

日本におけるクラウドファンディングの展開

Deployment of Crowdfunding in Japan

黒沼 悦郎*

Kuronuma, Etsurō

목 차

- | | |
|-------------------------------|---------------|
| I.はじめに | IV. 発行者の負担の軽減 |
| II. クラウドファンディングの振興と規制
のあり方 | V. 詐欺的行為の防止 |
| III. 仲介者の参入要件の緩和 | VI. おわりに |

일본에서 2014년 금융상품거래법 개정으로 투자형 클라우드 펀딩을 촉진하는 법제가 갖춰졌다. 본고는 클라우드 펀딩의 의의를 논한 후, 2014년 개정법 내용으로 중개업자의 참여요건 완화, 발행자의 명시 의무 면제, 중개업자에 의한 발행자 정보의 명시 및 중개업자의 자주규제기관 가입에 대해서 해설한다. 또 클라우드 펀딩의 디스클로저 규제에 문제가 있다는 것을 지적하고 마지막으로 일본의 클라우드 펀딩 전망에 대해서 논한다.

[주제어] 금융상품거래법, 클라우드 펀딩, 중개업자, 자주규제기관, 디스클로저

I.はじめに

日本では、次代の経済を担う新規・成長企業の数がアメリカに比べて少ないといわれている。その一つの原因に、新規企業が、いわゆるエンジェル税制(優遇税制)を利用した個人投資家やベンチャー・キャピタルから資金の供給を受けることができるよ

투고일 : 2014. 12. 26. / 심사외뢰일 : 2015. 1. 13. / 게재확정일 : 2015. 2. 3.

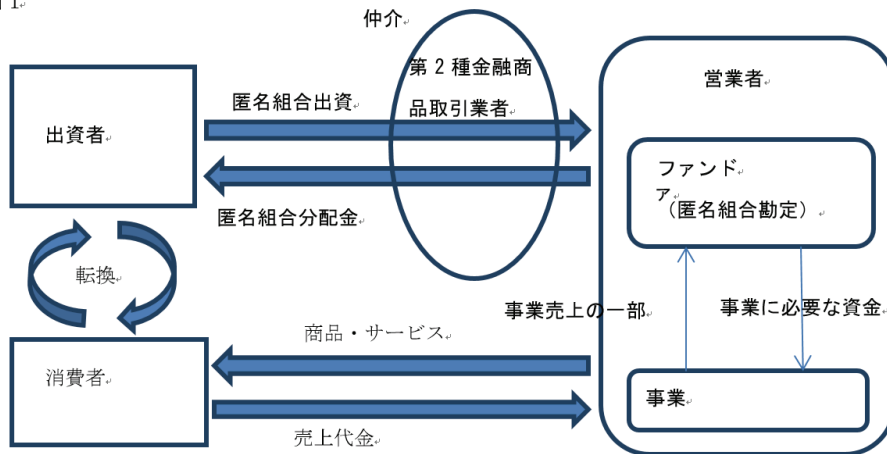
* 早稲田大学大学院法務研究科教授

Professor, Law School of Waseda University Graduate School

うになるよりも前の段階、いわゆる「死の谷」と呼ばれる段階で、研究・開発のための資金を得ることができないことがあげられている。この点、アメリカでは、2012年4月に、Jumpstart Our Business Startups Act(JOBS 法)が成立し、一定の要件を満たす証券募集を登録の適用除外とし、それまで事実上困難であった投資型クラウドファンディングによる資金調達の道が開かれた。そこで、日本に国においても、クラウドファンディングによる資金調達の円滑化を促進する法制を検討されることとなった。

クラウドファンディングとは、新規・成長企業と投資家をインターネットサイト上で結びつけ、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組みをいう。クラウドファンディングには、リターンのない寄付型、代金を前払いして完成した商品を購入する購入型、運営業者を介して投資家が事業者に出資を行い利益の分配を受ける投資型がある。このうち投資型は、匿名組合契約によるものを中心として、音楽関連事業、被災地支援事業、食品・酒造・衣料品の製造・販売の分野で行われている(図1)¹⁾。

図 1.



ところが、株式を用いた投資型のクラウドファンディングは行われていない。金融商品取引法(以下、「金商法」という)上、投資者と事業者を結ぶプラットフォームの運営業者は、株式の募集または私募の取扱いに該当し、第一種金融商品取引業の登録が

1) 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1回会合資料3(事務局説明資料), 2013, 13頁,
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20130626/03.pdf

必要になるからである²⁾。第一種金融商品取引業は、従来の証券会社の業務であり、資本金の額が5,000万円以上であることが要件であるなど、参入の障壁が高い³⁾。既存の証券会社が株式のクラウドファンディングを行うことも考えられるが、現在の日本証券業協会の自主規制では、いわゆるグリーンシート銘柄を除いて、非上場株式の一般投資家への勧誘は禁止されている⁴⁾。

Ⅱ. クラウドファンディングの振興と規制のあり方

金融審議会に2013年6月に設けられた「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」(リスクマネーWG)では、日本におけるクラウドファンディングの振興策を検討した。

クラウドファンディングを実現するに当たっては、発行者の規制と仲介者の規制の双方を考える必要がある。アメリカでは、発行者の募集総額の限定、各投資者の投資額の限定、仲介者が自主規制機関に加入していること、発行者が情報提供義務を負うこと等を条件として、発行者の規制(募集の登録規制)を免除したうえで、仲介者については、ブローカーまたはファンディング・ポータルに登録を求め、投資者保護のために規制を強化している。つまり、発行者が募集の登録免除を受けられるというメリットを与え、そのメリットを得るために発行者と仲介者を一定の規制の下に置いたといえる。

日本の金融審議会では、匿名組合理型と株式型のクラウドファンディングの双方を促進できる制度を設計することを目標とし、①仲介者の参入が容易であること、②発行者の負担が少ないこと、および③インターネットを通じた手軽な資金調達手段であるところから、詐欺的な行為に利用されない仕組みが検討された。

金融審議会のリスクマネーWGは、2013年12月に報告を取りまとめ、これに基づいて、2014年5月23日に、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立した。改正金融商品取引法(以下、「改正法」という)のうちクラウドファンディングに関係する部

2) 金商法2条8項7号・9号、28条1項。

3) 金商法29条の4第1項第5号参照。

4) 日本証券業協会「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」12条の2。

分は、公布の日から1年以内で政令で定める日から施行される。

以下では、上記①から③に係る改正法の内容について解説する。

Ⅲ. 仲介者の参入要件の緩和

1. 리스크마네ーWG 報告

上記の①、すなわち仲介者の参入が容易であることについて、리스크마네ーWG 報告は、現行の第一種金融商品取引業および第二種金融商品取引業に登録の特例を設け、クラウドファンディングのみを行う業者について業規制の一部を緩和することを提案した⁵⁾。第一種金融商品取引業者とは、権利が紙片に表示された有価証券の販売や仲介を業とする者であり、証券会社のことをいう。第一種金融商品取引業者は、株式型のクラウドファンディングの仲介をすることができる。第二種金融商品取引業者とは、ファンド持分のように権利を紙片に表示することができない有価証券の販売や仲介を業とする者であり、ファンド業者とも呼ばれている。ファンド業者の扱う有価証券は流通性に乏しく、多くの投資者に保有されることがないので、ファンド業者の参入要件は証券会社の参入要件よりも緩やかな基準で定められている。たとえば、ファンド業者の最低資本金は1,000万円である。

このようにクラウドファンディングのみを行う業者について登録の特例を設けたのは、既存の証券会社以外の者が仲介者として参入しないと、クラウドファンディングの利用につながらないという認識に基づくものである。

2. 改正法の内容

改正法において、クラウドファンディングの仲介業務は次のように定義される。

まず、電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法で

5) 金融庁金融審議会，新規・成長企業へのリ스크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，(以下、リ스크マネーWG報告，という)，2013，3-4頁，
[〈http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf〉](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf)

あって内閣府令で定めるものにより、2条8項9号に掲げる行為を業として行うことを電子募集取扱業務という(29条の2第1項6号)。2条8項9号に掲げる行為とは、有価証券の募集・売上の取扱い、有価証券の私募の取扱い、特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いをいう。有価証券の募集の取扱いとは、有価証券の募集に際して有価証券の取得の勧誘を行うことをいう。ネット上にポータルを設けて、新たに発行される株式の取得の勧誘を行うことが、ここにいう募集の取扱いの典型である。いいかえると、仲介業者は募集株式の引受け(*underwriting*)を行うことはできない。

電子募集取扱業務のうち、非上場の株券・新株予約権証券の募集の取扱いまたは私募の取扱いであって、発行総額および投資家が払い込む額が少額であるとして政令で定める要件を充たすもの、または電子募集取扱業務に関して顧客から金銭の預託を受けること第一種少額電子募集取扱業務という(金商法29条の4の2第10項)。これが株式型のクラウドファンディング業務に当たる。政令では、発行総額が1億円未満、投資家の払い込む額が50万円以下と定める予定である⁶⁾。

そして、第一種少額電子募集取扱業務のみの登録を受けた第一種少額電子募集取扱業者には、兼業規制、自己資本比率規制、責任準備金の積立義務は適用されず(29条の4の2第3項～8項)、これらの規制に係る登録拒否事由も適用されない(同条1項2項)。最低資本金の額は政令で定められることになるが、他の第一種業が5,000万円のところ、1,000万円が予定されている。業者としての標識の揭示義務も免除されるが(同条5項)、代わりに、インターネット上に、商号、登録番号等を掲載する(同条8項)。これに対して、第一種金融商品取引業者の主要株主についての欠格事由や主要株主規制は、第一種少額電子募集取扱業者にも適用される。総じていうと、他業種からの参入を容易にするために兼業規制を撤廃し、財務規制を緩和したが、それ以外の規制は維持されているといえる。

組合契約型についても、改正法は同様に、第二種少額電子募集取扱業務を定義し(第一種電子募集取扱業務と比較すると、金銭の預託を受けることができない点異なる)、登録を受けて第二種少額電子募集取扱業務のみを行う第二種少額電子募集取扱業者の標識揭示義務を免除している(29条の4の3)。もっとも、第二種金融商品取引業者の登録要件はすでに十分に緩和されており、兼業規制も自己資本比率規制もないので、最低資本金の額を500万円とするほかは登録要件の緩和は行われていない。

6) 小長谷卓人ほか、新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等、商事法務2039号、2014、36頁(注12)。

Ⅳ. 発行者の負担の軽減

発行者の負担の軽減については、クラウドファンディングの募集総額の上限を1億円とすることによって、発行者が有価証券届出書の提出義務を負うことのないようにした(この要件は、上述のように業規制に係る政令で定められる予定である)。金融商品取引法によると、有価証券届出書を提出した発行者は、以後、有価証券報告書の提出などの継続開示義務を負うが、クラウドファンディングの発行者は、継続開示義務を負うこともない。

また、アメリカのJOBS法が投資者の投資総額を限定していることを参考にして、一人当たりの投資額を一律に50万円以下とするよう提案している⁷⁾。一人当たりの投資額の制限は、これまでの金融商品取引法制には見られなかったものであり、投資者保護の理念というよりも消費者保護の理念に基づくものである。しかし、50万円までの投資資金ならば投資者が詐欺的行為によって失っても良いということには、もちろんならない。

Ⅴ. 詐欺的行為の防止

1. 体制整備義務

詐欺的行為の防止について、リスクマネーWG報告は、仲介者が発行者のデュー・ディリジェンスを行い、インターネットを通じた発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付けることを提案している⁸⁾。つまり、仲介者を通じて発行者による詐欺的行為を防止しようというのである。

改正法では、金融商品取引業者等が業務管理体制を整備すべき義務が、新たに定められた(金商法35条の3)。これには、少額電子募集取扱業者が電子募集取扱業務を行うための体制整備も含まれる。その具体的な内容は内閣府令の制定を待たなければならないが、発行者の事業内容をチェックできる体制の整備が求められることになろう。

7) 同上。

8) リスクマネーWG報告・前掲(注5)4頁。

2. 発行者情報の開示

また、日本では、金融商品取引業者が金融商品取引契約を締結しようとするときは、顧客に対し、あらかじめ契約締結前書面を交付しなければならないという規制がある(金商法37条の3)。書面の交付は電子的方法によってすることもできる。この規制の特則として、ディスクロージャーの行われていない有価証券の電子募集取扱業務については、契約締結前交付書面の記載事項のうち内閣府令で定める事項について、インターネットを通じた情報提供を行う義務が金融商品取引業者等に課せられた(同43条の5)。情報提供義務の違反には罰則が適用される(同205条14号)。

この規制には2つの意義がある。一つは、クラウドファンディングはネットを通じて行われるので、ネット上で情報を開示した場合に、契約締結前交付書面の記載を省略することを認め、その結果、クラウドファンディングの仲介業のコストを削減させることである。もう一つは、クラウドファンディングの仲介業者に、ネット上に、発行者に関する情報を開示させることである。クラウドファンディングが非上場有価証券を対象とするものであり、ディスクロージャー制度が適用されないことによる投資者保護の不足を、これによって補うことができる。

従来の契約締結前交付書面の記載事項は、株式等の有価証券の売買については、取引の仕組みと取引のリスクに限定されていた。つまり、株式の売買に際して交付される契約締結前交付書面には、株式がどのような有価証券であり、その売買にどのようなリスクが伴うかが一般的に記載されていたが、各株式の発行者の情報は記載されていなかった。それらは、発行者の有価証券報告書等に記載され、開示されている。

改正法は、クラウドファンディングの対象となる非上場有価証券の発行者に関する情報を、契約締結前交付書面の記載事項としたうえで、それをネット上で開示させ、ディスクロージャーの代わりとし、かつ仲介業者に発行者情報の真実性を確保させようとするものといえる。

もっとも、契約締結前交付書面の虚偽記載については特別の民事責任規定は用意されておらず、このように業者規制でディスクロージャー規制を代替させることによって十分な投資者保護が図られるのか、疑問も残る。虚偽記載をした発行者は、投資者に対して、不法行為に基づく損害賠償責任を負うと考えられるが、金商法上の特別の民事責任規定はこの場合の発行者には適用されない。アメリカのJOBS法では、不実

の情報開示を行った発行者に対する民事責任規定が新設されていることと対照的である。

3. 第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入

金融審議会では、クラウドファンディングが詐欺に悪用されず、投資者の信頼を得るためには、自主規制が重要であるのに、第二種金融商品取引業を行う業者の自主規制機関への加入率が約2.6%と極めて低いことが、とくに問題とされた⁹⁾。クラウドファンディングの仲介者については、自主規制機関への加入を法的に強制すべきだという意見も強く主張されたが、リスクマネーWG報告は、自主規制機関へ加入しない第二種金融商品取引業者に、自主規制を考慮した社内規則の制定を義務づけるよう提言するにとどまっている¹⁰⁾。これは、従来の第一種金融商品取引業者と同様の規制を適用するものである。

この問題について改正法は、自主規制機関である金融商品取引業協会に加入するか同協会の規則に準ずる内容の社内規則を制定することを、金融商品取引業の登録要件とした(金商法29条の4第1項4号ニ)。証券会社や投資運用業者についても同じ扱いとなる。これは登録後に規制を課すという従来のやり方からの大きな転換であり、協会への加入率の向上が期待される。もっとも、このような規制によって協会の加入率が向上すればよいが、そうでない場合には未加入業者の監督をすべて金融庁が担うことになってしまう。果たして、金融庁が、膨大な数の第二種金融商品取引業者を自主規制と同じレベルで規制・監督できるのか、疑問もある。

VI. おわりに

さいごに、クラウドファンディングに関する2014年の金融商品取引法改正に対する

9) 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回会合資料2-2(事務局説明資料), 2013, 1頁。

〈http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20131129/04.pdf〉。

10) リスクマネーWG報告・前掲(注1)5頁。

評価と日本におけるクラウドファンディングの見通しについて、簡単に触れる。

第1に、規制の方法について。2014年改正法は、業者規制を緩和することによって、株式型クラウドファンディングの振興を図ろうとしている。業者規制以外の方法による振興策としては、直接、発行者に働きかけるディスクロージャー規制が考えられる。日本では、2006年に事業型ファンドを規制対象とする際に、ディスクロージャー規制ではなく業者規制を用いた。今回の規制方法は、ディスクロージャー規制から業者規制へという2006年以降の傾向に沿ったものといえる。発行者の事業に関する情報も、発行者ではなく仲介業者が開示することになるが、これは法定のディスクロージャーではないため、厳格な規制が適用されないようである。このような方法で、情報に基づく投資者の投資判断を確保できるのか、疑問である。

第2に、日本におけるクラウドファンディングの規制は、その規制手法をアメリカのJOBS法から借りている。しかし、JOBS法は政治主導で制定されたものであり、SECは長い間、JOBS法を執行するための規則を制定してこなかった。規制の内容についても、投資家一人あたりの投資額を制限するなど、投資家の自己責任原則と相容れない消費者保護的な発想が見られる。日本でも、クラウドファンディングの振興は、政府主導で進められており、学者はほとんど議論していない。法律の施行後、学界から、異例の立法であったとの評価が下されるかも知れない。

つぎに、クラウドファンディングの見通しについて。

第1に、ここ20年くらいの間、日本ではベンチャー企業の振興策をとってきたが、どれもうまくいっていないのが実情である。たとえば、非上場株式の私募市場はできなかったし、上場前の会社の株式を売買するグリーンシート市場もうまくいかなかった。東京証券取引所がロンドン取引所のAIMと協力したプロ投資家向け市場も失敗した。クラウドファンディングの振興策は、上場よりもずっと手前の段階にあるベンチャー企業が一般の投資家から資金を調達できるようにするものであるが、これを利用するベンチャー企業が出てくるかという問題がある。

第2に、既存の証券会社がクラウドファンディングの仲介業務を行うかどうか、疑問視されている。既存の証券会社は、第一種金融商品取引業の登録を受けているので、業規制が緩和されることによるメリットはないし、クラウドファンディングの発行者が倒産するようなことになれば、証券会社の評判が傷つけられて、本業に悪影響が及ぶ恐れがある。他方、新たにポータル運営業者が現れる可能性はある。しかし、

ポータル運営業者が、資金需要者であるベンチャー企業に信用されなければ、ベンチャー企業はネット・ポータルを利用しないであろう。ポータル運営業者は株式の引受けは行っていないが、ベンチャー企業が倒産した場合、ポータル運営業者がネットで開示していた情報に虚偽があれば、業者が民事責任を問われる。このようにリスクが大きい割に、ポータル業者が発行者や投資家から受け取る手数料が低いと予想されるので、ポータル運営業者への参入は少ないと思われる。結局、クラウドファンディングが成功するとしたら、1, 2のポータル運営業者が評判を確立して、多数のベンチャー企業の資金調達を扱うという姿になるものと思われる。

参考文献

1. 報告書

金融法金融審議会, 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,
<http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf>

2. 論文

小長谷章人ほか, 新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等, 商事法務2039号,
2014, 28-36頁.
有吉尚哉, 非上場株式取引制度に関する近時の動向と実務への影響—株式投資型ク
ラウドファンディングと「投資グループ」制度の活用可能性と留意点—, 金融
法務事情2005号, 2014, 88-96頁.
黒沼悦郎, 新規・成長企業へのリスクマネーの供給, ジュリスト1473号, 2014, 23
— 28頁.

[Abstract]

日本におけるクラウドファンディングの展開

黒沼 悦郎*

日本では、2014年の金融商品取引法の改正により、投資型クラウドファンディングを促進する法制が整えられた。本稿は、クラウドファンディングの意義を論じたのち、2014年改正法の内容として、仲介業者の参入要件の緩和、発行者の開示義務の免除、仲介業者による発行者情報の開示、および仲介業者の自主規制機関への加入について解説する。さらに、クラウドファンディングのディスクロージャー規制に問題があることを指摘し、さいごに、日本におけるクラウドファンディングの見通しについて論じる。

[Key Words] 金融商品取引法, クラウドファンディング, 仲介業者, 自主規制機関,
ディスクロージャー

* 早稲田大学大学院法務研究科教授