

2018年1月

## 株式投資型クラウド・ファンディングに係る規制と実施例の傾向

弁護士 青木 俊介

金融庁の金融審議会の「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」が2013年12月25日に公表した報告書において、投資型クラウド・ファンディングの活用が提言され、これを契機とした2014年金融商品取引法改正及び日本証券業協会の自主規制ルールの改正を通じて、投資型クラウド・ファンディングを実施するにあたっての法的な障壁は取り除かれた。かかる改正の施行(2015年5月29日)から2年以上経過し、ようやく株式投資型クラウド・ファンディングの実施例が報告されるようになった。制度を運用する業者にとってもまだ試行錯誤の段階のようであるが、これらの実施例を見比べるといくつかの問題点が浮かび上がってくる。

本ニュースレターでは、このような株式投資型クラウド・ファンディングに係る規制の現状を整理しつつ、いくつかの実施例の傾向について概観する。

### 1 序論

株式投資型クラウド・ファンディングとは、株式の発行による資金調達をしようとする会社が、広く一般にアクセス可能なインターネットサイト(プラットフォーム)を通じて、不特定多数の投資家から少額ずつ出資を募る手法をいう。

日本における株式投資型クラウド・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証券会社による非上場株式の勧誘が原則として禁止されていたこと、また(b)インターネット上のプラットフォームを提供する業者(以下「プラットフォーム提供者」という。)が求められる登録の要件(株式の募集の取扱いのために必要な第一種金融商品取引業者の登録要件)が厳格であったため、従来その実施例は見られなかった(従来の状況については2014年7月の当事務所ニュースレター「[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](#)」を参照されたい。)

このような中、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給を促進するべく、2015年5月29日に施行された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」及び関連する政令・内閣府令の改正により、プラットフォームの提供のみを行う業者については、通常の第一種金融商品取引業者の登録要件に比して、最低資本金基準や自己資本規制等が緩和されることとなった。また、2015年5月29日に施行された日証協の「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の制定及び関連する規則の改正により、一定の要件を満たす株式投資型クラウド・

ファンディングに係る業務において取り扱う株式については、規則に従った勧誘を行うことが可能となった。

これらの改正により日本における株式投資型クラウド・ファンディングの実施に関する法的な障壁は取り除かれたといえるが、改正の直後から利用が進んできたわけではなく、昨年(2017年)の半ばから年末にかけてようやく実施例が報告されるようになってきたところである。現時点で実施数は順調に伸びているようであり、今後も一定程度利用が進むものと思われるため、ここであらためて株式投資型クラウド・ファンディングに係る規制の現状を整理するとともに、報告されている実施例の傾向を簡単に分析したい。

## 2 株式投資型クラウド・ファンディングに係る規制の現状

上記 1 で述べた法改正及び日証協規則の制定後の株式投資型クラウド・ファンディングに係る日本の規制を簡潔にまとめると、下記表の通りである。

発行価額の総額の上限	1 億円未満(第一種少額電子募集取扱業者(下記「プラットフォーム提供者の参入要件」参照)として扱うことができる株式投資型クラウド・ファンディングの要件として、年間の発行価額の総額が 1 億円未満であることが求められる。また、有価証券届出書に係る届出義務の少額免除を利用するために年間の発行価額の総額を 1 億円未満とする必要がある(※)) (※)但し、発行価額の総額が 1,000 万円を超える場合は、有価証券通知書の提出が必要
各投資家の投資額の上限	50 万円以下(第一種少額電子募集取扱業者として扱うことができる株式投資型クラウド・ファンディングの要件として、同一の発行会社が発行する株式について投資家 1 人当たりの年間の投資額の総額が 50 万円以下であることが求められる)
プラットフォーム提供者の参入要件	株式又は新株予約権に係る少額の投資型クラウド・ファンディングの募集又は私募の取扱い(第一種少額電子募集取扱業務)のみを行うプラットフォーム提供者は、第一種少額電子募集取扱業者として、以下の通り一部緩和された要件により登録を受けることができ、また登録後も一定の義務が免除される 1 最低資本金の額 1,000 万円 2 兼業規制の適用除外 3 自己資本規制比率(120%)の適用除外 4 金融商品取引責任準備金の積立義務の免除 5 投資者保護基金への加入義務の免除
プラットフォーム提供者による審査	プラットフォーム提供者は、発行会社及び事業の実在性、発行会社の財務状況、事業計画の妥当性、法令遵守状況を含めた社会性、反社会的勢力への該当性等、利害関係の状況、投資するにあたってのリスク、資金使途、目標募集額が発行会社の事業計画に照らして適当なものであることについて、厳正な審査を行わなければならない

プラットフォームにおける 情報提供	<p>プラットフォーム提供業者は、主として以下の事項(契約締結前交付書面の記載事項)をプラットフォームの見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示されるようにしなければならない</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 発行会社の商号、代表者の氏名等</li> <li>2 発行会社の事業計画の内容及び資金使途</li> <li>3 申込期間</li> <li>4 目標募集額等</li> <li>5 プラットフォーム提供業者による審査及び審査結果の概要</li> <li>6 クーリングオフに関する事項</li> <li>7 顧客の注意を喚起すべきその他の事項</li> </ol>
定期的な情報提供	<p>プラットフォーム提供業者は、発行会社が株式投資型クラウド・ファンディングの実施後に、投資家に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することを確保するための措置(発行会社との間の契約締結及び実施状況の確認)をとらなければならない</p>
プラットフォーム提供業者 による勧誘方法の制限	<p>プラットフォーム提供業者は電話や訪問による投資勧誘を行ってはならない</p>

日本では非上場会社による株式投資型クラウド・ファンディングについて発行会社自身による法定開示が原則として不要であるため、投資家は、プラットフォーム提供業者による発行会社の審査(上記表の「プラットフォーム提供業者による審査」参照)及びそれに基づく情報提供(上記表の「プラットフォームにおける情報提供」参照)に依拠して投資判断を行うことになる。その意味では、上記表の「プラットフォーム提供業者による審査」及び「プラットフォームにおける情報提供」に記載されている規制内容自体に違和感はないものの、これをプラットフォーム提供業者がどのように実践していくかが重要である。

もちろん、株式投資型クラウド・ファンディングのような少額の募集に関し、プラットフォーム提供業者に対して伝統的な公募における引受証券会社が行う引受審査のレベルを求めることは、業者のコスト面からいって成り立たないことは想像に難くない。したがって、プラットフォーム提供業者による審査に関して言えば、リスクマネー供給促進を担うプラットフォーム提供業者にとってコスト面で無理のない範囲で、投資家保護の観点から合理的と考えられる審査手法を検討していく必要があるように思われる。他方で、プラットフォーム提供業者による審査結果の提供方法を含めて、プラットフォームにおいてどのように情報提供するかについては、投資家の投資判断に直接影響を与えるという意味で、投資家保護の観点をより重視する必要があるように思われる。情報提供のあり方は、プラットフォーム提供業者のコスト面に影響を与える性質のものというより、むしろプラットフォームにおける各案件の「見せ方」にかかわるため、それぞれのプラットフォーム提供業者のビジネス手法との兼ね合いで過度の制約となってはならないが、公募における開示実務も参考に、投資家保護、ひいては株式投資型クラウド・ファンディング業界への信頼確保を図っていく必要があると考えられる。

### 3 実施例について

日証協の統計情報によれば、2017年5月から12月にかけて、2社のプラットフォーム提供者により、合計17件(募集価格の総額4億7,797万5,000円)の株式を利用した株式投資型クラウド・ファンディングが実施された。これに加えて、同期間に、上記とは異なるプラットフォーム提供者により、新株予約権を利用した株式投資型クラウド・ファンディングが1件実施されている。以下、2018年1月時点で募集中の案件も含め、主要な点に関する実施例の傾向を、インターネットで閲覧可能な範囲で概観することとしたい。

- ①プラットフォーム提供者による審査について：発行会社の定款、登記簿、決算書等の書類確認だけではなく、書面による質問及び回答並びに必要なに応じてヒヤリングを実施する手法がとられており、手法それ自体としては合理的であると考えられる。審査結果の概要の記載を見る限り、発行会社の財務状態の審査に関しては、直近の経常利益の推移及び財務状態(債務超過かどうかなど)並びに今後の資金調達計画の検討等が中心となっているようである。また、事業計画の審査に関しては、計画の前提となっている事実を審査質問に対する回答を通じて検証するという手法がみられる。なお、例えば発行会社が起業したばかりで審査対象となる財務情報や事業計画がほとんど存在しないという場合もあり得るため、今後は、発行会社の成長のステージに応じた適切な審査の手法を考える必要も出てくるものと思われる。
- ②プラットフォームにおける情報提供(計画数値への言及)について：上場会社による株式募集の場面では、将来の業績に係る計画数値は不確実であるにもかかわらず投資家の投資判断に与える影響が大きいことから、言及しないことが一般的である。株式投資型クラウド・ファンディングの場面でも投資家に対する影響は同じであるが、発行会社の将来(3期から5期)の業績(売上高や経常利益等)に係る計画数値に言及しているものが見受けられる。スタートアップ企業には十分な実績数値がないことから、このような計画数値に言及したいという要請は高いと思われる。しかしその一方で、企業としての基盤が未成熟であるゆえ、計画未達に終わるリスクは上場会社よりむしろ高いといえる。そのため、計画未達のリスクに言及するなどの注意喚起により、どの程度このような言及が許容されるか、今後の議論の蓄積が待たれる。
- ③プラットフォームにおける情報提供(IPOへの言及)について：発行会社が将来の一定の時期にIPOを予定しているかのように読み取られる可能性のある記載例が多くある。言うまでもなく、IPO後の市場売却は株式投資型クラウド・ファンディングにおける投資家にとって最も重要な投資回収の機会であるため、IPOの予定時期は投資家にとって重大な関心事である。他方で、IPOの成否や時期は会社の事業計画の推移のみならず市場環境等の発行会社にはコントロールできない様々な事象に影響を受けるものであり、これを事前に予測することは難しいと言わざるを得ない。スケジュール通りに推移しないリスクについて注記を付していたとしても、実際にIPOを予定通り達成できなかった場合には、期待を裏切られたと感じる投資家が出てくることは避けられないであろう。したがって、今後の株式投資型クラウド・ファンディング業界に対する信頼を高めるという観点からも、プラットフォームの「見せ方」としてIPOの予定を前面に押し出す記載は避けるべきであり、むしろ発行会社によるIPOは保証されていないこと(発行会社とその事業に共感し、長期的な視点をもって支援する意思のある投資家に投資してほしいというスタンス)について記載する方が望ましいと考えられる。
- ④プラットフォームにおける情報提供(リスク要因の記載)について：抽象的、一般的、かつ最大公約数的なリスク要因の記載にとどめる例と、発行会社の具体的な事業内容に照らした特有のリスク要因についても記載する例が見られる。発行会社及びプラットフォーム提供者が発行会社の事業に内在する固有のリスクを分析し、それを可能な限りリスク要因の記載に落とし込む作業には相応のコストと時間がかかると思われる。かかるコストや時間との関係でリスク要因をどこまで記載するかについては業者ごとにスタンスが異なるところかと思われる。

が、上場会社による株式募集の場面では発行会社の事業等に関するリスクを開示することが求められていることから、よりリスクの高いスタートアップ企業に対する投資において、できる限り発行会社の事業内容に即したリスク要因の記載を行うことが望ましいことは言うまでもない。

## 4 今後の展望

日本において株式投資型クラウド・ファンディングは、スタートアップ企業に対するリスクマネーの供給経路のひとつとして期待されており、また資金調達を通じて発行会社とその事業への理解及び共感を生むという効果もあることが指摘されているが、必ずしも利用が広がっているとは言えない状況であった。かかる状況の下、ようやく実施例が出てきたところで、プラットフォーム提供者のビジネスの制約になるような解釈及び運用をすることはできる限り避けなければならない。他方で、株式投資型クラウド・ファンディングの対象となる株式への投資は、発行会社の多くがスタートアップ企業であることや、換金が困難であることなどからリスクの高い投資であることは否定できない。したがって、投資家にとって安心できる健全な制度運営を心がけることも重要であり、ひいてはそれが株式投資型クラウド・ファンディング業界への信頼確保につながるものと思われる。最近の実施例を見ても分かる通り、プラットフォーム提供者によって制度の運用は様々であって、まだ試行錯誤の段階にあるといえる。株式投資型クラウド・ファンディングが今後の実施例の積み重ねを通じて上記 3 で述べたような問題を解消し、プラットフォーム提供者による審査の手法及び内容並びに情報提供の内容が健全な方向に収斂していくことに期待したい。

- 
- 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、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。  
弁護士 青木 俊介([shunsuke.aoki@amt-law.com](mailto:shunsuke.aoki@amt-law.com))
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[cm-newsletter@amt-law.com](mailto:cm-newsletter@amt-law.com)までご連絡下さいますようお願いいたします。
  - 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。
  - Capital Markets Legal Update 発行責任者  
弁護士 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦