

クラウドファンディング

- イノベーションを実現する創業金融の一形態 -

村 本 孜

<目次>

- 0. はじめに
- 1. 企業ステージと資金調達
 - [1.1] イノベーションと金融
 - [1.2] 企業ステージとリスク
 - [1.3] 創業金融の課題
- 2. エンジェル税制
 - [2.1] エンジェル税制の仕組み
 - [2.2] エンジェル税制の対象要件
 - (1) ベンチャー企業要件
 - (2) 個人投資家要件
- 3. クラウドファンディング
 - [3.1] クラウドファンディング
 - [3.2] アメリカのクラウドファンディング法
 - (1) 従来の法制の制約
 - (2) クラウドファンディング除外規定：クラウドファンディング法
 - (3) Funding Portal
 - [3.3] クラウドファンディングの種類
 - [3.4] 金融商品取引法との関連
 - (1) 金融商品取引業
 - (2) 集団投資スキームとクラウドファンディング
- 適格機関投資家等特例業務 -
 - [3.5] クラウドファンディングの課題 - 投資家保護規制との関連 -
- 4. クラウドファンディングに類似した仕組み
 - [4.1] コミュニティ・ボンド(妻籠, コミュニティ建設, 住民参加型地方債: 病院債)

- [4.2] コミュニティ・クレジット（神戸，諏訪一の柱）
 - [4.3] 市民バンク（永代信組，都内信組，山形銀行など）
 - [4.4] NPOバンク（金融NPO）
 - [4.5] 市民投資ファンド
 - [4.6] 講（無尽・頼母子）・模合
5. 既存の未上場株式取引
- [5.1] 規制改革会議の指摘
 - [5.2] グリーンシート制度
 - [5.3] クラウドファンディングに関連して
6. 結び
- 〔参考文献〕

0. はじめに

創業期企業の資金調達いわゆる創業金融には多くの制約がある。創業期の企業は、製造業であれば新製品の開発途上であったり、新製品開発のアイデア段階で、試作品・プロトタイプを試行段階だったりする場合が多い。いわゆる事業化がなされていないので、各種のトラック・レコードがない。とくに、売上・利益などの財務データは存在しない。したがって、創業者の個人財産や友人・知人・親戚などからの善意の資金がその創業資金にならざるをえない。通常の金融機関ないし金融サービスはこの段階の企業には対応できる手段はないに等しい。創業期の資金規模は、それほど巨額ではないのにも拘らず、外部金融は殆んど存在しない。

僅かに、インフォーマル・インベスターと呼ばれる個人投資家が、篤志家として個人の資金を提供することが行なわれている。いわゆるエンジェル投資家である。このような個人投資家を支援するのがエンジェル税制である。後述するように、エンジェル税制（ベンチャー企業投資促進税制）は、企業ステージでいうと、シーズ段階・スタートアップ段階に対応するものではなく、たかだかアーリー段階に対応するものである。

創業期企業の製品開発の実現可能性などのリスク（開発リスク）をカバーする金融手段は存在しないのが従来の制度であった。ところが、近年、この分野に蟻の一穴を開ける手段が登場した。その代表的なスキームが、クラウドファンディングと呼ばれるインターネットを活用したものである。資金を必要とする個人・法人がプロジェクト内容をインターネット上の運営業者（funding

クラウドファンディング

portal) のサイトに公開し、運営業者がインターネット経由で資金を寄付や投資の形で募集する。この募集に賛同する不特定多数の個人・法人が資金を必要とする個人・法人に寄付や投資を行なうスキームを総称するのが、クラウドファンディングである。インターネットの普及や ICT 技術の発展が生み出した新たな金融手法ともいえる。汎用的な契約フォームを整備し、諸手続きをウェブ上で完結することにより、膨大な取引のコストを低減することが可能になったのである。少人数の funding portal ながら、数万人規模の投資家から数億円規模の資金を集めることが可能になっている。

クラウドファンディングはアメリカを中心に活用が始まり、日本でも東日本大震災の復興支援などに活用されて、一挙に普及しつつある。情報通信審議会 2013 年 7 月 5 日の「イノベーション創出実現に向けた情報通信技術政策の在り方」(中間答申)では、イノベーション創出実現に必要な民間のリスクマネーの活性化にクラウドファンディングの制度化を取り上げている。総務省という金融官庁でない部署の報告にこのような文言が入ることは珍しい¹⁾。金融庁も金融審議会で WG を設置し、2013 年 12 月に報告を取り纏めている(後述)。

クラウドファンディングの利点は、自分の意思で、自らの気に入った商品に投資するという「意思あるマネー」を提供できることにある。金融機関に任せ

1) この答申には、新しいファンドの仕組みとして日本版コンセプト実証ファンド(PoC ファンド)、ベンチャーキャピタルへ投資するファンド・オブ・ファンドの創設、エンジェル税制の要件緩和(手続き簡素化、法人版エンジェル税制創設)、M&A 促進税制(のれん代の非償却資産化ないし一括償却・特別損失への参入)などを挙げている。わが国でクラウドファンディングの議論の本格化は、2013 年 3 月 15 日の産業競争力会議における金融担当大臣の発言や 4 月 11 日の規制改革会議・創業等ワーキンググループ第 2 回会合での検討などが嚆矢で、日本証券業協会での検討懇談会の設置や金融審議会での検討が開始された経緯がある。規制改革会議創業等ワーキング・グループ第 2 回会合(2013 年 4 月 11 日)では、クラウドファンディングについて金融庁からの説明が行なわれた

(<http://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kaigi/meeting/2013/wg/sogyo/130411/item2.pdf>)。同 WG の「報告書(案)」(2013 年 5 月 27 日)には、「1. リスクマネー供給による起業・新規ビジネスの創出」の中に「(1) 資金供給の促進」として、「ベンチャー企業の育成その他の成長支援のための資金供給の促進の観点から、IPO(新規株式公開)の際に提出が求められる財務諸表の年数の限定や内部統制報告書の提出に係る負担を一定期間軽減する等の新規上場のコストを低減させるための企業内容等の開示の合理化、インターネット等を通じた資本調達(いわゆるクラウド・ファンディング)を促進するための枠組みの整備、地域に根ざした企業等の資本調達を促すためのグリーンシート制度の見直し、新興市場における新規上場時における最低株主数基準等の見直し、有価証券報告書等の虚偽記載等の民事責任の見直し、大量保有報告制度の見直し等について検討を行う。」と記載されている(後述)。

て同様の投資をすることも可能であるが、あくまで金融機関という専門家の活用で間接的な投資になる。この専門家の活用はリスクの評価などで利点があり、投資の手段としては有効である。しかし、直接に自分の意思を反映できるわけではない。

さらに、クラウドファンディングは、比較的少額の投資でよいので、負担するリスクもそれほど大きいものではない。したがって、自分の意思の実現としては、比較的負担感の小さい投資手段なのである。

本稿は、このクラウドファンディングの現状をサーベイし、その課題を抽出することを目的とする。その際、類似の金融手法である NPO バンク・金融 NPO、市民ファンドなどについても整理しておきたい。

1. 企業ステージと資金調達

[1.1] イノベーションと金融

イノベーションには、シュンペーター (Schumpeter, J.) が指摘したように、資金的な裏付けないし金融支援が不可欠な要素である。シュンペーターの『経済発展の理論』第2章の「発展はいかにして金融されるか」という節では、新結合 (イノベーション)²⁾ に必要な生産手段の購入に用いられる資金は、自己資金がない場合に、国民経済の貯蓄によって賄われることが示される一方、発展のためには別の資金調達手段が必要とされ、これが「銀行による貨幣創造」

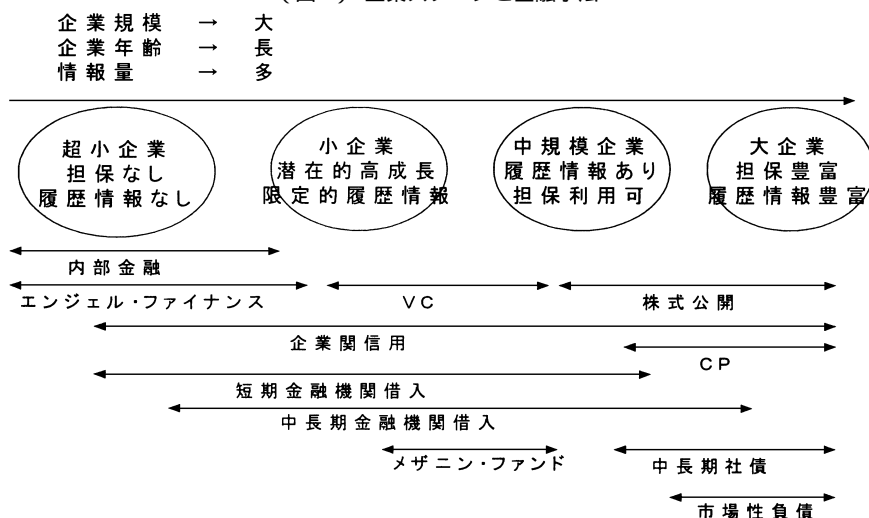
2) シュンペーターは『経済発展の理論』において、イノベーションを新結合として捉え、次の例を提示した。新しい財貨、すなわち消費者の間でまだ知られていない財貨、あるいは新しい品質の財貨の生産、新しい生産方法、すなわち当該産業部門において実際上未知な生産方法の導入。これはけっして科学的に新しい発見に基づく必要はなく、また商品の商業的取り扱いに関する新しい方法も含んでいる、新しい販路の開拓、すなわち当該国の当該産業部門が従来参加していなかった市場の開拓。ただしこの市場が既存のものであるかそうかは問わない、原料あるいは半製品の新しい供給源の獲得。この場合においても、この供給源が既存のものであるか単に見逃されていたのか、その獲得が不可能とみなされていたのかを問わず、あるいは始めてつくり出されねばならないかは問わない、新しい組織の実現、すなわち独占的地位 (たとえばトラスト化による) の形成あるいは独占の打破 (Schumpeter [1926] pp. 100~101. 前掲訳書 pp. 182~183 (机上版 p. 152), 英語版 p. 66)。また、『景気循環論』[1939] では、「すでに使われている商品の生産についての技術上の変化、新市場や新供給源泉の開拓、作業のテラー組織化、材料処理の改良、百貨店のような新事業組織の設立」を「革新 (イノベーション)」と呼んでいる (Schumpeter [1939] Vol. 1, p. 84. 邦訳第1巻 p. 121)。この点については、村本 [2012b] pp. 4~8。

であるとしている³⁾。

イノベーションを実現する主体として企業者が重要であるが、この企業者は中小企業それも個人企業から小企業といったイメージが強く、いわゆるベンチャー・ビジネスがその具体像である。イノベーションを技術革新・開発として認識すると、巨額の開発資金を要するようなイノベーションは専ら大企業によって担われるので、資金的困難はそれほどではない。金融システムが、グローバル化や金融イノベーションの進展によって格段に進化し、資本市場での資金調達手段が多様化し、かつその利用も容易化し、エクティ・ファイナンスとして知られる状況となっている。さらに、株式分割など株式会社がそのガバナンス機構の拡充の過程で導入された手法が、大企業・中堅企業の資金調達を容易化している。

イノベーションの担い手としての中小企業に注目すると、中小企業自身が技術革新・開発の担い手として活動する場合（新規創業）と、経営革新に取り組む場合が考えられる（既存の中小企業の第二創業や新分野進出など）。金融的には、新規創業の場合が、いわゆるベンチャー企業の立ち上げに該当し、資金調達が困難なケースである。経営革新として既存企業が取り組むケースは、既

(図1) 企業ステージと金融手法



(出所) Berger and Udell [1998] p. 623.

3) Schumpeter [1926] pp. 108~109. 邦訳上巻 pp. 195~196 (机上版, p. 161~162), 英語版 pp. 72~73。

に業歴・財務諸表等があり、資金調達には金融のルールに準拠する可能性が高い。この点は、すでに Berger and Udell [1998] の指摘を俟つまでもなく(図1)、広く企業の発展段階と資金調達問題として認識されている。経営革新の場合には、金融機関の情報生産機能が重要であり、いわゆるリレーションシップ・バンキングの教える処が支配的となる。

[12] 企業ステージとリスク

企業の発展ステージに対応したリスクとその資金調達問題については、村本[2010]の第2章で検討したので、詳細はそちらに譲るが、企業にもライフサイクルがあり、ライフステージ毎の資金調達問題が、ステージ毎にある諸リスクに対応する必要がある。とくに、創業期の企業には、シーズ段階(プレ創業、起業)とスタートアップ(真の創業)、アーリー段階(アイデアを商品化・事業化)に区分して考える必要がある。IPO(株式上場)を一応のEXITと考えると、ミドル段階、レーター段階もあるが、この段階になると、ベンチャー・キャピタルや金融機関が充分に対応可能になるので、通常の金融問題になる。

シーズ段階とスタートアップ段階は、ベンチャー・キャピタルも対応しにくい段階で、手持ち資金や友人・知人・親戚などからの資金援助に依存する段階でもある。ここに対応するのが、エンジェル投資家という個人投資家である。研究・技術開発(R&D)を事業化しようとする際に、資金調達の問題から事業化できないことを「死の谷」(death valley)問題と呼ぶが(図2)、この「死の谷」を超えられない事業・企業は多い。事業リスクのうち、開発リスク・製造リスクが大きいためである。

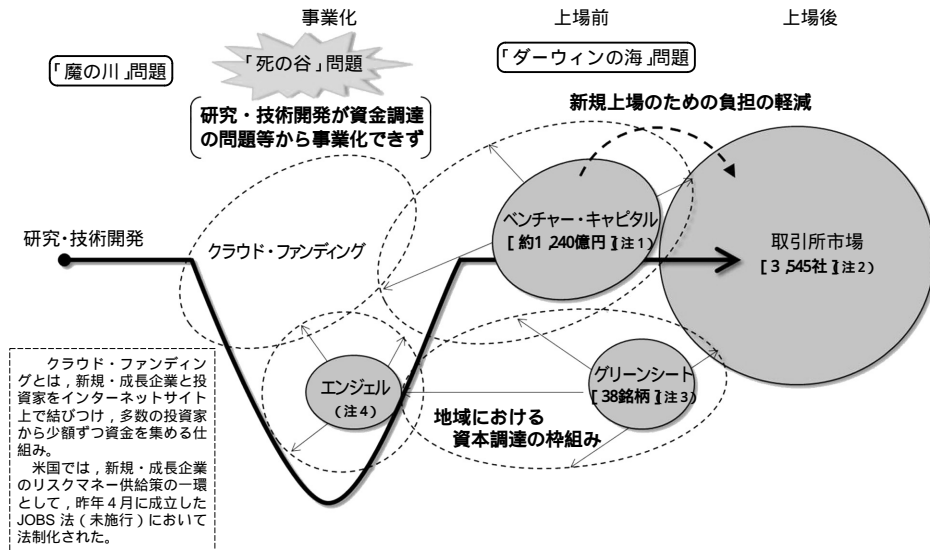
開発リスクというのは、ベンチャー企業の出発点である開発段階(シーズ段階ないしアイデア段階)に特有なリスクである。この段階は、事業立ち上げの前段階であり、その開発がどの程度の事業可能性を持つかの判断は困難とされる。開発した商品・サービスのアイデアが基本的には開発者の頭の中しか存在せず、外部からは的確な判断を下せないからである。外部の金融手法は、制度的なものは、可能だとしても政府系のファンドになる。

預金金融機関がこの段階で可能なのは、目利き能力で、開発者のアイデアをプロトタイプにまで具体化することを要請することで、アイデアを形にすることにより、開発者の単なる思い付きなのか、製品化が可能なかを判断することになる。金融機関の判断の一部として、専門家の意見聴取も含まれる。

クラウドファンディング

(図2) 「死の谷」問題

(参考) 新規・成長企業へのリスクマネーの供給について



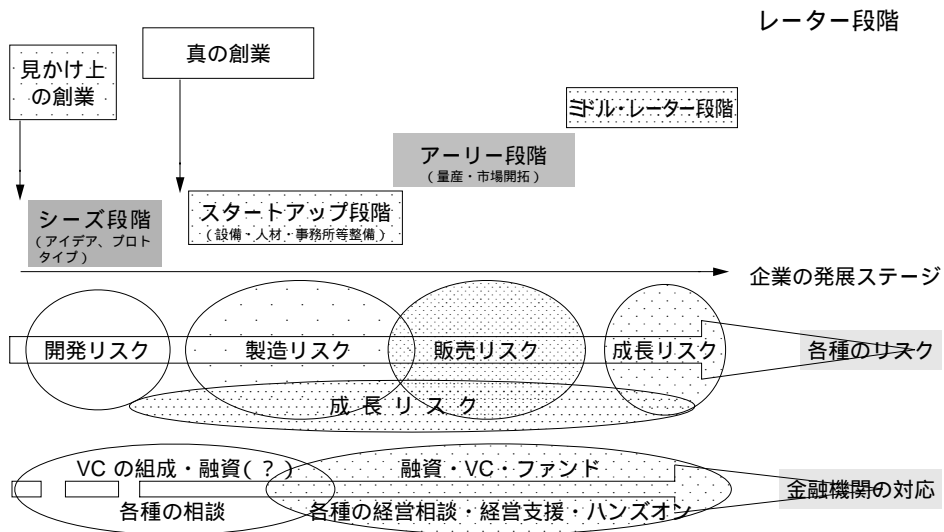
- (注1) ベンチャー・キャピタル年間投融資額(2012年度)。米国は約23兆円(2011年)。
 (注2) 全国上場会社数(2012年末)。米国はNYSE(US)2,339社、NASDAQ2,577社(2012年末)。
 (注3) グリーンシート銘柄数(2012年末)。米国におけるピンクシート登録銘柄数は10,121銘柄(2011年10月末)。
 (注4) エンジェル税制を利用した個人投資家の投資額は、約9.9億円(2011年度)。なお、米国におけるエンジェルの年間投資額は、1.5兆円程度といわれている。

(出所) 情報通信審議会資料(2013年7月5日)
http://www.soumu.go.jp/main_content/000236853.pdf

製造リスクは、アイデアを基に事業を立ち上げる段階(シーズ段階からスタートアップ段階)に存在する。事業立ち上げは、製造業であれば、量産化のための設備投資を行ない、原材料確保、人材確保等を行なう。サービス業では、事業所設置、人材雇用などを行なう。この事業立ち上げ段階では、経営の複雑化、資金需要拡大などが発生する。製造業では、プロトタイプをうまく作れても、それが量産化には直結せず、量産化のコスト計算、すなわち採算の確認が必要となる。アイデア段階、プロトタイプ段階で、原価(コスト)計算はなされないことが多いからである。さらに、製造工程は立ち上げ時にはうまく動かないことも多く、設備の円滑稼働、労働者の生産習熟度の向上までには時間がかかり、これらの製造リスクは大きい。サービス業であっても、事業立ち上げ時には製造業と同様、サービスに習熟していないための失敗(リスク)が存在する。

この段階になると、預金金融機関の対応もあり得て、ベンチャー経営者の経

(図3) 企業ステージと諸リスク, 金融手法



営能力の見極めはある程度可能で、開発段階よりもリスク評価は容易となり、通常の企業金融のノウハウ活用が可能であるものの、未成熟な企業という点では、判断は困難であることに変わりはない。目利き能力が重要になる。現状では、政府系のファンドしか対応していない。

企業ステージとその各段階におけるリスクとそれを実現する金融手法を整理すると、図3のようになる。このような「死の谷」問題ないし開発リスク問題に対応するには、新たな金融手法が必要と認識されており、その1つがクラウドファンディングである。クラウドファンディング (crowdfunding) とは、不特定多数の人が通常インターネット経由で他の人々や組織に財源の提供や協力などを行なうことを指す、群衆 (crowd) と資金調達 (funding) を組み合わせた造語である。Social funding ともいう。この手法は、特段新しいものではなく、昔からある「講」とか、沖縄で行なわれている「模合」と考え方は同じである。そのプラットフォームがインターネットで、そこを経由して行なわれるという点に特徴がある。

[13] 創業金融の課題

創業期の企業に対する金融すなわち創業金融に特別の金融手法があるというよりも、中小企業金融に特有の問題が根底にある。企業金融では、外部金融として債務型資金調達 (デット・ファイナンス) と資本型資金調達 (エクティ・

クラウドファンディング

ファイナンス)がある。デット・ファイナンスは金融機関からの借入で主であり、エクティ・ファイナンスは資本市場調達である。中小企業金融では、中小企業がいきなり資本市場上場は困難なので、デット・ファイナンスが一般的である。金融機関の融資が中小企業の発展の鍵であり、この点はシュンペーターの指摘のとおりである。

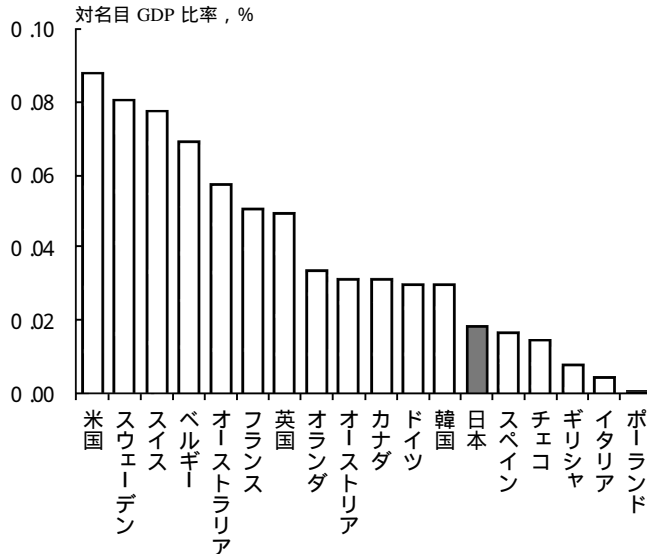
エクティ・ファイナンスは、中小企業の上場 (IPO: Initial Public Offering) が困難なことから、ファンドが介在することによって補完される。ファンドは、投資組合のことで、投資家からの資金を受託し、中小企業に対する投資を行なう。ファンドの投資対象は、株式が一般的であるが、社債のこともある(広義のエクティ・ファイナンス)。このファンドの典型的が、ベンチャー・ファンドである。このファンドの担い手(組成者)は、ベンチャー・キャピタルで、有限責任組合の形態を採ることが多い。ベンチャー・ファンドは、ベンチャー企業にリスクマネーを供給するもので、日本での残高は8,000億~1兆円程度で、諸外国に比して規模が小さい(図4)。

ファンドには、この他に、パイアウトファンド(非上場企業を友好的に買収するもの。2007年に86件、6,554億円)、ヘッジファンド(金融工学手法により、空売りやデリバティブで収益確保、07年末に2~3兆円)、アクティビストファンド(敵対的TOBを行なう、物言う株主)、経営者支援ファンド(友好的に、対話を通じて経営改善を求める)などが存在する。

創業期の金融には、イノベーションの担い手としての評価を行なうこと、すなわち「企業を診る」ことが重要である。いわゆる目利きである。その際、企業の財務はいうまでもない。その他に、企業のポテンシャルを診ることが重要である、すなわちその企業の保有する技術・技能、経営者の経営能力・進取の気概などの資質・リーダーシップ、企業の組織、他の企業との取引など(関係性)、従業員の士気・資質などの非財務情報の評価(定性情報。ソフト情報)が重要となる。これらを知的資産といい、それを文書化したものを知的資産経営書という。昨今の統合報告書 integrated reporting が話題になるが、これは財務・非財務情報を統合した報告書であり、まさにベンチャー企業、イノベティブな中小企業にはフィットする手法である⁴⁾。中小企業金融には、経営相談・経営支援・コンサルティングが重要になるとしたリレーションシップ・バンキングこそ、この具体的な金融手法である。

4) 統合報告書については、村本 [2013] 参照。

(図4) ベンチャー・キャピタルの規模(2009年)



(注) 09年時点。集計対象は OECD 加盟国の GDP 上位国。
 (資料) OECD “Entrepreneurship at a Glance 2010”, ベンチャーエンタープライズセンター『2010年ベンチャービジネスの回顧と展望』, 内閣府『国民経済計算』。
 (出所) 日本銀行『金融システムレポート』2013年4月号, p. 20。

2. エンジェル税制

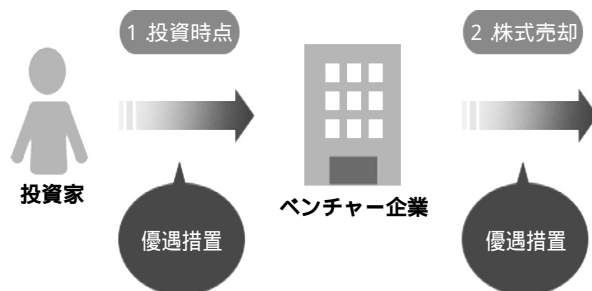
[2.1] エンジェル税制の仕組み

日本のエンジェル税制(ベンチャー企業投資促進税制)とは、ベンチャー企業への投資を促進するためにベンチャー企業へ投資を行なった個人投資家に対して税制上の優遇措置を行なう制度である。ベンチャー企業に対して、個人投資家が投資を行なった場合、投資時点と売却時点のいずれの時点でも税制上の優遇措置を受けることができる。また、民法組合・投資事業有限責任組合経由の投資についても⁵⁾、直接投資と同様に本税制の対象となる。個人投資家がベンチャー企業の新規発行株式を金銭の払込みにより取得した場合に本税制の対象となる。ただし、発行済株式を他の株主から買ったり、譲り受けたりした場合は対象とならない。

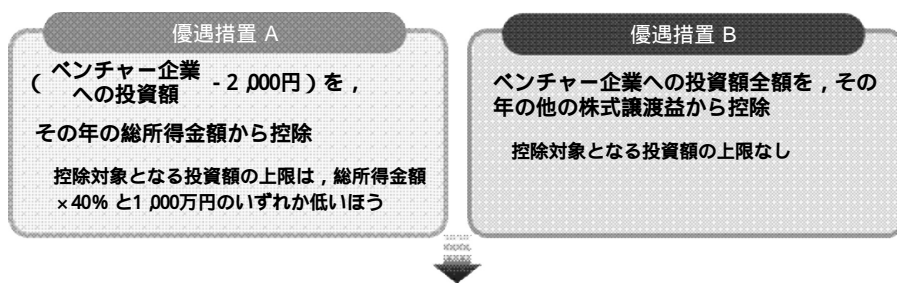
5) 民法組合とは民法第667条第1項に規定する組合契約の締結によって成立する組合、投資事業有限責任組合とは投資事業有限責任組合契約に関する法律第2条第2項に規定する投資事業有限責任組合を指す。

クラウドファンディング

(図5) エンジェル税制の仕組み(個人投資家は投資時点, 株式売却時点のそれぞれの時点において, 税制上の優遇措置を受けることができる)



(図6) 投資時点での優遇措置



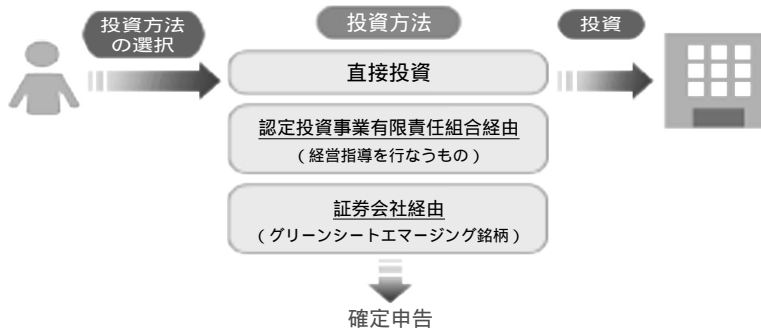
*) 2010年4月1日より寄附金控除が改正され, 優遇措置 A の自己負担額が5,000円から2,000円に減額された。

ベンチャー企業へ投資した年に受けられる優遇措置は, 図6のAとBの優遇措置のいずれかを選択できる(なお, 優遇措置Aは, 2008年4月1日以降の投資が対象となる)。

次に, 未上場ベンチャー企業株式を売却した年に受けられる優遇措置は以下のようなものである(売却損失が発生した場合)。未上場ベンチャー企業株式の売却により生じた損失を, その年の他の株式譲渡益と通算(相殺)だけでなく, その年に通算(相殺)しきれなかった損失については, 翌年以降3年にわたって, 順次株式譲渡益と通算(相殺)ができる。ベンチャー企業が上場しないまま, 破産, 解散等をして株式の価値がなくなった場合にも, 同様に翌年以降3年にわたって損失の繰越ができる。ベンチャー企業へ投資した年に優遇措置(AまたはB)を受けた場合には, その控除対象金額を取得価額から差し引いて売却損失を計算する。

エンジェル税制における株式を取得する方法(投資方法)については, 次の3つの方法, 直接投資, 認定投資事業有限責任組合経, 証券会社経由,

(図7) エンジェル税制の投資方法



がある(図7)。それぞれにおいてエンジェル税制の確認申請の方法が異なっている。投資家は、投資対象企業がエンジェル税制の対象になるか否かを確認できる制度を事業確認制度という。これはベンチャー企業がその資金調達において、エンジェル税制の対象になるかを確認できる制度で、この確認を得ることで、個人投資家に対してエンジェル税制適用企業であることを提示し、個人投資家からの投資促進が期待できることになる。事前確認が行なわれた場合には、経済産業省のホームページで、会社名等を公表している。

[2.2] エンジェル税制の対象要件

(1) ベンチャー企業要件

エンジェル税制の優遇措置を受けるためには、個人投資家による資金の払込期日時点でベンチャー企業要件と個人投資家要件を満たさなければならない。事前確認制度を利用する場合、申請日時点でベンチャー企業要件のみを確認すればよい。

ベンチャー企業要件は、投資した年の減税措置(図8の優遇措置AまたはB)毎に要件が異なる。売却した年の減税措置は、優遇措置A・Bの要件のいずれかを満たせば適用される。いわゆる、新規創業のほかに、既存企業の新事業進出の場合も認められる(たとえば、老舗自転車メーカーが車イス製造販売に挑戦するケース、建設会社が子会社を設立して有料老人ホームを開設するケース、中小企業3社が連携して新製品を開発するケース、中小メーカーと中小販売会社が連携して新販売先を開拓するケース、青果卸業者が共同で、青果輸出商社を設立して、輸出を開始するケース、商店街で若者向けブティックを誘致するケース、共同で地域ブランド製品を製造するむらおこし企業の設立のケ

クラウドファンディング

(図8) ベンチャー企業要件

優遇措置 A		優遇措置 B	
<p>(対象企業への投資額 - 2,000円) を、その年の総所得金額から控除</p> <p>控除対象となる投資額の上限は、総所得金額 × 40% と 1,000万円のいずれか低い方</p>		<p>対象企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除</p> <p>控除対象となる投資額の上限なし</p>	
<p>優遇措置 A の対象となる企業</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 創業（設立）3年未満の中小企業者であること ・ 下記の要件を満たすこと 		<p>優遇措置 B の対象となる企業</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 創業（設立）10年未満の中小企業者であること ・ 下記の要件を満たすこと 	
設立経過年数 (事業年廣)	要件	設立経過年数 (事業年廣)	要件
1年未満かつ 最初の事業 年度を未経過	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上。	1年未満	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上。
1年未満かつ 最初の事業 年廣を経過	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。	1年以上～ 2年未満	試験研究費など（宣伝費、マーケティング費用含む）が収入金額の3%超。または、新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上。
1年以上～ 2年未満	試験研究費等（宣伝費、マーケティング費用を含む）が収入金額の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。または新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。	2年以上～ 5年未満	試験研究費等（宣伝費、マーケティング費用を含む）が収入金額の3%超。または売上高成長率が25%超。
2年以上～ 3年未満	試験研究費等（宣伝費、マーケティング費用を含む）が収入金額の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。または売上高成長率が25%超で営業キャッシュ・フローが赤字。	5年以上～ 10年未満	試験研究費等（宣伝費、マーケティング費用を含む）が収入金額の5%超。

ース、なども含まれる。

設立後、最初の事業年度を経過していない場合には、営業キャッシュ・フロー赤字の要件は不要であるが、最初の事業年度を経過している場合には、たとえば設立1年未満の企業であっても営業キャッシュ・フロー赤字の要件が必要となる。図8の の要件のうち、研究者というのは、特定の研究テーマを持って研究を行っており、社内で研究を主として行なう者で、試験研究費等に含まれる支出がなされる者が該当する。新事業活動従事者というのは、新規製品やサービスの企画・開発に従事する者や、新規製品やサービスが市場において認知されるために必要となる広告宣伝や市場調査の企画を行なう者が該当する。

試験研究費等とは以下の試験研究費とその他の費用のことをいう（試験研究費：新たな製品の製造または、新たな技術の発明にかかる試験研究のための特別に支出する費用。具体例としては、研究者の人件費 / 試験・研究のための原材料費 / 試験研究にかかる調査費等経費 / 外部への試験研究の委託費などをいう。その他の費用：新たな技術、もしくは新たな経営組織の採用、技術の改良、市場の開拓または新たな事業の開始のための特別に支出する費用。具体例としては、技術の採用にかかる費用（技術導入費、特許権の使用、マニュアル使用料等）・経営組織の採用にかかる費用（販売提携や代理店採用にかかる企画担当者の人件費、会議費、調査費等）・技術の改良にかかる費用（製品化に向けての研究者人件費や原材料費、マニュアル作成のための費用等）・市場の開拓等にかかる費用（新製品 PR のための広告宣伝費・市場調査費・展示会開催費、PR グッズの制作費や広報パンフレットの作成費等）などをいう）。営業活動によるキャッシュ・フローとは、企業活動は営業活動、投資活動、財務活動の3つの活動からなるが、キャッシュ・フロー計算書は、この3つの活動のそれぞれについて現金の出入りを見るもので、営業活動によるキャッシュ・フローは、仕入れ（製造）、販売、管理活動に伴う現金の出入りを示したものである。

図8に加えて、ベンチャー企業の要件としては、以下のものが必要となる。

- ・ 外部（特定の株主グループ以外）からの投資を 1/6 以上取り入れている会社であること。
- ・ 大規模法人（資本金1億円超等）及び当該大規模法人と特殊な関係（子会社等）にある法人（以下「大規模法人グループ」という）の所有に属さないこと。
- ・ 未登録・未上場の株式会社で風俗営業等に該当する事業を行なう会社でないこと。

（2）個人投資家要件

個人投資家の要件は、投資した年の減税措置（優遇措置 A または B）、売却した年の減税措置ともに共通の要件である。金銭の払込により、対象となる企業の株式を取得していることと、投資先ベンチャー企業が同族会社である場合には、持株割合が大きいものから第3位までの株主グループの持株割合を順に加算し、その割合が初めて 50% 超になる時における株主グループに属してい

クラウドファンディング

ないこと、である。

特定の株主グループとは、発行済株式の総数の30%以上を保有している株主グループ（個人とその親族等）を指す。外部からの投資を1/6以上取り入れていることとは、上述の特定の株主グループが保有している株式の合計数が、発行済株式の総数の5/6を超えないことを指す。ただし、発行済株式の総数の50%超を保有している株主グループがいる場合には、その株主グループの保有している株式の数だけで発行済株式の総数の5/6を超えなければ、の要件を満たしたとみなす。大規模法人グループの所有に属さないこととは、発行済株式の総数の1/2超を、1つの大規模法人グループに保有されておらず、また、発行済株式の総数の2/3以上を、複数の大規模法人グループに保有されていないことを言う。金銭の払込みとは、他人から譲り受けた株式や、現物出資により取得した株式は対象にならない。同族会社とは、その会社の上位3位までの株主グループ（個人とその親族等）が、当該企業の株式等を50%超保有している会社を指す。

3. クラウドファンディング

[3.1] クラウドファンディング

クラウドファンディングは、インターネットをプラットフォームにして、不特定多数の投資家から株式への投資を募集することによる企業の資金調達的手法といえる。資金を必要とする個人・企業・団体等がインターネットのポータルサイト（funding portal）を通じて、出資対象のプロジェクトや活動・事業の理念や目的、事業計画、目標金額、出資の見返り等を提示し、不特定多数の賛同者（crowd）からの出資あるいは寄付を募るという資金調達方法である。

イノベーションのコンテキストでいえば、新規企業ないし成長企業と出資者をインターネット上でマッチングし、不特定多数の出資者から少額ずつの資金を集めるスキームと整理できる。資金の提供者と資金を必要とする個人・法人の間をマッチングする運営業者 funding portal は、いわば投資・寄付の仲介を行なうので、資金を必要とする個人・法人のプロジェクトの審査を、信用情報をはじめ、ソーシャル・ネットワーク・サービス（SNS）などのインターネット上のレピュテーションなども活用している。運営業者は、低コストでの資金調達手段を提供する場を提供する一方、集めた資金の多寡に応じて手数料を徴

収して運営を行なっている。

これまでも通常の金融手法では資金を調達できない場合、市民バンクや NPO バンク、市民投資ファンドなどの工夫も行なわれてきたが、広く賛同者を募るという点では、インターネットには及ばなかった。資金を集める側が自らのプロジェクトの内容をきめ細かく発信し、かつそれに託す思い・こだわり等を動画などの映像を通じて提示可能になったこと、新たなマーケティングの手段にもなるというのが重要な要素である。資金を提供する側も、そのプロジェクトに対する思いに共感し、早い段階から夢に対して直接に参加するというイノベーター的な意識を喚起されるので、単に寄付というものに留まらず、金銭的なリターンがなくとも投資・出資に賛同するというスキームが成り立っている。

特に、シーズ段階では、アイデアに留まっているもの、プロトタイプしかない段階の製品をインターネットで提示することで、完成品はなくとも、生産者・供給者の思いを伝えることができ、その思いに対して資金を提供する賛同者を募ることが可能になる。すなわち、図2の「死の谷」を越えることが可能になる。従来、困難であったシーズ段階であっても、資金を調達ないし獲得することが可能になるのである。クラウドファンディングの最大の意義は、このシーズ段階、そしてスタートアップ段階の企業に資金調達を可能にすることである。エンジェル投資家依存の状況を打破することが可能になるのである⁶⁾。

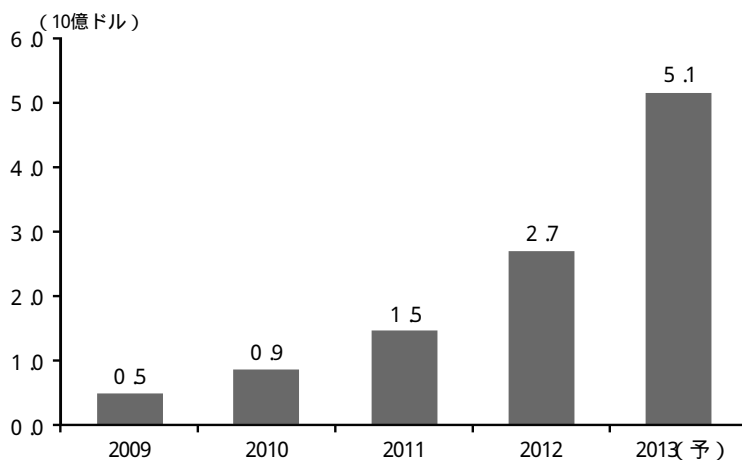
金融的には、株式会社であれば、未公開株式に対する投資・出資を求めらるるので、従来の法制等では認められなかった要素も多い。この手法は、アメリカで発展し、近年 JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act, 2012 April) の中で規定され、法制度的にも整備されつつある。JOBS Act は、新興企業（下記の定義による）の資金調達を拡大することを目的とし、より少ない制限のもと小規模な投資家から広く出資を募ることを可能にする法案といわれ、2012年4月に成立した。施行は遅れていたが、2013年10月に同法を施行するための細則を定める規則案が SEC により公表された。

アメリカの調査会社 Massolution の Crowdfunding Industry Report によると、全世界規模で、クラウドファンディングは2013年に約51億ドルと推計されて

6) 実際にクラウドファンディングで資金調達した事例を見ると、金融機関の審査には馴染まない理解を得られないとの判断から、funding portal に持ち込んだとの状況がある。獲得した資金の20%を funding portal に手数料として支払うという制約があるにしてもである。『週刊金融財政事情』2013年7月15日号、p. 14。

クラウドファンディング

(図9) クラウドファンディングの規模



(出所) Crowdfunding industry report (Crowdsourcing.org)

(表1) 世界のクラウドファンディングの概況

類型	寄付型	購入型	投資型
概要	ウェブサイト上で寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付する等	購入者から前払いで集めた代金を元手に製品を開発し、購入者に実感した製品等を提供する等	運営者を介して、 ・事業者が発行する株式を購入する ・投資家と事業者との間で匿名組合契約を締結し、出資を行う
対面	なし	商品・サービス	事業の収益
主な資金提供先 (日本の場合)	被災地・途上国等の個人・小規模事業等	被災地支援事業、障害者支援事業、音楽・ゲーム製作事業等を行う事業者・個人等	音楽関連事業、被災地支援事業、食品、酒造・衣料品等
クラウドファンディングポータル数シェア	約28%	約43%	約15%
代表的ポータル	GofundMe(米国) Global Giving(米国) Cause(米国) Just Giving(英国)	Kickstarter(米国) Indiegogo(米国) READY FOR(日本) CAMPFIRE(日本)	Crowdcube(英国) Seedrs(英国) ミュージックセキュリティーズ(日本)

(出所) 金融庁金融審議会 WG 資料(2013年9月10日)

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20130910/03.pdf

いる(図9)。2009年には5.3億ドルの規模であったものが、2010年に8.5億ドル、2011年には14.7億ドルと急増している⁷⁾。

7) 金融理論的には、情報の非対称性問題を解決する手段としてのマイクロ・ファイナンスと

[32] アメリカのクラウドファンディング法

(1) 従来の法制的制約

アメリカの1933年証券法、1934年証券取引所法は、企業に情報開示や内部統制等で義務を課しており、新興企業には負担感の大きいものであった。そこで、JOBS法では、新興企業 Emerging Growth Company を新たに定義した。この定義によれば、新興企業というのは、直近の売上高が10億ドル未満で、IPOから5年を経過していない等の要件を満たす企業とされる。この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を促進することで、経済の活性化や雇用の創出に繋げることをJOBS法は企図したのである。

クラウドファンディングには、後述のようにいくつかのタイプが存在するが、株式投資型のクラウドファンディングはアメリカの証券法等に抵触ないし制約されていたのである。アメリカでは、企業が証券発行によって資金調達を行なう場合、金額の多寡に拘わらず、1933年証券法・1934年証券取引法により、SEC（証券取引委員会）に対して登録義務があり、証券発行時の情報開示（発行開示）とその後の定期報告（継続開示）の義務がある。非公開企業であっても、証券取引法上は、株主数が一定以上になると、前述の継続開示義務が課せられる。具体的には、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開示義務が課せられることになっている。したがって、株式への投資によるクラウドファンディングは極めて困難で、実現不可能であった。

無論、アメリカの証券法制で、SECへの発行登録なしで証券発行できる場合もある。適格投資家 accredited investor に対してのみ発行する場合、あるいは適格投資家でなくとも35名以下の十分な知識・経験を有する投資家

の関連も重要かもしれない。情報の非対称性の下では、モラル・ハザードや逆選択により、金融仲介機関が融資不可能な層が存在するが、マイクロ・ファイナンスは、共同体的な信頼関係ないし社会的結合関係を活用して、相互保証などにより、融資を可能にするスキームである。クラウドファンディングでは、このような側面は希薄な場合もある。たとえば、ソーシャル・レンディングを標榜する maneo では、貸し手と借り手は、相互にIDにより、匿名化されていることや、貸し手による借り手への接触禁止などがあり、貸し手が入手できる情報は maneo が提供する借り手の属性情報とオークションの過程で貸し手が借り手に対して行なう質問しかなく、マイクロ・ファイナンスのような共同体的な結合関係のような繋がり希薄であるので、相互扶助的な側面がないことを強調する論もある（森田 [2013] pp. 55-56）。

クラウドファンディング

sophisticated investor に対してのみ発行する場合には、発行登録は不要である。但し、適格投資家の要件が厳しい（100万ドル以上の純資産を所有することなど）ほか、登録なし発行の場合、発行企業は投資家に対して一般的な宣伝・勧誘行為を禁止されるが、インターネット活用の宣伝・勧誘はこれに該当するものとされるため、登録免除とはならず、クラウドファンディングは活用できない。

(2) クラウドファンディング除外規定：クラウドファンディング法

- 投資型の規制緩和措置 -

JOBS 法の第3編 (Title III) が、クラウドファンディング法 (the CROWDFUND Act) と呼ばれるものである。クラウドファンディングについて、1933年証券法第4条にその適用を除外する規定を設けたもので、Crowdfunding Exemption (301条) と呼ばれるものである。証券を発行する企業（発行者）は、原則として、SEC に登録届出書の提出義務があった。すなわち、従来は、非公開企業が SEC への登録なしに証券発行・募集ができず、例外的に適格投資家に対してのみ発行・募集が可能であったことに対して、この除外規定によって不特定多数の投資家に対して少額の募集であれば可能になったのである。少額の募集とは、12ヶ月の間に上限総額100万ドルとするものである。但し、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課せられている（年収または純資産10万ドル未満の投資家については2,000ドルまたは年収または純資産の5%のうち大きい方の額が上限。同じく10万ドル以上の投資家については同じく10%以内かつ上限10万ドル）。クラウドファンディング法によって資金調達を行なった企業には、募集時の

(表2)

JOBS 法の規定

登録届出の規定等は、以下の要件等を満たす証券の募集（クラウドファンディング）については適用除外とする。

- ◆ 募集の総額が年間100万ドルを超えないこと
- ◆ 各投資家の投資額が一定の額以下であること（年収・純資産が10万ドル未満である場合には、2,000ドル・年収の5%の大きい方を超えないこと 等）
- ◆ 発行者が、一定の要件を満たすこと
- ◆ 一定の要件を満たす「仲介者」により取引が行なわれること

取得した証券は、認定投資家や取得者の親族への譲渡等を除き、1年間譲渡できない。

発行開示とその後の継続開示が必要で、一定の財務情報とその他の情報を SEC と投資家に開示する義務がある。開示情報は、調達額 10 万ドル以下の場合には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、同 10 万ドル超 50 万ドル未満の場合には独立公認会計士のレビューを受けた財務諸表、同 50 万ドル超の場合には監査人による監査済の財務諸表、とされている。

(3) Funding Portal

クラウドファンディングは、インターネットをプラットフォームとするので、募集をアレンジする運営会社のサイトがあるが、法的には措置されてはいなかった。これも Funding Portal としてクラウドファンディング法の条件を満たす仲介業者として法的に認められた (JOBS 法 304 条)。

したがって、この法律によって、クラウドファンディングによる資金調達を行なう企業は、SEC と自主規制機関に登録された証券業者または Funding Portal を通じて行なう必要がある。Funding Portal は、SEC および自主規制機関に登録し、SEC の定める規制に従う義務があり、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なう義務がある。Funding Portal 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、勧誘を行なうスタッフや代理業者への報酬、ファンドや証券の所有・運用などは禁止されている。

[3.3] クラウドファンディングの類型

クラウドファンディングについて、定まった類型化が行なわれているわけではないが、アメリカの調査会社 Massolution が整理したものが定着しつつある⁸⁾。それによると、クラウドファンディングのプラットフォーム (CFPs) は 4 つに類型化される⁹⁾。

Equity-based crowdfunding (投資型、株式投資型): 事業の収益を金銭で配当する。

Lending-based crowdfunding (貸付型): 金利支払を伴う。

8) Massolution, *Crowdfunding Industry Report –Market Trend, Composition and Crowdfunding Platforms*, May 2012. (crowdfunding.org).

9) *Ibid.*, p. 12.

クラウドファンディング

Reward-based crowdfunding (報酬型): 金銭以外の商品・サービスでのリターンを支払う。

Donation-based crowdfunding (寄付型): リターンを伴わない。

寄付型というのは、NPOの資金調達で一般的なもので、寄付のインターネット版である。日本では、東日本大震災(2011年)以降、復興に関わって活用され、JustGiving Japan などがある。報酬型は、金銭以外の財物(商品・サービス)で、何らかのリターンを提供するもので、創業企業や新事業に進出する場合に活用されており、日本では、READYFOR? (<https://readyfor.jp/>), CAMPFIRE (<http://camp-fire.jp>) などがある。貸付型はインターネット版ノンバンクで、ソーシャル・レンディングともいい、リターンは金利であり、通常の金融に近いもので、日本では AQUISH, MANEO などがある。

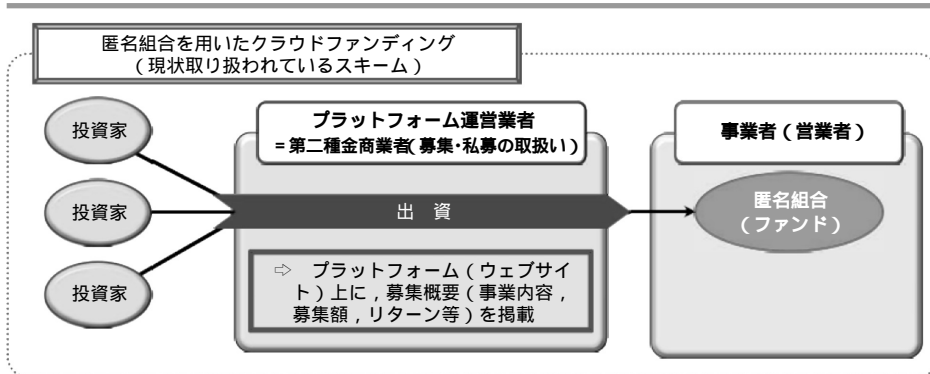
投資型は事業収益の配当を前提として事業へ出資する形態で、インターネットをプラットフォームとするファンドの仕組みであり、日本ではこの分野のフロントランナーであるミュージックセキュリティーズ (<http://www.musicsecurities.com>) などがある。

日本の法制では、投資型のクラウドファンディングは、商法上の匿名組合契約を用いた出資形態が採られており、株式形態での資本調達は行なわれていない。匿名組合というのは、当事者の一方(匿名組合員)が相手方(営業者)の営業のために出資を行ない、その営業から生ずる利益の分配を受けることを約束する契約形態のことである。組合というが、団体を意味するわけでもなく、組織体でもなく、契約の一形態である点に注意を要する。営業者が匿名組合員から集めた財産を運用して利益をあげ、これを分配するのが匿名組合契約であり、日本においては商法第535条に規定されている¹⁰⁾。この匿名組合(契約)により、市民出資ファンドなどが組成され、NPO法人「北海道グリーンファンド」(市民風車「はまかぜちゃん」)などの事例がある¹¹⁾。

10) 匿名組合は、法的には営業者と匿名組合員間の双務契約のことであり、組合といっても団体でもなく、法人格も有しない。匿名組合契約というのが本質である。匿名組合員の出資は営業者の財産になり(商法536条1項)、匿名組合員は営業者の行為について第三者に対して権利義務を有しない(同条2項)。匿名組合員がその氏もしくは氏名を営業者の商号中に用い、又はその商号を営業者の商号として用いることを許諾したときは、その使用以後に生じた債務について、営業者と連帯して履行する責任を負う(537条)。匿名組合契約に基づく損益は、匿名組合員に全て分配することが出来る(ただし、損失分配時は、税務上、出資額を限度とする)。

11) 現行の制度の下で、「株式形態」のクラウドファンディングの取り扱い事例はない。運営

(図10) 投資型クラウドファンディングの金商法上の位置付け



(出所) 金融審議会資料(2013年6月26日)

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20130626/03.pdf

[3.4] 金融商品取引法との関連

(1) 金融商品取引業

2007年にそれまでの証券取引法等が整理統合された金融商品取引法が制定され、有価証券形態でなくとも、匿名組合契約での資金調達も「集団投資スキーム」として、金商法の対象となった。すなわち、金融商品取引業の登録でないと、このようなスキームを活用できないのである。日本の金融商品取引法で、金融商品取引業というのは、同法第2条8項に掲げる行為(その内容等を勘案し投資者の保護のため支障を生ずることがないと認められる一定の行為及び一定の金融機関が行う投資運用業又は有価証券関連業に該当することとなる行為は除かれる。)を業として行なうことをいう。その行為の中には、有価証券(株式、公社債など)・デリバティブの販売・勧誘、投資助言、投資運用、顧客資産の管理などが含まれる。2006年改正前の証券取引法に規定されていた証券業のほか、金融先物取引業・投資顧問業・投資信託委託業なども含んでおり、金融商品取引法(金商法)による規制の対象となる。金商法29条による登録を受けた者(金融商品取引業者)のみが行なうことができるが、同法33条の2による登録を受けた銀行等の金融機関(登録金融機関)も一定の範囲で同様の行為を業として行なうことができる。

業者の行為は、有価証券の募集・私募の取扱いとなり、金商法の第1種金業登録が必要になる(金商法第2条第8項, 9項, 第28条第1項)。また非上場株式については、グリーンシート銘柄を除き、一般投資家に対する投資勧誘は禁止されている(日本証券業協会の店舗有価証券に関する規則第3条)。

クラウドファンディング

金融商品取引業には、第1種と第2種があり、第1種は、有価証券関連の売買・市場デリバティブ取引・外国市場デリバティブ取引、これら取引の媒介・取次・代理、有価証券等精算取次、有価証券等保管業務、有価証券の引き受け・募集・私募、店頭デリバティブ取引・その媒介・取次・代理、PTS（私設取引システム）等運営業務など、旧証券取引法の規定による証券業に近い業務を行なう。第2種は、受益証券・抵当証券・集団投資スキーム持分等の募集・私募、みなし有価証券関連の売買・市場デリバティブ取引・外国市場デリバティブ取引や、これら取引の媒介・取次・代理、有価証券・みなし有価証券関連以外の市場デリバティブ取引等のいずれかを業務とする。

(2) 集団投資スキームとクラウドファンディング - 適格機関投資家等特例業務 -

先の匿名組合を活用した投資ファンドは、「集団投資スキーム」として、金融商品取引法に集約され、このような資金調達は第2種金融商品取引業の登録をした者にしか認められなくなった¹²⁾。したがって、投資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を行なうには、金融商品取引業者としての登録、場合によっては投資運用業の登録が必要になる、というのが現在の法制である。表3に、日本のクラウドファンディングの現状を整理したが、寄付型と報酬型には特段の法的規制は存在しない。しかし、貸付型・投資型には金商法の制約、貸付型には貸金業法の制約が存在する。

但し、金商法では、「集団投資スキーム」に課せられる規制が適用されない「適格機関投資家等特例業務」という特例がある。「適格機関投資家等特例業務」の特徴は、投資家から資金を集める「自己募集」と、集めたお金を事業や投資などで運用する「自己運用」を「金融商品取引業」の届け出をしなくても合法的に行なう事が出来る例外業務で、適格機関投資家等特例業務の届け出をしたものを特例業務届出者と呼び、この届け出によりクラウドファンディングが可能になる。適格機関投資家等特例業務の要件に該当すれば、ファンド組成の際、

12) 「集団投資スキーム」とは、他者から金銭などの出資または拠出を集め、当該金銭を用いて何らかの事業をまたは投資を行ない、その事業から生じる収益等を出資者に分配する仕組みに関する権利はすべて「集団投資スキーム持分」=「みなし有価証券」に該当し、法的形式や事業の内容を問わず、包括的に金融商品取引法の規制対象となる（金商法第2条第2項5・6号）。第2種金融商品取引業の登録を得なければ、「集団投資スキーム」の自己募集・私募を行なうことはできない（同法第28条第2項1号、第29条）。

(表3) クラウドファンディングの類型

	寄付型	購入(報酬)型	貸付型 (ソーシャルレンディング)	投資型 (株式型)
概要	Websiteで寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付	購入者から前原出で集めた資金を元手に製品開発。購入者に完成した製品等を提供	運営者が投資家から出資を募り、匿名組合契約に基づき、集めた資金を個人や法人に貸し付ける	運営者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約をむすび投資を行なう
リターン	なし	商品・サービス	金利	事業の収益(配当)、未公開株提供
規制	-	-	貸金業法・第二種金融商品取引業	第二種金融商品取引業
主な資金提供先	被災地・途上国の個人・小規模業者	被災地支援事業・障害者支援事業、音楽・ゲーム制作事業等を行なう事業者・個人等	個人、不動産の取得資金、飲食店フランチャイズの開業資金、治療院	音楽事業、被災地支援事業、食品・酒造・衣料品製造等
資金調達規模	数万円程度	数万円～数百万円程度	数十万円～数百万円	数百万円～数千万円
1人当り投資額	1口1円	1口1千円程度	1口万円程度	1口1万円～
リスク	事業失敗の可能性	事業中止の可能性	元本割れ	元本割れ
事例 (運営業者: ファンディングポータル)	JustGivingJapan	Campfire Readyfor?	Aqush Maneo	MusicSecurities

ネックになる、第2種金融商品取引業の登録(勧誘段階)、投資運用業の登録(運用段階)が不必要になり、柔軟な対応ができることとなる。適格機関投資家等特例業務に該当するためには、投資家の中に、最低1名以上の適格機関投資家が存在すること、適格機関投資家以外の投資家が49名以下であること、法63条1項1号イロハまでのいずれにも投資家が該当しないこと(特例業務を行なおうとする者に出資を行う投資家がさらに適格機関投資家以外の者(いわゆる一般投資家)から匿名組合出資を受けている場合に、一般投資家が1名だけであっても、要件を満たさなくなる。投資事業有限責任組合(LPS)や有限責任事業組合(LLP)の場合には特例が認められている)、がある。要するに、プロ投資家たる適格機関投資家からの出資を受けることと、49人以下の投資家という条件を満たせば、金商法の制約はなくなることになる¹³⁾。

13) 金商法では、有価証券を勧誘するためには、「金融商品取引業者」としての登録が必要(「株式」の勧誘であれば第一種金融商品取引業者(兼業規制あり、最低資本金5,000万円)として、「ファンド」の勧誘であれば第二種金融商品取引業者(兼業規制なし、最低資本金

クラウドファンディング

表1に日本のクラウドファンディングの状況を整理した。各ファンディング・ポータルサイトに各種の案件ごとの募集状況が掲載されている。最近の動向は、東日本大震災の復興関連案件で注目されたが、新たなビジネス機会の発掘などの案件も多く掲載されている。創業期あるいは既存企業の新分野進出の際に、どのくらい活用されているかの調査はない。表3の整理でいうと、日本では報酬型クラウドファンディングが多いという。これは、寄付型と同様、一般の商取引であり、金融商品取引法の対象とならず、金融規制はかからない。問題は、投資型クラウドファンディングがどの位発展するかであろう。

投資型として実績のあるミュージックセキュリティーズは、2000年の創業で、個人投資家と事業者の間の匿名組合契約をインターネット上で仲介している。同社は、個々の事業プロジェクト毎にファンドを設立する。ホームページで確認する限りでは、音楽関係ではアーティストのCDの1アルバム単位毎に、日本酒では1銘柄毎に、農産物であれば特定の収穫物毎に、というプロジェクト毎に資金を募集する。事業者は集まった資金を当該のプロジェクトのみに使用し、その成果を投資家に分配する。1ファンド当たりの調達額は1,000万~1億円程度で、これまで30分野、100超の事業者に対して、総額33億円を集めており、会員数は6万人超で、30~40歳代が中心という。

このように、クラウドファンディングにはいくつかの類型があるが、金融理論的には、金融機関を経由しないという意味では直接金融ともいえる。貸出型は相対で資金提供するものであるから、相対型取引である。投資型は、相対型取引に近いが、投資という形態を採るので市場型取引の側面もある¹⁴⁾。

[3.5] 投資型クラウドファンディングの課題 - 投資家保護規制との関連 -

日本のクラウドファンディングは、東日本大震災を経験し、その受け皿として機能した経緯を経て、黎明期にある。金融規制のない報酬型に多くの運営業者の参入が多いとされるが、これは投資型には規制が厳しいからとされる。投資型では、匿名組合契約の煩雑さとか、事業者の審査に厳格性が求められるとか、金融商品取引業の登録が必要といった規制があり、投資家保護規制が厳格

1,000万円)という扱いになる。非上場株式の勧誘は、日本証券業協会の自主規制で原則禁止である。

14) 内田 [2103] は、「相対型直接金融」と呼んでいる。もともと、間接金融と直接金融を対比させる区分が適当であるかについては、議論もある。金融機関経由と資本市場経由という整理も可能であるからである。

だからである。

起業・新規ビジネス・ベンチャー企業の資金調達には、投資型クラウドファンディングが重要となる。この投資型は、金融証券取引法の規制対象となるので、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に関するワーキング・グループ」で検討が行なわれ、2013年12月20日に報告が出ている¹⁵⁾。その中では、「ファンド形態」のクラウドファンディングと「株式会社形態」のそれが検討されており、前述の第1種金融商品取引業と第2種金融商品取引業について登録特例を設けて、規制の緩和を行なうことが望ましいと整理している。

株式を活用した資金調達スキームが今後の課題であるが、非上場会社の株式を一般投資家に対して勧誘することは禁止されており、この制約の除去などが今後のクラウドファンディングには必要になるが、投資家保護との関連で慎重な対応も課題である。

一般的には、規制を緩和すれば、クラウドファンディングも活性化すると理解されるが、反面、個人投資家に対する詐欺的行為が横行する可能性もあり、個人投資家保護との整合性が課題である。したがって、

- ・資金調達に際して、事業者が公開すべき情報の範囲・程度、とくにプロジェクトの実現可能性とそのリスクの程度
- ・出資者の権利
- ・仲介業者や運業者 (funding portal) の信頼性の基準
- ・株価操作・詐欺等の不正防止、投資家保護のための自主ルールを策定・監視する機関の創設
- ・投資家に対する業界共通の窓口の設置

といったインフラ整備が必要となる。

資金調達を行なう事業者の側でも、

- ・株主数が多くなることによって、企業経営にマイナスの影響が生じる可能性
- ・アメリカのクラウドファンディング法にあるように、一定の情報開示義務があること
- ・funding portal はあくまで資金の調達者であり、ハンズオン支援などは行なわないこと

15) 金融審議会の同WGは、2013年6月に設置され、11回の会合が行なわれた。

クラウドファンディング

といった制約がある点が、クラウドファンディングの利用に際して課題となる。

日本の法制に照らしていえば、金融証券取引法の改正（適格機関投資家等特例業務の緩和など）、参入事業者の審査要件の設定、株式市場への上場基準の緩和といったことが課題となる。2009年6月に新興企業の資金調達円滑化を目的として、TOKYO PRO MARKET（旧 TOKYO AIM）という、市場参加者をプロ投資家に限定し、上場基準や開示規制等の緩和されたプロ向け市場が創設されたものの、その活用は僅かである¹⁶⁾。

2014年5月に金商法の一部改正が行なわれ、投資型クラウドファンディングが容易になった。発行総額1億円未満で、1人当たり投資額50万円以下の少額のファンドのみを扱う業者について、兼業規制等を課さないことと、登録に必要な最低資本金基準（先の注13）を引下げる（第一種金融商品取引業者は5,000万円から1,000万円に、第二種金融商品取引業者は1,000万円から500万円に）。また、非上場株式の勧誘を、先の少額のクラウドファンディングに限って解禁する（自主規制規則）。さらに、詐欺的な行為に悪用されないことがないように、クラウドファンディング業者に対して、「ネットを通じた適切な情報提供」や「ベンチャー企業の事業内容のチェック」を義務付けることとなった¹⁷⁾。

いずれにせよ、クラウドファンディングの利点は、創業期の企業に対する資金供給システムあるいは既存企業の新分野進出の金融手法として有効であることに集約できる。しかし、創業である以上、特にアイデア段階であればその製品化のリスク（開発リスク）は大きいし、プロトタイプ段階であれば事業化ないし量産化のリスク（製造リスク）は大きい。したがって、いくら生産者の想い・こだわり賛同とするとしても、相応のリスクがあることを個人投資家に予め周知する仕組みが不可欠であるし、個人投資家の意識変革も重要になる。個人の金融資産の7割を保有する高齢層の資金提供を期待するのであれば、エンジェル税制の適用も視野に入れる必要がある。

16) 2013年8月現在で4件が上場。

17) <http://www.fsa.go.jp/common/diet/186/01/setsumei.pdf#search=%E3%82%AF%E3%83%A9%E3%82%A6%E3%83%89%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%87%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0+%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%BA%81>

4. クラウドファンディングに類似した仕組み

[4.1] コミュニティ・ボンド（妻籠宿，コミュニティ建設，住民参加型地方債：病院債）

コミュニティ・ボンド（住民債，コミュニティ施設整備債）は，アメリカのレベニュー債に類似したもので，自治体発行の神戸市丸山地区コミュニティ建設（1972年，3,000万円），栃木県高根沢町大田地区体育館建設（73年，500万円），岩手県織笠地区コミュニティプール建設（74年，500万円），山口県阿知須町コミュニティ建設（89年，2,000万円）などの事例がある。また，妻籠宿のコミュニティ・ボンドの例は，1980年頃当時の日本開発銀行が提案し，検討されたもので，地域の環境保全を企図して構想されたものであるが，未実現に終わったものである。

2001年度に総務省が住民参加型公募地方債，ミニ市場公募債として2001年度には制度として導入，地域住民などに対象を限定し，事前に事業を特定の上，その資金を調達する目的で発行するもので，02年3月の群馬県の県立病院事業費のための病院債（群馬県債。額面5万円，5年満期一括償還，応募資格は群馬県民・通勤者・群馬出身者。調達規模10億円で，短期に完売）のほか，02年度34件，03年度79件，04年度93件，05年度106件，06年度123件，07年度130件で，発行累計330件・1兆1,049億円。

2006年4月からは，地方債協議制度が導入され，従来の総務大臣，都道府県知事の許可が条件であった起債を，協議を行えば総務大臣，都道府県知事の同意がなくても，地方議会への報告で起債可能となった。

[4.2] コミュニティ・クレジット（神戸，諏訪一の柱）

リレーションシップ・バンキングの本来の良さを活かしつつ，情報の非対称性に伴うモニタリング・コスト等の低減策として，地域コミュニティが取引関係等を通じてリスクを引き受ける手法が開発されている。コミュニティ・クレジットという地域開発の新たな金融手法で，地域社会において互いに信頼関係にある企業等が，相互協力を目的に資金を拠出し合い連携することで構成員個々の信用より高い信用を創造し，金融機関からの資金調達を円滑化するとともに，地域の資金を地域に環流させるものである（資金の地産地消）。

クラウドファンディング

これは、地域社会の信用を担保としたノンリコースローンで、相互に信頼関係を有する地域企業等が共同して金銭を信託し（エクイティに相当。参加地域企業が委託者兼受益者になる）、銀行は信託と貸付契約を結び、信託受益権に担保権を設定する。この担保権を活用して参加した地域企業が融資を受け、融資がすべて返済され、信託財産が委託者に交付された時点でコミュニティ・クレジットは終了する。コミュニティ・クレジットはグループ金融で、わが国の伝統的な庶民金融「頼母子講」をモデルに、日本政策投資銀行が企画したものである。

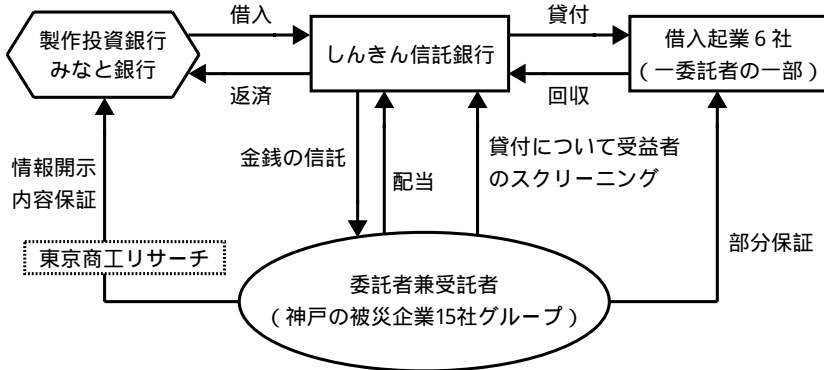
具体的には、「神戸コミュニティ・クレジット」があり、阪神大震災で経営環境が激変したケミカルシューズ、金型彫刻業、洋菓子店などが7社で設立した企業連携のコーディネート等を行なう組織「日本トラストファンド」がインターネット上で開設される「神戸駅前オンライン大学」との連携事業に適用された。2001年11月に組成され、出資参加社は15、事業規模1億円（貸付原資は出資50%、銀行（日本政策投資銀行・みなと銀行）からの借入50%（信託財産担保）。この原資をもとに信託銀行が融資（しんきん信託銀行。満期一括償還方式）、借入企業は参加企業中6社、期間2年で、参加企業の構成員保証で、金融機関の審査は借入企業の内容、コミュニティのモラルや結束性・自立性を判断して行なわれるというものである。

神戸の取り組み以外には、「諏訪 (Suwa) 一の柱ファンド」の例がある。これは、八十二銀行、諏訪信用金庫、日本政策投資銀行が連携し、複数の中小企業がお互いの技術を持ち寄りながら新製品を開発・事業化する主体的な取り組みを支援するだけ、しんきん信託銀行の協力により、円滑な資金供給を目的とした独自のスキームである。神戸のケースとの類似は、日本政策投資銀行としんきん信託銀行が加わっていることである。支援対象となるのは、地場企業が出資したベンチャー企業の（株）S・I・V¹⁸と主要株主である（有）中村製作所、（株）ヤマト、（株）長野サンコー、共友電材工業（有）及び（有）黒栄工業の中核5社で、S・I・Vが、同社製品のラインナップ強化に必要となる金型投資やOEM生産拡大に伴なう運転資金や既存技術を応用した医療機器の開発資金を

18) 地場中堅企業14社により2002年5月に事業協同組合「S・I・V下諏訪」が設立され、03年8月に共同事業会社として設立された。精密機械器具製造業、従業員6名、資本金は創業時1,100万円、04年6月に2,450万円、05年1月に7,650万円である。

<http://www15.ocn.ne.jp/~siv/kaisha.html>（2014年1月24日アクセス）。

(図 11) コミュニティ・クレジットの仕組み



(出所) 中小企業庁資料。

(表 4) コミュニティ・クレジットと組合金融の比較

	コミュニティ・クレジット	組合金融(転貸資金)
特徴	・地域社会の信用を担保にしたノンリコースローン	・組合や組合役員の信用を担保としたローンスキーム
スキーム	相互に信頼関係を有する地域企業等が共同して金銭を信託 銀行は、信託と貸付契約を締結し、信託受益権に担保権設定 信託は、他の参加企業から連帯保証を受けられる企業に対してのみ貸付を実施 貸付が全て返済され、銀行借入を完済し、信託財産が委託者に交付された時点で、コミュニティ・クレジットは終了	組合の理事会が・金融事業計画を策定 組合員は組合へ借入申込みを行う 金融委員会の審査を経て、組合理事会にて貸付決定され、組合が金融機関へ借入れを申込み 金融機関は組合の事業や金融ルールの管理・運営力、組合員の信用力等を審査し、組合へ貸付 組合は金融機関から調達した資金を組合員へ貸付 組合員は組合に転貸資金を返済
コミュニティの構成	・任意グループ ・自助自立の精神	・中小企業等協同組合等(同業者、異業者で構成) ・相互扶助の精神
構成員の資金拠出	・信託に金銭拠出	・組合に出資
貸付原資	・信託銀行が信託財産と銀行借入れ(信託財産担保)により貸付	・組合が金融機関から借入れた資金を貸付
貸付先選定	・コミュニティが推薦	・組合が転貸先を募集・選定
保証等	・構成員保証	・組合役員保証、転貸先保証等(選択が可能)
情報開示	・信用調査会社を活用	・組合が金融機関に対し情報開示
金融機関の審査	・貸付先企業の内容だけでなく、コミュニティのモラルや結束性、自立性等を判断	・組合の事業や金融ルールの管理・運営力、組合員の信用力等を評価
貸付先の調達コスト	・信託銀行の調達コスト+信用リスクスプレッド+仕組みコスト	・組合借入金利+金融機関の調達コスト+信用リスクスプレッド+経費)+組合手数料
その他	・アーリーステージのコミュニティでも、リスクを分散、リスクリターンを明確化することで資金調達を実現	・確立されたスキームとして、資金ニーズや組合・組合員の信用力等に応じ、様々なバリエーションでの資金調達が可能

(出所) 『中小企業白書 2003年版』第2-3-64図。

提供するものである。

このスキームは長野県・長野県中小企業振興公社の「草の根創業支援制度」の第1号案件で、同公社とS・I・Vおよび中核5社が協同でファンド（信託）を組成し、このファンドに対して八十二銀行・諏訪信金・政投銀が協調融資を行なうもので、このファンドの運営管理はしんきん信託が行なう。S・I・Vは増資により資金調達を行なうが、増資の引き受け手である中核5社は事業の完遂に向け連携してこの事業を支え続けるという意味を明確にすべく相互連帯保証等¹⁹⁾を行ない、ファンド（信託勘定）から融資を受けることにより資金を調達する。これにより、複数の中小企業の連携による共同研究開発事業に対して、関係者のリスク分担の明確化を図りつつ、所要資金の円滑化供給を行なうことが可能になる。すなわち、金融・産業両面からのプラットフォームの整備を行なうことで、地場の中小企業が単体では困難な新製品の開発、新規市場の開拓が可能になり、地場企業の自立的な経営基盤強化・新規雇用の創出等を通じて地域経済の自律的な発展の促進が期待された。

その後、コミュニティ・クレジットの例はない。

[43] 市民バンク（永代信組、都内信組、山形銀行など）

市民バンクは、1989年に（株）プレスオールターナティブの片岡勝代表が始めた「市民バンク」は、同社と永代信用組合（当時）の提携により始められた提携融資制度の名称である。実際に融資するのは信用組合の役割であり、同社が融資するわけではない。この提携融資制度はその後、東京都信用組合協会（現在は江東信用組合・青和信用組合が実施）などにも広がりを見せた。後述のNPOバンクは、市民バンクとは異なり、自らが融資を行なう点が特徴で、異なっている。地域の金融機関として活動を始めて以来、これまでに140件以上・6億円を超える融資を行ない、地域社会の担い手となる起業家を支援してきた。特徴的なのは、主婦等金融機関の融資審査において担保不足等で拒否されるような事業に融資するというスタンスを採り、借入希望者に「私の夢」という作文を書いてもらい、それを有識者が評価して、融資に繋げるというものである。2009年4月に一定の役割を終えたとして、市民バンクという提携融資制度は終了している。東京都の信用組合以外にも、池田銀行（現：池田泉州

19) この案件では信託に優先劣後構造を導入したスキームの特徴を踏まえ、一定の極度限度額まで相互に保証し合う仕組みとしている。

(表5) 市民バンクの推移

1989年4月	永代信用組合と㈱プレス・オルターナティブが提携，市民バンク発足
1990年11月	市民バンクの実績が認められ，女性の経済的自立を支援する世界ネットワークである WWB (Women's World Banking) の日本支部 (WWB/ジャパン) がパートナーとして設立される
1993年5月	WWB 世界女性起業家会議を神奈川・山口・福井・伊丹で開催
1994年2月	世界の市民バンクネットワーク，INAISE (International Association of Investors in the Social Economy) に加盟
1994年11月	市民バンク国際会議を東京・石川・大阪・長野で開催
1996年4月	都内信用組合による東京市民バンクがスタート
1996年8月	伊丹市などと提携して，伊丹市民バンクをスタート
2001年11月	西京銀行と提携して，しあわせ市民バンクをスタート
2006年3月	東京三協信用金庫と提携して，さんきょう市民バンクをスタート
2009年4月	一定の役割を終えたと判断し，金融機関と提携した融資制度は終了，新たな金融の仕組みを発信し続ける

銀行)，山形銀行などでも取り組みが行なわれたが，普及度は低かった。

[4.4] NPO バンク (金融 NPO)

NPO バンクは，市民が自発的に出資した資金により，地域社会や福祉，環境保全のための活動を行なう NPO や個人などに融資することを目的に設立された「市民の非営利バンク」のことで，「金融 NPO」「市民金融」などとも呼ばれる。最初の NPO バンクは 1994 年に設立された「未来バンク事業組合」(東京都)で，全国に 14 の事例がある。NPO バンクは，預金ではなく，出資による資金調達なので，貸金業であり，ノンバンクの範疇である。したがって，預金保険料の負担などの regulatory taxes がない点や，監督・検査等がないことが利点でもある。

NPO バンクの運営の特徴は，趣旨に賛同する市民や NPO が組合員となり，1 口数万円単位の出資を行ない，それを原資に NPO や個人に低利 (1~5% 程度) で融資する，というものである。出資者にとっては，元本保証がない，出資金を自由に引き出せない，などのデメリットもあるが，目に見える形で自分のお金が運用されることが最大の魅力となっている。クラウドファンディングと同様，意思ある資金の提供である。クラウドファンディングがエクティ・ファイナンスだとすると，NPO バンクはデット・ファイナンスで間接金融である。融資審査は，税理士などの専門家が財務面だけでなく，事業の社会性や

クラウドファンディング

(表6) 日本のNPOバンク

	設立	地域	出資	融資累計
未来バンク事業組合	1994	全国	1.6億	10.3億
女性・市民コミュニティバンク	1998	神奈川	1.2億	5.4億
北海道NPOバンク	2002	北海道	4,310万	3.3億
NPO夢バンク	2003	長野	1,413万	2.2億
東京コミュニティパワーバンク	2003	東京	9,285万	2.3億
ap bank	2003	全国	非公開	2億
コミュニティ・ユース・バンク momo	2005	東海	5,203万	8,865万
天然住宅バンク	2008	全国	6,406万	4,010万
ムトス飯田市民ファンド	2008	飯田	700万	1,300万
もやいバンク福岡	2009	福岡	1,243万	1,732万
信頼資本財団	2009	全国	0万	5,732万
ピースバンク石川	2010	石川	947万	1,290万
難民起業サポートファンド	2010	全国	300万	100万
はちどり BANK@とやま	2011	富山	670万	50万
合 計			5.865億	27.227億

オリジナリティといった多様な観点から行ない、融資申込者とは必要に応じて何度も面談し、融資実行後もウェブサイトやニュースレターを通して融資先を公開するなど、「顔の見える」関係作りを行なうなどによって、貸し倒れの発生を低く抑えている。

法制的には、貸金業法の規制を受けるほか、信用情報機関への加入義務があり、制約を受ける。日本のNPOバンクは、表6の通りであるが、全国を地域としてカバーしているものと、一定の地域を対象としているものがある。地域対象のNPOバンクはいわば資金の地産地消を実現するものである。先の市民バンクを直接融資方式により承継したといえよう²⁰⁾。

20) サラ金被害の深刻化に伴ない多重債務者の救済が緊急課題とされているが、多重債務者の生活再建のために低利融資する生協が存在する(岩手県信用生協, 生活サポート生協・東京, グリーンコープ生協ふくおか)。これらの活動もある種のNPOバンク的なものである。また、カトリック教会を基盤として信者の相互扶助を目的とした低利融資を行なう「日本共助組合」も古くから活動を続けてきており、出資の形で貸付を行なっている。これらの組織も非営利金融機関であることから「広義のNPOバンク」として類型化されることもある。ただし、一般的に「狭義のNPOバンク」と呼ばれる組織は個人消費者対象というよりも、主に市民事業を対象として融資しているといえよう。

金融審議会協同組織金融機関ワーキングの2009年報告書では「業態別のあり方」で新た

[4.5] 市民投資ファンド

社会的な目的を有したファンドで、先のクラウドファンディングと同じ直接金融方式である。クラウドファンディングとの相違は、インターネットをプラットフォームに活用するか否かである。市民投資ファンドは、主に環境や地域活性化といった理念を目的とし、市民による出資を募るというもので、NPOバンクという間接金融方式ではなく、出資者が自らの判断によって資金提供を行なうものである。クラウドファンディングは、創業や新規事業への資金提供を行なう点で、市民投資ファンドとはやや趣旨を異にする側面もある。

具体的には、「NPO 法人北海道グリーンファンド」や「NPO 法人グリーンエネルギー青森」、「市民風車の会あきた」などのいわゆる市民風車（市民出資による風力発電所）に対して、自然エネルギーに関心を持つ市民が出資する事例が増えている。また、プレスオルタナティブの片岡代表等が中心となって、「島根県民ファンド」や「大阪コミュニティビジネスファンド」などのコミュニティ・ファンドを設立し、地元企業育成による地域経済活性化を図る動きもある。

[4.6] 講（無尽・頼母子）・模合

日本では、クラウドファンディングに似たような仕組みとして講や模合がある。講というのは、同一の信仰を持つ人々による結社であるが、無尽講・頼母子講など相互扶助団体の名称に転用されるなど、「講」という名称で呼ばれる対象は多岐に渡っている。講は講社ともいい、講の構成員を講員といい、講の運営にあたっては講元（こうもと）、副講元、世話人などの役員を置き、講員の中から選任され、講の信仰する寺社から委嘱されるのが通常である。また、

な形態の可能性を指摘しており、預金は受け入れず、業務としては生活者支援等に特化して、行為規制の緩和される金融機関を想定している。この背景には貧困や格差が社会問題化し、小規模の事業者や消費者のうち、比較的リスクの高い層に対する使いやすい金融サービスが手簿との認識もあり、ソーシャル・イノベーションを実現する担い手として期待されるからである。小規模の事業者や消費者の相互扶助を使命とするのが協同組織金融機関の原点ということから、これらの層への積極的な対応はできないかという問いかけであり、日本版グラミン銀行の可能性を提起するものである。NPOバンクや市民バンクはこの例であるが、業態として制度的には担保されておらず、信用組合設立を指向して実現に至らない事例もある。

アメリカの credit union は、ここで想定される制度の1つであろう。出資 (share) でも資金を調達し、主に消費者（自動車）ローン・住宅ローンに運用しているが、業務範囲に制限がある（事業者向け貸出の制限等）ほか、法人非課税で連邦預金保険には加入しておらず、CRA の適用対象外でもある。credit union の理事はボランティアで、組合員から選出される。

山岳信仰に関わって、修験者が霊山への登山を勧めて全国を廻り、各地に参拝講が作られたが、それにならって各地の神社・寺院へ参拝するための数多くの講も作られるようになった。これらの参拝講では、講の全員が参拝に行く「総参り」もあったが、多くは講の中から数人を選び、代表して参拝する「代参講」が行なわれていた。この代参講から、相互扶助団体としての頼母子講・無尽講へ転用され、皆で金を出し合って、参拝に行くのではなくその金をくじや入札によって構成員に融通するというものになったのである。

無尽は、複数の個人や法人等が講等の組織に加盟して、一定または変動した金品を定期または不定期に講等に対して払い込み、利息の額で競合う競りや抽選によって金品の給付を受けるという金融の仕組みである。無尽は、貞永式目追加法にも記述があり、鎌倉時代に登場したといわれ、庶民の相互扶助として始まったものとされる。江戸時代になると、身分や地域に問わず大衆的な金融手段として確立し、大規模化していく講も存在するようになり、明治時代には、大規模で営業を目的とした無尽業者が発生していった。中には会社組織として営業無尽をするものが多く現れるようになったものの、これらの事業者には脆弱な経営、詐欺的経営や利用者に不利な契約をさせる者も多かったが、当時は、これを規制する法令がなかったため、業界団体無尽集会所などを中心に規制する法律の制定が求められるようになり、1915年に旧無尽業法が制定され、免許制となり、悪質業者は排除されていった。ただ、業として無尽と、無尽管理業務についてのみの規制に留まり、住民や職場などで、業者を関与させずに無尽をする行為を禁止するものではなかったため、その後も無尽は続けられ、現在に至っている。一部の営業無尽は第2次大戦後の金融制度整備の中で、銀行化し、相互銀行になった²¹⁾。

21) 相互銀行は、相互銀行法（1951年。金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律（1992年）の施行により廃止）に基づく金融機関。金融機関の合併及び転換に関する法律（1968年）に基づき、ほとんどが普通銀行（第二地方銀行）に転換し（一部の相互銀行は既存普通銀行へ吸収合併）、最後の1行であった東邦相互銀行が1992年4月1日に伊予銀行へと吸収合併されたことで消滅した。その直後に相互銀行法も廃止され、法的にも消滅した企業形態となった。無尽から発展した相互掛金を主な商品として取り扱っていた。相互銀行法により免許を受け相互銀行となった無尽会社は、株式会社中央相互銀行（中央無尽株式会社が免許を受け商号変更。現在の株式会社愛知銀行）ほか多数存在する。株式会社日本相互銀行は後に、太陽銀行 太陽神戸銀行 太陽神戸三井銀行 さくら銀行を経て、現在の三井住友銀行となった。株式会社第一相互銀行は太平洋銀行となったが経営破綻し、受け皿銀行としてわかしお銀行が設立された。その後、三井住友銀行と統合した際、法人格の引き継ぎと改名（いわゆる「逆さ合併」）が行なわれた。なお、無尽会社もま

日本各地，主に農村・漁村地域に，無尽や頼母子，模合と呼ばれる会・組織が存在している。メンバーが毎月金を出し合い，積み立てられた金で宴会や旅行を催す場合もあれば，籤に当たった者（籤といいながら実際は順番であることが多い）が金額を総取りする形態のものもある。多くは実質的な目的よりも職場や友人，地縁的な付き合いの延長としての色彩が強く，中には一人で複数の無尽に入っている人もいる。沖縄県では県民の過半数が参加していると言われるほか，九州各地や山梨県，福島県会津地方などでもよく行なわれている²²⁾。「無尽」の行為自体に関する法律は現在まで存在しない。

沖縄の模合（もあい）は，沖縄県や鹿児島県奄美群島において，複数の個人や法人がグループを組織して一定額の金銭を払い込み，定期的に1人ずつ順番に金銭の給付を受け取るもので，現在も一般的なものである。頼母子講・無尽講に相当する相互扶助システムである。飲み会の資金拠出のためといった小規模なものから，事業の運転資金調達といった大規模なものまで様々なものがある。模合は親族模合，職場，学校などで行なわれる友人模合または親睦模合（その場での飲み代，または積み立てて娯楽費に充てるなど）として行なわれる場合や，事業者同士の高額模合または金融模合として行なわれる場合がある。複数の模合を掛け持ちしている例も珍しくなく，模合には信頼できる友人の存在が不可欠であるといった意味もあり，むしろ人間関係を測るバロメーターと見られる²³⁾。

た戦前より営業していた「無尽会社」と，戦後勃興した看做無尽を営む「殖産会社」に分類される。なお，現在のきらやか銀行は，もとは殖産会社として設立され，無尽会社に転換後，相互銀行に転換しており，その名残から名称も「殖産相互銀行」（第二地銀転換で，殖産銀行）となっていた。株式会社平和相互銀行（のちに住友銀行（現：三井住友銀行）に吸収合併）も殖産会社であった。

22) 民間においては，現在でも親しい仲間などが集まり小規模で行なわれている。近所付き合いや職場での無尽，同窓会内で行なわれる無尽などがある。毎月飲み会を主催する「飲み無尽」や定期的な親睦旅行を目的とした無尽など，本来の金融以外の目的で行なわれているものも多い。山梨県では盛んで，地縁血縁選挙の舞台ともなっているといわれる。石川県加賀市の特に山中温泉地区，山代温泉地区では預金講（「よきんこ」と呼ばれる）という無尽が今も盛んで，これは平時には宴会，旅行目的の会だが，メンバー本人あるいはその身内に不幸があった場合は葬儀を業者に頼らず，預金講仲間が取り仕切るのが1990年代までは地域の常識であった。しかし，現在では地区の高齢化率の高さと地区住民の多くが従事する地場産業の疲弊もあって，この葬儀の際の互助組織という役割は廃れつつあるといわれる。

23) 模合の中には「相互扶助」の目的から大きくかけ離れた利殖目的のものや，模合の責任者が金だけ集めて雲隠れする詐欺的模合が現れたり，模合が破綻して企業倒産や破産者が続出するなど，現在に至るまで沖縄県では大きな社会問題となっており，民事訴訟に至る案件も

5. 既存の未上場株式取引

[5.1] 規制改革会議の指摘

現行制度の中で、ベンチャー企業向けの資本調達手段として、新興市場（JASDAQ、マザーズ、Q-Board、アンビシャス、セントレックス、ヘラクレス）などがある他、ベンチャーキャピタル、ベンチャーファンドなどがリスクマネーを供給している。これらは、制度的には企業のシーズ段階では利用できない。そこで、規制改革会議は創業等ワーキング・グループで、創業金融すなわちリスクマネー供給による起業・新規ビジネスの問題を取り上げた。

WGの検討を踏まえ、規制改革会議は、2013年6月5日の「規制改革に関する答申～経済再生への突破口～」の中で、「リスクマネー供給による起業・新規ビジネスの創出」を掲げ、最初に「クラウド・ファンディングの活用【平成25年度検討・結論】」を挙げている。その記載には、「我が国では、有価証券の発行・売出し価額の総額が1億円未満の場合に関しては、有価証券届出書の提出が免除されているため、募集額が少額であれば有価証券届出書を提出する負担はない。しかし、非上場企業の株式の発行における金融仲介は、証券会社にのみ認められている他、証券会社は、日本証券業協会の自主規制規則によりグリーンシート以外の非上場株式の一般投資家への勧誘は禁止されていることから、インターネット等を通じ新規成長産業と、投資家を結び付け、株式形態で投資家から資金を集めることが困難なものとなっている。したがって、新興・成長企業へのリスクマネー供給を促進する観点から、金融仲介機能の充実を図る取組として、株式形態を含め、インターネット等を通じた資本調達（クラウド・ファンディング）の枠組みの整備について検討を行い、結論を得る。」としてクラウドファンディングの課題を挙げている。

さらに、「イ 新規上場時の企業情報開示の合理化【平成25年度検討・結論】」の中に「我が国において上場企業は、有価証券届出書における直近5年間分の財務諸表の提出や、事業年度ごとに監査済み内部統制報告書の提出が求められているが、経理部門の人員拡充や監査法人に支払う事務処理費用等上場を目指す企業にとって人的、費用両面で相当の負担となっており、上場メリットを得

少なくないという。2012年現在でも文具店で「模合帳」が販売されているほか、銀行の書類にも「模合」の金額を記入する欄があるという。

にくくなっている。なお、米国においては、SOX (Sarbanes - Oxley act) 法施行により、日本に先駆けて内部統制監査報告が義務付けられていたが、昨年度成立した、JOBS (Jumpstart Our Business-Startups Act) 法により、内部統制監査報告書の提出免除や IPO 登録届出書における財務諸表の提出年数限定など、新興成長企業の企業情報の開示等の緩和が行われている。したがって、新規上場のコストを低減させる観点から、有価証券届出書において提供が求められる財務諸表の年数限定や、内部統制報告書の提出に係る負担を一定期間軽減するなど企業情報開示の合理化について検討を行い、結論を得る。」としている。また、「ウ グリーンシート制度の見直し【平成 25 年度検討・結論】」について、証券会社を介して非上場企業の株式を取引する制度としてグリーンシート制度が創設されたが、新規、既存ともに企業数が減少傾向にあり、一時 96 銘柄あったのが現在は 37 銘柄にまで落ち込み、2012 年以降新規銘柄もない(2013 年 5 月現在)。したがって、グリーンシート制度の在り方を見直し、地域に根ざした企業等について、企業の会社情報の定期的な開示義務や適時開示義務、インサイダー取引規制の面で上場企業等に比べてより簡易な手続きでの資本調達・換金を可能とする枠組みについて検討を行い、結論を得る。」とした。

「エ プレ・マーケティング等の概念の整理【平成 25 年度検討・結論】」として、「有価証券の募集又は売出しに係る取得勧誘は、有価証券届出書の提出前に行うことが認められていないが、勧誘の範囲が不明確であり、正式な勧誘開始に先立った投資家への接触行為についてどこまでが合法か分からず、投資家の意向を探るための事前調査等を行いにくい旨の指摘がある。したがって、諸外国における規制の状況を踏まえつつ、有価証券届出書の提出前の市場ニーズ調査等のための投資家への接触に係る規制の在り方について検討を行い、結論を得る。」という指摘もある他、「オ 新規上場時における最低株主基準などの緩和【平成 25 年度検討・結論】」では、「各取引所では、上場審査においてそれぞれ形式的資格要件を定めており、株式市場における一定の流動性を確保する観点から、流通株式数、株主数、流通株式時価総額等を一定以上確保することが求められている。例えば、株主数については、同じ新興市場でも札証アンビシャスが 100 名以上、福証 Q-Board が 200 名以上とされているのに対し、東証マザーズ等は 300 名以上とされており上場のハードルが高くなっているとの指摘がある。したがって、新興市場における新規上場を容易にする観点から、上場時に取引所が要求する株主数などの形式基準の見直しの方向性について、

引所において、一定の流動性の確保に留意しつつ検討を行い、結論を得るよう要請する。」としている。

[5 2] グリーンシート制度

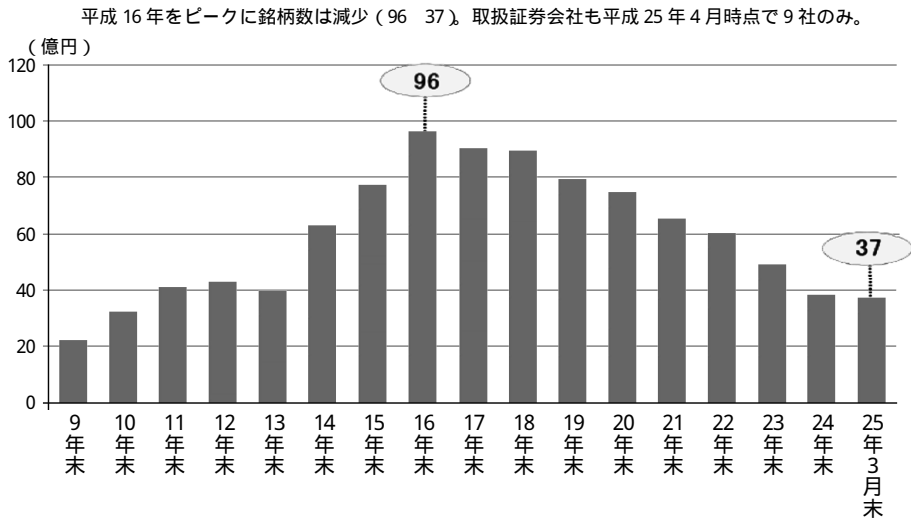
グリーンシート制度は、非上場企業の株式等を公平かつ円滑に売買できるように、日本証券業協会が1997年7月から行なっている制度である²⁴⁾。グリーンシートという呼称はアメリカのピンクシート (Pink Sheets) を範としつつ、若い樹木が若葉を次々と芽吹きながら大きく成長していくように、ベンチャー企業が若々しくいきいきと活動・成長していくようにとの願いが込められている²⁵⁾。2004年6月2日に「証券取引法等の一部を改正する法律」が可決され、同年6月9日より、証券取引法の規制を受けることになった。非上場企業への資金調達を円滑ならしめ、また投資家の換金のを確保する目的で、金融商品取引法上の取引所市場とは異なったステータスで運営されている。制度利用にあたっては、会社情報の定期的な開示や適時開示義務（一般的な不公正取引規制に加え、インサイダー取引規制の対象）が課せられる。

1997年末に22銘柄でスタートし、2004年末に96銘柄になったが、その後一貫して減少し、2013年7月末に36銘柄になり、現在に到っている。銘柄区分はエマージング (Emerging)、オーディナリー (Ordinary)、フェニックス (Phoenix)、リージョナル (Regional)、投信・SPC (The Investment Trust/SPC) と

24) 1996年7月に通産省ベンチャー資金調達環境整備研究会から、未登録・未上場企業株式の流通の向上が提言されたことを受けたものである。正式には気配公表銘柄制度という。1999年12月27日から、グリーンシート専用 Web サイトが開設された。

25) アメリカには、証券取引所市場のほかに、全米証券業協会が運営している店頭市場である NASDAQ 市場があるが、その下層にあるのが、ピンクシート市場である。これは、アメリカの OTC Markets Group が運営する店頭市場で、そこに上場されている銘柄をピンクシート銘柄という。これは、これらの銘柄の相場を印刷した用紙がピンク色であることによる。この市場は、非上場株式や債券に関する気配表示する電子システムである。1999年9月から、気配表からインターネットを通じた電子メディアに変革し、気配表示もリアルタイムに更新されるようになった。ピンクシート制度は、ニューヨーク証券取引所、NASDAQ、OTCBB と続くアメリカの株式市場の最下層マーケットであり、将来 OTCBB や NASDAQ 上場を目指す最初のステップアップ市場と位置付けられている。2012年2月現在、約6,000の銘柄がピンクシートとして登録されており、日本の JR 東日本（コード：EJPRY.PK）やシャープ（コード：SHCAY.PK）、ブリヂストン（コード：BRDCY.PK）といった日本企業もピンクシートとして登録されている。ピンクシートには、ニューヨーク証券取引所やナスダックなどに上場していたものの、上場基準や株式公開基準に抵触し上場廃止となった企業や、米国証券取引委員会 (SEC) に財務情報を提供したくない企業なども含まれる。

(図 12) グリーンシート銘柄数



(出所) 日本証券業協会公表資料より金融庁作成。
米国におけるピンクシート登録銘柄数は 10,121 銘柄 (2011 年 10 月末)

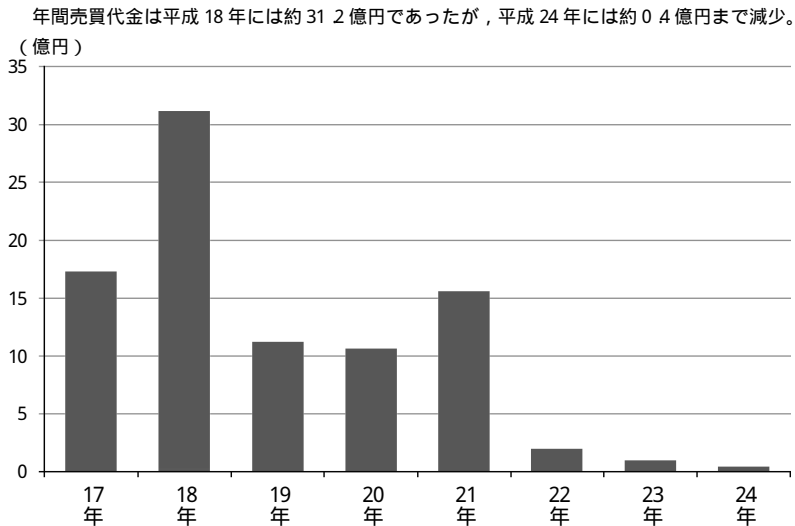
して整理されていたが、現在はエマージング (成長性が認められた銘柄)、オーディナリー (成長性は認められないが、グリーンシート銘柄として適当と認められた銘柄で、リージョナル区分に代わって設けられた)、投信・SPC の 3 つの区分に分けられている。リージョナル区分は、グリーンシート制度発足以前から売買されていた非上場の店頭取扱有価証券銘柄をグリーンシートの制度に組み込んだものであったが、2005 年 4 月 1 日をもって廃止された。廃止時に指定されていたのは 17 銘柄で、北陸地方に本社のある銘柄が多かった。フェニックス区分は、時価総額や株主数の不足などで上場廃止になった銘柄で売買の場が必要だと認められた銘柄が指定される区分であったが、粉飾などでの上場廃止では指定されない。かつての店頭管理銘柄に相当する。現在、旧フェニックス銘柄は、区分を変更しオーディナリー区分となっている²⁶⁾。ただし、銘柄としてはエマージングが多かったが、2005 年以降はオーディナリーも多くなっている。

グリーンシート制度は、制度の利用企業数が減少しており、新規銘柄は 2011 年の 3 銘柄を最後に、2012 年以降新規銘柄はなく、また売買も低迷している等、

26) 2006 年 3 月 15 日、フェニックス区分の取扱いの移行基準の見直しが行なわれ、旧フェニックス銘柄であった、信貴造船所、太平化学製品、太陽毛絲紡績、チッソ、プラス・テク、三国商事、深川製磁はオーディナリー区分に指定されている。

クラウドファンディング

(図13) グリーンシート銘柄の売買代金



近年、その目的・役割を果たしているとは言えない状況である。したがって、その活性化には、多くの非上場企業にとって、会社情報の定期的な開示や適時開示義務への対応が重い負担となっているといった課題の解決が必要となる。先の規制改革会議の創業等WGでの金融庁の説明において、地域に根ざした企業等について、その地域の株主や当該企業を良く知る株主による長期保有を念頭とした資本調達や換金の方が提供できないか。あるいは、地域に根ざした企業等については、株主が当該企業等に馴染みがあること等に鑑み、信頼できる仲介業者の関与を前提に、開示等の面で上場企業等に比べて、より簡素な手続きでの資本調達が可能とすることができないか、といった点が指摘されている。

グリーンシート制度は、非上場企業の株式売買市場であるといえるが、創業にフォーカスしたものではない。したがって、「死の谷」問題には充分対応できないといえよう。

[5.3] クラウドファンディングに関連して

そこで、クラウドファンディングに対する期待が大きくなるのであるが、現行のIPO等には課題も多い。

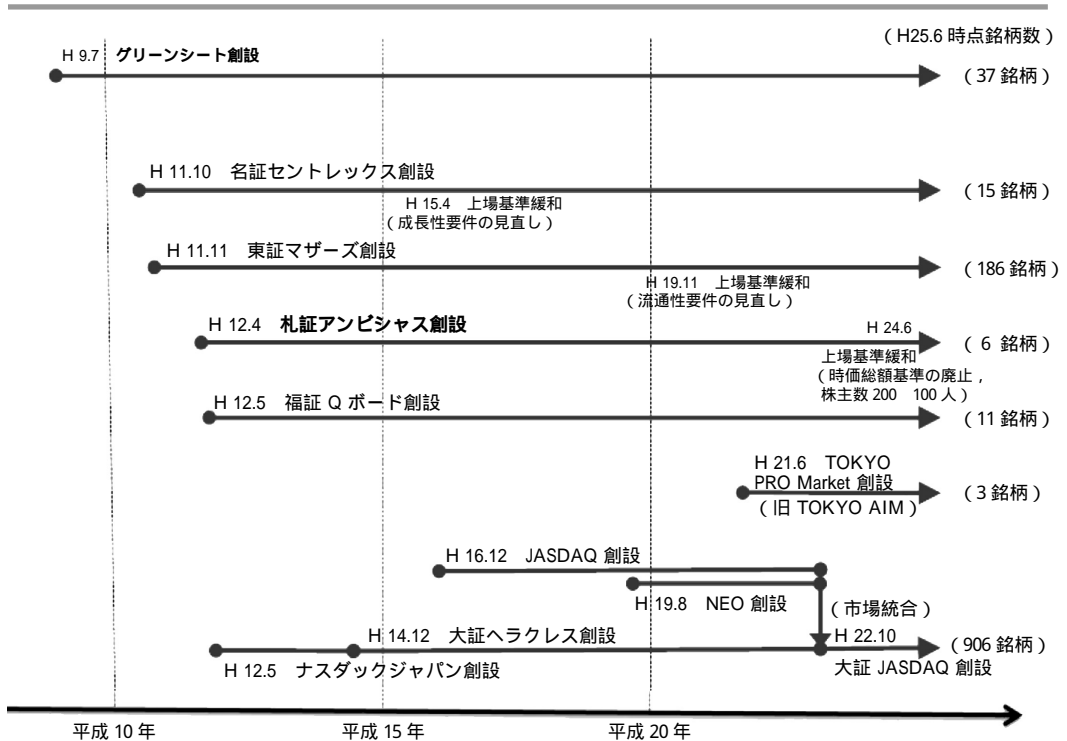
IPO時に提出する有価証券届出書には、5年分の金融商品取引法に基づく財務諸表の記載が必要となる(直近2年分の監査済み財務諸表, 3年前~5年前

に係る財務諸表（監査不要）、事業開始から機関が経過せず、上記年数分を作成できない場合には作成可能な範囲で可。上場会社は、事業年度毎に、内部統制報告書を提出する義務があり、この内部統制報告書は公認会計士による監査を受けなければならない。したがって、この新規上場のコストの低減には、内部統制報告書の提出に係る負担の一定期間の軽減措置や、有価証券届出書の提出に求められる財務諸表の年数の限定などの企業内容等の開示の合理化が求められる。

また、新興市場では、一定の流動性を確保する観点から、取引所の定める上場審査基準において、株主数・流通株式数・流通株式時価総額等の基準を定めているが、市場毎にその基準が異なっている。マザーズ・JASDAQ・セントレックスの株主数基準は「上場の時までに300人以上となる見込みのあること」とされるが、Q-Board・アンビシャスは100名以上となっている。各新興市場の基準を統一することが望ましいが、少なくとも300名以上基準を200名以上基準に引き下げること課題となっている。

上場企業の場合、有価証券届出書を提出した日から7日が経過した日に当該

(表7)



届出書の効力が発生し、投資家に有価証券を取得させることができる。発行登録の場合、発行登録書の効力が生じていれば発行登録追補書類を提出することで投資家に有価証券を取得させることができるが、当該発行登録書には、今後発行する予定の有価証券の種類、発行予定金額等の記載が必要となっている。この点に付き、有価証券の発行決議（有価証券届出書の提出）から、実際の有価証券の発行までの期間を短縮する余地はないか。周知性の高い企業については、有価証券の種類、発行予定金額等の記載を行なうことなく、発行登録を行なえるようにすることが考えられないか、といった課題がある。

さらに、大量保有報告制度の問題もある。これは、上場会社が発行する株券等の大量保有者（5%超）となった者に対して、大量保有報告書を提出し、その保有状況の開示を求めるものであり、大量保有報告書の提出後、保有割合が1%以上増減した場合等には、変更報告書を提出することが求められる。現行制度では、たとえば、自己株式も大量保有報告書の対象有価証券となっている。他制度により求められている情報開示との整理を行なうなど、提出者の負担軽減を図ることが考えられないか、といった課題もある。

このように、株式上場（IPO）に関しては、多くの課題があり、創業期企業にとって、負担の多い制度となっている。これらの課題を軽減していくことが、クラウドファンディングの振興には不可欠となる。

6. 結び

イノベーションを実現する新しい企業や新規分野に進出する意欲のある企業に対する手法としてのクラウドファンディングを初めとする新しい手法は、今後も一層の活用が期待される。単なる資金供給というよりも、資金提供者の意思を表す「志金」の提供である点で、ソーシャル・イノベーションということもできる。但し、その資金の規模は圧倒的に小さく、出資・融資の金額はそれらのビジネスを活性化・発展させる上では十分ではない。いわば、金融機関が本来のその役割を果たす余地はまだまだ大きいといえよう。

そのためには、金融機関の融資手法をより洗練されたものに転換すべきであり、従来の財務情報依存、担保・保証に依存した融資の仕組みを脱却すべきである。すなわち、企業の持つ潜在能力の発掘が第一であり、それを客観的に見えるようにして、正当な評価を可能にすることが重要である。企業の非財務情

報，知的資産およびそれを文書化した知的資産経営報告書を活用する仕組みの定着化が必要である。この点は，村本 [2010] などで強調してきたところであるが，金融庁の検査，監督などに活用することが不可欠である。いうまでもないが，既に監督指針，検査マニュアルなどでは盛られている点でもあり，各種の土業の活動分野での活用が進めば，より普及が深まるといえよう。

〔参考文献〕

- Berger, A. and G. F. Udell, "The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22 Issues 6-8, Aug. 1998, pp. 613-673.
- and , "Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure," *Economic Journal*, Vol. 112 Issue 477, Feb. 2002, pp. F32-F53.
- and , "A More Complete Conceptual Framework for SME Finance," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30 Issue 11, Nov. 2006, pp. 2945-2966.
- Boot, A., "Relationship Banking: What Do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9 Issue 1, Jan. 2000, pp. 7-25.
- and Thakor, A., "Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game," *International Economic Review*, Vol. 35 Issue 4 Nov. 1994, pp. 899-920.
- and , "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance*, Vol. 55, Issue 2, April 2000, pp. 679-713.
- Greenbaum, S., Kanatas, G. and Venezia, I., "Equilibrium Loan Pricing Under the Bank-client Relationships and Terms of Loans," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13 Issue 2, May 1989, pp. 221-235.
- Levine, R., "The Legal Environment, Banks, and Long-run Economic Growth," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 30, Issue 3, Aug. 1998, pp. 596-620.
- Massolution, "Crowdfunding Industry Report: Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms," May 2012.
(<http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf#search=Massolution+crowdfunding+industry+report+2012>)
- Schumpeter, J., *Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 1912 (2. Aufl., 1926). 塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波書店(文庫), 1977年9月(上巻), 11月(下巻)。(岩波書店, 机上版, 1980年)。英語訳: Opie, R., *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Harvard Univ. Press, 1934. (4th printing, 1954).
- , *Business Cycles - A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Vol. 1 & 2, McGraw-Hill, 1939. 吉田昇三監修・金融経済研究所訳『景気循環論』有斐閣, ~ 巻, 1958年12月~1964年12月。

クラウドファンディング

- , *Capitalism, Socialism, and Democracy*, 1942. 中山伊知郎・東畑精一訳『資本主義・社会主義・民主主義』(上・中・下巻) 東洋経済新報社, 1951-52年(改訂版1962年, 新装版〔合冊本〕1995年6月)。
- 青木武「米国のリレーションシップバンキング 米国金融機関の中小企業向け貸付の理論と実践」『信金中金月報』第2巻第9号, 2003年7月, pp. 10-26。
- 慎泰俊『ソーシャルファイナンス革命』技術評論社, 2012年6月。
- 廣住亮「中小企業金融とリレーションシップバンキング 欧米主要国の事例との比較」『信金中金月報』第2巻第10号, 2003年8月, pp. 2-22。
- 情報通信審議会「イノベーション創出実現に向けた情報通信技術政策の在り方」(平成25年諮問第19号)に関する情報通信審議会からの中間答申 参考資料A, 2013年7月5日。
http://www.soumu.go.jp/main_content/000236853.pdf
- 神山哲也「欧米におけるクラウドファンディング市場の現在」『週刊金融財政事情』2013年7月15日, pp. 20-23。
- 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に関するワーキング・グループ報告」2013年12月20日。
- 増島雅和「エキイティ・クラウドファンディングの規制を考える」『週刊金融財政事情』2013年7月15日, pp. 15-19。
- 三井哲「ソーシャルファイナンスの現状と課題」『季刊 個人金融』Vol. 8 No. 1, 2013年春(5月), pp. 62-71。
- 森田果「ソーシャルレンディングはどのように機能しているのか?」『季刊 個人金融』Vol. 8 No. 1, 2013年春(5月), pp. 52-61。
- 村本孜『リレーションシップ・バンキングと金融システム』東洋経済新報社, 2005年2月。
『リレーションシップ・バンキングと知的資産』金融財政事情研究会, 2010年12月。
「中小企業金融の円滑化へのインフラ整備 ソフト情報としての知的資産経営と電子記録債権」『商工金融』第62巻第1号, 2012年1月(a), pp. 3-15。
「イノベーションと金融 - 中小企業向け融資の金融インフラの整備 - 」『成城大学社会イノベーション研究』第7巻第2号, 2012年3月(b), pp. 1-28。
「The world has changed -Reporting must too. - コーポレート・レポートのイノベーション: 知的資産レポートをめぐって - 」『成城大学社会イノベーション研究』第8巻第2号, 2013年7月, pp. 149-170。
- 日本銀行『金融システムレポート』2013年4月号。
- 日本証券経済研究所『米国 JOBS 法による証券規制の変革』(金融商品取引法研究会研究記録第40号)2013年1月。
- 野村敦子「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」日本総研『金融情報』Research Focus, 2012-7, 2013年3月28日。
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/6677.pdf>
- 奥山貴彦「米国の「クラウド・ファンディング」に注目」『大和総研 Economic Report』, 2012年4月25日。
<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12042501capital-mkt.pdf#search='%E5%A4%A7%E5%92%8C%E7%B7%8F%E7%A0%94+%E7%B1%B3%E5%9B%BD%E3%81%AE%E3%82%AF%E3%83%A9%E3%82%A6%E3%83%89%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B>

社会イノベーション研究

3%E3%83%87%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0%E3%81%AB%E6%B3%A8%E7%9B%AE'

澤山弘「『市民出資ファンド』の組成に出資を - 地域の課題解決を図るソーシャルビジネスの支援策として - 」『信用金庫』2013年7月, pp. 20~26。

千田雅彦「クラウドファンディング Crowdfunding - 群れ集う投資家の遭遇 encounter with Funding Crowd - 」『季刊 個人金融』Vol. 8 No. 1, 2013年春(5月), pp. 38~51。

内田聡「ソーシャルメディアが普及する社会と地域金融 ~ 「相対型直接金融」と「犬型」のリレバン~」生活経済学会関東部会報告, 2013年11月30日。

山際勝照「黎明期にある日本のクラウドファンディング」『週刊金融財政事情』2013年7月15日, pp. 10~14。

*) 教員特別研究助成「金融イノベーションのフロンティアの諸相」の成果の一部である。