) |
|-------|---------|------|---------|------|-----------|------|--------------|
| | 金額 | 割合 | 金額 | 割合 | 金額 | 割合 | |
| 北米 | 161,000 | 60.4 | 386,000 | 62.7 | 946,000 | 58.3 | 145 |
| アジア | 3,300 | 1.2 | 81,000 | 13.2 | 340,000 | 20.9 | 320 |
| 欧州 | 94,500 | 35.5 | 135,000 | 21.9 | 326,000 | 20.1 | 141 |
| 南米 | 80,000 | 2.9 | 2,140 | 0.3 | 5,720 | 0.4 | 167 |
| オセアニア | 7,600 | 2.8 | 2,720 | 0.4 | 4,320 | 0.3 | 59 |
| アフリカ | 6,500 | 2.4 | 8,600 | 1.4 | 1,200 | 0.1 | 101 |
| 合計 | 270,000 | 100 | 615,460 | 100 | 1,620,000 | 100 | 167 |

(出所)massolution[2015]p.53及びp.58をもとに作成。

3

投資型クラウドファンディングの世界的拡大と規制の関与

活発さの高い11分野の資金調達額の割合(%)

| 分野 | 2013年 | 2014年 |
|----------------|-------|-------|
| ビジネス・起業 | 30.66 | 41.26 |
| 社会奉仕 | 20.08 | 18.55 |
| 映画・演劇 | 11.97 | 12.13 |
| 音楽・レコーディング | 4.95 | 4.54 |
| 科学・技術 | 9.93 | 4.36 |
| 不動産 | 6.23 | 6.16 |
| エネルギー・環境 | 1.33 | 1.61 |
| ファッショニ | 1.24 | 1.20 |
| 芸術全般 | 1.81 | 1.68 |
| 情報通信技術 | 1.16 | 0.96 |
| 出版(ジャーナリズム・書籍) | 1.77 | 1.62 |
| その他 | 8.87 | 5.5 |

(出所)massolution[2015]p.69をもとに作成。

4

種類別のクラウドファンディングの成長(単位:万ドル、%)

| 種類 | 2012年 | | 2013年 | | 2014年 | |
|---------|---------|-------|---------|-------|-----------|-------|
| | 金額 | 割合 | 金額 | 割合 | 金額 | 割合 |
| 寄付型 | 99,900 | 37.0 | 134,000 | 22.1 | 194,000 | 12.0 |
| エクイティ型 | 11,800 | 4.4 | 39,500 | 6.5 | 111,000 | 6.8 |
| 貸付型 | 119,000 | 44.1 | 344,000 | 56.6 | 1,108,000 | 68.3 |
| 成果還元型 | 39,100 | 14.5 | 72,600 | 11.9 | 133,000 | 8.2 |
| 混合型 | — | 0.0 | 11,700 | 1.9 | 48,700 | 3.0 |
| ロイヤリティ型 | — | 0.0 | 5,900 | 1.0 | 27,300 | 1.7 |
| 合計 | 269,800 | 100.0 | 607,700 | 100.0 | 1,622,000 | 100.0 |

(出所)massolution[2015]p.56をもとに作成。

5

キャンペーンの平均規模(2014年、単位:ドル)

| 種類 | 平均金額 |
|---------------|---------|
| 寄付型 | 3,363 |
| 成果還元型 | 3,189 |
| 貸付型(消費者向け) | 3,399 |
| 貸付型(中小事業者向け) | 103,618 |
| エクイティ型(米国) | 175,000 |
| エクイティ型(欧州) | 309,124 |
| エクイティ型(アジア) | 342,260 |
| エクイティ型(オセアニア) | 307,474 |

(出所)massolution [2015]p.61をもとに作成。

クラウドファンディングに関する各国の法規制

| 国名 | エクイティ型 | 報酬型 | 貸付型 | ロイアリティ型 | 寄付型 |
|---------|--------|-----|-----|---------|-----|
| USA | | ○ | ○ | | ○ |
| カナダ | | ○ | ○ | ○ | ○ |
| メキシコ | | ○ | ○ | | ○ |
| UK | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| オランダ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| スペイン | | ○ | ○ | | ○ |
| フランス | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| オーストリア | ○ | ○ | | ○ | ○ |
| ドイツ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| オーストラリア | ○ | ○ | ○ | | ○ |
| 中国 | | ○ | | | ○ |
| 香港 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| イスラエル | | ○ | | | ○ |
| ロシア | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| トルコ | | ○ | | | ○ |

(出所)massolution [2013]p.59

米国の規制(1)

2012年4月のJOBS法 (Jumpstart Our Business Startups Act) 制定

- ・ 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改革
 - ・ 背景としては米国IPO市場の低迷に対する懸念
 - ・ その要因として従来の証券規制などが問題視
 - ・ 同法案は、クラウドファンディングを含む6法案から構成
 - ・ JOBS法のTitle III (第3章)は、クラウドファンディングについての規定
「2012年オンラインを通じた資本調達並びに詐欺及び非倫理的情報非開示の抑止に関する法律」(Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012)
 - ・ クラウドファンディングを利用した投資資金の集めることが容易になる
- JOBS法制定以前
- ・ クラウドファンディングによって資金を集め、その資金によって何らかのプロジェクトに投資し、その収益を出資者に分配すると、連邦証券規制上、証券の募集に該当する
 - ・ 投資型クラウドファンディングにとっては障害

米国の規制(2)

- ・ 証券発行によって資金調達を行なう場合、1933年証券法および1934年証券取引所法により、証券取引委員会(SEC)に登録することが義務付けられるとともに、発行開示と継続開示が義務付けられる
- ・ アメリカ国内およびカナダも未公開企業に関しては、少額免除の規定が定められており(レギュレーションA)、
- ・ これによれば、1年で総額500万ドルを超えない募集を行なう場合、レギュレーションAでは、フォーム1-Aによる簡易な募集届出書のSECへの届け出が義務付けられる(規則251)とともに、届け出後は、目論見書に相当する募集回状によって勧誘がおこなわれる。
- ・ これらの手続きは、クラウドファンディングの資金調達者にも一定の開示コストを課すことになり、その負担が大きい

米国の規制(3)

レギュレーションDによる3つの免除規定

- ① 規則504では、12か月間の募集総額が100万ドル以下であれば適用されるので、クラウドファンディングの資金規模に該当するものの、一般的勧誘または一般的広告の禁止要件がある(規則502(c))ため、その適用除外を受ける必要があるが、そのためには、各州の規制を順守する必要あり
- ② 規則505では、12か月間の募集総額が500万ドル以下、かつ適格投資家(accredited investor)以外の購入者は35名以下とされ、一般的勧誘または一般的広告の禁止要件あり
- ③ 規則506は、募集総額の規定はないものの、適格投資家と35名以下の適格投資家以外の投資家で、金融および事業に関する知識と経験を有する者(sophisticated person)に対して募集を行なう際、登録届出書の提出を免除し、開示規制等の適用除外とすることが定められているが、一般的勧誘または一般的広告の禁止要件あり

10

米国の規制(4)

302条：証券法5条の証券の公募に関する規制の適用除外要件(4要件)

- ① すべての投資家に対して売却した証券の総額が、直前12か月間を合算して、100万ドル以下であること
 - ② いざれかの投資家に対して売却した証券の総額が、直前12か月間を合算して、当該投資家の年収又は純資産が10万ドル未満の場合は2,000ドル又は年収若しくは純資産の5%相当額のいざれか大きい方の額を、当該投資家の年収又は純資産が10万ドル以上の場合は年収又は純資産の10%相当額(ただし、10万ドルを超えないものとする。)を、超えないこと
 - ③ 証券法4A条(a)の要件を遵守するブローカー又はファンディング・ポータルを通じて取引を行うこと
 - ④ 発行会社が証券法4A条(b)の要件を遵守すること
- これらの4要件をすべて満たす発行会社による証券の発行又は売却に係る取引は、証券法5条の適用除外とされることとなる。

11

米国の規制(5)

- 仲介者には、
 - ① ブローカー又はファンディング・ポータルとして登録すること
 - ② 適用ある自主規制機関に登録すること
 - ③ SECがルールにより定める開示内容を提供すること
 - ④ 各投資家が、(A)SECがルールにより設ける基準に従って投資家教育情報を検討し、(B)投資全額を失うリスクを冒していることを理解していること及びかかる損失を負担することができることを積極的に確認し、かつ、(C)新興企業・中小企業への投資に一般的に伴うリスクの水準、流動性の欠如のリスク及びSECがルールにより定めるその他の事項についての理解を示す質問対応を行うよう、確保すること
- など、12項目の義務が課される。
- 発行会社に対して、事業内容及び事業計画、財務状態、資金使途などに関する情報提供の義務などが課される
- 重要な情報の不実開示に関しては、当該証券の取得対価及びその利息相当額の回復のため又は(当該証券を既に所有していない場合は)損害額について、管轄裁判所に、訴訟を提起することができる

12

米国の規制(6)

- 302条では、SECは、同法制定後270日以内に、証券法4条(6)及び4A条を実施するために必要又は適當と判断する規則を発するものと定められている。しかし、同法制定後3年余を経過したにもかかわらず、現時点でも当該規則は発表されていない。

304条：ファンディング・ポータルの登録制

- ファンディング・ポータルとは、他人の勘定による証券のオファー又は売却に係る取引において、仲介者(intermediary)として行為するものであつて、投資助言・推奨の提供、ファンディング・ポータル上の証券の投資勧誘などの行為を行なわないものと定義
- SECの検査、エンフォースメントその他の規則制定権限に引き続き服すること、登録証券業協会の会員であること、SECがルールにより定めるその他の要件に服することという要件を満たせば、ブローカー・ディーラーとして登録する義務が免除される

13

米国の規制(7)

- 少額の証券発行に関して、クラウドファンディング法を制定
- 従来の開示規制を緩和
- 規制コストの引き下げ
- 投資型クラウドファンディングの拡大促進を企図
- 現時点ではSECの規則が公表されておらず
- 市場拡大にどのように寄与するかは不透明

14

英国の規制(1)

- 投資型クラウドファンディング規制は、2013年4月に設立された、金融行為監督機構(Financial Conduct Authority:FCA)によって担われている
- 集団投資スキーム(いわゆるUnregulated collective investment scheme:UCIS)を利用するクラウドファンディングに関しては、以下の規制が適用
- UCISへの投資勧誘は、
 - ①プロフェッショナルな顧客、
 - ②認定された、もしくは洗練された投資者として自己申告している投資者、
 - ③富裕層として認定されたリテール顧客に制限する
⇒投資型クラウドファンディングにとっては厳しい内容
⇒集団投資スキームによるクラウドファンディング伸びず
⇒株式型にシフト？

15

英国の規制(2)

- 2014年3月、FCAは投資型クラウドファンディングに関する新規制を導入
- この規制について、FCAはレビュー公表
- 投資型クラウドファンディングの定義:
「事業者によって発行された非上場株式および債券に対して、クラウドファンディング・プラットフォームを通じて投資するもの」
- ここでの資金調達手段は、登録された株式市場に上場されず、相当なりスクを有するものとされ、同レビューでは、これを「非流動性証券(non-readily realisable securities)」と称している
- FCAは、この種の証券がインターネットその他の手法を通じて売買されることから、投資型クラウドファンディング・プラットフォームによるか否かに関わらず、これらの証券の分売に関する規制を消費者保護の観点から導入

16

英国の規制(3)

- 一定の基準を満たす消費者に対してのみ、業者は直接募集を行なうことができると定められている。
- その基準とは、以下である。
 - ① 規制上の助言を受けた者
 - ② 富裕層又は洗練された投資家として認定された者
 - ③ この種の証券に対する投資額が純資産の10%以下であることが確認された者のうち、いずれかに該当する者
- FCAは、業者に対して、顧客が規制上の助言を受けていない場合、そのリスクを認識しているかどうか確認することを義務付けている。
- FCAはクラウドファンディング事業の認可申請書を受理する際、FCAの求める情報提供を業者に対して要求
- その際、以下のステップを踏むよう指示:
 - ① 規制に即した適切かつ詳細な事業計画(およびそれに関連するリスク)、予算、経営資源(人的、システム関連および資金)を提出すること
 - ② 適切な非財務的資源を有すること(すなわち、役員会は金融規制に関して適切な知識と経験を有していること)

17

英国の規制(4)

- ③ 申請書類の提出に際して、適切な資金を有すること(これは基準を満たすための将来の資金調達計画であってはならない)
 - ④ 稼働中または適切に準備された段階にあるウェブサイト(試験サイトやアプリケーション、計画されたウェブサイトのスクリーンショットやアプリケーションを含み、ユーザーの入手可能なインターフェイスやファンクションalityを明示するもの)を有しており、当該業者が認可された場合、そのウェブサイトがどのように稼働するのかを明示すること
 - ⑤ 申請に際して、FCAの認可基準および条件項目について理解しており、完全な申請書類を提出すること
- 過去において、FCAは業者がほとんど空白の申請書類を提出したり、当該事業にとって不必要な規制上の取組を行ったりするような問題に直面してきたことを指摘

英国の規制(5)

- 投資型クラウドファンディング・プラットフォームに対する監督として、当該業者の上級経営者の採用、ウェブサイトへのモニタリング、月次業務報告書(MI)の精査
⇒この監督手法を採用したことで、適格な顧客だけが投資できること、さらに投資対象資産の属性やパフォーマンスおよび投資者の転売機会に関して、金融商品の勧誘は、透明かつ公正で、誤解を生じさせないものであることを確保する効果があったという
- 特にFCAは、潜在的投資者が情報を得た上で投資決定を行なえるよう、これらのプラットフォームが適切な情報開示を行なっていることについて確認するように尽力
- 人々が知識を共有するために、プラットフォームは投資者が投資機会についてコメントできるようにしておく必要がある。市場関係者によれば、否定的なコメントは、いくつかのサイトでは消去され、そこでは適切なリスクが看過されるように仕向けられる可能性があるという

英国の規制(6)

➤ ウェブサイトおよび勧誘に関するレビュー

→日常業務の監督に加えて、クラウドファンディングのウェブサイトに対して特定のレビューを行なった。2014年の4月から10月の間、25のウェブサイト（貸付型および投資型クラウドファンディングの双方を含む）では、透明、公正かつ誤解を生じさせないという、金融商品勧説ルール及び規定に対する違反が見られた。

➤ そこで確認された問題は、以下である。

- ① バランスの欠如：利益は強調されているものの、明らかにリスク指標が欠如していた。
- ② 情報の不十分さ、欠落または選り好み：潜在的に誤解を生じさせるもの、あるいは投資について非現実的な楽天的印象を与えるものが含まれていた。
- ③ 重要情報の過小評価：例えば、全く資金が失われていないというクレームによってリスク警告が消去されたり、適切なリスク警告がパフォーマンス情報よりも目立たないようになっている。

20

英国の規制(7)

→FCAのルールを受け入れていることが確認できるよう、ウェブサイトに必要な変更を加えるよう指導した。その結果、FCAが指導した業者は指導に従い、速やかに要請された修正を実行した

➤ 2014年8月、FCAはソーシャルメディアによる金融商品の勧説に対する監督手法に関するコンサルテーションを公表

…消費者と業者との接触の最初の時点から、公正かつバランスの良い方法で、消費者に対して最小限の情報が与えられることを保証することを目的としており、それはインターネットであれ、その他のメディアであれ、メディアの種類に関係なく適用

➤ 新規制の評価

…FCAは新規制導入後もクラウドファンディング市場が急速に拡大し続いていることを確認したうえで、まだ判断するには時期尚早としつつも、消費者保護の強化を図りつつ、業者側に対する規制緩和を進めるためには、クラウドファンディング規制を変更する必要性は認められない

21

英国の規制(8)

➤ 新規制の評価

…FCAは新規制導入後もクラウドファンディング市場が急速に拡大し続いていることを確認したうえで、まだ判断するには時期尚早としつつも、消費者保護の強化を図りつつ、業者側に対する規制緩和を進めるためには、クラウドファンディング規制を変更する必要性は認められない

➤ 英国での投資型クラウドファンディングの成長

2012年390万ポンド

2013年2800万ポンド

2014年8400万ポンド

➤ 今後どのように新規制の影響が見られるのか注目される

22

日本の規制(1)

- 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る
- 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)
- 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
- 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
- 第二種金融商品取引業協会の自主規制制定

23

日本の規制(2)

改正金融商品取引法

①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。

②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1000万円(従来5000万円)、第二種少額電子募集取扱業者500万円(従来1000万円)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。

ただし、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。

③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」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。

24

日本の規制(3)

二種協会規則

① 目的と定義：電子募集取扱業務、電子申込型電子募集取扱業務、第二種少額電子募集取扱業務などが定義

- ・ 電子募集取扱業務は非上場有価証券または集団的投資スキーム持分の募集・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の投資勧誘を意味する。
- ・ 電子申込型電子募集取扱業務は、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をさせる業務を指している。
- ・ 第二種少額電子募集取扱業務は、電子募集取扱業務のうち、集団投資スキーム持分の募集・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。

25

日本の規制(4)

② 重要情報提供義務：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」とされている。

③ 禁止行為：訪問又は電話の禁止が定められている。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。

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の確認等：「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」と定められるとともに、「電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業務において、(中略)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」とも定められた。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。

日本の規制(5)

⑤ 募集又は私募の取扱に関する体制整備：ここでは、①募集又は私募の取扱いに関する審査の独立性の確保、②審査に係る社内規則及び社内マニュアルの整備、③社内規則等の充実について定められている。特に、①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、専門の審査部門を設置することなどが定められた。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。

⑥ 適切な募集又は私募の取扱に関する審査の実施：「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」とした上で、細則において審査項目が定められた。

⑦ 顧客への情報提供：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事項、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が行われる旨、である。

⑧ 内部管理体制の整備：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名を定めるとされた。

日本の規制(6)

日本の規制の特徴

- ①少額電子募集取扱業者の参入規制が緩和されたことである。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1000万円(從来5000万円) 第二種少額電子募集取扱業者500万円(從来1000万円)に引き下げられ、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され、参入規制の緩和が図られた。
- ②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人あたりの払込総額を50万円以下にすることが定められたことである。
- ③勧誘規則として、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されたことである。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」必要があったためである。ただし、説明会を開催して販売を行うことは禁じられない。
- ④審査体制の整備として、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た。しかし、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。

28

まとめ

- ①プラットフォームの運営業者：
 - ・ 日本は資本金規制を導入し、その最低基準の緩和によって、参入促進を企図している。また、英国も資本金規制を導入し、その充足を求めている。
 - ・ 米国はブローカー又はファンディング・ポータルとしての登録を求めている
 - ・ やや規制の在り方は異なっているが、運営業者に対して認可を求めている点においては共通しており、通常規制対象から除外されている、購入型や寄付型プラットフォームとは、規制上の異なる取り扱いとなっている。
- ②投資者に対する規制：
 - ・ 米国と日本は、金額要件を設定し、上限までの範囲での投資に制限している
 - ・ 英国ではそのような金額要件は設定されておらず、洗練された投資者としての自己申告に委ねられており、比較的緩い印象を与えるものとなっている
 - ・ 投資者に対する規制を設けている点では一致している。
- ③情報開示：
 - ・ 米英日のいずれにおいても、かなり詳細な開示規制が定められており、情報開示によって投資者保護を図ろうとする姿勢は共通していると考えられる。つまり、市場の公正性・透明性を確保することで、市場の信頼を高めることを重視していると考えられる。
- ④業者の体制整備：
 - ・ 日本の規制だけを見ると、かなり厳しい体制整備が要求されるように思われるが、
 - ・ 米英においても体制整備に関する規制を導入しており、必ずしも日本だけが厳格な規制を敷いているわけではないようである。
 - ・ 体制整備に関する規制は、業者にとってコスト要因に直結するだけに、市場の拡大を左右する要因になる、この規制がどの程度影響をもたらすかは、今後の推移を見なければ判断できないが、注目されるところである。

29

まとめ

- 日米英の政策当局は、市場育成のための規制緩和と、投資者保護のための規制整備ないし強化という公共政策上の課題に関して、後者の投資者保護を強化することを第一義的に重視しているした上で、市場の育成を企図しているものと考えられる。
- ただし、英国の規制は、2014年に導入され、まだその効果が検証できる段階に達しておらず、日本も直近に規制が示されたところである。さらに、米国ではSEC規則さえも公表されていない
- 各国が導入した規制が適切に機能し、市場の育成に寄与するかどうかを検証するためには、今後の推移を慎重に見守る必要があろう。

30

参考文献

- 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、pp.1-20
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、pp.1-22
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『アメリカ証券取引法』(第2版)弘文堂、2004年
日本証券経済研究所金融商品取引法研究会[2013]『米国JOBS法による証券規制の変革』(金融商品取引法研究会記録第40号)2013年1月、pp.1-91
松尾順介[2012]「日米のダブル・ボトムライン投資ファンド」(上下)『証券経済研究』第78号、第79号、2012年6月、9月、pp.19-28、pp.55-77
松尾順介[2015a]「わが国のクラウドファンディング規制の現状」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)No.1690、2015年6月、pp.1-19
松尾順介[2015b]「クラウドファンディングの世界的成長と投資型クラウドファンディングの課題」『個人金融』2015年夏号、pp.32-41
松尾順介・梅本剛正[2015]「投資型クラウドファンディングに関する規制について」『証券経済研究』第91号、2015年9月(刊行予定)
Financial Conduct Authority (FCA)[2013] "CP13/13: The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)"
<http://www.fca.org.uk/news/cp13-13-regulatory-approach-to-crowdfunding>
Financial Conduct Authority (FCA)[2015]"A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media"
<http://www.fca.org.uk/static/documents/crowdfunding-review.pdf>
massolution [2013] "2013CF The Crowdfunding Industry Report",
<http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>, pp1-92
massolution [2015] "2015CF The Crowdfunding Industry Report",
pp1-118

31