

## 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」についてお話しさせていただきます。

クラウドファンディングと申しますと、三年前くらい前は、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

れるような状況でしたが、最近では、メディア等で取り上げられることも多くなり、かなり耳になじんできたように思います。実際に新聞見出しの検索をしましても、かなり頻繁に取り上げられていることがわかります。

そこで今日は、資料2ページのとおり、最初には、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い

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かり多くヒットします。寄付型の場合、手数料を幾ら取っ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

作れないことになってしまっています。

投資型クラウドファンディングの成長を図るためには、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すが、そうしますと、投資家保護がおろそかになって、別の問題が生じることが避けられません。したがって、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ってくるように思っています。

## 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

ディングの成長の状況を見ていきます。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ページをご覧ください。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＝二二〇円として計算しますと、約二兆円ということになるかと思えます。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えます。

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、二〇一四年には約二〇%まで急成長し、ウェ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%まで一五ポイントほどウェイトが下がり、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のはある意味で当然のことではないかと思えます。次に、社会奉仕が約二割を占めています。次に、途上国の子どものために学校

を作るなど、寄付型のもが多いのではないかと  
思います。その後、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ページをご覧ください。

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ったのが、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っておら

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  
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れているものは、基本的  
にこのエクイティ型に含まれると理解してよいの  
ではないかと思っています。

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、匿名組合契約によってお金を集めてファンドを作り、金銭消費貸借契約によっ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えます。ここで貸付型とされているのは、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、サービスの場合があります。日本で購入型と言われているものがここに含まれるのではないかと思えます。インターネットを見ていましたら、小津

安二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っていました。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す。例えば、投資型と言いつても、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って、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、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。

(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、逆に規制が重くのかかかっていてやりにくいのか、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ページをご覧ください。

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○がついていますので、法制度がそれほど桎梏になっていないことを表しています。なお、この表に日本は載っておりませんので、日本に關し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、エキイテイ型のクラウドファンディングにやりにくい面があっ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ったのではないかと思えます。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っておりませんのでその点を知ることができません。

## 二、米国の規制

### (1) JOBS法の制定

資料8ページのとおり、アメリカでは、二〇一二年の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ってい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法の制定に至ったものです。

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っており、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っています。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) (以下、

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Crowdfunding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ったかと申しますと、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せんと、連邦証券規制上、証券の募集に該当しさまざま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っていました。

### (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ページをご覧ください。

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しては少額免除の規定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に届け出を行った上、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、こうした方式によっても、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にはコストが大きいと言われていました。



(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が。規則五〇四、五〇五、五〇六がそれに該当します。資料10ページをご覧ください。

一つ目の規則五〇四は、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るようです。

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ら、この点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。

るので、クラウドファンディングには使いにくい面があります。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ってきます。

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すので、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ってくるのは、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ったように思います。

(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ページをご覧ください。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、年収、又は純資産の一〇%相当額を

超えないことです。このように年収又は純資産を基準として投資家を区別し、それぞれについて投資上限を設けることによって、無理な投資をさせないための配慮がなされています。

三つ目は、証券法四A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こと、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ことを投資家が積極的に確認すること、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、SECが定めるその他の事項に関する理解を確認するための質問に投資家が対応することです。

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、資金使用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った場合、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ますとされています。

#### (SECの役割)

資料13ページのとおり、JOBS法三〇二条では、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

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

JOB 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・ポータルとは、他人の勘定による証券のオフタ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、SECの検査、エンフォースメントその他の規制制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ページをご覧ください。少額の証券発行に関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SEC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ページをご覧ください。規制は、二〇一三年四月に設立された金融行為監督機構(FCA)によって

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リ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ってい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、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に見受けられます。どうやらこの規制がハードルになって、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ったように思われ、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、このレビューに沿ってイギリスの

規制の概要を紹介したいと思います。資料16ページをご覧ください。

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、日本と異なつ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、相当なリ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」と言っており、必ずしもインターネットに限定していない点です。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わかりただけだと思います。

#### (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してのみ、直接募集を行うことができます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10%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、「私はきちんとして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つてはなりません。

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、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、それに対してきちんと指導を行ってきたと述べています。

(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、ウェ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、適切な顧客だけが投資できるようになったことに加え、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ったとされています。

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っ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) ウェ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、ウェ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、二五のウェブサイト(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た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いたりするという表示上の問題が指摘されています。

#### (対応)

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

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っているのかは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ページのとおりに、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した。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っても過言ではないと思います。したがって、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（株式会社）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、第一種は従来の一〇〇万円から一〇〇〇万円に、第二種は従来の一〇〇万円から五〇〇万円に引き下げられ、自己資本規制は課さないこととされました。もっとも、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、そのままでは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って投資勧誘を行うことができるとされ、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、二種協会規則に関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。もっとも、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、電子メールによっ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。

**(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っており、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。

**(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

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ぬ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ったことを考えますと、このウエ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求められています。

## 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えます。資料29ページをご覧ください。

### (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が、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いる、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

基準が引き下げられました。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っ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。いずれにせよ、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ふやり方が適切なかどうかについては疑問を持っています。

**(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、情報開示によって市場の公正性、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。もともと、この規制がどの程度重いのか、軽いのか、また、実際にどのような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。

**(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。この点は、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

ということはありませんが、今後の動向が注目されるどころです。

## 六、まとめ

日本についても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。

クラウドファンディングでも寄付型や購入型であれば、幾らでも手数料を取ることができます。

実際、一万円の寄付に対して二〇〇〇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えます。極端な場合、寄付の九割を手数料として取っ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、自分で持つていく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。したがって、寄付型の場合、手数料が高いか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ってしまいますと、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った上で、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

なりません。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っております。

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っていることは確かです。少し変わっ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ってクラウドファンディングを担うようなあり方ももっと考え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。

専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、もっと証券会社に関心を持っ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。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



を合わ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返ししますので、どうぞよろしくお願いいたします。

**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っています。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すが、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に思います。

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て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ってもらい、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、末永くつき合っていきたい。これまで商圏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」と言っていました。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えます。

クラウドファンディングでは、資金を調達する側にとっ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っては非常に

大変なことです。荷造りから宛名書きまで人件費をかけて行うことになり、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よいのではないかと思えます。

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

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っ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术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iPS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。したがって、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術としては、例えばスマートフォン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うてくることがあります。しかし、そのようなアイデアは、公表しますとまねられてしまいますので、公表を躊躇することが多いのではないかと思います。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というお話がありました。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っているが、匿名組合契約を活用しているの、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っ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。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。場合によっては、規則に沿った社内体制を整備するために何が必要かなど、大手弁護士事務所の手数料を支払っ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れません。

**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ようです。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、そのあたりはどのよ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く、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。今日は紹介しなかったのですが、イギリスではクラウドファンディングを巡っ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ったりして、採め事

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、現実には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二七〇日以内にSEC規則が制定されるはずでしたが、三年経っ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っ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、うまくいつ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ます。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っ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、思っ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す。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  
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二十七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。  
山一証券、(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。