

# 株式投資型クラウドファンディングのビジネスモデルと規制の方向性

松尾 健一

## 1 はじめに

2014年の金融商品取引法の改正は、投資型クラウドファンディングによる資金調達を促進するため、投資型クラウドファンディングを「電子募集取扱業務」として規制を整備した。2015年には関係する施行令・内閣府令の改正も行われ、同年5月29日に施行されている。これらの法整備により、わが国においても株式投資型クラウドファンディングによる資金調達が、法律上は可能となった。しかし、改正法施行後も、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達の例は2017年まで現れなかった。

2017年4月に株式投資型クラウドファンディング第1号案件が募集を開始し、無事、目標金額を調達すると、次々と募集が開始され、資金調達に成功した。2017年の年間実績では、3社の仲介業者（ファンディングポータル）が18件の募集（うち1件は新株予約権の募集）を実施し、そのすべてにおいて目標金額（または目標金額を超える金額）の調達に成功した。調達した資金の総額は5億997万5000円（うち4200万円は新株予約権の募集）に上った<sup>1</sup>。2018年に入ると株式投資型クラウドファンディングによる資金調達の勢いが増し、同年9月までの実績をみると、ファンディングポータル3社が50件の募集（うち7件は新株予約権の募集）を実施し、31件（新株予約権の募集6件を含む）において目標金額以上の資金調達に成功した。調達した資金の総額は13億1421万5000円（うち1億6135万円は新株予約権の募集）に上っている<sup>2</sup>。

株式投資型クラウドファンディングの仲介をするファンディングポータルは現在のところ3社であるが、それぞれ他とは異なるビジネスモデルをもっているように見受けられる。また、そのいずれのモデルも、株式投資型クラウドファンディングの投資モデルとして当初想定されていた、いわば理念形とは異なるように思われる。

本稿は、わが国における株式投資型クラウドファンディングのビジネスモデルに対するこのような認識をもとに、現在行われている株式投資型クラウドファンディングの実態に照らして、それに対する規制の内容に過不足がなく合理的なものとなっているかを検討しようとするものである。

検討の順序は、次のとおりである。まず2において、スタートアップ企業に対する投資のリスクを分類し、ベンチャーキャピタル、エンジェル投資家、株式投資型クラウドファ

---

<sup>1</sup> 日本証券業協会が公表している統計による。

<sup>2</sup> 日本証券業協会が公表している統計による。

ンディングの投資モデルにおいて、それぞれどのように当該リスクに対応しようとしているのかをみる。3では、2で検討した投資モデルに照らして、現在、わが国において株式投資型クラウドファンディングを業として行っているファンディングポータル投資モデル（ビジネスモデル）の特徴を明らかにする。4では、3で明らかになったわが国におけるファンディングポータル投資モデルの特徴をふまえて、その実態に見合った規制の方向性について検討する。

## 2 スタートアップ企業に対する投資のモデル

ここでは、まず Gilson 論文<sup>3</sup>および Ibrahim 論文<sup>4</sup>に従って、スタートアップ企業に対する投資におけるリスクと、そのリスクに対応するために、ベンチャーキャピタルおよびエンジェル投資家がどのような投資モデルを採用しているかをみる。つづいて、それらの投資モデルと比較して、株式投資型クラウドファンディングの投資モデルにどのような特徴があるかをみる。

### (1) スタートアップ企業に対する投資におけるリスク

Gilson は、スタートアップ企業に対する投資におけるリスクを、①事業の不確実性に起因するもの、②投資家と起業家との間の情報の非対称性に起因するもの、そして、③投資家と起業家との間に生じるエージェンシー問題に起因するものに分類する。これらリスクは、いずれもスタートアップ企業に対する投資に特有のものではないが、①については、投資先であるスタートアップ企業の事業は、新規性のあるものが多く、既存の事業とは展開の仕方や他との競争の仕方が異なることが多いといったことによって増幅されうる。また、投資の時点では、ほぼ事業の履歴がなく、それを参照できないことから①の測定は困難になる<sup>5</sup>。

②については、投資の時点において、起業家は投資対象の事業について投資家より多くの情報を有しており、また、事業の新規性ゆえに、投資家が事業の内容を理解すること（起業家が事業内容を投資家に正確に伝えること）は既存の企業に対する投資の場合と比べると格段に困難である。また、投資時点では事業の履歴がないことから、履歴を用いて起業家の説明を検証することもできない。したがって、既存の事業に対する投資と比べて②も

---

<sup>3</sup> Ronald J. Gilson, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience, 55 STAN. L. REV. 1067 (2003).

<sup>4</sup> Darian M. Ibrahim, Equity Crowdfunding: A Market for Lemons, 100 MINN. LAW REV. 561 (2015).

<sup>5</sup> Gilson, supra note 3, at 1076-77.

大きくなる<sup>6</sup>。

③は、起業家が、投資家から提供された資金を、自己の利益のために投資家の利益とならない方法で使用してしまうおそれがあるというもので、①および②が投資時点における問題であるのに、③は投資後の起業家の行動から生じるものである。③についても、スタートアップ企業に対して、上場企業におけると同等のガバナンスシステムの構築を求めることは不可能であることから、それとは異なる対応が求められることになる<sup>7</sup>。

## (2) ベンチャーキャピタルの投資モデル

ベンチャーキャピタルは、投資契約にさまざまな条項を定めることによって、上述のスタートアップ企業に対する投資のリスクに対応している。その中でも、段階的に投資することがリスクに対応するための重要な手段となっている。とくに、最初の投資の時点で投資契約において定めた一定の目標（マイルストーン）を投資先企業が達成できた場合に、総投資予定額のうちの一定の割合を追加で出資するという手法が有効である。このような手法を用いれば、追加的に出資する時点では、マイルストーンを達成している、すなわち事業が順調に進展しているはずであり、当初の投資時点に比べて事業の不確実性（上記①のリスク）が大きく減少していると考えられる。また、同様に追加投資の時点では投資の事業の進展を確認することができるから、当該事業に用いられている新技術の有用性等、当初の投資時点では起業家が投資家に伝えることが困難な事項について両者の間の情報の非対称（上記②のリスク）がある程度解消していることが期待できる<sup>8</sup>。

さらに、当初の投資契約においてマイルストーンを設定することによって、起業家に対してそれを達成できるよう努力するインセンティブを付与することができ、これによって起業家と投資家との間に生じるエージェンシー問題（上記③のリスク）を改善することができる<sup>9</sup>。

また、ベンチャーキャピタルがスタートアップ企業に投資する場合には、投資手段として優先株式が用いられることが多い。残余財産の分配に関して優先権が付された優先株式を用いることによって、起業家は、投資対象の事業の価値が一定額以上になるという自信を有しているというシグナルを投資家に送ることができる。このことは起業家と投資家の間の情報の非対称から生じる問題を緩和できる。さらに投資先企業に取締役等として人を送り込み（ハンズ・オン）、起業家による業務執行を監視することにより、投資家と起業家との間に生じるエージェンシー問題を緩和することもできる。さらに、起業家が投資家の利益に反する行動をとった場合に投資家に退出権を認める条項を定めておくことも、エー

---

<sup>6</sup> Id. at 1077.

<sup>7</sup> Id.

<sup>8</sup> Id. at 1078-79.

<sup>9</sup> Id. at 1079-80.

ジェンシー問題の緩和に役立つ場合がある<sup>10</sup>。

### (3) エンジェル投資家の投資モデル

エンジェル投資家は、ベンチャーキャピタルより早い段階でスタートアップ企業に投資するため、上記①～③のリスクもより大きなものとなる<sup>11</sup>。エンジェル投資家は、ベンチャーキャピタルのように、これらのリスクに対応するために投資契約の条項を用いることはほぼない。エンジェル投資家の投資額は、ベンチャーキャピタルに比べると少額であるため、個々の投資にカスタマイズされた詳細な投資契約の条項を定めるコストに見合わないことが多く、また、そのような条項を定めておくと、後にベンチャーキャピタルから投資を受ける際の支障となり、投資を受けにくくなることが懸念されるためであるとされる<sup>12</sup>。

エンジェル投資家は、投資契約ではなく、人的ネットワークからもたらされる情報を用いて、①～③のリスクに対処している。まず、エンジェル投資家の多くが元起業家であり、事業の売却、IPO 等により得た資金を他のスタートアップ企業に投資する者である。このためエンジェル投資家自身が特定の事業分野に精通していることが多く、その事業分野に近い事業内容のスタートアップ企業に投資する場合には、エンジェル投資家と投資先の起業家との間の情報の非対称は相当程度解消されうる<sup>13</sup>。

また、多くのエンジェル投資家によって形成される人的ネットワークがあり、あるエンジェル投資家が必ずしも精通しているとはいえない事業分野についても、事業の経験や専門的知識を有する者がそのネットワーク内にいることが多い。エンジェル投資家は、この人的ネットワークを通じて投資先を選別することが可能となり<sup>14</sup>、上記①および②のリスクに対処できる<sup>15</sup>。また、エンジェル投資家は、スタートアップ企業への投資に際して、投資先の起業家と直接会って話を聞く機会を複数回設けるのが通常であり、このような面談を通じて投資先を選別することができるのも、エンジェル投資家の利点の一つとなっている<sup>16</sup>。

投資後についても、エンジェル投資家は定期的に投資先企業を自ら訪問し、事業の進捗状況等を確認し、いわゆるエンゲージメント活動を行なう。スタートアップ企業の側にとっても、投資を受けた後もエンジェル投資家が有する情報、助言、経験、コネクションを利用できることは望ましいことであり、金銭の出資以外の付加的なサービスがエンジェル投

---

<sup>10</sup> Id. at 1084-85.

<sup>11</sup> Darian M. Ibrahim, The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors, 61 VAND. L. REV. 1405, 1420 (2008).

<sup>12</sup> Id. at 1421; at 1428-31; at 1433-35.

<sup>13</sup> Id. at 1419; at 1431-32.

<sup>14</sup> このような選別機能は、エンジェル投資家がパッシブな投資家としてスタートアップ企業投資に参加する場合にとくに重要である。

<sup>15</sup> Id. at 1432.

<sup>16</sup> Id. at 1444.

資の重要な特徴となっている<sup>17</sup>。このような関係が築かれることにより、エンジェル投資家と起業家との間に生じるエージェンシー問題を相当程度解消することができる。

#### (4) 株式投資型クラウドファンディングのモデル

株式投資型クラウドファンディングの主たる投資対象として想定されているのはスタートアップ企業である。したがって、その投資には上記①～③のリスクがともなうこととなる。株式投資型クラウドファンディングの投資家は、どのようにしてこれらのリスクに対処できるであろうか。(2) および (3) でみたベンチャーキャピタルとエンジェル投資家の投資モデルと比較しながら、検討することとする。

ベンチャーキャピタルの投資モデルは、(マイルストーンを設定した上で) 段階的な投資を行なうことによって①～③のリスクに対処していた。しかし、株式投資型クラウドファンディングでは、段階的な投資は一般的ではない。株式投資型クラウドファンディングは、通例的にはある事業計画(プロジェクト)に対して出資者を募集するものであり、資金調達に成功したのちに、当該事業の主体がクラウドファンディングを利用して追加的な資金調達を望む場合であっても、あらためて投資家が募集されることとなり、先のクラウドファンディングにおける投資家が追加的に出資するわけではない。したがって、株式投資型クラウドファンディングにおいては、投資リスク軽減のための段階的な投資は行なわれていないといえる。

ベンチャーキャピタルの投資モデルでは、段階的な投資のほか、優先株を利用することにより投資にともなうリスクを軽減できるとされていた。しかし、株式投資型クラウドファンディングでは優先株式の利用は一般的ではない。さらに、ベンチャーキャピタルの投資モデルでは、投資先企業に取締役等を派遣する(ハンズ・オン)ことによって③のリスクを軽減しようとしていたが、株式投資型クラウドファンディングでは、ハンズ・オンが行われることもない。

つぎにエンジェル投資家の投資モデルと比較してみると、エンジェル投資家は自身が事業経験や専門知識を有する事業分野のスタートアップ企業に投資するが、株式投資型クラウドファンディングの投資家は、一般的には投資先企業の属する事業分野について専門的知識あるいは事業経験を有していることは想定されていない。エンジェル投資家は、自身が事業経験等を有しない事業分野の企業に投資する場合にも、他のエンジェル投資家と結ばれた人的ネットワークを通じて有望な投資先が選別されることを期待することができる。これに対し、クラウドファンディングの投資家は、投資時点において他の投資家との面識がないのが通例であり、投資家間のネットワークは構築されていない<sup>18</sup>。

---

<sup>17</sup> Gilson, *supra* note 3, at 1075.

<sup>18</sup> もっとも、後述のように、理念形の株式投資型クラウドファンディングでは、ファンディングポータルウェブサイトを通じて投資家間で意見のやり取りがされることが想定されている。

さらにエンジェル投資家は、投資を決定する前に投資先の起業家と直接会って事業計画の説明を受ける機会を設けるのが通例であり、そこで得られた情報は投資先を選別する際の資料の一部となる。また、投資後も、投資先企業を定期的に訪問し、事業の進捗状況等を直接確認することにより、エンジェル投資家と起業家と間に生じるエージェント問題に対処している。これに対し、クラウドファンディングでは、投資家が直接、投資先の起業家と会う機会が設けられることはない<sup>19</sup>。また、投資後に、投資家が投資先企業を訪問するといったことも想定されていない。

このように、ベンチャーキャピタルおよびエンジェル投資家の投資モデルにおいて用いられていたリスクへの対応策は、クラウドファンディングでも用いられることは一般的には想定されていない。クラウドファンディングでは、②のリスク（起業家と投資家との間の情報の非対称から生じるリスク）に、投資家の集合知（wisdom of crowd）によって対処することが想定されている。すなわち、クラウドファンディングでは、多数の投資家が、ファンディングポータルに設置されるコミュニケーションの場で<sup>20</sup>、投資対象について投資家間で様々な議論・検証を行ない、また投資家と起業家との間で情報のやり取りがされる中で、投資対象が選別されることが想定されている。

投資家の集合知による投資対象の選別がうまく機能するか否かについては、見解が分かれている。たとえば、ある企業が、新たな製品を開発するための資金をクラウドファンディングによって調達しようとする場合に、当該製品の利用経験のある者が投資家としてファンディングポータルでのコミュニケーションに参加する場合には、集合知による選別が機能する可能性は高くなると指摘されている<sup>21</sup>。

他方で、クラウドファンディングでは、募集期間の早い時期に投資した投資家の発言（コミュニケーション・チャンネルにおける書込み等）や、専門家（と称する者）の発言が、他の投資家の投資判断に大きな影響を及ぼすとも指摘されている<sup>22</sup>。一部の投資家の発言等

---

<sup>19</sup> ファンディングポータルのウェブサイトを通じて、投資家が起業家とコンタクトをとることはありうる。なお、アメリカのクラウドファンディング規制においては、ファンディングポータルが、投資家に対して起業家との面談の機会を提供することは禁止されている（Regulation CF 100(a)(3)は、ファンディングポータルを通じたコミュニケーション（オンライン）以外のコミュニケーションを禁止している）。

<sup>20</sup> アメリカでは、ファンディングポータルは、投資家間でのコミュニケーションの場として他の（潜在的）投資者および資金調達者の代表者と募集案件についてコミュニケーションすることができるコミュニケーション・チャンネルを設置しなければならないとされている（Regulation 303(c)）。ファンディングポータルは、詐欺的な書込み等を削除する場合を除いて、コミュニケーション・チャンネルにおけるコミュニケーションに介入してはならないとされている（同(c)(1)）。

<sup>21</sup> Ibrahim, supra note 4, at 597.

<sup>22</sup> Id. at 597-98.

が、他の投資家の投資判断に影響を及ぼす場合には、集合知による選別は機能しにくくなる<sup>23</sup>。

株式投資型クラウドファンディングでは、投資家の集合知によって投資にともなうリスク（とくに投資家と起業家との間の情報の非対称に起因するもの）に対処することが想定されているものの、それが十分に機能し得るかについては、疑問も示されている。そうすると、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家といったある程度リスクに対処できる投資モデルが確立された資金提供者がいるにもかかわらず、資金調達手段として、あえて株式投資型クラウドファンディングを選択する起業家はいるのかという疑問も生じる。とくに、投資家と起業家との間の情報の非対称が解消されない場合、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家による選別から漏れた、優良とはいえないスタートアップ企業のみが、株式投資型クラウドファンディングを選択するという可能性も否定できない<sup>24</sup>。

このような懸念に対しては、理論上は次のようなケースで、なお株式投資型クラウドファンディングによって資金調達をする合理的な必要性があると指摘されている。まず、エンジェル投資家からの投資を受けるには小さすぎる額の資金を調達するニーズがある場合である。具体的には会社の設立、特許権の登録、これらの手続きにかかる弁護士報酬等であり、自己資金や親族からの資金提供に代えて、クラウドファンディングによって調達する場合である<sup>25</sup>。

つぎに、投資家が経営に関与することを嫌う起業家がクラウドファンディングを利用することが考えられる。エンジェル投資家による経営に対するアドバイスやベンチャーキャピタルからの人材の派遣は、一般的には起業家に好意的に受け止められているとされるが、そういった投資家による経営への関与を起業家が嫌うこともありうる<sup>26</sup>。投資家から提供される資金以外のサービスの対価が投資条件に反映されるとすれば、投資家による関与を嫌う起業家にとっては、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家からの投資には不必要なサービスの対価が上乗せされてしまう可能性がある<sup>27</sup>。

---

<sup>23</sup> 集合知による選別が機能するためには、投資家 (crowd) が互いに独立していることが条件となるとされている (Joan MacLeod Heminway, *Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the "Crowd,"* 38 VT. L. REV. 827, 845-46 (2014).)。

なお、アメリカでは、ファンディングポータルでのコミュニケーション・チャンネルにコメントを投稿する者が、当該募集案件についてのプロモーションに対して資金調達者から報酬を得ている場合には、その旨を開示しなければならないとされている (Regulation CF 302(c))。

<sup>24</sup> Ibrahim, *supra* note 4, at 588.

<sup>25</sup> Id. at 589.

<sup>26</sup> Id. at 590.

<sup>27</sup> Id.

### 3 わが国における株式投資型クラウドファンディングのビジネスモデル

#### (1) 株式投資型クラウドファンディングの「理念形」

2 (4) でみたとおり、株式投資型クラウドファンディングに対しては、その有用性について疑問視するものがあった。もっとも、そこで想定されていた株式投資型クラウドファンディングの投資モデルは、投資家の集合知によって投資対象を選別するという、いわばクラウドファンディングの「理念形」であった。しかし、株式投資型クラウドファンディング（向けの規制を利用した資金調達仲介業）が、すべてそのような「理念形」の投資モデルを採用しているとも限らない。現に、わが国において資金調達が行われているファンディングポータルをみると、「理念形」とは異なる形の投資モデル・ビジネスモデルを採用しているように見受けられる。以下では、そのモデルについて具体的にみていくこととする。

#### (2) 仲介者の評判の利用

株式投資型クラウドファンディングの「理念形」では、起業家と投資家との間の情報の非対称に対処する手段として、投資家の集合知が想定されていた。情報の非対称に対処する手段としては、このほかにも起業家と投資家とを仲介する者（クラウドファンディングではファンディングポータル）の評判を利用することが考えられる<sup>28</sup>。評判が高い仲介者が仲介することにより、その企業について、投資対象として質が高いものであるとのシグナルを投資家に送ることができる<sup>29</sup>。また、仲介者と投資家との関係は継続的なものになるため、仲介者はその評判を維持するインセンティブを有することから、仲介者から発信されるシグナルの信頼性も維持されることが期待できる。

このように仲介者の評判を利用して、起業家と投資家との間の情報の非対称に対処するためには、仲介者が自ら仲介する企業を選別することが前提となる。わが国における株式投資型クラウドファンディングのファンディングポータルの一つである株式会社日本クラウドキャピタルが運営するポータルサイト「FUNDINNO」では、「当社が選別した魅力のある企業を掲載しております」とされており、さらに「個人投資家保護の観点から、詳細な調査とリスクの洗い出しを行うなど厳正な審査を行い、将来的にスケールする可能性のある会社かどうか？革新性はあるか？独自性はあるか？といったような明確な方針に基づいています」、「審査過程は、公認会計士・弁護士・税理士等有識者を中心としたチームで行い、また、審査会議においては多数決ではなく、審査員全員一致でなければ通過することができないという大変厳しい審査を行っています」とされている<sup>30</sup>。

また、エメラダ株式会社が運営するファンディングポータルである「エメラダ・エクイ

---

<sup>28</sup> Id. at 598.

<sup>29</sup> IPO における引受証券会社は、まさにこのような役割を果たしているといえる。

<sup>30</sup> 2018年10月22日確認。

ティ」においても、「エメラダ・エクイティでは、当社の基準をクリアしたベンチャー企業のみ募集の取扱いを行います」とされている<sup>31</sup>。このようにいずれにおいてもファンディングポータル自身が、掲載する募集案件の選別を行なっていることをアピールしている<sup>32</sup>。

### (3) 投資家の評判の利用

ファンディングポータル自身の評判ではなく、投資家の評判を利用して情報の非対称の問題に対処しようとする投資モデルもある。アメリカには、著名なエンジェル投資家が投資する投資対象について、オンラインで投資家を募集するファンディングポータルが存在する（代表例として AngelList）。これは、2（3）で述べた機能を果たすアクティブなエンジェル投資家が投資するスタートアップ企業に、他のエンジェル投資家がパッシブな投資家として参加する際のマッチングを、オンラインを通じて行なう投資モデルである<sup>33</sup>。この場合、パッシブな投資家として参加するエンジェル投資家は、アクティブなエンジェル投資家を信頼して投資するものと考えられる。

わが国においても、エメラダ・エクイティでは「ベンチャー企業は、上場企業に比べて収益基盤が確立されておらず、将来性の評価が困難です。エメラダ・エクイティでは、プロの投資家（ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家）が既に出資している企業に投資することができます」とされており、プロ投資家が選別した投資対象に相乗りする形で投資する個人投資家を募集している<sup>34</sup>。また、FUNDINNO においても「多くの案件にプロの投資家も投資している」ことがうたわれており、ここでもプロ投資家の評判が利用されている。

またファンディングポータル「GoAngel」を運営しているのは、DAN ベンチャーキャピタルキャピタルであり、「GoAngel は、……「第一種少額電子募集取扱業務」として DAN

---

<sup>31</sup> 2018年10月22日確認。

<sup>32</sup> イギリス最大の投資型クラウドファンディングのプラットフォームである crowdcube について、2015年に行なわれた調査では、プラットフォーム掲載率（掲載を希望した募集案件のうち実際に掲載されたものの割合）は約10%であったとされており（Saul Estrin and Susanna Khavul, *Equity crowdfunding: a new model for financing entrepreneurship?*, CentrePiece Winter 2015/16, p.8.）、ファンディングポータルが厳格に掲載案件を選別していたことがうかがえる。

<sup>33</sup> このモデルは、株式投資型クラウドファンディングの規制（Regulation CF）ではなく、JOBS Act によって設けられた Rule 506 および Regulation D を利用して、インターネットを通じた一般的勧誘を行なうものである。この場合、当該勧誘を受けて投資する投資家は適格投資家（accredited investor）に限定される。

<sup>34</sup> もっとも「お客さまには投資先企業をサポートしていただけます。投資先企業の PR、潜在顧客や人材の紹介、製品やサービスへのフィードバックの提供等、企業に対して具体的な支援を行っていただく機会があります」とされており、制度上は必ずしもパッシブな投資家のみを募集するものではないようである。

ベンチャーキャピタルが非上場会社の株式等の募集の取扱いを行うものです。DAN ベンチャーキャピタルでは、発行会社の成長性審査を行う<sup>35</sup>。また、「株価算定については、第三者の専門家により公正な企業価値評価を行われることを原則とし、DAN ベンチャーキャピタルで審査を行った上で合理的と判断された株価にて募集を行います」とも記載されている。これは、投資家でもあるファンディングポータル運営者が、投資家としての評判を利用してのものと同様に評価できる。

#### (4) 「理念形」からの乖離

(2) (3) からわかるように、我が国における株式投資型クラウドファンディングの投資モデルは、投資家の「集合知」(のみ)によって投資対象を選別することは想定されておらず<sup>36</sup>、ファンディングポータル運営者またはプロ投資家が投資対象の選別に関与することによって、これらの者の評判を利用して投資家と起業家との間の情報の非対称の問題に対処しようとするものといえる。

株式投資型クラウドファンディングの「理念形」においては、ファンディングポータルは投資対象の選別には関与せず、資金調達を希望する者と投資家とを結ぶ導管の役割を果たすにすぎないものと想定されている。しかし、現実に行われている株式投資型クラウドファンディングに、「理念形」とは異なる要素が含まれ<sup>37</sup>、それが投資家にとって重要なものとなっていることからすると、株式投資型クラウドファンディングに対する規制の内容が、その実態に見合ったものとなっているかを検討する必要があるように思われる。

## 4 規制の方向性

### (1) ファンディングポータルによる審査基準等の開示

ファンディングポータルが厳格に投資対象を審査し、選別したうえでそのサイトに掲載しているとすれば、掲載されたということ自体が、投資家にとってはその案件が投資対象として一定の品質を備えていることのシグナルと受け止められる。この場合、投資家にとって、ファンディングポータルが現実には審査を行なっていることが確保されることが重要である。

金融商品取引法 35 条の 2 を受けた金融商品取引業等に関する内閣府令 70 条の 2 第 2 項

---

<sup>35</sup> 2018 年 10 月 22 日確認。

<sup>36</sup> なお、では、登録した投資家は、同ポータルにおいて投資家間の情報交換も可能とされている。

<sup>37</sup> FUNDINNO は、資金調達に成功した企業について、資金調達後も「事業計画と実績の管理やサポートを行ったり、ファイナンスのサポートとして追加の資金調達の提案などを行ったりしています。また、ビジネスマッチングや、エグゼクティブ人材・技術者等の紹介といったフォローも個別に行っています」としている。

は、株式投資型クラウドファンディングにかかる電子募集取扱業務を行なう金融商品取引業社が整備すべき業務管理体制について定めており、その 3 号において、発行者の財務状況、事業計画の内容、資金使途その他電子申込型電子募集取扱業務等の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査（目標募集額が発行者の事業計画に照らして適当なものであることを確認することを含む）を行なうための措置（審査措置）をとることを要求している。この規定は、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書が、投資型クラウドファンディングに関する投資者保護のための必要な措置として、「発行者に対するデューデリジェンス……を義務付ける」<sup>38</sup>としていたことを踏まえて設けられたものと解され、ファンディングポータルが、そのサイトにおいて募集する案件について一定の審査をすることを前提としている<sup>39</sup>。

もっとも、前述の FUNDINNO の例をみると、投資対象が、将来的にスケールする可能性のある会社かどうか、革新性・独自性はあるかといった基準にもとづいて、公認会計士・弁護士・税理士等が参加する審査会議で審査するとされている。これは、投資対象の選別という観点からすると、内閣府令および証券業協会規則によって求められる審査より、さらに踏み込んだ審査を行なっているものといえる。

フランスでは、ファンディングポータルが、サイトに掲載する投資対象企業を選別することを前提として、掲載する投資対象を選別する基準・手続きをサイトにおいて開示しなければならないとされている（通貨金融法典 L547 条 1 項、AMF 一般規則 325-32 条）。実際にあるファンディングポータルでは、次のような情報が掲示されていた<sup>40</sup>。

まず、投資対象からファンディングポータルに提出された事業計画をもとに書面審査が

---

<sup>38</sup> 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成 25 年 12 月 25 日）4 頁。

<sup>39</sup> 日本証券業協会が定める株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則 4 条は、ファンディングポータルに対して、以下の事項について厳正に審査することを求めている。

- 1 発行者及びその行う事業の実在性
- 2 発行者の財務状況
- 3 発行者の事業計画の妥当性
- 4 発行者の法令遵守状況を含めた社会性
- 5 反社会的勢力への該当性、反社会的勢力との関係の有無及び反社会的勢力との関係排除への仕組みとその運用状況
- 6 当該会員等と発行者との利害関係の状況
- 7 当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク
- 8 調達する資金の使途
- 9 目標募集額が発行者の事業計画に照らして適当なものであること。

<sup>40</sup> sowefund の例。<https://sowefund.com/guide-investisseur/comment-selection-entreprises>. を参照。

行われる。書面審査においては、投資対象の事業が、スタートアップの段階にあるか、ベンチャーキャピタルからの投資に適するものであるか、新規の技術等の実現可能性が実証されているか、提供するサービス等が革新的なものであるかといったことが考慮されると記載されている。

書面審査を通過した投資対象は、起業家との面接に進む。面接は、起業家によるプレゼンテーション（ピッチ）とそれに続く質疑応答という形式で行われる。ここでは、起業家が抱えている課題、起業家の能力、事業がどのステージまで進展しているか等を確認する。とりわけ、起業家が、その事業をわかりやすく、正確に、情熱的に表現できているかが重視されると記載されている。

つづいてデューデリジェンス手続きに進む。デューデリジェンスでは、投資対象の戦略、財務状況、投資対象が提供する製品・サービス等の市場、競合する製品・サービス等の状況、投資対象企業のガバナンスについて詳細な分析が行われる。通例では起業家とプラットフォームのアナリストチームとの間で複数回のミーティングがもたれる。デューデリジェンスにおいて分析される事項が具体的に列挙されている。その一部を抜粋すると、投資対象企業のコアビジネスが何であるか、提供する製品・サービスと他と差別化できる要素があるか、独自の技術等が知的財産権によって保護されているか、製品・サービスがターゲットとしている顧客層等の投資対象企業の事業に関する事項、経営陣の経験、経営陣が戦略的なビジョンをもっているか、経営陣が事業計画（の一部）を実現する能力を有していることが実証されているか等の投資対象企業の経営陣に関する事項、製品・サービスの市場の規模、市場の成長の見込み、市場への参入障壁、投資対象が技術等の独自性を維持し続けることができるかといった投資対象企業の製品・サービスに関する事項、今後5年間の財務状況（キャッシュフロー）の予測となっており、ファンディングポータルは、これらの事項の分析を通じて、投資対象の現状、将来の成長の見込み、投資者にとってのリスクを評価するとされている。

わが国では、前述のとおり、株式投資型クラウドファンディングを仲介するファンディングポータルは業務管理体制の一環として、投資対象を審査するための措置を講じなければならないとされているが、その審査の基準や手続きを投資家に開示するところまでは求められていない。ファンディングポータルが投資対象の選別を行なうことが一般的になるとすれば、その選別方法・基準について一定の範囲で投資家に開示することを義務づけることも検討に値する。

## （2）利益相反防止措置—ファンディングポータルの収益構造との関係

ファンディングポータルによる投資対象の選別が一般的なものとなれば、投資者は、投資適格のない案件（詐欺的なものを含む）はファンディングポータルによる選別によって（ある程度は）ふるい落とされていると期待するであろう。しかし、ファンディングポータルの収益構造によっては、ファンディングポータルは、より多くの投資対象をサイトに

掲載し、資金調達を成功させるインセンティブをもつ可能性が高い。その結果、ファンディングポータルによる選別がそれほど厳格になされない可能性があり、資金調達を成功させるために投資対象企業が事業の成長性が誇張された状態でサイトに掲載されるおそれも生じる。

わが国におけるファンディングポータルの収益構造についてデータを得ることはできなかったが、EUにおける調査では、大多数のファンディングポータルが、資金調達者からのみ手数料を徴収しているとされている。これらのプラットフォームの多くは、調達に成功した資金の額の4~6%を手数料として徴収している(最も高いプラットフォームで25%)。また、イギリスのプラットフォームは一般的に成功報酬のほかに1500~3000ユーロの固定手数料を徴収しているとされている<sup>41</sup>。アメリカにおけるファンディングポータルの収益構造もEUにおけるそれと大きくは異なるようである<sup>42</sup>。わが国におけるファンディングポータルの収益構造もこれらと大きく違わないとすれば、投資家との間の利益相反問題が深刻化する可能性がある。

ファンディングポータルが、投資家が期待するゲートキーパーとしての役割を果たさなくなるおそれがあるという問題について、実効性のある規制方法を考えることは容易ではない。さしあたり、当該ファンディングポータルにおいて資金調達に成功した企業の資金調達後の事業の経過を開示させ、資金調達に成功した企業のうち事業が破綻したもの、事業を継続しているもの、投資の回収に成功したものの割合等をサイトに掲載させることで、投資者がファンディングポータルを選別する際に有用な情報を提供できると考えられる。

### (3) regulatory sandbox として機能する可能性

現在、わが国において株式投資型クラウドファンディングを仲介しているファンディングポータルは3社のみであるが、それぞれ少しずつ異なった投資モデル(ビジネスモデル)を採用しているように見受けられる。また、冒頭に示した株式投資型クラウドファンディングによる資金調達のデータをみると、2017年は募集したすべての案件で目標金額の調達に成功しているのに対し、2018年は目標金額を調達できなかった案件が増えているようにもみえる<sup>43</sup>。このことのみからは断定できないが、たとえば、株式投資型クラウドファンディングを開始した時点では、できる限り資金調達を成功させて、資金調度を希望する企業および投資家を引きつける必要があり、そのためにファンディングポータルにおいて掲載

---

<sup>41</sup> European Securities and Markets Authority, Investment-based crowdfunding: Insights from regulators in the EU, pp.6-7 (2015).

<sup>42</sup> Vladimir Ivanov and Anzhela Knyazeva, U.S. securities-based crowdfunding under Title III of the JOBS Act, pp.24-25 (2017).

<sup>43</sup> 日本証券業協会による取りまとめの時点で、なお募集を継続してる案件が含まれている可能性があり、それについては今後、目標金額の調達に成功する可能性が残っている。

案件を厳格に審査し、資金調達に成功する可能性が高い（投資対象として魅力のある）案件のみを掲載していたという可能性がある。ファンディングポータルに登録する投資家の数が増え、投資家間のコミュニケーションを通じた投資案件の選別がある程度機能するようになれば、ファンディングポータルによる選別はより緩やかなものとなり、株式投資型クラウドファンディングの「理念形」に近づく可能性もある。

ファンディングポータルについて、特定のビジネスモデル（投資モデル）を念頭に置いた規制を課すことは、ファンディングポータルがビジネスモデルを変更する際の支障となるおそれがある。そうすると、必ずしも特定のビジネスモデルを前提としていない現行の規制は、ファンディングポータルにおけるビジネスモデルの創意工夫の余地を確保する regulatory sandbox として機能しているとみることも可能かもしれない。