

国立国会図書館

投資型クラウドファンディングの動向

—JOBS 法と我が国の制度案—

調査と情報—ISSUE BRIEF— NUMBER 819 (2014. 3. 14.)

はじめに

- I クラウドファンディングとは
- II JOBS 法におけるクラウドファンディング条項
 - 1 背景
 - 2 規定内容
- III 我が国における制度設計案
 - 1 背景
 - 2 主な論点

おわりに

- 米国は 2012 年に JOBS 法を制定し、証券規制により実施が困難であった投資型クラウドファンディングに道を開いた。
- 我が国においても、新規・成長企業への資金供給を促進するため、投資型クラウドファンディングに関する規制を緩和しようとしている。
- インターネットを通じて多数の一般投資家から資金を調達する仕組みであるため、規制緩和と投資家保護とのバランス等が主な論点とされる。

国立国会図書館
調査及び立法考査局財政金融課
あめみや たくし
(雨宮 卓史)

第 8 1 9 号

はじめに

小規模の成長企業が資金調達を容易に行えるようにすることで、雇用の創出と経済成長を促進することを主たる目的とした、Jumpstart Our Business Startups Act¹（以下、「JOBS 法」という。）が2012年米国で成立した。その主な内容は、新興成長企業に対してIPO（Initial Public Offering, 新規株式公開）や上場維持に伴う負担を軽減することで事業を加速できるようにしたこと、事実上困難であったクラウドファンディングによる資金調達に道を開いたこと、1933年証券法規則「レギュレーションD」506²や同法規則144A³を利用した私募や私募証券の転売において、条件付きではあるが一般向け勧誘・広告を解禁したこと、非公開会社に対して公開会社と同様の継続開示義務を課す際の株主数基準を引き上げたこと等となっている。⁴

我が国においても、持続的な経済成長を実現していくためには、新規・成長企業に対する投資的資金等の促進を図っていくことが不可欠であるとして⁵、金融審議会に「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」（以下「リスクマネー等WG」という。）が設置され、JOBS 法も参考にしつつ、投資家保護に配慮した、事業化段階、IPO 前後の段階、上場後の各段階における企業の負担軽減や資金調達の円滑化策が検討され、提言がなされた⁶。金融庁は同提言を受け、平成26年の第186回国会（常会）において「金融商品取引法」（昭和23年法律第25号）の改正案を提出する予定とされている。

本稿では、我が国におけるそれら資金調達の円滑化策のうち、新規・成長企業が資金を確保する新たな手法として注目を集めているクラウドファンディングに焦点をあて、この手法の概要を説明した後、JOBS 法のクラウドファンディングに関する規定を検討する。そして、日本においてどのような制度設計を行おうとしているかを紹介し、その際の論点及び課題を整理する。

I クラウドファンディングとは

クラウドファンディングとは、資金需要者がインターネットを通じて多数の資金提供者

※本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、2014年2月25日である。

¹ Pub.L.112-106 Apr.5.2012. 126 Stat. 306. <<http://beta.congress.gov/112/plaws/publ106/PLAW-112publ106.pdf>>

² 17 CFR §230.506. <<http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=81e1a780ee10cd473786c5aa918905ac&node=17:2.0.1.1.12.0.46.181&rgn=div8>>

³ 17 CFR §230.144A. <<http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=81e1a780ee10cd473786c5aa918905ac&node=17:2.0.1.1.12.0.36.29&rgn=div8>>

⁴ JOBS 法を分かりやすく解説したものとして、中村聡「米国 JOBS 法による証券規制の変革」『日本証券経済研究所金融商品取引法研究会研究記録』第40号、2012.11.22. <<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/040.pdf>>; 淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』17(2), 2013. Autumn, pp.85-118; Nilene R Evans et al., *JOBS Act Quick Start: A brief overview of the JOBS Act*, Morrison & Foerster LLP, 2013. <<http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/130200-JOBS-Act.pdf>> 等がある。また、IPO の面から書かれたものとしては、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』16(2), 2012. Autumn, pp.125-136. <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012aut10.pdf>> 等がある。

⁵ 「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」（平成25年6月14日閣議決定）首相官邸 HP <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf>; 「規制改革実施計画」（平成25年6月14日閣議決定）首相官邸 HP <http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2013/_icsFiles/afieldfile/2013/06/20/20130614-03.pdf>

⁶ 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」2013.12.25. <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1.html>

(群衆=crowd) から少額ずつ資金を集める手法を意味する。資金提供者と資金需要者の間に仲介者が介在する場合を指すことが多く、ここでは、仲介者が設置したプラットフォーム（ウェブサイト等）上で資金需要者が企画・目標金額・募集期間を紹介し、それに賛同した支援者が、資金提供を行う（図1参照）。その際、募集期間内に支援者からなされた資金提供表明（コミットメントと呼ばれる）の総額が目標金額に達して初めて資金が提供される仕組み（All or Nothing 方式）を採用し、質の悪い案件を“群衆の知恵”をもって排除しようとしているものが多い。

従来であれば資金の出し手が見つからないようなプロジェクトであっても、クラウドファンディングにおいては、プラットフォームをハブとしながらインターネットという広くアクセス可能な領域で資金提供を呼びかけるので、賛同者が現れる可能性が高まる。また、ソーシャルネットワーキングサービス等の普及により共感を集めやすくなっていることもクラウドファンディングの発展に寄与していると考えられる。小口から資金提供が可能であることは、資金提供者の増加に資するであろう。さらに、ファンドマネージャーに投資対象の選定を任せるのではなく、資金提供者自らが共感したプロジェクトに資金提供するため、資金需要者と資金提供者の距離感が近く、資金提供者がその後プロジェクトの顧客になる等、資金調達以外の利点もあるとされる⁷。

類型としては、寄附型、融資型、購入型（見返りとして、商品やサービスが資金提供者に渡される）、投資型（企業の利益等から得られた配当金が支払われる他、キャピタルゲインが獲得できることもあり得る）があり、クラウドファンディングによる2013年の資金調達額は全世界で約5000億円、日本では100億円前後と推定されている⁸。クラウドファンディングはこれまで、クリエイティブな活動をしている人、社会貢献している人、斬新なアイデアを持っている人等を支えてきたとされており⁹、我が国においては東日本大震災被災地の応援手段にも使われ注目を集めてきた¹⁰。

一般的に、研究やアイデアを事業化する段階の企業等に資金提供することはリスクが高く、比較的リスクをとるとされるエンジェル投資家¹¹やベンチャーキャピタルであっても、ある程度企業が成長するまでは十分な資金提供を行わない傾向がある。しかしながら、クラウドファンディングの登場によって、事業化段階であっても、賛同者から資金を調達してくることが可能となり、その後の資金調達ラウンドへの橋渡しになることが期待されている。特に、投資型クラウドファンディングは、資金調達に成功した場合に、他の型より多くの資金を得られる可能性が高く¹²、また、株式形態の投資型クラウドファンディングは、短期間に資金を返済する必要がないので、投下資金を回収するまでに時間を要する

⁷ 「動画・ブログで思い発信—クラウドファンディング、「みんなの共感」資金源に、銀行融資壁厚く（@ネット）」『日本経済新聞』2013.12.21.

⁸ 同上

⁹ 「be report ネットで参加できる少額支援」『朝日新聞』2013.7.27; 「新たな金融は日本に根付くのか? クラウドファンディングの夜明け」『週刊ダイヤモンド』101(3), 2013.1.19, pp.94-99 といった記事に実例が紹介されている。また、READY FOR? <<https://readyfor.jp/>>; CAMPFIRE <<http://camp-fire.jp/>>; MotionGallery <<https://motion-gallery.net/>>; COUNTDOWN <<http://www.countdown-x.com/>>; JustGiving Japan <<http://justgiving.jp/>> といった日本のクラウドファンディングサイトや、世界的なクラウドファンディングサイトである Kickstarter <<https://www.kickstarter.com/>>; Indiegogo <<http://www.indiegogo.com/>> 等により多くの実例が紹介されている。

¹⁰ 「震災1000日 明日を拓く(3) 被災地ファンド ネット通じ個人マネー」『日本経済新聞』（東北）2013.12.5.

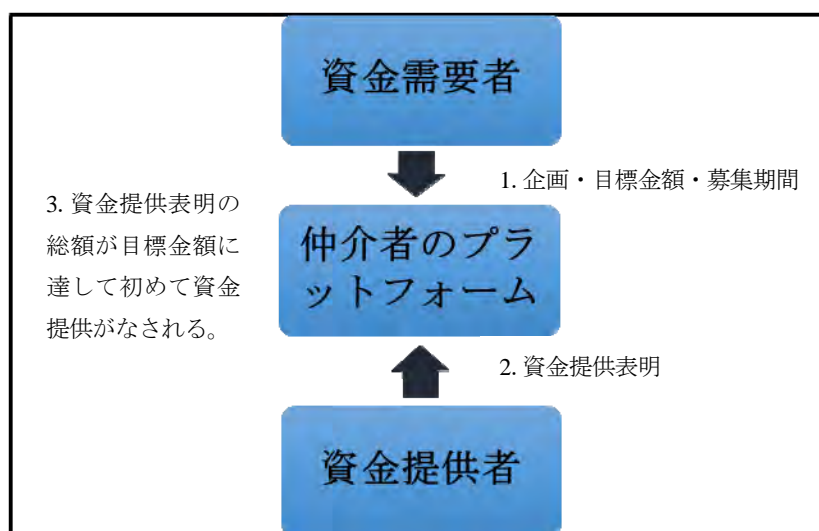
¹¹ スタートアップ企業等に資金供給を行う裕福な個人投資家を指す。

¹² Securities and Exchange Commission, *Proposed rules, Regulation Crowdfunding*, 2013.10.23, p.333. <<http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>>

プロジェクトにおいて、有用なのではないかとされている¹³。

しかし、国によっては、投資型のクラウドファンディングに法令に基づく規制や証券業界等の自主規制が適用され、行うことが事実上困難となっている場合もある。我が国もその一例であり、ファンド形態の投資型クラウドファンディングは行えるものの、株式形態の投資型クラウドファンディングは実施に障壁が存在している（本稿第Ⅲ章第1節で後述）。JOBS 法制定以前の米国においても投資型クラウドファンディングは困難であったため、スタートアップ企業や小規模企業が資金調達を行いやすくすることを主目的として制定された JOBS 法に、投資型クラウドファンディングに道を開くための条項が取り込まれたという経緯がある。次章以降では米国がどのような制度設計を行ったか概観し、我が国が導入しようとしている同様の制度に対していかなる示唆が得られるかを検討する。

図1 クラウドファンディングの仕組みを表した図



(出典) 筆者作成。

Ⅱ JOBS 法におけるクラウドファンディング条項

JOBS 法第3章は、投資型クラウドファンディングに関する条項を定め、主にスタートアップ企業や小企業が、インターネットを通じた証券の募集を低コストで実施し、資金を調達しやすくなるように設計されている。また、ブローカーの特例として、ファンディングポータルという、専らクラウドファンディングの仲介を行う新たなカテゴリーを創設し、既存の証券規制の適用を一部緩和した。JOBS 法の大部分は施行されているものの、クラウドファンディングに係る部分は米証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、以下「SEC」という。）が関連する規則を制定した後に施行されることとなっており、2014年2月25日現在、規則案¹⁴（以下「SEC 規則案」という。）に対するパブリックコメント

¹³ 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 第4回議事録」2013.9.10. <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/gijiroku/20130910.html>

¹⁴ Securities and Exchange Commission, *op.cit.*(12) 以下、本規則案の各規則やその解説は当文献から参照するものとする。

の受付が終了した段階である。本章では、クラウドファンディング条項が導入された背景を説明し、制度の主要部分を明らかにする¹⁵。

1 背景

米国 1933 年証券法¹⁶（以下「証券法」という。）は、信頼できる情報が確実に投資家に開示されるように、SEC に証券の登録¹⁷を行わずに募集又は売付を行うことを原則禁止している（第 5 条）。登録に際しては、情報開示に必要な書類を作成し、SEC の審査を受ける必要があり、それ自体コストと時間がかかるものであるが、同法に基づき登録を行うことにより、さらに米国 1934 年証券取引所法¹⁸（以下「証券取引所法」という。）による継続開示義務¹⁹等の負担も生じることになる（第 15 条（d））。そこで、募集の内容が限定的であったり少額である等、情報開示の要請が低い場合のために、登録の免除や負担を軽減する、複数の適用除外（*exemption*）が設けられているが、一般向けの勧誘・広告が禁止されていたり、購入者に関する制約（特定の者に限定したり、一般投資家の人数を一定数以下とする等）が課されていたり、募集を行う全ての州で登録が必要であったりする等、インターネットを通じて多数の一般投資家が参加することを想定するクラウドファンディングにおいて活用するには、なお不便な状況であった。

また、証券取引業務に従事する者は、ブローカー・ディーラーとして登録しなければならない（証券取引所法第 15 条（a）（1））とされていたが、スタートアップ企業等が発行する証券の購入のみを行えるウェブサイトを運営するクラウドファンディングの仲介者（したがって流通市場においては証券取引に携わらない）に対しても、ブローカー・ディーラーとして登録させ厳格な規制を満たすことを求めるのは実用的でないとする指摘があった²⁰。

2 規定内容

（1）証券法に基づく証券の登録の適用除外（第 302 条（a））

そこで JOBS 法²¹では、次の全ての要件を満たすクラウドファンディングによって発行される証券を登録免除とした（以下、この免除を利用した証券の募集を「クラウドファンディング適用除外取引」という。）。

- ・ 12 か月間に群衆から調達する資金の総額が 100 万ドルを超えないこと²²

¹⁵ 前掲注(4)の文献の他に、*ibid.*; Thomas Lee Hazen, “Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws: Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure,” *North Carolina Law Review*, (90), 2012.6, pp.1735-1769 等を参考にした。

¹⁶ Securities Act of 1933, May 27.1933. ch.38. 48 Stat. 74.

¹⁷ 登録届出書を SEC に提出することにより登録することができる。米国 1934 年証券取引所法に基づく登録とは異なる。

¹⁸ Securities Exchange Act of 1934, June 6.1934. ch.404. 48 Stat. 881.

¹⁹ 定期的に、証券や発行者の情報を記した、年次報告書や四半期報告書等の継続開示書類を SEC に提出する。財務諸表や、年次報告書の一部として提出が求められる内部統制報告書には、公認会計士による監査証明が求められ、継続開示書類の不実開示には民事責任が生じる。

²⁰ Securities and Exchange Commission, *op.cit.*(12), p.9.

²¹ 以下、この章における条文は、特に断りのない限り JOBS 法の条文を指す。

²² 募集総額に上限を設けることは証券の希釈化から投資家を保護するという目的もある。

- ・ 各投資家が 12 か月間に投資できる額は、年収又は純資産のいずれも 10 万ドル未満の場合は、2,000 ドルか年収又は純資産の 5%のいずれか大きい方、年収又は純資産のいずれかが 10 万ドル以上の場合は、年収又は純資産のいずれか大きい方の 10% (ただし、10 万ドルを超えてはならない) を上限とすること
- ・ 取引は後述の要件を満たした仲介者を通じて行われること (本節 (2) (i) を参照)
- ・ 発行者は後述の要件を遵守すること (本節 (3) (i) を参照)

【関連する主な SEC 規則案】

発行者が利用できる仲介者のプラットフォームは 1 つと規定されている (規則 100 (a) (3))。その理由としては、複数の仲介者を通じて募集が行われると、群衆も分散し、投資家同士が効果的に情報を共有しながら募集や発行者のビジネスに対する評価を行うのが難しくなる上、発行者が発行上限額を遵守しているかどうかの判断を仲介者が行うのが困難になることが挙げられている²³。

(2) 仲介者について

(i) 仲介者の要件 (第 302 条(b))

クラウドファンディング適用除外取引における仲介者は、以下のような義務を負う。

- ・ ブローカー又はファンディングポータル (後述) として SEC に登録すること
- ・ 自主規制機関²⁴に登録すること
- ・ 投資家教育情報²⁵を投資家に提供し、リスクに関して理解しているかどうかを確認するために質問等を行うこと
- ・ 詐欺のリスクを軽減させるために、発行者の役員や主要株主等の証券規制違反歴の入手を含む、SEC が規則によって定める措置を講ずること
- ・ 発行者から提供された情報を、SEC 及び潜在的投資家が利用できるようにすること
- ・ 発行者が設定した目標募集金額に達して初めて、資金が提供されるようにし、また、投資家が投資のコミットメントを撤回する場合はこれを認めること
- ・ 各投資家のクラウドファンディングを通じた投資額が前述した上限額を超えないようにすること²⁶
- ・ 潜在的投資家を特定する個人情報を提供した者に報酬を支払わないこと
- ・ 仲介を担っている業者の取締役等が、仲介サービスを利用する発行者との間に金銭的利害を有しないこと

(ii) ファンディングポータルの定義等 (第 304 条)

ファンディングポータルとは、専らクラウドファンディング適用除外取引の仲介業務を

²³ Securities and Exchange Commission, *op.cit.*(12), p.30.

²⁴ 登録証券業協会や、証券取引所法に基づいて登録された証券取引所等がある。

²⁵ 投資家が仲介者のプラットフォーム上にアカウントを開設するときに提供する。内容は募集のプロセス、投資上限額、投資型クラウドファンディングに伴うリスク、譲渡制限がつくことの説明等とされ、動画等も想定されているが、電子的に提供されるのであれば形態は問わない。Securities and Exchange Commission, *op.cit.*(12), pp.152-159, 規則 302(a), 302(b).

²⁶ 年収や純資産、過去 12 か月におけるクラウドファンディング適用除外取引を通じた投資総額を基に、投資上限額規定を遵守しているとする投資家自身の表明に依拠して良いとされる。また、その際に仲介者のとる手段として、投資家がそれらの額をプラットフォーム上で入力する機能を設ける方法等が挙げられている。

行い、投資の助言・推奨、投資家の資金や証券の保有・管理・運用等を行わない者と定められている。広義にはブローカーであるものの、ファンディングポータルとして登録を行った者は、SEC の監督対象として引き続き検査要請等に従うこと、登録証券業協会²⁷の会員であること等を条件に、証券取引所法に基づいてブローカー・ディーラーとして登録する義務が免除される。

【関連する主な SEC 規則案】

群衆の知恵を生かせるようにすることがクラウドファンディングの要であるとし、そのためにコミュニケーション・チャンネルと呼ばれる、投資家同士や投資家と発行者が、証券の募集や発行者のビジネス等についてコミュニケーションをとれるようなメッセージボード等をプラットフォーム上で提供することが求められている。また、仲介者は、発行者や報酬をもらって募集の促進をコミュニケーション・チャンネル上で行っている者（発行者の創設人や従業員等も含む）に対し、それぞれ身分を明らかにして書き込むように求めなくてはならない（規則 303 (c)）。

詐欺のリスクを軽減するために、仲介者は、発行者が要件（後述）を遵守し、かつ、募集又は売出しを行おうとしている証券の保有者記録作業手法を確立しているかどうかを判断するための基準を設けることが求められている（記録作業が煩瑣である場合、これを銀行やブローカーに委託してもよいとされている。）。また、発行者に詐欺の疑いがある場合は、プラットフォームへのアクセスを拒否するよう求めている（規則 301）。

投資資金の維持、発行者への資金提供あるいは投資家への返金が確実になされるよう確保することを仲介者に求め、投資家保護を図っている。ブローカーとして登録を行った仲介者は、資金を受け入れた場合、速やかに銀行にその資金を移動することが求められ（規則 303 (e)）、ファンディングポータルとして登録を行った仲介者は資金を受け入れることすらできないので、銀行へ資金を直接送るよう投資家に求める（規則 304）。その後、目標募集金額に達したら、銀行に発行者へ資金を移動するよう指示を出し、目標募集金額に達しなかったり、投資家がコミットメントの撤回を申し出た場合は、銀行に投資家へ資金を移動するよう指示を出す。さらに、ファンディングポータルに対しては、最低 10 万ドルの補償準備金（fidelity bond）の保持が義務づけられる（規則 400 (f)）。

また、ブローカーとしての登録が免除されたファンディングポータルであっても、ブローカーと同様にマネーロンダリング対策を講じなければならない²⁸（規則 403 (b)）。

（3）発行者について

（i）発行者の要件（第 302 条 (b)）

発行者は次の情報を SEC、投資家、仲介者に提供し、さらに仲介者のプラットフォームを通じて潜在的投資家が入手できるようにしなければならない。

- ・ 発行者の名称、法的地位、住所及びウェブサイトのアドレス
- ・ 取締役、役員、主要株主の名前
- ・ 事業内容、事業計画

²⁷ 現在、Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) が唯一の登録証券業協会である。

²⁸ その理由として、一般に、価格が低く登録による開示が行われていない証券は、マネーロンダリングに利用されるリスクが高いからとされている。Securities and Exchange Commission, *op.cit.*(12), pp.248-249.

- ・ 財務状態（目標募集金額に応じて提出すべき書類に段階を設けている。10万ドル以下の場合には所得税申告書及びCEOによる証明付きの財務書類、10万ドル超で50万ドル以下の場合には独立の公認会計士がレビューを行った財務書類、50万ドル超の場合は、監査済財務書類を提出する。）
- ・ 証券の発行目的及び調達する資金の用途
- ・ 目標募集金額、最終募集期限及び募集進捗状況の定期的な更新
- ・ 価格又はその決定方法
- ・ 所有者の状況及び資本構成

また、別途、少なくとも年に1回、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²⁹することが求められている。この他、募集の条件に関して広告を行うことは禁止され（投資家に、募集が行われる仲介者のプラットフォームの名前や同所へのリンク、募集総額や募集締切日等を紹介することは許される）、発行者に代わって募集の支援を行う者に対しては、コミュニケーション・チャンネルで情報発信等をする際に、発行者から報酬を得ている旨を開示するよう、契約等で取り決めなければならない³⁰。

（ii）クラウドファンディング適用除外取引を行えない者（第302条（f））

また、以下の発行者はクラウドファンディング適用除外取引を行うことができない³¹。

- ・ 米国の法に基づき設立された者以外の者
- ・ 証券取引所法に基づく継続開示義務を負っている者
- ・ 投資会社（ヘッジファンド等も含む）

（4）譲渡制限（第302条（e））

クラウドファンディング適用除外取引で発行された証券は、発行者や自衛力認定投資家³²、親族に譲渡する場合や、登録募集の一部として譲渡する場合を除き、購入日から一年間譲渡できないと定められた。

（5）証券保有者数の計算（第302条（h））

純資産と証券保有者数が一定数を超えると継続開示義務が発生する（証券取引所法第12条（g））。クラウドファンディングでは投資家が多数発生するため、JOBS法によって証券法に基づく登録の義務を免除しても、継続開示義務による負担が生じる可能性があった。そこで、JOBS法は、クラウドファンディング適用除外取引で発行された証券の保有者は証券保有者数計算にカウントしないことをSEC規則によって定めるよう求めた。ただし、継続開示が完全になくなったわけではなく、代替的な継続報告義務として本節（3）（i）

²⁹ 投資家に対しては、発行者のウェブページで年次報告書を開示すればよいとされている。

³⁰ これらは、投資判断に関わる情報を仲介者のプラットフォームに集約させるためと、プラットフォーム上でコミュニケーションで発行者と利害関係をもつ者を投資家が特定できるようにするためである。Securities and Exchange Commission, *op.cit.*(12), pp.109, 115-116, 規則204, 205.

³¹ さらに、SEC規則案においては、クラウドファンディング適用除外取引を過去に行いながら、JOBS法で提出が求められている年次報告書を提出していない者や、特定の事業計画を持っていなかったり不特定の会社とM&Aを行うことを事業計画として想定している者も、発行者としてクラウドファンディング適用除外取引を利用することができないと規定されている。（規則100（b））

³² accredited investor の訳。銀行や保険会社等の機関投資家や、裕福な個人投資家等、資金面等で安全性を有する投資家を指す。正確な定義は、証券法規則「レギュレーションD」501においてなされている。

で紹介した年次報告書を SEC に提出することが求められている。

Ⅲ 我が国における制度設計案

本章では、我が国において、投資型クラウドファンディングに関する制度設計がどのように構想されているのかを、主に前述の「リスクマネー等 WG」での議論や報告書³³を基に紹介し、随所で JOBS 法の規定等を参照しつつ、論点及び課題を整理する。なお、ここで想定されている投資型クラウドファンディングは、米国と同様、仲介者を介したものである。また、株式形態においては、基本的に非上場企業が株式を発行する場合が想定されている。

1 背景

我が国で投資型のクラウドファンディングを行う場合、金融商品取引法の規制対象となる。投資型はさらに株式形態のものとファンド形態のものに分かれるが、株式形態の仲介者は株式の取扱いを行う者に該当し、第 1 種金融商品取引業者として、一方、ファンド形態の仲介者はファンド持分の募集の取扱いを行う者に該当し、第 2 種金融商品取引業者としてそれぞれ登録が必要になる。ファンド形態のものはすでに事例が見られるが³⁴、株式形態に関しては、基本的に取扱われていない。その理由は、第 1 種金融商品取引業者の参入要件が第 2 種金融商品取引業者のそれとくらべて厳格³⁵であることや、第 1 種金融商品取引業者であっても、日本証券業協会の自主規制規則によって非上場株式の募集又は私募の取扱いが原則禁止されているためである³⁶。

2 主な論点

(1) 規制緩和と投資家保護のバランス

こうした背景を踏まえ、JOBS 法がクラウドファンディングの仲介者にファンディングポータルという、いわばブローカーの特例を設けたように、我が国においても、金融商品取引業に特例を設けることが提起されている。具体的には、有価証券の売買や引受業務を行わないことを条件に、第 1 種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであって、インターネットを通じて行われる少額（定義は後述）のもののみを行う者を「特例第 1 種金融商品取引業者」、また、第 2 種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を「特例第 2 種金融商品取引業者」とそれぞれ位置付け、財産規制等を緩和することが提案されている。また、併せて、前述の日本証券業協会の自主規制規則を緩和し、非上場株式

³³ 金融審議会 前掲注(6)

³⁴ 商法（明治 32 年法律第 48 号）上の匿名組合形式に基づき行われている。

³⁵ 第 1 種金融商品取引業者はいわゆる証券会社であり、最低資本金 5000 万円が必要であるのに対し、第 2 種金融商品取引業者の最低資本金は 1000 万円といった違いもある。

³⁶ 第 1 種金融商品取引業者を通じて非上場株式の売買を行う制度として日本証券業協会が運営するグリーンシート銘柄制度があるが、発行者に対して上場企業と大差ない負担が課されているために、近年利用が減少している。現在、日本証券業協会の自主規制規則に基づく新たな非上場株式の取引制度を設ける方向性で検討が行われている。

の募集又は私募の取扱いのうち、インターネットを通じて行われる少額のものについては、既存の第1種金融商品取引業者又は特例第1種金融商品取引業者が行えるように禁止措置を解除することが適当であるとされている。

しかし、クラウドファンディングはインターネットを通じて手軽に多数の一般投資家から資金を調達できる仕組みであるため、詐欺的行為の発生を懸念する指摘も米国ではなされており³⁷、規制緩和と投資家保護をいかに両立するかが大きな論点となるが、制度設計上は、ある部分では規制緩和しつつも、別の部分で投資家保護について補うことが可能であると考えられよう。我が国では投資家保護に関して、次のような提案がなされている。

- ・ 非上場企業の発行する有価証券は一般にリスクが高いという観点から、損失が生じた際の被害を小さくするため、年間発行上限額を1億円未満、各投資家の年間投資上限額を50万円とする。JOBS法では年収・純資産に応じた投資上限額を設けていたが、日本においてはシンプルな制度を目指すのが良いとされ、一律50万円以下という案が提起されている³⁸。
- ・ 米国証券法の登録開示制度のように、我が国にも有価証券の募集又は売出しの際、有価証券届出書等を用いた開示制度があるが、募集総額が1億円未満の場合は届出が免除される³⁹。したがって、JOBS法では証券法を改正し、クラウドファンディング適用除外取引で発行される証券を登録免除とすることが大きなポイントであったが、我が国においては募集総額の上限を1億円未満とすることで、クラウドファンディング向けの発行開示制度を新たに設ける必要はなくなる。
- ・ ただし、その場合、投資家への情報開示は仲介者から投資家に交付される契約締結前交付書面のみとなってしまうので、仲介者は、発行者に対するデュー・デリジェンス⁴⁰及びインターネットを通じた情報提供が適切になされる体制を整備し、発行者や仲介者自身に関する情報を(契約締結前交付書面とは別に)提供することが義務づけられ、また、当該情報の提供を怠った場合には罰則が適用されるよう整備することが適当であるとされている。それに伴い、どのような情報を発行者が仲介者に提供すべきかという点や、プラットフォームを通じて仲介者が投資家に提供する情報と、契約締結前交付書面に記載する情報が重複し、仲介者に無駄な負担を強いることがないようにすることもポイントになる⁴¹。また、重要な事実の不開示や虚偽開示等があった場合には、

³⁷ John C. Coffee, Jr. (Adolf A. Berle Professor of Law Columbia University Law School), "Spurring Job Growth Through Capital Formation While Protecting Investors," *Hearings Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, Washington, D.C.: U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 2011.12. 1. <http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=d580503c-a7f3-4db5-b9f5-968d03af374f>

³⁸ 一方で投資家の属性によって差を設けてもよいのではないかと(例えば適格投資家に対しては投資上限額をなくす等)という意見もある。金融審議会 前掲注(13)

³⁹ 1000万円を超える場合は有価証券通知書(発行者の概要を記載したもの。公衆縦覧や直接開示の対象ではないが、監督機関が情報を収集し、潜脱を防止する手段として用いられる。)を当局に提出しなければならないが、1000万円以下なら有価証券通知書さえ不要。

⁴⁰ 証券の発行が行われる際に、引受業務を行う証券会社が実施する、開示書類によって適格な開示がなされているかといった開示審査や、発行企業の財務内容や資金使途等の調査を指す。

⁴¹ 株式の募集に係る契約締結前交付書面は、契約の概要や手数料やリスク等の基本的な事項のみで、インターネットを通じて仲介者から投資家に新たに提供される情報と基本的に重複は生じないとされ、更なる簡素化を図る必要はないとされている。金融審議会 前掲注(6), p.4.

発行者に責任を問うことができる仕組みを用意しておく必要があるのではないかと
いう指摘もなされている⁴²。

- ・ 現行制度では、事業年度末時点での有価証券所有者が 1,000 名以上となる会社は有価証券報告書の提出による継続開示義務が課せられる⁴³。クラウドファンディングでは多数の投資家が参加することになるため、JOBS 法のようにクラウドファンディングを通じて発行された有価証券の保有者を株主数計算から除外するべきかが論点になる。また、有価証券報告書の提出を不要とした場合でも、会計書類や事業報告書を財務局に継続的に提出させるか否かも議論のポイントになる⁴⁴。
- ・ 仲介者が投資家から金銭や有価証券の預託を受けられることとするか否かも論議の焦点の 1 つであろう。預託を受けられるとした場合、仲介者が破綻したときの補償制度をどのように設計すべきか、また預託を受けられないこととする場合、投資者保護基金⁴⁵への加入についてどのような取扱いとするか等を検討する必要があるが生じる。JOBS 法では、ファンディングポータルについては預託は受けられないと定め、さらに SEC 規則案は各ファンディングポータルに補償準備金の保持を義務づけることを提案している。ブローカーとして登録した仲介者は投資家の資金を受け入れることができるが、銀行に即座に移動することが求められている。
- ・ また、安心して投資できる環境を整備するためにも、当局による規制・監督のみに依拠するのではなく、自主規制機関（日本証券業協会や第 2 種金融商品取引業協会）へ加入させ、自主規制機関による適切な規制機能と組み合わせることが重要であるとも言われる⁴⁶。しかし、現在のところ、第 2 種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率は低く、まずは加入を一層促進することも課題となるという指摘も見られる⁴⁷。

（２）有価証券保有者の管理や議決権

クラウドファンディングによって多数の株主が生じると、株主の管理が困難になることが予想される。前述のとおり JOBS 法は、投資者保護の観点から証券の保有者に関する記録作業を行うことを発行者に求めているが、銀行やブローカーに作業を委託しても良いとしている。また、募集の段階で各投資家に投資上限額を定めたとしても、譲渡が自由に行われると経営権が特定の勢力に支配されるおそれもある。そこで、我が国では、譲渡制限を付すことや、議決権制限種類株の活用が提起されている。譲渡制限に関しては、発行者・

⁴² 増島雅和「エクイティ・クラウドファンディングの規制を考える—インターネット上の「集合知」を生かした投資家保護策を—」『金融財政事情』64(27), 2013.7.15, p.16.

⁴³ 金融商品取引法第 24 条第 1 項

⁴⁴ 増島 前掲注(42), p.16.

⁴⁵ 全ての証券会社が加入する。当基金は、証券会社の経営破綻等の際、顧客から預かっていた有価証券・金銭の返還が困難な場合に、顧客に対し、金銭による補償を行う。補償上限額は顧客 1 人につき、1000 万円とされている。

⁴⁶ 仲介者が自主規制機関に加入することは、発行者保護にもつながると期待される。例えば、投資型クラウドファンディングで調達した資金の中に、反社会的勢力に属する者からの資金が含まれていると、その後会社が成長し上場する際に、証券会社から引き受け業務を通じたサポートを受けられなくなるおそれがあるが、仲介者が自主規制機関の反社会的勢力チェック制度を利用することで、反社会的勢力が株主になることを防ぐのに役立つのではないかとされる。ただし、現状では、第 2 種金融商品取引業者は、並行して第 1 種金融商品取引業者にならないとそうしたチェック制度を利用できないため、簡便にチェックを行える体制を作る必要性も指摘されている。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 第 9 回議事録」2013.11.29. <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/gijiroku/20131129.html>

⁴⁷ 金融審議会 前掲注(6), p.5.

投資家・仲介者の三者間契約で定める方法や、発行者が直接譲渡制限をかける方法が検討されているが、JOBS 法のように法律で定めるのではなく、業界の自主規制で実施するのを適当とする方向性が示されている。一方、議決権制限種類株については、JOBS 法においては発行できる証券の種類に制限を設けていないため、そのような株式の使用が特段推奨されているわけではないと考えられる。

(3) クラウドファンディングで購入した証券の換金性

米国では、クラウドファンディング適用除外取引を用いて発行される証券は、非上場会社の株式であるため流動性が乏しく、譲渡制限期間後にどのような換金手段があるかが不確かな状況が、投資家の利益を抑制しているとの指摘がなされている⁴⁸。我が国においては、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給手段の1つとして、日本証券業協会の自主規制規則に基づく非上場株式の取引制度を新たに設けようとしており、クラウドファンディングで発行された非上場株式の受け皿として機能することも期待されている。ただし、同制度は市場で行われているような頻繁な取引を想定したものではなく、銘柄ごとに取扱い証券会社において設定された「投資グループ」という、非上場株式を発行した会社の関係者やその親族、株主又は継続的な取引先の他、当該非上場企業の財・サービス提供先等から構成されるグループ内でのみ取引を行うことを想定しており、詳細は今後日本証券業協会から明らかになる見込みである。

おわりに

我が国の中小企業が誇る技術は、あらゆる分野の最先端を支えており、その様子が報道等で紹介されることも多い。一方で、十分な資金提供が行なわれず、事業化を断念せざるを得ない企業も多いとされる。クラウドファンディングを通じて、将来性のあるアイデアや企業について一般の人々が知る機会が増え、賛同した人々から資金提供が行われれば、企業の描くビジョンが実現する、あるいは次の資金調達段階まで事業を継続・発展できる可能性が増すと期待されている。また、今年2月に開かれたG20財務相・中央銀行総裁会議においても、我が国の成長のための取組みとして投資型クラウドファンディングが紹介された⁴⁹。

しかし、多数の一般投資家が参加し、インターネットが利用される点もクラウドファンディングの特徴であり、詐欺的募集から投資家を保護していくことも重要である。また、投資家自身も、非上場株は流動性が乏しいことを認識する必要があるだろう。他の型のクラウドファンディングと同様、投資型クラウドファンディングにおいても、プロジェクトや企業への共感を基に投資することが、制度全体がうまく機能し発展するための鍵となるのかもしれない。さらに、金融はグローバル化しており、海外の制度との差異が我が国に不利益をもたらすこともあり得るため、制度設計の際に、諸外国の制度や動向を検討することも欠かせない。

証券業界による運用規則も含め、クラウドファンディングに係る法規制は今後とも注視すべきテーマであるといえよう。

⁴⁸ Securities and Exchange Commission, *op.cit.*(12), p.348.

⁴⁹ 「黒田日本銀行総裁、古澤財務官共同記者会見の概要」2014.2.23. 財務省 HP <https://www.mof.go.jp/public_relations/conference/my20140223.htm>