

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

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
ファッション	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。

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。

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	ロイヤリティ型	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に改革
- 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TitleⅢ(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 いず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%相当額のいず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当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って、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り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、相当なリ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ナルリティを明示するもの)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、金融商品勧誘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

…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け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け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团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で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いに関する体制整備: 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い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(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、注目される点である。

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。

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