

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 クラウド・ファンディングの概要#
- 2 日米における新制度導入への道のりと制度の全体像#
- 3 今後の展望#

投資型クラウド・ファンディングに関する日米での新たな制度の導入

弁護士 広瀬 卓生 | 弁護士 青木 俊介

2014年1月の当事務所のニュースレター「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議論の動向(2)～報告書の公表を受けて～」(※)で紹介した日本版投資型クラウド・ファンディングに関して、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が2014年5月23日に成立して関連条文の手当てが行われ、その導入が正式に決定した。

また、米国においても、投資型クラウド・ファンディングに関する米国証券取引所委員会(以下「SEC」という。)の規則案がすでに公表され、現在は最終規則の制定待ちの状況にある。

本ニュースレターでは、日米においてそれぞれ導入が近づく投資型クラウド・ファンディングに関する新制度につき、概観を試みたい。

(※)<http://www.amt-law.com/pdf/bulletins10.pdf/140122.pdf>

1 クラウド・ファンディングの概要

クラウド・ファンディング(crowd funding)とは、一般に、資金需要者(新規・成長企業)と資金提供者をインターネットサイト経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みを指す用語であり、資金提供者がどのようなリターンを得るかにより、以下の類型に分けられる。

- (a) 寄付型(資金提供者が無償で資金を提供するスキーム。)
- (b) 購入型(リターンとして、事業の成果物たる商品やサービスが提供されるスキーム。)
- (c) 投資型(リターンとして、事業の収益が分配されるスキーム。なお、この類型は、(i)資金提供者が出資持分として株式を取得する「株式形態」と、(ii)資金提供者が匿名組合契約等に基づき集団投資スキーム持分を取得する「ファンド形態」とに分けられる。)

上記(a)寄付型及び(b)購入型は、いずれも基本的には証券関係法令の埒外にあることから、世間ではさまざまな態様のものが行われているであろうと推察される。一方、上記(c)投資型は、日米のいずれの国においても、それぞれ証券関係法令の適用を受けることから、その利用が制約されてきた。今回日米で導入される新制度は、投資型クラウド・ファンディングの利用を広げ、リスクマネー供給の促進に資するものとなることが期待されている。

なお、クラウド・ファンディングにおいては、多くの場合、資金集めの場となるインターネットサイト(プラットフォームあるいはポータル)を管理運営する「仲介者」が、資金需要者のプロジェクト内容や

募集金額等の条件を紹介することにより、資金需要者と資金提供者をマッチングさせる重要な役割を果たしている。投資型クラウド・ファンディングにおいて、かかる仲介者は証券取引業者としての規制を受ける立場となるが、日米における新制度の眼目は、仲介者の参入を容易にするとともに、投資家保護の観点から仲介者への適切な監督が行われるようにするところにあるといえる。

2 日米における新制度導入への道のりと制度の全体像

(1) 米国

米国では、2012年4月に成立した Jumpstart Our Business Startups Act(以下「JOBS法」という。)のもと、現在の規制の下では実施が困難な投資型クラウド・ファンディングによる資金調達に対して、新たな道が開かれようとしている。

具体的には、JOBS法の Title III(以下「JOBS法クラウド・ファンディング条項」という。)により、以下の条件を満たす場合については、SECへの登録届出書の提出なしに証券を発行できることとされた。

- ① 資金需要者(発行者)の年間発行総額が100万ドル以下であること
- ② 各投資家の年間投資総額が年収及び純資産を基準とした一定の上限を超えないこと
- ③ 一定の要件を満たす仲介者を通じて取引が行われること
- ④ 発行者が一定の開示義務等を遵守すること

これらの条件の細則を定めるSECの規則案(以下「SEC規則案」という。)は2013年10月に公表され、2014年2月にパブリックコメントの受付が終了した。SEC規則案の内容や提出されたパブリックコメント、及び最近の報道によると、上記の各要件については、大要以下のような議論がなされている模様である。

- ①年間発行総額を100万ドル以下とする制限について：他の私募類型と比較しても適切な水準であるとする見解があるものの、さらなる緩和を求めて、総額算定の際に発行費用を控除すべきであるとする意見や、上限額の引上げを要請する意見も提示されている。
- ②各投資家の年間投資総額について：SEC規則案によれば、各投資家が年間に投資できる額の上限は、(a)年収及び純資産がいずれも10万ドル未満である投資家については、2,000ドル又は年収若しくは純資産の5%相当額のうち最高額、(b)年収又は純資産のいずれかが10万ドル以上である投資家については、年収又は純資産の10%相当額のうちいずれか大きい方の額(ただし、10万ドルを超えてはならない。)とされている。また、投資家が当該要件を満たしているかの判断義務は実質的に仲介者が負っているが、かかる判断においては投資家による表明に依拠すれば足りるとされている。このようなアプローチを採ることについて、特に目立った議論は見受けられない。
- ③仲介者に関する要件について：SEC規則案において、仲介者は、ブローカーとしての登録をする代わりに、要件及び登録手続の負担が若干緩和された「ファンディング・ポータル」としてSECに登録することにより、投資型クラウド・ファンディングの仲介をすることができることとされた。ファンディング・ポータルも、ブローカーと同様に、自主規制機関であるFINRA(米国の証券業協会にあたる Financial Industry Regulatory Authority)への加入を強制されることとなるが、このようなアプローチについても、業界からはおおむね合理的なものとして受け入れられているようである。なお、仲介者のFINRAへの加入要件及び行為規制については、FINRAの規則案がSEC規則案と同時に公表され、その後のパブリックコメントの取得を経て、現在は同じく最終規則の策定が進んでいる。
- ④開示義務について：想定される募集の規模に比して開示義務の負担が重いという批判が呈されている。すなわち、SEC規則案によれば、公募に比して簡素化されているとはいえ、発行者は、多項目にわたる発行開示(役員、事業内容、リスク要因、財務状況、資金使途、目標

調達額等の情報開示)及び継続開示(発行開示の内容のうち、企業情報部分を更新する年次報告書の提出)を行わなければならないとされている。特に、目標調達額が 50 万ドルを超える場合に監査済財務書類の開示が要求される点は、小規模の発行者にとって過大なコストとなりうるとの懸念が示されている。

以上のような議論を踏まえて、現在 SEC によりパブリックコメントの精査が行われており、遅くとも本年中に最終規則が公表される見込みであると報道されている。

ところで、JOBS 法は、新興成長企業による米国資本市場へのアクセスを容易にするべく米国証券規制を広範囲にわたって緩和するものであるが、その観点から、2013 年 9 月に、一連の緩和措置のひとつとして、一定の私募(Regulation D の Rule 506 に基づくもの等)の場合に限り、「一般的勧誘」及び「一般的広告」(=テレビやラジオでの広告、インターネットでの勧誘等を広く含む概念)を行うことを解禁した。これによって、このような私募の場合にも、投資家が閲覧可能な形でインターネットサイトを通じて株式の取得勧誘を行うことが法律上は可能となり、投資型クラウド・ファンディングに利用できる手法が導入されたとも言われていたが、私募要件として購入者が適格投資家であることが要求され、かつ、適格投資家への該非確認が実務的な負担となることから、現実には、この手法の利用は低位にとどまっていると報道されている。この点、今回の JOBS 法クラウド・ファンディング条項に基づく新制度の導入は、潜在的な購入者の裾野を一般投資家に広げることとなるため、米国証券法の下で、本格的な投資型クラウド・ファンディングの実施を可能ならしめる点で大きな意義と期待があるといえよう。

(2) 日本

調達額として数百万円から数千万円という、クラウド・ファンディングにおいて一般的に想定される規模の取引を前提とした場合(以下の議論においても同様とする。)、我が国の金融商品取引法(以下「金商法」という。)の下では、株式形態については発行価額の年間総額が 1 億円未満であれば有価証券届出書の提出が免除される。また、ファンド形態については(資金需要者が資金の過半を有価証券に対する投資にあてる場合でない限り)開示規制は適用されない。すなわち、開示規制との関係では、証券法上の新たな適用除外規定を設ける必要があった米国と異なり、日本においては、有価証券届出書の提出義務に服することなしに投資型クラウド・ファンディングを実施することが、金商法の既存の開示制度の枠組みの下でもすでに可能だと整理されている。実際に、ファンド形態の投資型クラウド・ファンディングについては、金商法上の第二種金融商品取引業者による募集又は私募の取扱いが可能であることから、すでに一部の事業者により実施されているものも見受けられる。

これに対し、株式形態の投資型クラウド・ファンディングについては、(a)日本証券業協会(以下「日証協」という。)の自主規制規則により非上場株式の勧誘が原則として禁止されていること、また(b)株式の募集又は私募の取扱いに必要な第一種金融商品取引業者としての参入要件が厳格であることが障壁となっており、現在までのところその実例はないとみられる。

こういった状況を踏まえ、2014 年 5 月 23 日に成立し同月 30 日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(公布日から 1 年以内の施行が予定されている。以下「改正金商法」という。)により、投資型クラウド・ファンディングにおける仲介者の参入要件が緩和された。すなわち、上記(b)の点に係る手当がなされるのと同時に、投資家保護の観点から、仲介者たる金融商品取引業者の業務管理体制や行為規制に係る規定の整備がなされた。また、上記(a)の点についても、日証協による自主規制規則の緩和が待たれていたところ、2014 年 6 月に日証協から「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」と題する報告書(以下「日証協報告書」という。)が公表され、その中で、今後、「少額」(下記③を参照のこと。)の株式形態のクラウド・ファンディングについては、従前の勧誘禁止ルールの適用除外とする形で自主規制規則の緩和を行う予定であることが明示された。

以下、日本の新制度のポイントについて、米国と比較しつつ概観することとしたい。

- ①発行総額の上限について：株式形態の投資型クラウド・ファンディングにおいては、既存のいわゆる届出義務の少額免除(年間発行総額 1 億円未満)の枠組みで行われることが実務上想定されており、また、日証協の勧誘禁止ルールの適用除外も「少額」のもの、すなわち発行総額 1 億円未満の募集(下記③のとおり、年間通算等の規制が設けられるものと推測される。)に限定される方向である。その結果、発行者あたりの 1 年間の発行総額は 1 億円未満でなければならないこととなり、米国とほぼ同水準の規制状況にあるといえる。
- ②各投資家の投資額について：株式形態の投資型クラウド・ファンディングの場合、「少額」のもの、すなわち各投資家の投資額が 50 万円以下の募集に限って、日証協の勧誘禁止ルールの適用除外とされる方向である(下記③のとおり、おそらく投資額についても何らかの通算規制が設けられるものと推測される。)。この点、米国においては、上記(1)②のとおり年間投資額の上限については各投資家の年収や純資産に応じた段階的な規制を設けるアプローチが採られているが、日本において一律の基準が採用されたのは、日米における一般投資家層の厚みや構成の違い、また年収や純資産の確認コスト等の実務上の現実性を勘案したところに理由があるようである。
- ③仲介者に関する要件やこれに対する監督について：日本においても仲介者の参入要件は緩和されており、インターネットを利用して行う募集及び私募等の取扱いのうち「少額」のもの(「発行総額 1 億円未満、一人当たり投資額 50 万円以下」とすることが提案されており、詳細は定かではないが、おそらく、年間通算等の規制が政令レベルで設けられるものと推測される。)のみを扱う業者(改正金商法の下で、株式形態については「第一種少額電子募集取扱業者」、ファンド形態については「第二種少額電子募集取扱業者」と呼ばれる。)については、兼業規制が課されず、また登録に必要な最低資本金基準が引き下げられる予定である(第一種については現行の 5,000 万円から 1,000 万円へ、第二種については現行の 1,000 万円から 500 万円への引き下げが検討されている。)
- また、日本においても、当局による規制及び監督のみに依拠するのではなく、自主規制機関による自浄作用の発揮が期待されているところであるが、日本では米国と異なり自主規制機関への加入が法令により強制されていないため、現在でも、特に、ファンドを取り扱う第二種金融商品取引業者については、自主規制機関(第二種金融商品取引業協会)への加入率が低水準にとどまっていると言われる。このような実情を踏まえ、ファンド形態の投資型クラウド・ファンディングの信頼性を確保するためには、仲介者による自主規制機関への加入を担保するような方策を講じる必要性が高いことが指摘されている。
- ④開示義務について：日本では、投資型クラウド・ファンディングの発行者が、金商法上の発行開示及び継続開示の義務に服することは基本的にないため、米国に比較した場合の負担は軽い。もっとも、この場合、投資家に対する情報提供が、仲介者から投資家に対して交付される契約締結前交付書面によるもののみになってしまうため、改正金商法は、仲介者に対して、投資家へのインターネットを通じた適切な情報提供や、発行者の事業内容のチェック(デュー・ディリジェンス)を行うことを義務づけている。もっとも、どのような内容及び程度の情報提供やチェックが要求されるかについて、その詳細は内閣府令及び各自主規制機関の自主規制規則に委ねられており、今後明らかになる見込みである。

なお、購入日から 1 年間の譲渡制限が付される米国の場合と異なり、日本の場合は、投資型クラウド・ファンディングを通じて購入した証券について、金商法上の何らかの譲渡制限が課される予定はない。さらに、日証協報告書によれば、ほとんど活用されていないと言われる現在のグリーンシート銘柄制度に代わり、新たな非上場株式の取引市場を整備する予定であるとのことであり(詳細については、本ニュースレター冒頭にて引用した当事務所の 2014 年 1 月のニュースレターを参照のこと。)、これが投資型クラウド・ファンディングを通じて購入された非上場株式の流通市場として機能することも期待されている。

3 今後の展望

新たに導入された投資型クラウド・ファンディング制度につき、米国では、年間発行総額の制限や監査済財務書類の開示負担の点を含め、より一層の規制緩和を目指すべきという声も少なからずあがっているようであるが、他方で、JOBS 法クラウド・ファンディング条項は詐欺的投資勧誘の危険性を孕むものであり、さらなる規制緩和には慎重であるべきとの意見もみられる。

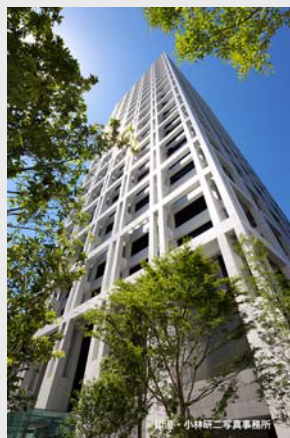
日本においても、投資型クラウド・ファンディング制度の導入にあたって、リスクマネー供給促進のための規制緩和と、投資家保護のための開示規制・監督制度との間における適切なバランスが図られる必要があることは論を待たない。特に、日米の両制度を比較した場合の最も大きな違いのひとつとして、日本では米国と異なり発行体による開示が要求されないため、投資家としては、仲介者による発行者に対するデュー・ディリジェンスと、それに基づく情報提供とに依存することにならざるを得ない点が挙げられる。この点も含め、上述した新制度の詳細が、政令、内閣府令や自主規制規則において今後どのように定まっていくかが注目される。

□ 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の広瀬卓生 (takuo.hirose@amt-law.com) までご遠慮なくご連絡下さいませよう、お願いいたします。

□ Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦

本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.com までご連絡下さいませようお願い申し上げます。

□ 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html> にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051
東京都港区元赤坂一丁目2番7号
赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>