

## 米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. クラウド・ファンディングとは、多数の個別・小規模事業についてウェブ・ポータルを通じて個人から小額資金を調達するもの、と言える。金銭的リターンを伴わない非投資型（寄付型、財・サービス型）と金銭的リターンを伴う投資型（エクイティ投資型、デット投資型）に分けられる。2012年には、クラウド・ファンディングを通じて全世界で27億ドルが調達されたと言われている。
2. これまで主流だったのは非投資型クラウド・ファンディングである。最も一般的な形態は、資金調達者が自らの行うプロジェクトをクラウド・ファンディングのウェブサイトに掲載し、個人からの資金拠出を募るというものである。資金拠出者は、見返りとして、当該プロジェクトの成果物（ノベルティや参加権など）を受け取る。
3. 投資型クラウド・ファンディングは、JOBS法の制定を受けて注目が高まっている。現時点では、原則として投資型クラウド・ファンディングはできないが、多数のクラウド・ファンディング・プラットフォームが、JOBS法に基づくSEC規則の施行後の投資型クラウド・ファンディングの開始に向けて準備に入っている。他方、大口投資家のみならず投資型クラウド・ファンディングに似たサービスを提供するサイトや、特殊なストラクチャーを利用した投資型クラウド・ファンディングとも呼べるものは既に存在する。
4. 従来、米国では、投資型クラウド・ファンディングのサービスを提供するには、証券法の適用除外の適用などを受ける必要があったが、クラウド・ファンディングの趣旨からすると手間・コストの係るものであった。そこで、JOBS法では、クラウド・ファンディングによる新興成長企業の資金調達を円滑化するべく、募集額の制約等に基づくクラウド・ファンディングの適用除外を設けた。
5. 投資型クラウド・ファンディングの規制における最大の論点は、新興成長企業の資金調達の容易さと投資家保護のバランスを如何にとるか、ということであろう。JOBS法のアプローチに対しては、米国の市場関係者や弁護士、学者などからは、投資家保護を蔑ろにしている、クラウド・ファンディングの規模は極めて小さく、経済成長に資する類のものではない、といった批判も聞かれる。今後、我が国でクラウド・ファンディングないし日本版JOBS法を検討していくに際しては、こうした米国の動向も踏まえつつ、議論していく必要がある。

## クラウド・ファンディングの概要

### 1. クラウド・ファンディングとは

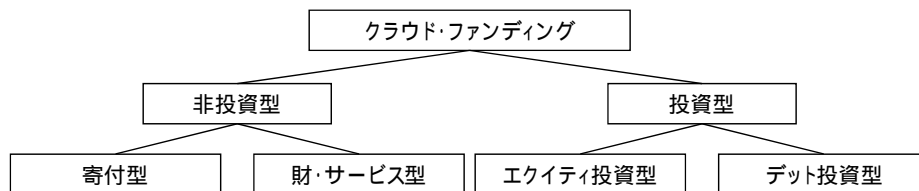
クラウド・ファンディング<sup>1</sup>の明確な定義はなく、初めて法律上クラウド・ファンディングについて規定した米国 JOBS 法 ( Jumpstart Our Business Startups Act ) でも、「定義」はされていない<sup>2</sup>。しかし、JOBS 法でクラウド・ファンディングについて規定した第三章は「詐欺及び非倫理的な情報開示を抑止しつつ行われるオンラインでの資金調達に関する法律」とあり、また、その中で投資額の制約を設けている。更に、実態として、個人投資家に分散投資の機会を提供するのではなく、多数の個別・小規模事業に直接投資する機会を紹介するものとなっている。要すれば、クラウド・ファンディングとは、多数の個別・小規模事業についてウェブ・ポータルを通じて個人から小額資金を調達するもの、と言えよう。なお、投資信託との違いとしては、投資家がファンドマネージャーに個別銘柄の選定を委ねるのではなく、自ら個別事業を選択して投資するところにある。

クラウド・ファンディングは、図表 1 のように分類できる。まず、金銭的なリターンを伴わない非投資型クラウド・ファンディングと金銭的なリターンを伴う投資型クラウド・ファンディングに分けられる。更に、非投資型は、寄付型クラウド・ファンディングと拠出対象事業の成果物を資金拠出の見返りに入手できる財・サービス型クラウド・ファンディングに分けられ、投資型は株式投資によるエクイティ投資型クラウド・ファンディングと債券や融資によるデット投資型クラウド・ファンディングに分けられる。

### 2. クラウド・ファンディングの市場規模

クラウド・ファンディングは従来、非投資型を中心に拡大してきた。その背景としては、資金拠出者からすると、自分が応援したいと思える事業を直接支援できること、そうした事業の成果物を入手できること ( 財・サービス型の場合 )、 小額をオンラインで拠

図表 1 クラウド・ファンディングの分類



( 出所 ) 野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> クラウド・ソーシング ( crowd sourcing ) と呼ばれることもある。

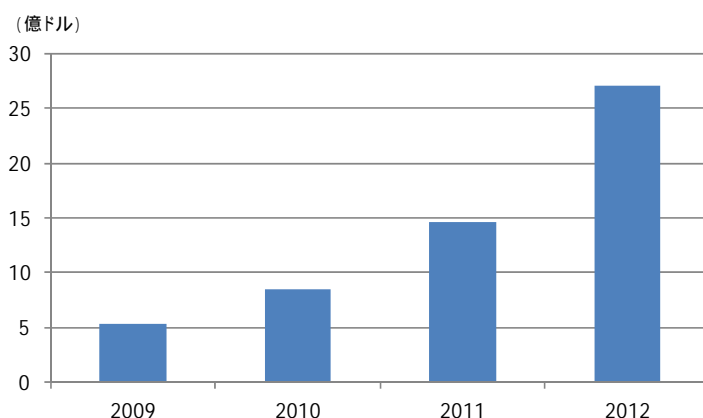
<sup>2</sup> JOBS 法は、 新興成長企業への米国資本市場の再開放、 雇用創出者の資本へのアクセス、 クラウド・ファンディング、 小規模会社の資本形成、 非公開企業の柔軟性と成長、 資本増強、 法改正に関する周知、 の 7 章からなる。詳細については、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号参照。

出できる気軽さ<sup>3</sup>、などの理由が挙げられよう。他方、資金調達者からすると、銀行融資やベンチャー・キャピタルの投融资対象とならないほど小規模な事業でも資金調達が可能であること、自らの事業がどれだけ世間に受け入れられるかを試すことができること、などの理由が挙げられよう。

クラウド・ファンディングの推進・情報提供を目的とした米国のクラウドソーシング・ドット・オーグ（Crowdsourcing.org）がクラウド・ファンディングの調査・コンサルティング会社のマソリューション（Massolution）に委託した、世界のクラウド・ファンディング・プラットフォームを対象に行ったサーベイ調査<sup>4</sup>によると、それらのプラットフォームで2011年中に行われた資金調達は15億ドルで、2012年には27億ドルに達したとされる（図表2）。そのうち、北米が16億ドル、欧州が9.5億ドルであった。最も多くを占めるのは寄付型クラウド・ファンディングであった（図表3）。クラウド・ファンディングとして最も良く知られているのは財・サービス型だが、寄付型では、宗教施設や福祉施設など、人々の共感に訴える建物の建築の資金調達案件が多いとのことであり、そのため金額的に大きくなっていると考えられる。他方、財・サービス型は近年、企業が商品のマーケティングの前段階として利用するケースもあるとのことである。

上記調査では、また、2013年には、JOBS法で証券投資を伴うクラウド・ファンディングが証券法の適用除外を受けられるようになることに伴い、エクイティ投資型クラウド・ファンディングが急増するとの予測を示している。ベンチャー・キャピタルのユニオン・スクエア・ベンチャーズの共同創業者フレッド・ウィルソン氏も、JOBS法を受けて、個人投資家が投資可能資産の1%でもエクイティ投資型クラウド・ファンディングに資金を

図表2 年間資金調達額推移

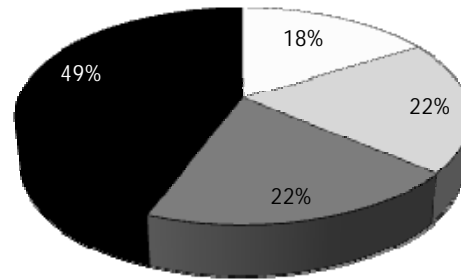


(出所) クラウド・ファンディング・プラットフォームのウィーファンダー（WeFunder）及びクラウドソーシング・ドット・オーグのプレス・リリースより野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> また、多くのクラウド・ファンディング・プラットフォームは、フェイスブック（Facebook）やツイッター（Twitter）といったソーシャル・ネットワーキング・サービス（SNS）へのリンクをウェブサイトには貼っており、ユーザー層の重複から、SNSの広がりもクラウド・ファンディングの拡大に寄与したと言えよう。

<sup>4</sup> Massolutions “Crowdfunding Architecture” January 2013 及び “2013CF-Crowdfunding Industry Report” April 2013。後者では世界の308のクラウド・ファンディング・プラットフォームからデータを収集している。

図表 3 クラウド・ファンディング内訳 (2011 年)



□エクイティ投資型 □デット投資型  
■財・サービス型 ■寄付型

(出所)クラウドソーシング・ドット・オーグより  
野村資本市場研究所作成

投じれば、3,000 億ドル規模の市場になると指摘している<sup>5</sup>。

北米証券規制者協会 (North American Securities Administrators Association、NASAA) によると、ウェブ上で「Crowdfunding」がドメインに含まれるサイトは、2012 年初に 900 であったが、2012 年 11 月末には 8,800 に増加している。うち、約 2,000 にコンテンツがあり、3,700 強にコンテンツがなく、3,000 強が後の利用もしくは売却のために取ってあるものと見受けられた。また、8,800 のサイトのうち、6,800 が JOBS 法制定後に出現したものであった<sup>6</sup>。

### 3 . クラウド・ファンディングの歴史

「クラウド・ファンディング」という用語は、ビデオブログ関連プロジェクトの資金調達を目的としたファンダヴログ (fundavlog) のマイケル・サリバン氏が、ファンダヴログを群集 (crowd) からの資金調達 (funding) として形容するために、2006 年 8 月にブログで用いたのが最初とされる。

インターネットを通じて、ロック・バンドのツアー費用を賄ったり、映画の製作費用を賄うといった事例は従来からあった。また、政治家がインターネットを通じて選挙資金を募るのも、群集からのインターネットを通じた資金調達ではある。しかし、それらは単一の事業や個人のための資金を調達するものであり、多数の事業を紹介するクラウド・ファンディングのウェブ・ポータルとは異なる。

複数の主体の小額資金調達をウェブ・ポータルで紹介した最初のものは、歌手や俳優などのアーティストにファンが資金支援を行うアーティストシェア (ArtistShare、2003 年開始) とされる。その後、キックstarter (Kickstarter) やインディーゴーゴー

<sup>5</sup> “The new thundering herd” *The Economist*, June 16, 2012

<sup>6</sup> NASAA “NASAA Sees Sharp Spike in Crowdfunding Presence on the Internet” December 5, 2012

(Indiegogo) など、次々と同様のウェブサイトが立ち上がった。

2011 年に入り、インディーゴゴやクラウドファンダー (Crowdfunder)、ロケットハブ (RocketHub) といったクラウド・ファンディング・プラットフォームの運営者などによるロビイング活動が活発化し、新法を求めて議会公聴会で証言することもあった。例えば、クラウド・ファンディングのコンサルティングを行うクラウドファンド・キャピタル・アドバイザーズのシャーウッド・ナイス氏は 2011 年 9 月 15 日の下院公聴会で証言し、SEC の一般勧誘や投資家の適格性に関するスタンスを変えることにより、政府のコスト負担なしに 50 万社、150 万の雇用を創出できると発言している<sup>7</sup>。こうした経緯を経て、超党派の合意が形成され、2012 年 4 月の JOBS 法制定に至った。その後も、各クラウド・ファンディング・プラットフォームは規則策定中の SEC に対して、過度に規制が厳格にならないよう働きかけているようである。

また、JOBS 法制定と同日、クラウド・ファンディングの関係 13 者が業界団体としてクラウドファンド仲介業者規制推進会 (Crowdfund Intermediary Regulatory Advocates) の立ち上げを発表し、今後の方針として以下の 6 項目を掲げた<sup>8</sup>。これらの項目は、一種の自主規制方針を示したもののだが、クラウド・ファンディングに対する世間の懸念の裏返しと解釈することもできよう。

- ・ 投資家の権利憲章の形態で強力な投資家保護を確立する。そこには、投資家のリスクに対する理解のアセスメント・テスト、発行体の犯罪歴チェック、発行体による十分な情報開示を含める。
- ・ 投資家個人の財務情報の秘匿性を確保する。
- ・ プラットフォーム間の標準化されたレポーティング及びコミュニケーションを採用することにより、投資家が法定投資上限を超過しないことを確保する。
- ・ 発行体、投資家、仲介業者、規制当局の間における透明性ある情報フローのための標準化されたコミュニケーション・プロセスを確立する。
- ・ クラウド・ファンディング・プラットフォームのための行動規範を確立する。そこには、悪徳業者に懲罰を与えるためのエンフォースメント・メカニズムを含める。
- ・ 信頼できる仲介業者に共通した、認知されやすいブランドを確立する。

## クラウド・ファンディングの実態

ウェブサイトの調査及びツール開発を行う米国のアレクサ・データ (Alexa Data) によると、ウェブ・トラフィック数の多いクラウド・ファンディング・プラットフォームとしては、図表 4 のようなものがある。ここからも、目下のところは、財・サービス型クラウド・ファンディングが最も人気を博していることがわかる。

<sup>7</sup> “Statement of Sherwood Neiss CoFounder FLOVORx” Congressional Testimony by CQ Transcriptions, September 15, 2011

<sup>8</sup> 13 者は、CAPS Crowdfunding Accreditation Program、Crowdfunder、Funding Roadmap、GATE Technologies & GATE Impact、Indiegogo、Launcht、Motaavi、RocketHub、Soho Loft Capital Creation Events、SoMoLend、Startup Exemption、Wefunder、ProFounder 創業者の Dana Mauriello 氏と Jessica Jackley 氏。

図表 4 ウェブ・トラフィック数上位のクラウド・ファンディング・プラットフォーム

	名称	創設	類型	対象事業
1	Kickstarter	2009年	財・サービス型	各種プロジェクト
2	Indiegogo	2008年	財・サービス型	各種プロジェクト
3	GoFundMe	2010年	寄付型	事故・疾病、冠婚葬祭、学業等の支援
4	Chipln	-	-	InMobi Technologiesによる買収後、閉鎖
5	RocketHub	2010年	財・サービス型	各種プロジェクト
6	GiveForward	2008年	寄付型	医療費支援
7	Fundable	2012年	財・サービス型 (将来的に投資型)	各種プロジェクト
8	Crowdtilt	2012年	寄付型	仲間内のイベント等の資金収集
9	Crowdfunder	2012年	財・サービス型 (将来的に投資型)	各種プロジェクト
10	AppBackr	2010年	投資型	携帯電話等のアプリケーション

(注) は all or nothing、 は keep it all (本文参照)。

2012年8月28日のウェブ・トラフィック数ランキングに基づく。

(出所) アレクサ・データ及び各社ウェブサイト等より野村資本市場研究所作成

## 1. 非投資型クラウド・ファンディング

### 1) 概要

非投資型クラウド・ファンディングでは、資金拠出者の拠出金は寄付金となるか(寄付型)、見返りとして映画の上映前鑑賞券やCD、ライブの年間指定席などの財(ノベルティ)もしくはサービスを受け取ることとなる(財・サービス型)。クラウド・ファンディングは元々、音楽や映画の分野でファンから活動費を募るものであったこともあり、認知度や普及度においては、図表4にあるように、財・サービス型が主流と言えよう。

なお、非投資型では、金銭的なリターンが伴わないため、ブローカー・ディーラー登録など金融仲介業者としてのライセンスは原則不要である。しかし、一般商行為や消費者保護に関する法規制は適用される。

資金調達的手法としては、目標調達額に達した場合にのみ資金調達者に資金が渡されるモデル(all or nothing モデルと呼ばれる)、目標額に達さなくとも資金調達者に資金が渡されるモデル(keep it all モデルと呼ばれる)がある。以下では、最大手と目され、かつ、クラウド・ファンディングの最も基本形とも言えるキックスターターについて概観する。

### 2) キックスターターの事例

キックスターターの創業は2009年であり、これまで370万人が5.5億ドルの資金拠出表明をし、38,000に及ぶプロジェクトを支援してきた<sup>9</sup>。

キックスターターは資金調達の対象となるものについて、簡単なガイドラインを定

<sup>9</sup> 平均調達金額は5,000ドル、資金拠出者の平均拠出額は1件当たり71ドル、最も一般的な拠出額は25ドル、目標調達額に達するのは半分弱。

めている。一つは、事業体ではなくプロジェクトでなければならない、というものである。即ち、資金調達者は、キックスターターのサイトに「〇〇氏/〇〇商店に資金を出してください」ではなく、「〇〇氏/〇〇商店が行おうとしている△△プロジェクトに資金を出してください」という宣伝（画像若しくは動画及び文章）をキックスターターのサイトに掲載するわけである。もう一つは分野であり、芸術品、漫画、ダンス、デザイン、ファッション、写真、飲食、ゲーム、音楽、写真、出版、テクノロジー、演劇の13分野が対象となっている<sup>10</sup>。

また、禁止事項として、不動産購入、ソーシャル・ネットワーキング・サイト、eコマースの資金調達にキックスターターを使ってはならない、資金拠出者へのノベルティでアルコール類を提供してはならない、調達資金の一部を寄付することを約してはならない、他者を攻撃する素材・ポルノ・政治的素材に関するプロジェクトであってはならない、プロジェクトは金融・健康・医療に関するアドバイス事業であってはならない、などが定められている。

資金調達者は、期限（1～60日）と調達目標額を決める<sup>11</sup>。期限内に目標額に達した場合、キックスターターが調達額の5%を手数料として徴収し、更にアマゾンのオンライン支払いサービスの手数料として3～5%が徴収される。資金を拠出する側には手数料はかからない。期限内に目標額に達した場合は、期限までに目標額を超過して募集することもでき、目標額に達したプロジェクトは平均して目標額を30%超過する資金を調達している。逆に、期限までに目標額に達しない場合、資金調達者は資金を受け取ることができない。その場合、手数料はかからない。

目標額に達した場合、資金調達者は拠出者に対して、当該プロジェクトの産物としての商品もしくはサービスを提供する（送料は調達者負担）。例えば、2012年の芸術分野で最も成功したプロジェクトは画家ジェド・ヘンリー氏の「Ukiyo-e Heroes（浮世絵ヒーロー）」（目標額10,400ドルに対して313,341ドルを調達）であり、資金拠出者に対して、拠出額に応じた作品が送付された。最も安い10ドルの提供者には「浮世絵ヒーロー」の塗り絵の電子媒体、拠出額が上がるにつれて電子媒体から現物になったり枚数が増えるなどして、最高額の200ドルでは絵画の現物に加えて作者自宅での作画会への参加権が付く。

なお、JOBS法関連規則施行後に投資型のモデルを開始するかについては、キックスターター創業者のペリー・チャン氏は、そのモデルには興味がない、と明確に述べている。他方、キックスターターに次いで著名なインディーゴーゴの創業者スラバ・ルービン氏は、将来的に株式投資プラットフォームを開設する可能性は高いと述べている。

<sup>10</sup> ハードウェア及びプロダクト・デザイン関連プロジェクトについては、別個ガイドラインを定めている。また、コミュニティ・ガイドラインとして、ネットユーザーとしてのマナー（スパムの禁止、他者に敬意を払う、など）に関するガイドラインも定めている。

<sup>11</sup> プロジェクト紹介目的で目標額をゼロとすることも認められる。

## 2. 投資型クラウド・ファンディング

投資型クラウド・ファンディングについては、証券法の適用除外を設けた JOBS 法の制定を受けて注目が高まっている。エクイティ投資型、デット投資型があるが、特に JOBS 法を受けて関心が高まっているのはエクイティ投資型である<sup>12</sup>。

### 1) JOBS 法を受けた投資型クラウド・ファンディング

JOBS 法のクラウド・ファンディング関連規定を施行する SEC 規則が策定されていないため、投資型クラウド・ファンディングは米国にはまだ存在しないと言える。前掲図表 4 のファンダブル (Fundable) 及びクラウドファンダーも、現在は財・サービス型のみであり、SEC 規則施行後にエクイティによる投資型クラウド・ファンディングを開始するとしている。また、アーリーシェアーズ (EarlyShares)、リレーファンド (RelayFund)、ウィーファンダー (WeFunder) なども、SEC 規則施行後にエクイティによる投資型クラウド・ファンディングを開始することを表明している<sup>13</sup>。

クラウドファンダー及びウィーファンダーは、SEC 規則の施行を待たずに投資家からの出資約束 (pledge) を受け付けている。ウィーファンダーは既に 400 万ドルの申し込みがあったとしており、また、手数料体系についても、調達額の 5~8% を手数料として徴収することに加え、SEC 規則で認められれば、手数料の一部をエクイティで受け取ることもあり得るとしている。

### 2) 自衛力認定投資家を対象としたもの

他方、JOBS 法関連規則の施行前の時点で、投資型クラウド・ファンディングに似たウェブ・ポータルはある。例えば、シードインベスト (SeedInvest) やサークルアップ (CircleUp) などは、証券法の私募免除規定レギュレーション D の適用を受けられる自衛力認定投資家 (accredited investor) であることをウェブ上で認証した後に、彼らに対してのみエクイティ投資案件を紹介するという建て付けを採っている。これにより、一般勧誘・広告を行っておらず、ゆえに証券の募集が証券法の免除規定を適用される、という立場である。クラウド・ファンディングと呼べるかは難しいところだが、シードインベストは SEC 規則施行後にリテール投資家に門戸を開放しており、サークルアップも「1%の人たちのためのクラウド・ファンディング (Crowd Funding for the 1%)」といった紹介がなされている<sup>14</sup>。

<sup>12</sup> 図表 3 ではデット型が多くなっているが、ソーシャル・レンディング (欧米では peer-to-peer lending と呼ばれることが多い) を含めている可能性がある (公表資料からは明らかではない)。ソーシャル・レンディングとは、資金の借り手と貸し手をウェブ上で結びつけるサービスを指すが、クラウド・ファンディングに含められるか否かについては議論がある。

<sup>13</sup> なお、こうした投資型クラウド・ファンディング・プラットフォームは、プライベート・バンカーやエクイティやオプションのトレーダー、ベンチャー・キャピタリスト、インベストメント・バンカー、プライベート・エクイティなど、何れも創業メンバーに金融業界出身者が含まれている。

<sup>14</sup> “CircleUp: Crowdfunding for the 1%” CNET News, April 18, 2012



これらがクラウド・ファンディングに含まれるのであれば、フェイスブック（Facebook）が上場前に取引されていたことで話題になったシェアーズポスト（SharesPost）やセカンドマーケット（SecondMarket）などのセカンダリー・トランザクション市場とも呼ばれる自衛力認定投資家向けの非公開株式取引サイトもクラウド・ファンディングに含まれることになる<sup>15</sup>。もっとも、一般的なクラウド・ファンディングは小口投資を特徴としており、JOBS 法でも投資額に上限が課されているため、これらは「投資型」ではあるが「クラウド・ファンディング」とは呼べないかもしれない。

### 3) 特殊なストラクチャーを利用したもの

特殊なストラクチャーを用いることで、投資型クラウド・ファンディングとも呼べるものを実現している事例もある。例えば、太陽光発電事業を対象とするモザイク（Mosaic、2010 年創業）は、太陽光発電関連の事業にローンを提供するべく、証券法における小額免除規定であるレギュレーション A に基づき、簡易な手続きで証書（note）を発行してウェブサイトを通じて投資家から資金を募っている。投資家は、モザイクが選定した個々の太陽光発電関連事業のうち、どれに投資するか選択し、その事業へのローンを裏付けとした証書（最低投資額 25 ドル）を受け取る。即ち、ここではモザイク自身は、法的には金融仲介業者ではなく発行体となっているわけである。手数料体系は、投資家が投資残高の 1% を手数料として支払い、毎月、元本の一部と金利収入を受け取る。

地域の零細事業を対象とするボルスター（Bolstr、2012 年 9 月創業）は、彼らがレベニュー・シェアリングと呼ぶモデルを採用している。レベニュー・シェアリング契約の下、投資家は払い戻し期間（レベニュー・シェアリング期間）中、四半期毎にリターンを受け取り、払い戻し期間が終了したら、そこでリターンの受け取りは終わる。元本の返済は行われない。四半期ごとのリターンは（投資額 / 調達額）×（売上げ × 払戻し率）で算出される。調達額及び払い戻し率、払い戻し期間は事業主によって決定される。Bolstr のサイトにある計算ツールでは、調達額は最大 5 万ドル、払い戻し率は最大 25%（ベンチマークは 5.75%）、払戻し期間は 1～5 年に設定されている。同社は、近所のひいきにしている商店等に投資して、口コミで評判を高めて自らのリターンの増大を図るモデルだとしている<sup>16</sup>。

前掲図表 4 のアプバック（AppBackr）は、携帯電話等におけるアプリケーションの開発者の資金調達を支援する。ここではまず、開発者が開発したアプリケーショ

<sup>15</sup> 実際、セカンダリー・トランザクション市場をクラウド・ファンディングに含めて紹介する記事やサイトも複数ある。但し、本文であげたシェアーズポスト及びセカンドマーケットは JOBS 法制定前にブローカー・ディーラーのライセンスを取得している。また、サークルアップは登録ブローカー・ディーラーの WR ハンプレヒトと提携し、証券の募集は法的には WR ハンプレヒトを通じて行われている。

<sup>16</sup> なお、ボルスターは事業主が同プラットフォームで資金調達を行うに際して、弁護士の採用を求めており、各地の弁護士の紹介も行っている。また、他のプラットフォームが 18 歳以上を投資家の要件としているのに対して、ボルスターは 18 歳未満でも 13 歳以上であれば親権者の監督の下で投資できるとしている。

ンのコピーをアップバッカーが運営する市場に掲載する。バッカーと呼ばれる投資家は、多数あるアプリケーションのコピーの中から選択して購入する<sup>17</sup>。その後、アップバッカーがアプリケーションの一般向けダウンロードサイトに当該アプリケーションのコピーを掲載し、そこでの売上げがアップバッカー、投資家、開発者に按分される<sup>18</sup>。コピーが全て売られたら投資家への払い戻しは終了し、元本の返却はない。なお、アップバッカーは、JOBS 法関連規則施行後も、エクイティ・ベースのサービスには移行しないとしている<sup>19</sup>。

## 投資型クラウド・ファンディングと JOBS 法の対応

### 1. 現行規制における障害

米国において、インターネットを通じて非公開の証券の募集を行うには、ブローカー・ディーラー登録をするか、証券法の適用除外を受ける必要がある。ブローカー・ディーラー登録は、元々クラウド・ファンディング・プラットフォームの運営会社は小規模の資金調達をオンラインで低コストで実現したいため、避けたいところである。

そこで、証券の募集が証券法の免除規定が適用されるか否かが争点となる。レギュレーション A による免除では、簡易版ではあるが、SEC 登録と目論見書 (offering circular) が必要となるため、簡易・低コストでの資金調達を必要とするクラウド・ファンディングには必ずしも馴染まない (但し上記モザイクの事例もある)。また、レギュレーション D では、自衛力認定投資家のみを相手とし、一般勧誘・広告をしないことなどが要件とされるため、ウェブ上で不特定多数の者が閲覧できるクラウド・ファンディングには馴染まない。

実際、米国では、企業買収の資金調達を目的に、登録または証券法の適用免除を受けずにウェブ上で証券の募集が行われたとして、SEC が証券法違反を理由に排除命令を出した事例があった<sup>20</sup>。

<sup>17</sup> アップバッカーは、事前に少なくとも 3 人の投資家の目星をつけてからアップバッカーに申し込むよう開発者に呼びかけている。

<sup>18</sup> 按分比率は、アップバッカーのサイトでの当初の売買と一般向けダウンロードサイト、アプリケーションが開発段階か否か、最終販売価格帯、によって様々設定されている。例えば、一般向けダウンロードサイトでの売上げについて、最終販売価格が 99 セントの場合、投資家が 57 セント、開発者が 10 セント、アップバッカーが 3 セントとなっている。

<sup>19</sup> “Online funding bankrolls innovators” *San Francisco Business Times*, May 18, 2012

<sup>20</sup> In the matter of Michael Migliozi II and Brian William Flatow (2011 年 6 月 8 日)。ここでは、広告会社の経営者 2 名が、ビール醸造会社を買収するための資金を調達する目的でウェブサイトを立て、第 1 段階として出資約束を取り付け、それが目標の 3 億ドルに達したら、第 2 段階として、出資を実行し、投資家は「クラウドソースされた所有証書 (crowdsourced certificate of ownership)」及びビールの現物を受け取ることとされた。しかし、最終的には目標額に届かず、ウェブサイトは閉鎖された (投資家が資金を拠出することはなかった)。

## 2. JOBS 法における対応

JOBS 法は、クラウド・ファンディング取引が証券法の適用除外となるための条件として、以下の規定を証券法に新設し、それにより、一般のリテール投資家が投資型クラウド・ファンディングに参加する途を拓いた。

- ・ 発行体による全ての投資家への売付総額が 12 ヶ月間で 100 万ドル以下であること。
- ・ 発行体による単一投資家への売付総額が 12 ヶ月間で下記の一定額を超えないこと。
  - 投資家の年収または純資産が 10 万ドル未満の場合は、2,000 ドルまたは年収もしくは純資産の 5%相当額の何れか大きい方。
  - 投資家の年収または純資産が 10 万ドル以上の場合は、年収または純資産の 10%相当額（但し上限 10 万ドル）。
- ・ クラウド・ファンディング取引が要件を遵守するブローカーもしくはファンディング・ポータルを通じて行われること。
- ・ 発行会社が要件を遵守すること。

上記のブローカー、ファンディング・ポータル、発行会社の要件としては、以下が定められた（抜粋）。

### 【ブローカー、ファンディング・ポータルの要件】

- ・ 関連する自主規制機関に登録すること<sup>21</sup>。
- ・ SEC が規則で定める開示内容を提供すること。
- ・ 投資家が SEC が定める基準に従って投資家教育情報を検討し、全投資額を失うリスクを理解し、係る損失を負担できることを確認し、新興成長企業投資に係るリスク、流動性の低さ、SEC が規則で定めるその他事項について理解を示す質問対応を行うこと。
- ・ 発行会社が提供する情報（新設の証券法 4A(b)に定めるもの）を SEC 及び潜在投資家に提供すること。

### 【発行会社の要件】

- ・ 以下の情報を SEC に提出し、投資家及びブローカーまたはポータルに提供し、潜在的投資家が入手可能とすること。
  - 会社の基本情報、役員情報、事業内容・計画
  - 財務状態
    - ◇ 募集額 50 万ドル（又は SEC が規則で定める金額）超の場合は監査済み財務書類、10～50 万ドルの場合は独立公認会計士が承認した財務書類、10 万ドル以下の場合は直近所得税申告書及び CEO 証明つき財務書類。
    - ◇ 発行目的、予定資金使途、目標募集金額、最終募集期限、進捗状況の定期的更新、公募価格またはその決定方法。

<sup>21</sup> これを受け、FINRA はファンディング・ポータルに対して、任意の仮登録を行うよう求めている。

- 少なくとも年一回、SEC が定める規則に基づき、経営成績に係る報告書及び財務書類を SEC に提出し、投資家に提供すること。

以上については、SEC が法制定後 270 日（2012 年末）までに規則策定を行うこととされているが、本稿執筆時点ではまだ公表されていない。なお、SEC は 2012 年 4 月、JOBS 法に規定されたクラウド・ファンディングに係る証券法の適用除外に基づいて行われる証券の募集は、SEC 規則が施行されるまでは違法である旨の通知を发出している。

## 投資家保護の観点から見た課題

我が国においても、日本版 JOBS 法ないし投資型クラウド・ファンディングの議論が起きている。2012 年 11 月 30 日閣議決定の緊急経済対策「日本再生加速プログラム」では、2013 年度中の検討事項として「日本版 JOBS 法」が掲げられ、また、2013 年 3 月 15 日の産業競争力会議では、麻生太郎金融担当大臣が、研究・技術開発の事業化段階における資金調達の一手法としてクラウド・ファンディングを挙げている<sup>22</sup>。

投資型クラウド・ファンディングに係る規制における最大の論点は、新興成長企業による資金調達の容易さと投資家保護とのバランスを如何にとるか、ということであろう<sup>23</sup>。投資家保護を重視しすぎれば、小規模事業主体にとっての簡易・低コストな資金調達というクラウド・ファンディングの本来の趣旨が阻害される。仲介業者にとっても、投資信託よりロットの小さいクラウド・ファンディングについて投資信託と同等もしくはそれ以上の規制が課されては、経済合理的ではないであろう。他方、資金調達の簡易・低コストを重視して情報開示等の投資家保護を緩めすぎると、例えば投資信託より高リスクであるクラウド・ファンディングの投資案件に係る投資家保護の水準が投資信託のそれを下回るという矛盾が生じかねない。

これに対する JOBS 法の基本思想は、入り口の段階で投資家がリスクを認識していることをブローカーないしプラットフォームが確認することを前提に、情報開示は発行体の負担にならない程度に抑えた上で、その後の損失については投資家の自己責任とする、というものである。但し、前述の通り詳細は SEC が策定する規則に委ねられており、どのような規則が策定されるか、待たれるところである。

JOBS 法を受けて投資型クラウド・ファンディングへの注目が高まる中、従来の非投資

<sup>22</sup> なお、2013 年 3 月 23 日の日本経済新聞朝刊記事「ネットで小口資金調達、ベンチャー育成新手法、金融庁検討、成長戦略の核に」でも、証券会社などが未公開株を仲介し、ネット経由で小口の資金を幅広く募集する投資型クラウド・ファンディングに係る新制度を金融庁が検討していることが取り上げられた。

<sup>23</sup> UKCFA の行動規範の 1 項目目にあるように、実務面では顧客資産の分別保管も重要な論点となろう。

型では重要な論点とされてこなかった詐欺の懸念も生じている<sup>24</sup>。例えば NASAA は 2012 年 5 月、投資家に対する警告を発し、証券法の適用除外が認められれば、規制当局の事前審査を受けず、他の証券の募集と同水準のディスクロージャーが求められるわけでもないなどとした上で、詐欺的行為が行われる可能性が高いとしている<sup>25</sup>。

コロンビア大学のジョン・コフィー教授も、2011 年 12 月の上院銀行・住宅・都市委員会の公聴会において、JOBS 法案について、その一部は「証券詐欺合法化法 (The Boiler Room Legalization Act)」とも呼べるものになっていると批判し、クラウド・ファンディングについては、発行体は実体よりも希望を売るようなものであり、詐欺の危険性が高い、などと断じている<sup>26</sup>。

また、筆者が米国の中小型株市場の投資家や弁護士等に聞いた中でも、クラウド・ファンディング及び JOBS 法は必ずしも芳しい評判を得ていなかった。例えば、JOBS 法は企業の資金調達の手軽化に偏りすぎ、投資家保護を蔑ろにしている、クラウド・ファンディングの規模は極めて小さく、経済成長に資する類のものではない、といった意見も聞かれた<sup>27</sup>。

今後、我が国でクラウド・ファンディングないし日本版 JOBS 法について検討していくに当たっては、こうした米国の動向や諸外国の事例 (本稿末「<補論> 米国以外の諸外国の動向」参照) も踏まえつつ、議論していく必要がある。

<sup>24</sup> もっとも、非投資型クラウド・ファンディングにおいて一切問題がなかったわけではない。例えば、キックstarterにおいて、iPad スタンド製作プロジェクトのための資金を募った者が、目標額に達し、資金の払い込みを受けた後、プロジェクトを進めなかったことから、弁護士であった資金拠出者の一人に訴えられた事例がある。結局、資金調達者は敗訴し、全資金拠出者に資金を返還することを通知した ("How One Stupid Mistake And \$35,000 From Kickstarter Made An Average Guy Bankrupt" *Business Insider*, January 14, 2013)。

<sup>25</sup> NASAA "Are You an Informed Investor? Crowdfunding" May 15, 2012

<sup>26</sup> Statement of Professor John C. Coffee, Jr., Adolf A. Berle Professor of Law, Columbia University Law School, at Hearings Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs "Spurring Job Growth Through Capital Formation While Protecting Investors" December 1, 2011

<sup>27</sup> 筆者の米国出張時 (2013 年 3~4 月) のインタビューより。

## 【補論 米国以外の諸外国の動向】

### 1. 英国

#### 1) 規制動向

英国では、旧 FSA<sup>28</sup>が 2012 年 8 月、消費者向け情報サイトにおいて「クラウドファンディング：あなたの投資は守られていますか（Crowdfunding: is your investment protected?）」と題する文章を掲載した。その中で、クラウド・ファンディングについて、以下のリスクについて注意を喚起している。

- ・ベンチャー企業の過半は倒産するため、投資額全てを失う恐れがある
- ・配当は稀で追加の証券発行により持分が希釈化する可能性がある
- ・投資対象が収益を生み出すのに時間がかかる
- ・ほとんどの場合流動性がなく、現金化できず、持分売却できる市場がない
- ・詐欺の危険性がある
- ・ほとんど全てのクラウド・ファンディングの運営者は FSA 認可を受けていないため、金融オンブズマン・サービスや金融サービス補償機構（Financial Service Compensation Scheme）の対象外

その上で、旧 FSA の見解として、ほとんどのクラウド・ファンディングは、ベンチャー企業の価値測定の方法を知っていて、投資額全てを失い得るなどのリスクを理解している洗練された投資家をターゲットにするべきだとしている。

また、2013 年 3 月には、関係 12 社<sup>29</sup>が集まり、英国クラウド・ファンディング協会（UK Crowdfunding Association、UKCFA）の設立を発表し、あわせて、図表 5 に掲げる行動規範を発表している。

#### 2) プレイヤー動向

英国で大手と目されるクラウドキューブ（Crowdcube）は 2013 年 2 月、旧 FSA の認可を取得した。共同創業者のルーク・ラング氏は、クラウド・ファンディングをメインストリームに持っていくには（FSA 認可の）結果として得られる追加的な保護によって人々に安心感を持ってもらうことが不可欠だとしている。また、シーダーズ（Seedrs）も 2012 年 5 月に旧 FSA の認可を得ている。両社とも旧 FSA の認可取得により、問題が生じた場合に、投資家が金融オンブズマン・サービスや金融サービス補償機構を利用できるようになった。

<sup>28</sup> 旧 FSA は 2013 年 4 月より、業務行為規制を担う金融行為監督機構（Financial Conduct Authority）とマイクロ健全性の観点から金融機関を監督するブルーデンス規制機構（Prudential Regulation Authority、イングランド銀行の子会社）に分割されている。

<sup>29</sup> 12 社は、Abundance Generation、Bank to the Future、Buzzbank、Crowdbnk、Crowdcube、CrowdMission、Gambitious、Microgenius、Peoplefundit、Please Fund Us、Seedrs、Trillion Fund。

図表 5 UKCFA によるクラウド・ファンディングの行動規範

・ 投資家・寄付金は、顧客口座その他分別された資金管理の仕組みにより、我々のビジネスとは分けて管理される。
・ 投資家・寄付者が拠出した資金の情報を閲覧できるよう、透明性を確保する。
・ 投資家・寄付者の情報が安全に管理され、廃業してもそれら情報へのアクセスが可能となるためのプロセスを導入する。
・ 同様に、廃業しても投資金額へのアクセスが継続的に可能となるためのプロセスを導入する。
・ 投資家・寄付者が資金拠出後に変更を望む場合のためにクーリング・オフ期間の提供に同意する。
・ 我々の契約条項・条件は明確に定められ、どのように投資プロセスが機能するか、我々の義務・責任が何であるか、いつどのような手数料や課金が課されるかを説明する。
・ 競争力・専門性があり正直な人材を採用し、我々のビジネスを安全に遂行するための適切なシステムとプロセスを有することを確保する。幹部に関する詳細情報はUKCFAのウェブサイトに掲載される。
・ 我々のITシステム及びビジネス・プロセスが安全で信頼でき、我々のビジネスの性質、規模、複雑性に適合したものであり、かつ、関連する法律、規則、本行動規範を遵守できるよう頑健であることを確保する。
・ 我々の販売・マーケティング活動に関連する法制諸規則を遵守し、UKCFA会員の顧客とのやり取りが公平・明確で誤解を与えるようなものでないこと、リスクと潜在的リターンがバランスよく提示されること、投資家・寄付者が公平に扱われることを確保する。
・ 投資家・寄付者があらゆる側面で会員のサービスに不満足の場合、苦情を申し立てることができ、苦情への対応についてUKCFAのウェブサイトに毎年開示する。

(出所) UKCFA より野村資本市場研究所作成

両社とも、投資家の適格性の判断について同じアプローチを採用している。即ち、投資家が両社のウェブサイトで会員登録した後、実際の取引を行うには、十分な知識・経験を有しているか確認するための質問票に回答する、規制上定められる富裕層個人 (high net worth individual) もしくは洗練された投資家 (sophisticated investor) であることを自己認証する、の何れかを選択することになる。2000 年金融サービス市場法 (金融推奨) 通知 2005 年 (The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005) では、自己認証する富裕層個人及び洗練された投資家について以下の要件を規定しており、これにより、金融商品の推奨に係る規制の適用除外を受けることができるとされている。

【富裕層個人 (下記の何れかに該当)】

- ・ 10 万ポンド以上の年収
- ・ 2.5 万ポンド以上の純資産

【洗練された投資家 (下記の何れかに該当)】

- ・ 少なくとも過去 6 ヶ月間、ビジネス・エンジェルのメンバーもしくはシンジケートであった。
- ・ 過去 2 年間で 1 件以上の非上場企業への投資を行っている。
- ・ 過去 2 年間で、プロフェッショナルとして、プライベート・エクイティもしくは中小企業ファイナンスの分野で働いてきた。
- ・ 過去 2 年間で、年間利益 100 万ポンド以上の企業の役員であった。

他方、質問票については、筆者がクラウドキューブのサイトで試行したところ、第 1 段階として現在の職種や企業・投資の経験について聞かれた後、第 2 段階として図表 6

図表 6 クラウドキューブの投資家に対する質問票

設問	解答選択肢	正解
ほとんどのスタートアップ企業はどうなるか？	・成功して投資家に多大な利益をもたらす ・損益分岐点に達する ・破綻する	
投資したスタートアップ企業が破綻したらどうなるか？	・投資資金を回収できない可能性が高い ・創業者が支払ってくれる ・Crowdcubeが支払ってくれる	
希望すればいつでも投資資金を戻してもらえるか？	・是、発行体は請求に応じて払い戻す法的義務を負う ・是、いつでも取引所で持ち株を売却できる ・否、発行体を買収されるか上場しない限り、通常は容易に持ち株を売却できない	
スタートアップ企業は配当を支払うか？	・是、投資直後に支払われる ・是、投資後1年で支払われる ・否、スタートアップ企業は一般的に配当を支払わない	
投資対象が成功して持ち株を売りたい場合はどうするか？	・発行体を買収されるか上場しない限り、通常は容易に持ち株を売却できない ・発行体の創業者が買い戻す法的義務を負う ・あらゆる状況でも必ず持ち株を売却できる	
投資後に発行体が証券発行した場合、持分のレベルはどうなるか？	・発行体に対する相対的な持分比率は低下する ・発行体に対する相対的な持分比率は増加する ・発行体に対する相対的な持分比率は変わらない	
スタートアップ企業に投資するとき、次のいずれが最良の手法か？	・単一の企業に全ての資金を投じる ・複数の企業にリスクを分散する	

(出所) クラウドキューブより野村資本市場研究所作成

の設問があり、全て正解する必要がある<sup>30</sup>。

設問の内容は、上記「クラウドファンディング：あなたの投資は守られていますか」と重複しており、この設問の事項を理解していれば、旧 FSA が求める洗練された投資家の水準と同等の投資家になるとの判断がなされているものと思われる。

他方、トランポリン (Trampoline) は旧 FSA 認可を受けていないが、自己認証する富裕層個人もしくは洗練された投資家のみで投資案件を紹介するのであれば、当局認可なくして業務運営できると主張しており、法律顧問の確認も経ているという。旧 FSA 及び金融行為監督機構も、こうしたアプローチに対して、少なくとも表立っては懸念を表明していない。

## 2 . オーストラリア

オーストラリア証券投資委員会 ( Australian Securities & Investments Commission、ASIC ) は 2012 年 8 月、クラウド・ファンディングに関するガイダンスを発出した ( 図表 7 ) 。

ASIC のクレッグ・タンザー委員は 2013 年 3 月、現地紙に寄稿し、ほとんどのクラウド・ファンディングは金銭的リターンを伴う投資には該当しないが、投資に該当する場合、ASIC の規制対象になり、引き続き注意深くモニタリングをしていくと述べている<sup>31</sup>。

<sup>30</sup> 設問への回答は 1 人 1 回とされているが、正解を誰かに教えてもらったり、教えたりすることを防止する手立ては施されていない。

<sup>31</sup> “Ups and Downs of Crowd Funding” *The Australian*, March 18, 2013



図表 7 ASIC のクラウド・ファンディングに関するガイダンス

クラウド・ファンディング全般のリスクに対してウェブサイト管理者ができること	
	詐欺的行為のリスクに対して、プロジェクト創設者の素性と適格性の確認を行うこと。
	資金調達されたプロジェクトが遂行されず資金拠出者が約束された物品等を受け取れないリスクに対して、ウェブサイトにプロジェクトが掲載される前に、プロジェクト創設者がいつ・どのようにプロジェクトを完成させるのかを開示させ、ウェブサイトを通じて進捗状況を定期的に報告させること。
	詐欺やウェブサイト管理者の破綻によりプロジェクト創設者に資金が渡らないリスクに対して、調達資金を信託口座で管理者の資産と分別保管させること。
投資型クラウド・ファンディングについて	
	資金拠出者が単なる寄付をする場合、もしくは僅少な価値の物品を受け取る場合、会社法やASICの規制は適用されない。また、クラウド・ファンディング取引が物品の事前購入契約に当たる場合は、2010年競争及び消費者法（Competition and Consumer Act 2010）が適用され、消費者に対して誤解を与える情報提供等が禁止される。
	クラウド・ファンディングが金融商品のオファーに該当する場合、クラウド・ファンディングのウェブサイト管理者は金融商品のオファーを行う者として会社法の適用を受ける。
	・金融サービス・ライセンスの取得・保有
	・リテール投資家向けに証券投資の勧誘等を行う場合は、商品概要書（product disclosure statement、PDS）プロダクト・ディスクローチャー・ステートメントの提供
	証券発行に該当する場合、発行体には目論見書の登録等が求められる。
	クラウド・ファンディングのウェブ・サイト管理者による投資家へのオファーが集団投資スキームの勧誘に該当する場合は、PDSの提供とASICへの当該スキームの登録が求められる

（出所）ASIC より野村資本市場研究所作成

### 3 . カナダ

2012年11月、オンタリオ州の経済発展・イノベーション大臣ブラッド・ツグイド大臣がIT関係者向けの講演において、消費者・投資家保護を確保しつつ、クラウド・ファンディングを促進する必要性について言及し、オンタリオ証券委員会がクラウド・ファンディングに係る証券規制の適用除外を検討しているとした<sup>32</sup>。

翌12月、オンタリオ証券委員会（Ontario Securities Commission、OSC）はコンサルテーション・ペーパー<sup>33</sup>を発売し、投資型クラウド・ファンディングの目論見書規制からの適用除外について、「（具体的な規制の導入ではなく）議論のみを目的とする」「関係者の意見や投資家保護その他の規制上の懸念を検討した後、クラウド・ファンディングに係る適用除外を導入しない判断を下すこともあり得る」と慎重な前提を置きつつ、クラウド・ファンディングの適用除外に必要な投資家保護として以下の規制案を提示している（抜粋）<sup>34</sup>。

- ・ あらゆる個人が投資できるが、1投資案件につき2,500カナダ・ドル、年間で10,000カナダ・ドルを上限とする。
- ・ 販売時の情報開示として、発行体やファンディング・ポータルに関する基本情報を提供すること。特に、発行体に係る主要なリスク及び（作成していれば）一年分の財務

<sup>32</sup> “Ontario to Back startup crowdfunding; Fraud warning” *National Post*, November 30, 2012

<sup>33</sup> OSC Staff Consultation Paper 45-710 “Considerations for New Capital Raising Prospectus Exemptions” December 14, 2012. 2011年11月にカナダ証券規制庁（Canadian Securities Administrators）が自衛力認定投資家及び最低投資額による適用除外について検討を開始し、その一環でOSCが目論見書規制の適用除外を検討したものであり、クラウド・ファンディングは、その一節に位置づけられている。

<sup>34</sup> ファンディング・ポータルについては、JOBS法同様、当局もしくは自主規制機関への登録を求めている。

諸表を含むこととする。

- ・ 投資家はリスク確認書に署名することとし、その内容として、投資上限の範囲内であること、投資額全てを失う可能性があり、それに耐えられること、投資対象が非流動的であることを理解していること（非報告会社の場合）、を含むこと。
- ・ 2営業日のクーリング・オフ期間を設定すること。
- ・ 発行体に係る継続開示義務として、毎年財務諸表を投資家に提示するとともに、販売日と価格を含む発行証券に関する情報、証券保有者名と保有額、調達資金の用途、を含む記録を保存することとする。

上記コンサルテーション・ペーパーについてOSCは、2013年1~2月に3回に渡って同コンサルテーション・ペーパーに係る意見聴取会を開催した。今後、どのような規制上のアクションを採るのか（あるいは採らないのか）、注目される。