

《金融情報 2012-7》

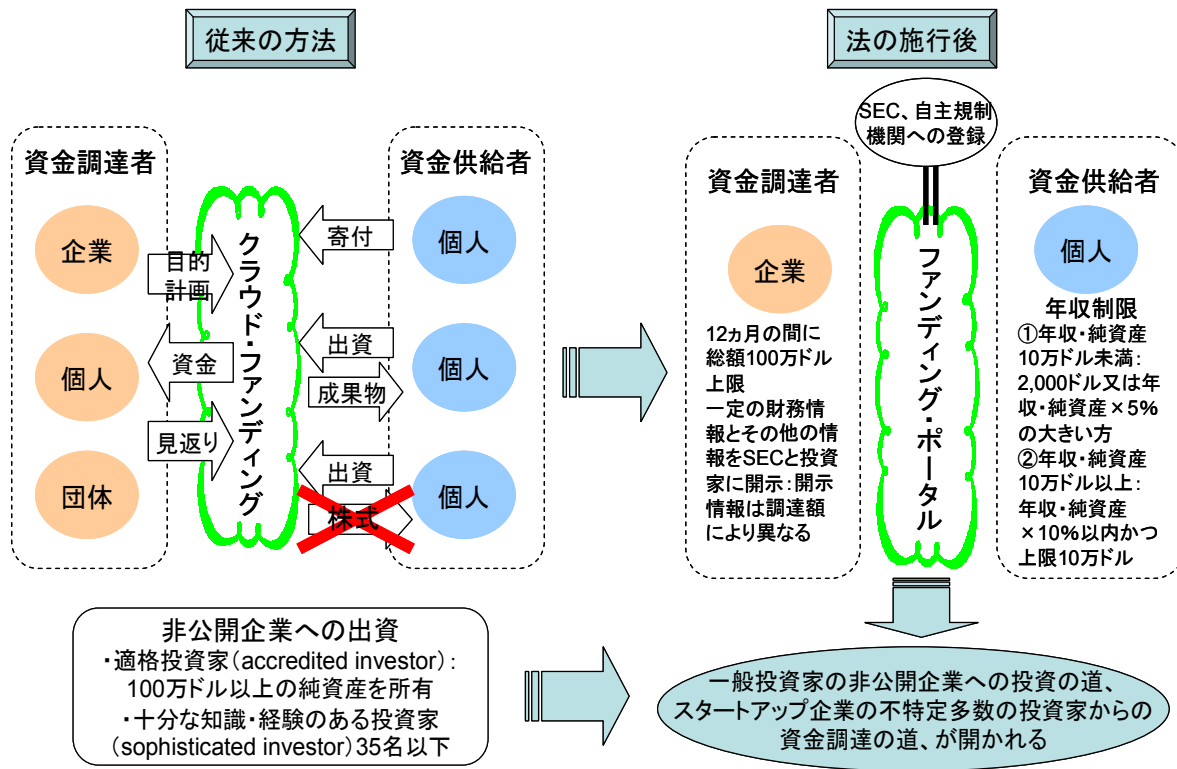
2013年3月28日
No.2012-022

米国で成立した「クラウド・ファンディング法」 とわが国への示唆

調査部 主任研究員 野村 敦子

《要 点》

- ◆ 金融庁では、インターネットを通じた不特定多数の投資家からの小口の資金調達方法（株式投資型クラウド・ファンディング）の実現に向け、金融商品取引法の改正も視野に入れて、新制度創設の検討を開始したとの報道がなされている。これは、2012年4月に米国で成立した「クラウド・ファンディング法」に倣ったものである。
- ◆ 米国では、従来、起業間もない企業（スタートアップ企業）の資金調達源は、親類や知人、起業に成功したエンジェルなど一部富裕層に限られていた。これが、クラウド・ファンディング法の成立に伴い、金額に上限は設けられているものの、不特定多数の投資家から出資を募ることが可能になるとされている。また、一般投資家も非公開企業への投資の道が開かれることになる。
- ◆ もっとも、今回の規制緩和をきっかけに詐欺的行為が横行する恐れがあるなど、個人投資家保護の面で懸念が生じると批判する声も多い。そこで、現在、米国証券取引委員会（SEC）が実際の運用に向け、詳細なルールの設定について検討を進めているところである。
- ◆ わが国でも、インターネットを利用した P to P レンディングやクラウド・ファンディングが登場しているものの、現行法のもとでは株式投資型クラウド・ファンディングの実施は困難である。そこで、金融庁ではベンチャー企業に対するリスクマネーの供給の多様化を図ることを目的に、米国のクラウド・ファンディング法を参考に新制度創設の検討を開始したということである。
- ◆ 米国とわが国では、投資環境等が異なっているため、単純に同様の制度を導入することは難しいだろう。しかし、リスクマネーの供給源の多様化やクラウド・ファンディング活用のための環境整備等に関しては、共通の課題を抱えているといえる。クラウド・ファンディングがベンチャー企業の新たな資金調達・運用手段として活用され、利用者の利便性や安全性の向上、新たな金融サービスの開発につながるように、先行する米国の動向を踏まえ、日本版クラウド・ファンディング法の検討が進められることが望まれる。



『日本総研 Research Focus—金融情報』は、金融に関して、研究員独自の視点で切り込むレポートです。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・野村敦子宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0481

Mail: nomura.atsuko@jri.co.jp

1. はじめに

2012年4月に米国では「Jumpstart Our Business Startups Act（通称JOBS法）」が成立し、そのなかの「クラウド・ファンディング除外規定（通称クラウド・ファンディング法）」により、インターネットを通じた不特定多数の投資家からの小口の資金調達方法（株式投資型クラウド・ファンディング）が認められることとなった。これに倣い、わが国でもベンチャー企業の資金調達方法の多様化に向け、金融庁が同様の制度創設について検討を開始したとの報道がなされている¹。

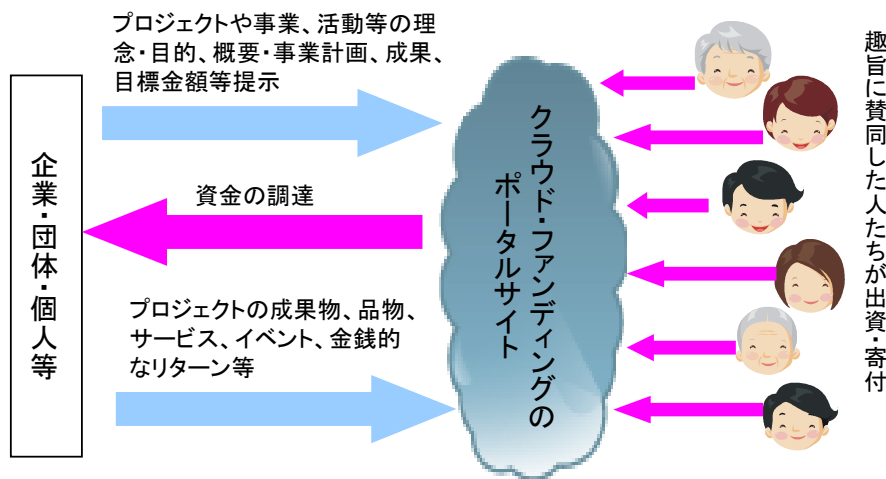
そこで、本稿では米国のクラウド・ファンディング法の概要と課題について整理するとともに、わが国への示唆を探る。

2. クラウド・ファンディング法の成立

JOBS法は、新興企業の資金調達を拡大させる法律として注目されている。同法では、新たに「Emerging Growth Company（新興成長企業）」という定義が設けられ、直近の売上高が10億ドル未満で、IPO（Initial Public Offering：新規公開）から5年を経過していない等の要件を満たした企業について、1933年証券法及び1934年証券取引所法上の情報開示や内部統制等の義務が緩和されることになった。同法のもと、新興企業の資金調達にかかるコストや事務的な負担を軽減することで起業やIPOを促進し、経済活性化や雇用創出に繋げることを企図している。

この法律の第三編が、通称「クラウド・ファンディング法（CROWDFUND Act）」と呼ばれるものである。ここに「クラウド・ファンディング除外規定（Crowdfunding Exemption）」が設けられ、「クラウド・ファンディング」と呼ばれるインターネットを通じた不特定多数の投資家からの小口の資金調達について、1933年証券法では違法とされてきたものが、募集総額を限定する等の一定の制限を設けることで認められることとなった。

図表 1 クラウド・ファンディングの概要



(資料)各種資料を参考に日本総合研究所作成

「クラウド・ファンディング」のクラウドとは、群衆（crowd）を意味する。資金を必要とする個人や団体等が、インターネット（クラウド・ファンディングのポータルサイト）を通じて、出資の

¹ 2013年3月23日付日本経済新聞「ネット以小口資金調達 ベンチャー育成新手法 金融庁検討」等。

対象となるプロジェクトや活動・事業等の理念や目的、事業計画、目標金額、出資の見返り等を説明し、不特定多数の賛同者（crowd）から出資や寄付を募るという資金調達方法である（図表 1）。米国の調査会社の Massolution によれば、クラウド・ファンディングは、①有価証券に対し出資し、キャピタルゲインを期待する「株式投資型（Equity-based）」、②金銭を貸し付け、一定のリターン（利子）を受け取る「融資型（Lending-based）」、③出資の見返りとして物品やサービス、イベントへの招待等が提供される「報酬型（Reward-based）」、④出資者が経済的な見返りを求めない「寄付型（Donation-based）」、の4つのカテゴリーに分けられる。このうち、①の株式投資型のクラウド・ファンディング（エクイティ・クラウド・ファンディング）が現行の証券法等に抵触していた。それというのも、

- ① 米国では企業が証券発行を通じて資金調達を行う場合、金額の多寡にかかわらず、1933年証券法ならびに1934年証券取引所法に基づき、証券取引委員会（SEC）に対して登録しなければならない。加えて、発行時の情報開示（発行開示）とその後の定期報告（継続開示）の義務が課せられる。
- ② SECへの発行登録をしないで証券の発行ができるのは、「適格投資家（accredited investor）」に対してのみ、あるいは適格投資家でなくても十分な知識・経験のある投資家（sophisticated investor）35名以下の場合のみとされている。適格投資家は、100万ドル以上の純資産を所有するなど、様々な要件を満たさなければならない。
- ③ ②の場合、発行企業は投資家に対して一般的な宣伝・勧誘行為を行うことを禁止される。しかし、インターネットを利用した宣伝・勧誘行為は一般的な宣伝・勧誘行為であるとして募集とみなされ、②の免除の要件は失われ、登録などさまざまな規制が課せられる。
- ④ 証券取引法上、非公開企業であっても株主の数が一定数以上となると、継続開示義務が課されることとなっており、現状、資産1,000万ドル超の企業は株主数が500人以上になった場合、上場企業と同様の財務情報の継続的開示が義務づけられる。

このように、現行法のもとでは、起業間もないベンチャー企業（スタートアップ企業）がインターネットを通じて多数の一般個人から出資を募る投資型のクラウド・ファンディング（エクイティ・クラウド・ファンディング）を行うことは難しく、結果として、親類や知人、あるいは起業に成功した一部富裕層（いわゆるエンジェル）、ベンチャー・キャピタルに依存せざるを得なかった。

3. クラウド・ファンディング法の概要

クラウド・ファンディング法の成立により、1933年証券法の第4条に除外規定（Crowdfunding Exemption）が新たに設けられ、株式投資型のクラウド・ファンディングによる資金調達の道が開かれることになった。すなわち、従来、非公開企業がSECへの登録なしに証券の募集・売出しができるのは適格投資家宛のみとされていたのが、クラウド・ファンディング法により、不特定多数の投資家に対し少額の募集（12ヵ月の間に総額100万ドルを上限とする）を行うことが可能とされた。ただし、投資家保護の観点から、投資家の年収等に応じて年間投資額に上限が設けられている。

具体的には、

- ① 年収または純資産が10万ドル未満の投資家については、2,000ドルまたは年収もしくは純資産の5%のうちの大きい方の金額

- ② 年収または純資産が 10 万ドル以上の投資家については、年収または純資産の 10%以内かつ上限 10 万ドル

が上限とされている。

クラウド・ファンディング法に基づき資金調達を行った企業は、募集時ならびにその後の継続開示として、一定の財務情報とその他の情報を SEC と投資家に開示しなければならない。開示情報は調達額により異なり、

- ① 10 万ドル以下：直近事業年度の確定申告書と経営者により真正性・完全性が証明された財務諸表
② 10 万ドル超 50 万ドル未満：独立公認会計士のレビューを受けた財務諸表
③ 50 万ドル超：監査人による監査済の財務諸表

とされている。

クラウド・ファンディング法では、除外規定の条件を満たす資金調達の仲介業者として、SEC および自主規制機関に登録された証券会社に加え、投資を募集するサイトも「ファンディング・ポータル (Funding Portal)」として新たに付け加えられた。クラウド・ファンディング法に基づき資金調達を行う企業 (証券発行企業) は、SEC と自主規制機関に登録された証券業者またはファンディング・ポータルサイトを通じて行わなければならない。1934 年証券取引所法は、ファンディング・ポータルについて「他者の勘定のために、有価証券の募集または売出を含む取引の仲介者として活動する者」と定義している。ファンディング・ポータルは、SEC および自主規制機関に登録し、SEC の定める規制に服さなければならない、投資に伴うリスクその他投資家の理解のために必要となる情報開示を行わなければならないとされている。また、ファンディング・ポータルは投資アドバイスの提供、サイト上で提供される株式の売買の勧誘、勧誘を行うスタッフや代理業者への報酬、ファンドや証券の所有・運用などの行為が禁止されている。

現在、JOBS 法ならびにクラウド・ファンディング法の施行に向け、SEC において詳細なルールが検討されているところであり、SEC ルール決定後に、投資型クラウド・ファンディング (エクイティ・クラウド・ファンディング) による資金調達は正式に実施可能となる。

4. 法制定で期待される効果と課題

クラウド・ファンディング法を含む JOBS 法の成立により、米国では、スタートアップ企業やスモールビジネス (小規模企業) の資金調達が円滑化することが期待されている。しかしながら、規制緩和をきっかけに個人投資家に対する詐欺的行為が横行する恐れがあるなど、個人投資家保護に懸念が生じるとして、法案が検討されている段階から反対する意見が多いのも事実である。

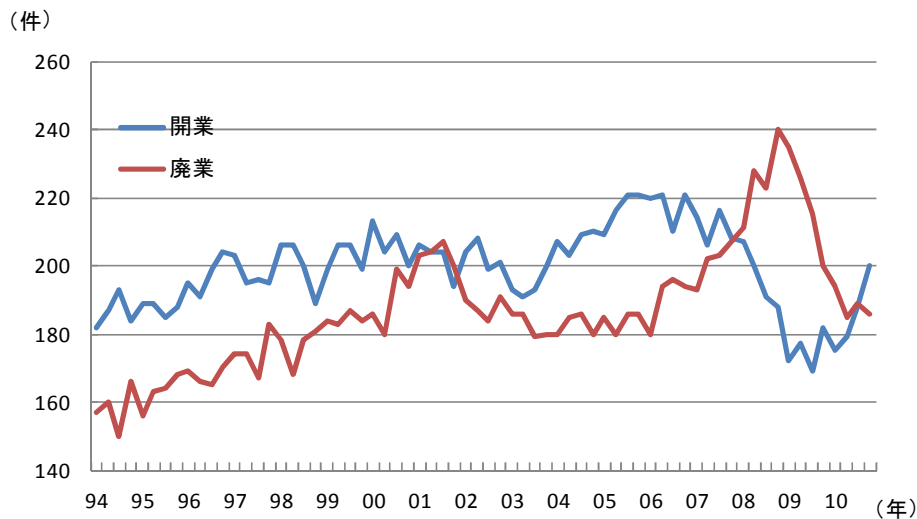
そうしたなかで、議会の多数の賛成 (下院：賛成票 390・反対票 23、上院：賛成票 73・反対票 26) をもって JOBS 法が成立した背景には、ベンチャー企業や中小企業はアメリカの経済成長に重要な役割を果たしているものの、近年、IPO や起業件数が低下しており、政府や市場関係者が強い危機感を抱いていることがある (図表 2、3)。

カウフマン財団 (Ewing Marion Kauffman Foundation) のレポート²によれば、「創業 5 年未満の企業が毎年平均 300 万人の雇用を生み出している一方、それよりも古い企業は雇用喪失のほう

² Tim Kane “The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction” Ewing Marion Kauffman Foundation, July 2010

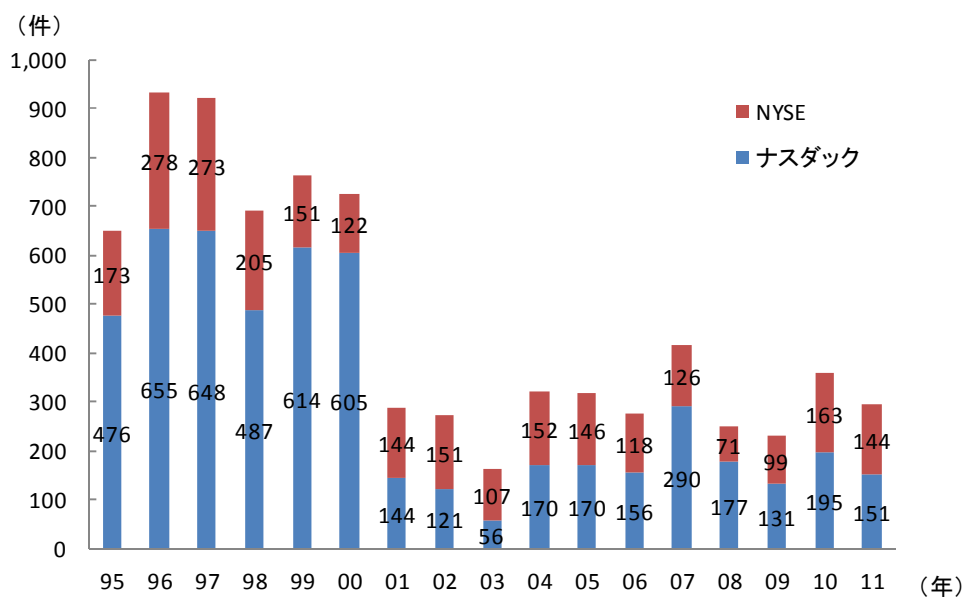
創出よりも大きい」(図表 4) など、新興企業が米国の雇用創出に重要な役割を果たしていることが示されている。また、ROCKETHUB が 2012 年 5 月に発表した白書によれば、「米国の雇用の 65% が小規模企業により創出されたもので、新しいスタートアップ企業の登場は、雇用機会につながる。健全なクラウド・ファンディング市場があれば、スタートアップ企業が 10%増加し、5 年間で 17 万人の雇用が創出される」としている。

図表 2 米国の開業・廃業件数の推移

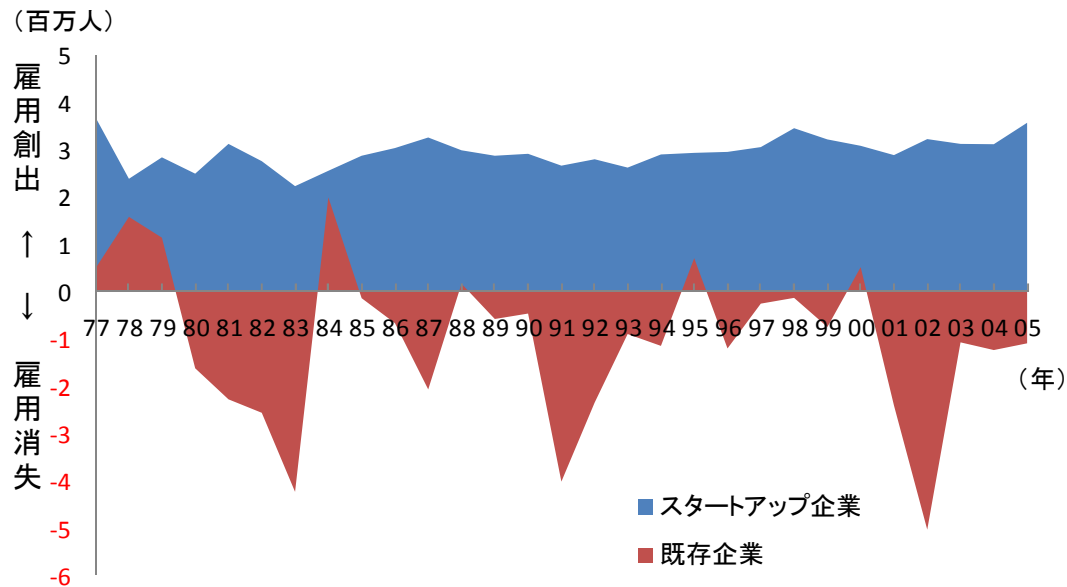


(資料)U.S. Small Business Administration, Office of Advocacy (原データ:U.S. Bureau of Labor Statistics, Business Employment Dynamics)

図表 3 米国主要株式市場における IPO 件数の推移



(資料)World Federation of Exchanges

図表 4 米国における雇用創出・消失の推移


(資料)Tim Kane “The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction” Ewing Marion Kauffman Foundation, July 2010(原データ: Business Dynamics Statistics)

起業間もないスタートアップ企業の資金調達手段は、従来、家族や知人、一部の富裕なエンジェルなどに限られており、多くの企業が資金難により成長の機会を逸し、廃業を選択せざるを得なかった。クラウド・ファンディングは、資金難に直面するスタートアップ企業にとって、エンジェルやベンチャー・キャピタルからの出資を受けたり、上場が可能な規模に成長するまでの橋渡し役となることが期待されている。個人投資家にとっても、非公開企業への投資の道が開かれ、資金運用の手段が多様化することになるとみられている。

ただし、クラウド・ファンディング法の実際の運用までには、詳細な検討が必要とされる。第一に、個人投資家保護の観点から、

- ① 資金調達の際に、企業が公開すべき情報の範囲や程度
- ② 募集価格の決定方法
- ③ 出資者の権利
- ④ 仲介業者となる証券会社やファンディング・ポータル信頼性を見極める基準
- ⑤ 株価操作、詐欺などの不正防止、投資家保護のための自主ルールの策定ならびに監視を行う機関（業界団体）
- ⑥ 投資家に対する業界共通の窓口

などの検討が必要と考えられる。

また、調達側の企業においても、

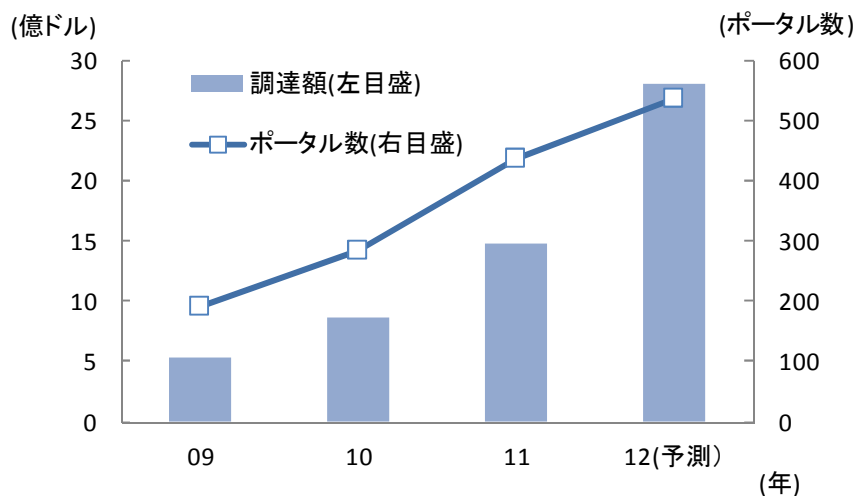
- ① 株主数が多くなることで、企業の経営をコントロールできなくなる恐れ
- ② クラウド・ファンディング条項に基づく資金調達についても、一定の情報開示が求められ、開示した情報に重大な不備があった場合には、投資家から損害賠償を請求される可能性があること
- ③ クラウド・ファンディングのポータル運営事業者はあくまで資金調達の仲介業者であって、

エンジェルやベンチャー・キャピタルが提供するハンズオン機能を有するわけではないこと等に留意して、クラウド・ファンディングを利用する必要があるかどうかを検討する必要がある。

5. わが国への示唆

Massolution によれば、2011 年のクラウド・ファンディングの市場規模は全世界で 15 億ドルとされ、2012 年には 28 億ドルと倍近くに拡大すると予測している（図表 5）。わが国においても、インターネットを利用した P to P レンディングやクラウド・ファンディングが登場しており注目されている。

図表 5 クラウド・ファンディングの市場規模



(資料)Massolution ”Crowdfunding Industry Report –Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms”
May 2012

こうした状況下、わが国でもベンチャー企業向けリスクマネー供給という観点から、金融庁が米国の動向を参考に、新制度の創設に向け検討を開始したとの報道がなされている。わが国には、クラウド・ファンディングを直接規定する法律がなく³、金融庁では今後、株式投資型のクラウド・ファンディングの実現に向け、金融商品取引法の改正や参入事業者の審査要件の設定、株式市場への上場要件の一部緩和などに取り組む予定とされている。

これまで、わが国では 2009 年 6 月に新興企業の資金調達の円滑化を目的として、市場参加者を「プロ投資家⁴」に限定したプロ向け市場が創設されている（TOKYO PRO Market、旧 TOKYO

³ 金融商品取引法では、一般投資家（50 名以上）から株式・社債等の募集を行う場合、有価証券届出書が必要だが、募集する金額が 1 億円以内なら記載内容が簡易な有価証券通知書、さらに 1,000 万円以下なら通知書も不要とされている。したがって、新興企業がクラウド・ファンディングにより小額の資金調達を行うことは制度的には可能である。しかし、第一種金融商品取引業者でなければ株式を取り扱うことができないなど、日本では、新興企業がクラウド・ファンディングを活用して一般投資家向けに有価証券による資金調達を行うことは困難であることが指摘されている。

⁴ プロ投資家とは、投資に関する知識や経験があり、金商法の規定する勧誘規制など詳細な投資家保護規定による保護を受けることなく、自らの責任で投資判断を行えると考えられる投資家を指す。具体的には、適格機関投資家（金融機関や投資運用業者など）に加えて、地方公共団体や上場会社、外国法人

AIM)。プロ向け市場では、上場基準や開示規制等が緩和され、国内外の新興企業が上場しやすい環境の整備が図られた。しかしながら、プロ向け市場の開設から3年以上が経過しているものの上場案件が3件にとどまる（2013年3月26日現在）など、期待されたほどの成果を挙げていない。金融危機の発生による市場環境の悪化に加え、投資家をプロ限定にしたために十分な流動性が確保されにくいことや、証券会社が上場後も企業の適格性の調査及び確認の義務を負うシステム（J-Nomad=指定アドバイザー、現在はJ-Advisorに呼称変更）であることから引き受けに慎重になったこと、などが要因として指摘されている。

一方、米国のJOBS法及びクラウド・ファンディング法は、「一般投資家」が非公開企業に投資できる機会や手段を拡大することにより、起業間もない企業の資金調達の円滑化を図り、次の資金調達手段（エンジェルやベンチャー・キャピタルによる出資、株式市場での新規公開）への橋渡し役となることを企図している。また、上場後も「新興成長企業」というカテゴリーを設け、上場に伴う新興企業の負担を軽減することで、企業の成長を促進することを目指している。株式投資型クラウド・ファンディングの実際の運用に向けて、一般投資家保護の観点から検討すべき課題は多く残されているものの、新興企業の資金調達手段の多様化や非公開企業に対する投資の裾野の拡大など、わが国の新興企業に対するリスクマネー供給への取り組みにも参考になると考えられる。

わが国でも、クラウド・ファンディングの事業主体や利用者の拡大とともに、サービスや事業者の法律上の位置づけの明確化、投資家保護や取引ルールの設定（自主規制も含め）等を検討する必要性が高まっている。最近も、学費募集のクラウド・ファンディングにおいて、寄付を募った人物の実際の状況が当初の説明とは異なっていたことでサイト炎上などの問題に発展し、運営者の謝罪だけではおさまらず、企画自体が中止となった事例がある。このように、クラウド・ファンディングの利用範囲が拡大すれば、それだけトラブルの発生が増加することが懸念される。

先行する米国の動向は、新興企業に対するリスクマネーの供給方法の一つとしても、ルール制定や課題解決に向けた取り組みの方向性としても参考になると考えられる。もちろん、米国とわが国では、投資に対する考え方やベンチャー企業を取り巻く環境、株式市場における投資家層の厚み等が異なっているため、単純に米国と比較したり、同様の制度をわが国に導入することはできないだろう。しかしながら、スタートアップ企業に対する資金供給源の多様化や、クラウド・ファンディングが適正に活用されるための環境整備、不正行為の防止、一般投資家の保護、などといった点では共通の課題を抱えているとみることができる。クラウド・ファンディングが新興企業の新たな資金調達・運用手段として、利用者の利便性や安全性の向上、新たな金融サービスの開発につながるように、SECや自主規制機関によるルール制定や環境整備への取り組み動向、日米の投資環境の違い等を踏まえ、日本版クラウド・ファンディング法の検討が進められることが望まれる。

などの特定投資家、ならびに、それ以外の法人や投資資産3億円以上等の要件を満たす個人も、金融商品取引業者（証券会社）に対して自ら申し出ることによって、特定投資家としての取扱いを受けることができる。

