

エクイティ・クラウドファンディングにおける投資者保護問題

-中国法の分析を中心として

一橋大学大学院国際企業戦略研究科

経営法務専攻

経営法務コース

毛 智琪

## 目次

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| はじめに .....                        | 6  |
| 一. 研究の目的 .....                    | 6  |
| 二. 内容構成 .....                     | 8  |
| 三. 研究方法 .....                     | 9  |
| 第一章 クラウドファンディングの概論 .....          | 10 |
| 一. クラウドファンディングの概念 .....           | 10 |
| 二. クラウドファンディングの特徴 .....           | 15 |
| 1 インターネットの利用 .....                | 15 |
| 2 開放性、低コストと高効率 .....              | 15 |
| 3 創意性と広告性 .....                   | 16 |
| 4 参加者の規模性、分散性と多様性 .....           | 16 |
| 三. クラウドファンディングの歴史的淵源 .....        | 17 |
| 四. クラウドファンディングの種類 .....           | 19 |
| 1. 寄付型クラウドファンディング .....           | 20 |
| 2 報酬型/還元型/購入型クラウドファンディング .....    | 22 |
| 3 貸付型クラウドファンディング .....            | 27 |
| 4 エクイティ型クラウドファンディング .....         | 29 |
| 五. 類似している概念との比較 .....             | 33 |
| 1. エクイティ・クラウドファンディングと IPO .....   | 33 |
| 2. エクイティ・クラウドファンディングと DPO .....   | 35 |
| 3. エクイティ・クラウドファンディングと PE、VC ..... | 37 |
| 六. エクイティ・クラウドファンディングの発展と現状 .....  | 38 |
| 1. 米国 .....                       | 40 |
| 2 英国 .....                        | 43 |

|                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3 日本.....                                                                            | 45 |
| 4 中国.....                                                                            | 49 |
| 七.まとめ.....                                                                           | 51 |
| 第二章 中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの問題及び制度対応.....                                            | 53 |
| 一.中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの発展背景.....                                                  | 53 |
| 1 不均衡な中国金融システム.....                                                                  | 53 |
| 2 中小企業の社会貢献と取得する資金の支持の不均衡.....                                                       | 53 |
| 3 直接資金調達と間接資金調達の比率の不均衡.....                                                          | 54 |
| 4 民間資本の投資ニーズの高騰.....                                                                 | 54 |
| 5 インターネットの普及がもたらしたインターネットファイナンスの<br>興隆.....                                          | 55 |
| 二.中国におけるエクイティ型クラウドファンディングの発展経緯と現状                                                    | 56 |
| 三 中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの種類分析と運用<br>の実例.....                                        | 59 |
| 1 推薦人制度を導入するエクイティ・クラウドファンディング・プラット<br>フォーム—中証衆創.....                                 | 59 |
| 2 プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタルとつながるエクイテ<br>ィ・クラウドファンディング・プラットフォーム—天使匯、原始会、<br>創業圏、合伙圏..... | 61 |
| 3 公衆向けのエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォーム<br>—大家投.....                                       | 65 |
| 4 保証付エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォーム—貸<br>帮網.....                                         | 66 |
| 5 小括.....                                                                            | 67 |
| 四.エクイティ・クラウドファンディングが直面している問題—投資者保護<br>.....                                          | 68 |

|                                          |     |
|------------------------------------------|-----|
| 1 投資者はクラウドファンディングの持続的発展の生命線 .....        | 68  |
| 2. 資金調達者からのリスク .....                     | 70  |
| 3. プラットフォームからのリスク .....                  | 74  |
| 4 規制法の欠如と監督の不明確による法的リスク .....            | 75  |
| 五.エクイティ・クラウドファンディングの主体と基本的な法律構造 ....     | 115 |
| 1 資金調達者 .....                            | 116 |
| 2 プラットフォーム.....                          | 118 |
| 3 投資者 .....                              | 121 |
| 六.中国におけるエクイティ型クラウドファンディングの制度対応と問題点 ..... | 124 |
| 1 中国におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する法制度の対応..... | 124 |
| 2 立法経緯.....                              | 124 |
| 3 制度分析 .....                             | 126 |
| 七.小括 .....                               | 135 |
| 第三章 エクイティ・クラウドファンディングに関する比較法研究 .....     | 137 |
| 一、米国.....                                | 137 |
| 1、立法経緯 .....                             | 139 |
| 2. 米国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法制度 ...       | 146 |
| 4. 実務上の投資者保護仕組み .....                    | 170 |
| 二、日本.....                                | 172 |
| 1. 立法経緯 .....                            | 172 |
| 2. 日本におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する法規制 .....  | 174 |
| 3. 小括 .....                              | 186 |
| 三、EU におけるエクイティ・クラウドファンディングの法規制.....      | 187 |

|                                           |     |
|-------------------------------------------|-----|
| 1. EU レベルでのエクイティ・クラウドファンディング規制.....       | 187 |
| 2. 国内法レベルでのエクイティ・クラウドファンディングの法規制<br>..... | 189 |
| 四、小括.....                                 | 196 |
| 第四章 中国におけるエクイティ・クラウドファンディング法制度の構築..       | 197 |
| 一、エクイティ・クラウドファンディングにおける規制方針の衝突 .....      | 198 |
| 1 規制緩和の要求：資本形成の促進 .....                   | 198 |
| 2. 規制強化の要求：投資者保護の強化.....                  | 199 |
| 二、エクイティ・クラウドファンディングの合法化問題 .....           | 200 |
| 1. エクイティ・クラウドファンディングと違法集資の限界認定..          | 202 |
| 2. エクイティ・クラウドファンディングの証券法属性.....           | 203 |
| 3. 少額発行免除制度の導入可能性 .....                   | 203 |
| 三、エクイティ・クラウドファンディング法制度の構築 .....           | 207 |
| 1. 資金調達者への規制 .....                        | 207 |
| 2. プラットフォームの責任と義務 .....                   | 209 |
| 3. 投資者への規制 .....                          | 218 |
| 四、小括.....                                 | 220 |
| おわりに.....                                 | 222 |
| 参考文献.....                                 | 224 |
| 謝辞 .....                                  | 238 |

## はじめに

### 一．研究の目的

中小企業の資金調達問題は既に世界共通の問題となっている。中国においても、厳格な金融監督制度の下で IPO における情報開示義務は重く、IPO の資金調達コストを負担できる企業は少ない。また、非公開的な資金調達ルートが少なく、資本市場は中小企業のニーズを満たしていない。特に 2008 年以来、銀行の信用収縮及び金融危機の影響で、これまで間接金融に依存してきたベンチャー企業は、資金調達の面で大きな困難に直面している。民間非正規の金融が要求する時間コストは比較的低いが、この対価として、非常に高いリスクが資金調達のコストを増やしたという問題がある。ベンチャーキャピタルは前期投資を重視するが、コーポレートガバナンスに介入する強い要望と各種類のギャンブル契約はベンチャー企業に重い負担をかける<sup>1</sup>。これとは対照的に、民間資本の投資ニーズは年々高まっている。どのように民間資本を投資に効果的に転換させ、企業の資金調達問題を緩和し、国家経済を活発化させるかは中国の重要課題である。近年における金融イノベーション及び情報化社会の進展につれて、クラウドファンディングは新興のファイナンスモデルとして、速やかに発展している。クラウドファンディングは従来の伝統的な資金調達の限界を超え、イ

---

<sup>1</sup> ベンチャー企業の経営失敗リスクが非常に高く、投資側と企業側の間の情報の非対称性問題は更に投資側の投資リスクを増加した。これに関して、代表的な問題は企業の価値評価問題である。これについて、中国では、ギャンブル契約を利用するケースが多い。つまり、投資側と企業は企業の現在価値について議論せずに、企業の未来の業績目標を設定し、企業運営の実際の業績に基づき企業の価値評価と株式構造を調整する。企業が設定する業績を達したら、資金調達者が一定の権利を有し、企業価値の過小評価がもたらした損失を補償する。業績目標を達成しなければ、投資側は企業価値の過大評価がもたらした損失を補償する権利を有する。（程継爽、「ギャンブル契約の我国の企業中の応用」、中国管理情報化、2007 年 6 期）また、ベンチャー企業の未整備の財務システムと内部統治システム、起業者の経営管理経験の欠如も投資失敗の重要な原因であり、これについて、投資側が通常コーポレートガバナンスに介入する意欲が強い。しかし、これらのことは未成熟の起業者に対して負担が重い。

インターネットを利用して多角的な取引の融合を実現し、中小企業の市場潜在力を解放し、次第に中国における多層的な金融市場の発展に寄与している。

しかし、その発展の過程において、様々な法的リスクが現れる。特にエクイティ・クラウドファンディングについて、通常の情報非対称性や詐欺などリスク以外に、その独特の流動性リスクや価値評価リスクなどが存在し、投資者の財産の安全と取引の公平に重大な危険をもたらした。法律規制の欠如は市場の無秩序な発展を醸成した。明確な統一基準が欠如しており、価値評価手段が未熟であり、信用調査と自主規制システムが欠如しており、行政管理システムが不健全であるため、e 租宝、36kr 事件を初めとする投資者が侵害される事件が絶えず出現し、市場の信頼を傷つけ、プラットフォームの位置づけを曖昧なものとしている。ベンチャー企業の資本形成と投資者権益の効果的な保護のバランスをどのように取るべきか、どのように合理的な監督管理制度を構築すべきか、立法者は新たな挑戦を迎えている。

2015 年に公布された「インターネットファイナンスの健全発展を促進することに関する指導意見」は中国で初めてエクイティ・クラウドファンディングについて規定したが、投資者の適格性原則や情報開示等具体的な規定についてはまだ触れていなかった。特に投資者と企業をつなぐうえで中心となるクラウドファンディングのプラットフォームは非常に微妙な立場にある。その構造からみると、仲介者であるプラットフォームは不可欠の中核的な役割を果たし、投資者と資金調達者の双方に高効率、低価な情報交換の場を提供し、取引の安全について基礎的な保障を提供する。しかし、現在、プラットフォームの参入基準、リスクマネー、法律上の位置付け、責任と義務等すべてが明確ではなく、投資者の合法的権益について巨大な危険をもたらし、且つクラウドファンディングの発展を妨害している。

米国は 2012 年に先陣を切って JOBS 法を公布し、クラウドファンディングについて法規制を定めた。その後、日本は 2013 年からクラウドファンディング制度を巡る議論を展開し、2014 年の法改正を通じて、小額証券発行免除制度を導入し、且つ自主規制を通じて仲介者の監督システムを整備している。その他、

英国、フランス、イタリア、カナダなど国もクラウドファンディングについて規定を設けた。

本稿は中国の状況を踏まえて、日米英等代表的国におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する法規制及び実務経験を参考とし、資金調達者、プラットフォーム及び投資者への規制を分析し、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法規制システムを検討する。これによって、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの投資者保護仕組みを構築し、クラウドファンディングの発展の促進、金融システムの実体経済への支持機能の強化、中国における多層的資本市場の整備、更に良好な金融生態の形成及び将来グローバルクラウドファンディングに対応できる法システムの構築に貢献したいと考えている。

## 二．内容構成

本稿は以下の四つの部分で構成される

第一章はクラウドファンディングの概要であり、基礎的な概念を整理した。この部分はクラウドファンディングの概念、歴史、特徴及び種類などを整理した。クラウドファンディングの各種類のうち、エクイティ・クラウドファンディングは不特定の人に向けて収益が確かではない投資契約を発行する行為であり、各国の金融・投資法制の規制対象である。この部分はエクイティ・クラウドファンディングを類似している資金調達手法である IPO, DPO, VC・PE と比較して、エクイティ・クラウドファンディングの概念を明確にした。最後に、日米英中におけるエクイティ・クラウドファンディングの発展現状を整理した。

第二章は中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの問題及び制度対応である。この部分はまず中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの発展背景、現状、実務における種類と運用を整理し、そして実例を利用して、投資者が直面しているリスク及び法規制の欠如の面から法規制の現実的な必要性を分析する上で、エクイティ・クラウドファンディング主体と基本的な

法律構造を検討する。最後に、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの制度対応と問題点を明確する。

第三章はエクイティ・クラウドファンディングの比較法研究である。本稿は日米英など代表的な国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法規制を比較して、資本形成の促進と投資者保護のバランスの調整方法を検討する。

第四章はそれまでの考察を踏まえて、日米英等国の立法例と実務経験を参考し、中国の現在の関連制度及び実務経験と結びつけ、中国におけるエクイティ・クラウドファンディング法制度の構築を検討する。

### 三. 研究方法

本稿はクラウドファンディングの産業調査レポート、関連法規定、監督部門の解釈以外に、金融・経済・法学など関連分野の文献を参考にし、クラウドファンディングの最新の理論成果と関連問題を整理する。また、美微伝媒、大家投、天使匯、AngelList、Crowdcube などエクイティ・クラウドファンディングの実例を利用して、エクイティ・クラウドファンディングの運用及びビジネスモデルを解説し、その上、e 租宝、36kr、諾米多事件の分析を通じて、エクイティ・クラウドファンディングの問題点を明確する。実例以外に、本稿は日米英等国のエクイティ・クラウドファンディングの法規制を比較・分析して、各国の経験を参考にし、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法制度を検討する。これによって、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの投資者保護仕組みを構築する。

## 第一章 クラウドファンディングの概論

インターネットの普及及び関連技術の発展につれて、P2P・第三者支払機構など新しいビジネスモデル、ビックデータ・ブロックチェーンなど新しい概念や金融サービスが次々と現れてきており、伝統的なビジネスモデル及びファイナンスモデルは常に新たな挑戦に直面している。しかし、このような概念について、理論と制度の面から見ると、まだ明確ではないため、クラウドファンディングの概念、種類、特徴などを整理することはこの新たな資金調達モデルを研究するための必要な前提である。

### 一．クラウドファンディングの概念

クラウドファンディングは英文の Crowdfunding から直訳した言葉である。今まで、クラウドファンディングの統一的な定義はなく、最初に法律上クラウドファンディングについて規定した米国 JOBS 法でも、明確な「定義」はされていない。

言葉自体から見ると、クラウドファンディングは公衆（crowd）と資金調達（funding）を組み合わせた造語で、クラウドソーシング（Crowdsourcing）とマイクロファイナンス（Microfinancing）の融合とも言われ、情報時代における斬新なインターネットファイナンスモデルを代表している<sup>2</sup>。ある定義によれば<sup>3</sup>、クラウドファンディングとは、資金需要のある事業と潜在的な投資者を結び付けるために、ウェブサイトを利用して公衆から資金を調達する手法である。

クラウドファンディングという言葉は、2006 年 8 月に、米国の学者 Michael Sullivan が Fundavlog（動画とブログを組み合わせる事業）という資金調達のウェブサイトを開設し、このウェブサイトの核心理念を「公衆から資金を調達

---

<sup>2</sup>謝平 「インターネットファイナンスモデルの機会と挑戦」、「21 世紀経済報道」2012 年 9 月 3 日、第 016 版。

<sup>3</sup> See Joan MacLeod Heminway, Shelden Ryan Hoffman, Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933, 78 Tenn. L. Rev.879,881( 2011).

する(funding from the 'crowd')」という意味での「クラウドファンディング」と述べたときに生まれた<sup>4</sup>。このウェブサイトでは、起業家はウェブサイト上のビデオの放送によって、資金を調達することができる。2010年2月、「Macmillan Dictionaries」のウェブ版は Crowdfunding を収録し、「ウェブサイトを利用して多数の人からある特定の事業のために資金を集める行為」と定義する<sup>5</sup>。2011年11月、Oxford English Dictionary は Crowdfunding を新型金融術語として収録し、「インターネットを通じて、ある事業または企業のために公衆から小口資金を集めるやり方である」と定義した<sup>6</sup>。現時点のウィキペディアによると、クラウドファンディングは不特定多数の人が通常インターネット経由で他の人々や組織に財源の提供や協力などを行うことを指す<sup>7</sup>。Baidu Baike によると、クラウドファンディングは個人又は組織を支えるため、公衆に向けて資金を調達する行為である<sup>8</sup>。

上述の概念から見ると、2つのポイントが取り上げられる。それはインターネットと公衆（または多数の人）である。Molick は多数の投資者とインターネット経由以外、さらに、クラウドファンディングは営利的な商業、文化または社会的な事業のために資金を集める目的を有し、且つ将来は投資者に現物または株式をリターンとして渡すことを承諾すると主張した<sup>9</sup>。このように、クラウドファンディングはインターネットを通じて公衆から資金を集めることに対する認識は明確に共有されていた。

---

<sup>4</sup> See Michael Sullivan, "Crowdfunding," fundavlog, August 12, 2006.

<sup>5</sup><http://www.macmillandictionary.com/buzzword/entries/crowdfunding.html> (last visited April 18, 2016)

<sup>6</sup><http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/crowdfunding> (last visited April 18, 2016)

<sup>7</sup><https://ja.wikipedia.org/wiki/クラウドファンディング>(last visited April 18, 2016)

<sup>8</sup> <http://baike.baidu.com/view/8593413.htm>(last visited April 18, 2016).

<sup>9</sup> See Ethan R. Mollick, Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs (March 25, 2013). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2239204> (last visited May 23, 2016)

そして、一部の学者はこの 2 点以外に、クラウドファンディングの投資者の投資金額が少額である点を主張し、定義した。

Kuppuswamy と Bayus は、クラウドファンディングを分析した後、伝統的な資金調達方法と 2 つの点で大きな相違があると述べた<sup>10</sup>。第一は、資金は多数の人から集め、且つ各自の投資額が少なく、資金調達には通常一定の募集期限がある（何週間または何ヶ月間）。第二に、潜在的な投資者は投資期間中に投資状況（事業の資金調達の進捗状況）を確認できる。これらの情報は事業の資金調達が達成可能かどうかについて重要な役割を果たす。また、Andrew A. Schwartz はクラウドファンディングを一種の有価証券と理解し、クラウドファンディングとは、インターネットを通じて、非上場の有価証券を多数のリテール投資者に売ることであり、且つそれぞれの投資者の投資額は小さいと定義した<sup>11</sup>。Paul Belleflamme, Thomas Lambert と Armin Schwienbacher など研究者も同じように、クラウドファンディングは小口資金を集めるという点を強調する<sup>12</sup>。Eleanor Kirby と Shane Worner の考えでは、クラウドファンディングはオンライン・プラットフォームを通じて、慈善、公益事業または創造性があるビジネス事業（例えば音楽、映画の発行または図書の出版）のために、個人または組織から少額資金を集める資金調達の手法である<sup>13</sup>。Oxford English Dictionary でもクラウドファンディングを小口投資と定義した。

各国の法的表現から見ると、クラウドファンディングを少額と制限する立法例

---

<sup>10</sup> See Venkat Kuppuswamy and Barry L. Bayus, *Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter* (November 2, 2015). UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-15. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2234765> (last visited May 23, 2016)

<sup>11</sup> See Andrew A. Schwartz, *Crowdfunding Securities*, 88 *Notre Dame L. Rev.* 1457, 1458 (2013).

<sup>12</sup> 少数の適格投資者からの資金調達と異なり、クラウドファンディングは、投資者が多数であり、投資金額が少額であるという特徴がある。See Paul Belleflamme, Thomas Lambert & Armin Schwienbacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Center for Operations Discussion and Research, Discussion Paper No. 2011/32, 2011, p2, available at <http://ssrn.com/abstract=1836873> (last visited May 23, 2016).

<sup>13</sup> See Eleanor Kirby, Shane Worner, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of IOSCO Research Department, 2014, p8.

も多い。日本は2014年の報告では、以下のように定義した。クラウドファンディングとは、必ずしも定まった定義があるものではないが、一般には「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者（＝crowd [群衆]）から少額ずつ資金を集める仕組み」を指すものとされている<sup>14</sup>。

中国政府は2015年7月に公布した「インターネット金融の健全な発展の促進に関する指導意見」では、エクイティ型クラウドファンディングをインターネットの形で公開的な小額エクイティ・ファイナンスを行う活動と定義した。伝統的なクラウドファンディングの概念と異なり、現在中国の法律と制度はエクイティ・クラウドファンディングの投資人数、金額などを制限しているため、概念通りのエクイティ・クラウドファンディングはない。創投圏、大家投などエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームは投資者資格、人数、投資金額などを制限する方法を利用して、違法公開発行を回避する。従って、現在の中国におけるエクイティ・クラウドファンディングは私募型エクイティ・クラウドファンディングと公募型クラウドファンディングに分けられており、前者が実際にプライベートエクイティ或は半公開的な資金調達行為である<sup>15</sup>。

日中はクラウドファンディングについて、少額という点を明確に定めているが、英国等国は少額を定義に入れていない。

EU 委員会はクラウドファンディングを「不特定の公衆に向けて公開で特定の事業のために、インターネットを通して資金を調達する行為」と述べる。イギリスのFCA（金融行為規制機構）の定義は「人々がオンラインウェブサイトを通じて彼らの活動または企業のために資金を調達する方式である」。フランスはクラウドファンディングを「参与型金融」（Le Financement participatif）と名付け、「一つのイノベーション事業または企業の資金調達を目的として、多数の

---

<sup>14</sup> 金融庁・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」、  
[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).

<sup>15</sup> 楊東・文誠公、「INTERNET+ FINANCE=WE FINANCE」、人民出版社2015年11月、p196。

人から資金を調達する金融手法であり、主としてインターネットを通じて行う行為である」と説明する。

以上のように、各国は、少額がクラウドファンディングの一つの要件であるかどうかについて、一致していない。各国の立法者は、クラウドファンディングについて、より多く人々が投資に参加させ、より容易に資金調達を実現させる新たな手法として規制を設けている。

実務から見ると、クラウドファンディングの投資者の多くは、一般の公衆で、高い財力がない。また、投資者を保護するために、日米等の国は投資者の年間投資金額を制限する。その結果、クラウドファンディングは通常少額の特徴を表す。しかし、クラウドファンディングはインターネット技術の発展がもたらした新たな資金調達の手法であり、少額がその要件ではないと考えている。Schwiebancher と Larradle の考えのように、クラウドファンディングは様々な目標あるいは規模の事業のために資金を集め、小さい芸術事業であろうと伝統的なリスク投資のように数十万ドルの事業であろうとこの方法で資金を集めることが可能である<sup>16</sup>。

その他、「クラウドファンディングは銀行など仲介機関から解放される新たな手法である」と、クラウドファンディングのディスインターミディエーション(Dis-intermediation)という特徴から定義する学者もいる<sup>17</sup>。

以上のように、本論文では、クラウドファンディングの概念を以下のように考える。すなわち、資金調達者がインターネットを通じて、公衆から資金を調達することである。リターンとして、投資者は物質または精神的な利益を取得する。

---

<sup>16</sup> Armin Schwienbacher & Benjamin Larralde, Crowdfunding of small entrepreneurial ventures, *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, Forthcoming, 2010, available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1699183](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183) (last visited May 23, 2016).

<sup>17</sup> See Andrew Verstein, *The Misregulation of Peer-to-Peer Lending*, 45 U.C. Davis L. REV. 449 (2011), available at <http://ssrn.com/abstract=1823763> (last visited May 23, 2016).

## 二. クラウドファンディングの特徴

### 1 インターネットの利用

情報は金融市場のコアであり、ただし、投資側と資金調達者の天然の情報の非対称性構造は常に取引を脅かす。クラウドファンディングはインターネットとソーシャルネットワークを利用して、情報の非対称性問題を緩和し、地理的制限を越え、より多くの多様な調達主体及び投資主体の参加が可能となる。また、この形式で、情報交換のスピードを向上させ、コストを下げ、プロジェクトの成功率を上げる。

### 2 開放性、低コストと高効率

伝統的な資金調達の方法と比べ、クラウドファンディングの最も顕著な特徴は資金調達の開放性、低コストと高効率である。開放性とは、クラウドファンディングはインターネットまたはソーシャルネットワークに基づいて行うため、インターネットとソーシャルネットワークの開放性はより多くの資金調達者、投資者の参加が可能となり、両者の資格に対する制限が少なく、参入標準が低い。低コストと高効率とは、クラウドファンディング事業の情報提供と交換、取引の進行など過程は全てインターネットを通じて行うため、オフラインの伝達はいらない。伝統の証券会社など仲介機構を利用することは必要ではなく、資金調達者はインターネットまたはソーシャルネットワークを通じて公衆に自らのプランを説得できれば、直接に投資者から資金を獲得することができ、他の中間費用を支払う必要がない<sup>18</sup>。他の資金調達の手法と比べ、低開始コスト、低経営コスト、低取引コストの低コストのメリットがある。参加者は常に情報交換と進捗確認を行うことができ、情報非対称性の問題を著しく減少させ、取

---

<sup>18</sup> See C. Steven Bradford, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, Columbia Business Law Review, No.1, 2012, p11.

引の効率を向上させる<sup>19</sup>。

### 3 創意性と広告性

クラウドファンディングのプロジェクトはウェブサイトの展示を通じて出資者の支持を取得するため、プロジェクト自体の創意性は出資者の出資意欲を高める。そのため、現在クラウドファンディングの中で、成功可能性が比較的に高いプロジェクトは主に科学技術系と創意系の分野に集中している。また、クラウドファンディングはインターネットを利用して展示することは出資者の出資意欲を呼び起こす以外に、事前に製品の広告宣伝更に予約も可能である。この特徴によって、起業者だけではなく、成熟した会社もクラウドファンディングを利用することが可能になる。

### 4 参加者の規模性、分散性と多様性

前述のように、クラウドファンディングはインターネットを利用して、より多くの人に参加できる開放性を有する。伝統的な参加者と異なり、クラウドファンディングの参加者は会社、企業またはベンチャーキャピタルではなく、普通の公衆であり、参加者の規模も他の手法より大きいという特徴がある。分散性とは、参加者の地理的な分散性<sup>20</sup>とリスクの分散性という二つの意味がある。インターネットの利用によって、参加者の地理的な制約を打ち破り、また、クラウドファンディングの利用者を分析すると、一部の資金調達者は単独でプロジェクトを完成する資金に欠乏しているという理由からではなく、プロジェクト自身のリスクが高いため、クラウドファンディングを利用して、多数の参加者の共同参加により、リスクを下げる。つまり、投資者の分散と規模によってリスクを減少させる。また、クラウドファンディングは投資者の多様性、プロ

---

<sup>19</sup> 胡吉祥・吳穎萌、「クラウドファンディングの発展及びその監督管理」、「証券市場導報」、2013年12月、p61。

<sup>20</sup> See Ajay K. Agrawal, Christian Catalini, Avi Goldfarb. The Geography of Crowdfunding, NBER Working Paper No. 16820, February 2011. <http://www.nber.org/papers/w16820.pdf>(last visited March 6,2015).

プロジェクトの多様性の特徴もある。スタートアップ企業、発展中の企業、成熟した企業、ベンチャーキャピタル、エンジェル、一般公衆、様々な投資者はクラウドファンディングを利用することができる。そして、プロジェクトの方向性も多様性がある。デザイン、科学技術、音楽、映画、食品など以外に、農業、土地、不動産、ホテル、美容、健康産業など全産業分野に浸透している。

### 三．クラウドファンディングの歴史的淵源

クラウドファンディングは最近注目された資金調達の方法であるが、数百年前から、公衆から資金を調達する行為は既にあった。初期の、クラウドファンディングのひな形の前身は17世紀において、書籍の印刷代を募るために使われた寄付ビジネスモデルであった。寄付者への見返りが表表紙に寄付者名を記載することであった点は、クラウドファンディングに類似している<sup>21</sup>。18世紀前後の多くの芸術作品は全て購読予約（subscription）という方法で完成した。例えば、モーツァルト、ベートーベンはこの方法により資金を集めたこともあった。1713年、英国の詩人アレキサンダー・ポープは古代ギリシャの詩作品「イーリアス」を翻訳する前に、翻訳後の英文の「イーリアス」を予約者に提供する約束を通じて、575名の購読予約を獲得し、4000以上のギニー（当時英国の黄金貨幣）を集め、翻訳を完成した。

また、クラウドファンディングの公衆の知恵を利用した小額貸付の概念から、1700年代にマイクロクレジットの父と呼ばれるジョナサン・スウィフトが設立したアイルランドローンファンドもクラウドファンディングの一種類と主張している研究者がいる<sup>22</sup>。このファンドは、信用記録がないかつ抵当品も持って

---

<sup>21</sup> See “Joseph Pulitzer”. available at <https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm/index.htm> (last visited April 11, 2015)。

<sup>22</sup> See Juanjuan Zhang, The wisdom of crowdfunding, available at [http://jjzhang.scripts.mit.edu/docs/Wisdom\\_of\\_Crowdfunding.pdf](http://jjzhang.scripts.mit.edu/docs/Wisdom_of_Crowdfunding.pdf) (last visited August 15, 2016).

いないが、信用できる農村部の低所得世帯にローンを提供する。1800年代まで、既に300件以上のプログラムがあり、20%以上の世帯がこれを利用していた。

1859年には、200以上の同様の銀行がシュルツェ＝デーリチュの指導の下で中心的に組織された。彼は最初の協同組合会議をヴァイマルで開き、協同組合の中央組織を設立した。

「信用協同組合はメンバーに所有される金融協同組織であり、民主的にメンバーに支配されている。そして信用協同組合は自らのメンバーに繁栄促進、競争力がある利息でクレジットを提供すること及び他の金融サービスを提供する目的で運営している。」協同組合の理念における多数の人の資金を集め、金融サービスを提供する点はクラウドファンディングと類似している部分があり、それもクラウドファンディングの早期の一つの形態という見解もある<sup>23</sup>。

歴史上最も有名なクラウドファンディングの事業は1885年に米国で生じた。自由の女神の像は資金欠如の問題でニューヨークの港に設置できなかったため、有名な新聞出版者でジャーナリストでもあるジョーゼフ・ピューリツァーは、一つのクラウドファンディングの事業を発起した。彼は新聞を利用して以下の内容を広告した。1ドルを寄付したら、6インチの自由の女神の彫像を取得でき、5ドルの場合には、12インチの彫像を取得できる。彼は最後に100,091ドルを集め、全世界12万以上の人から寄付を獲得し、自由の女神の落成に巨大な貢献をした。

これから見ると、クラウドファンディングは欧米では長い歴史があり、主には文学芸術分野に集中し、リターンを提供し、当時名声が高い調達者しか成功できなかった。

その原因を分析すると、以下の3つの理由が挙げられる。

第一、早期のクラウドファンディングには巨大な道德リスクがある。投資者は資金調達者を知ることが困難であるため、詐欺など道德リスクが大きい。そのため、早期のクラウドファンディングはよく知人の間またはモーツアルト、ジ

---

<sup>23</sup> See A History of Crowdfunding, available at <https://www.syndicatoroom.com/blog/a-history-of-crowdfunding>(last visited April 11,2016).

ヨーゼフ・ピューリツァー、アレキサンダー・ポープのような影響力がある有名な人により行う。

第二、詐欺などリスク以外に、早期の投資者は巨大な監督コストに直面しないといけない。プログラムは最後に成功に目標の金額を集めるかどうか、集められない場合に、出資はどのように回収するか、このような問題は投資者を困らせる。

第三、資金の保管と宣伝の問題がある。早期のクラウドファンディングについて、資金調達者における最大の問題はおそらく宣伝の問題であった。インターネット、テレビ、ラジオなど便利な情報の伝播ルートがなく、地理の壁が人と人の間の交流を遮断するため、情報の流れは現在よりずっと遅く、困難であった。公衆から十分な支援を取得するため、資金調達者が多大な時間と精力を注入しなければならなかった。また、支払い手段が十分に発達しておらず、資金の保管も問題であった。

このような理由で、クラウドファンディングが現れる時期は早かったが、成功したビジネスモデルになるには時間がかかった。

#### 四．クラウドファンディングの種類

現代のクラウドファンディングは、最初に芸術創作、映画製作、創意商品及び個人の夢の実現といった分野で利用された。投資者が取得するリターンは、主に映画の字幕上の署名、CD または DVD、創意商品の完成品などであるか、あるいはリターンがない場合もあった。しかし、このモデルの発展とともに、クラウドファンディングは資金調達の有効な方法として次第に注目されてゆき、その利用分野は直接投資まで拡張し、この場合には投資者はエクイティまたは利潤の分配など経済的なリターンを求める。

今までの研究によって、クラウドファンディングは様々な分類方法があるが、実務では、付与されるリターンと業務モデルの相違に応じて、クラウドファンディングを以下の四種類に分ける方法が最も普及している。(1) 寄付型 (donation crowdfunding) ; (2) 事前購入／報酬型 (pre-purchase/ reward

crowdfunding) ; (3) 貸付型 (peer to peer lending) ; (4) エクイティ型 (equity crowdfunding) <sup>24</sup>。異なるリターンは異なる性質及び異なる監督要求をもたらし、そのため、本稿もこの 4 種類の分類方法を採用し、その性質に応じて分析し、法的規制の要求を検討する。

## 1. 寄付型クラウドファンディング

寄付型クラウドファンディングとは、インターネットを通じて寄付を募るものである。支援者は寄付のために出資し、金銭的リターンを想定していない。理論上から見ると、この種類の資金調達者は営利か非営利か、いずれもかまわない。但し、現実では、純粋な寄付型のプラットフォームは比較的少数であり、このようなプラットフォームでは、通常は慈善団体または非営利団体だけが利用できる。寄付型クラウドファンディングの行為を分析すると、それは実際に一種の贈与寄付行為である。

この種類のクラウドファンディングとして有名なのは、一般社団法人ジャスト・ギビング・ジャパンが運営する JustGiving Japan である。これは 2001 年に英国で設立した JustGiving を端緒として、2010 年 3 月から日本で運営を開始した。このプラットフォームでは、最初に寄付を呼び掛けるのはプラットフォームの運営者または資金調達者ではなく、チャレンジャーと呼ばれる人である。彼らは支援する団体を指定し、サーポーターと呼ばれる支援者に寄付を呼び掛ける仕組みである。但し、2014 年になって、JustGiving Japan は社会団体が自ら寄付を集める機能を強化し、社会団体がプラットフォームにおいて直接に寄付を呼び掛けることが可能になった。この場合には、支援受入先として、社会環境、医療・障がい・介護、人権・国際平和、地域芸術・スポーツ、教育、自然資源・エネルギー、被災者など十七分野から選択することができる。JustGiving Japan は寄付を通じて、社会の役に立ちたいと思う人たち「支援者」と、資金的な応援を必要とする非営利団体「NPO」をつないでいる。現在、JustGiving Japan に登録した団体は 2000 以上であり、累計寄付金が 17 億円を

---

<sup>24</sup> Bradford, *supra* note 18, at 14-26.

を超えた<sup>25</sup>。ノーベル賞を受賞した iPS 細胞の研究者山中伸弥教授は JustGiving Japan で研究費の寄付を募集した<sup>26</sup>。

その他、世界的に有名なボストンマラソン爆発事件の被害者 Celeste と Sydney Corcoran も米国の寄付型クラウドファンディングとしての GoFundMe を通じて 11,248 人から 794,116 ドルの寄付金を獲得した<sup>27</sup>。GoFundMe は他のプラットフォームと異なり、時間と最低金額の制限はなく、プロジェクトの内容は他のプラットフォームより自由かつ生活に密着している。例えば、プラットフォームの利用者は、自分の海外旅行の実現または無保険の交通事故の補償ために寄付金を募集したり、失業者の家賃など生活費用のために資金を募集したり、いずれのことも可能である。現在、このプラットフォームのプロジェクトの多くは、医療（17%）、授業料（11%）、旅行（10%）に関係する。GoFundMe は、プラットフォームを利用して調達された金額の 5%の手数料を取得する。

公益的目的以外に、政治のため寄付型クラウドファンディングを利用することもある。2012 年、米国の選挙戦では、オバマ大統領は 6.9 億ドルの寄付金を獲得した。その内、600 万ドルの寄付金は 300 万のオンライン支援者から取得した。その他、2013 年 6 月、あるトルコの民間団体は政府の強制的手段に反対するために、民主運動を行った。トルコ政府に圧力をかけるため、IndieGoGo を利用して、ニューヨークタイムズに記事を掲載するために 5 万ドルを募集し、最終的に 10 万ドルの寄付金を獲得した。現在、専門的な政治的資金調達を運営するプラットフォームはないが、有意義な事業のために資金を募集する Fundly などのプラットフォームでは、いかなる形式であれ選挙、公益的プロジェクトは

---

<sup>25</sup> JustGivingJapan のホームページ、<http://japangiving.jp/about> 参照 2016 年 4 月 26 日閲覧

<sup>26</sup> 「山中教授、ノーベル賞受賞！応援ありがとうございます！（京都マラソン 2012）」JsutGivingJapan のホームページ <http://japangiving.jp/c/7882> 参照 2016 年 4 月 26 日閲覧

<sup>27</sup> See Family Could Break GoFundMe Record to Save Child With Rare Disorder, <http://abcnews.go.com/Health/family-break-gofundme-record-save-child-rare-disorder/story?id=23963169> (last visited April 23,2016).

全て受理する。

上述のように、寄付型クラウドファンディングは公益事業及び政治分野に活用される可能性が大きい。米国、英国、日本など多くの国では、この種類のプラットフォームはよく利用されている。インターネットを通じて、支援者は地理的制約を超え、地域再生、被災地と被災者、社会環境など支援することができる。そのため、この種類のプラットフォームの発展は、国の社会支援システムの整備に対して重要な意義がある<sup>28</sup>。

## 2 報酬型/還元型/購入型クラウドファンディング

報酬型クラウドファンディング<sup>29</sup>とは、インターネットを通じて新商品開発、記念品制作などプロジェクトに対して資金調達を行い、そのプロジェクトの成果とするものやサービスなどを対価として資金提供者に還元する仕組みである。この場合には、投資者が獲得するリターンは資金調達者の営業活動及び利潤に基づかず、一定の記念的な意義を有する部品または署名がある CD・ハガキ、新発売の製品またはサービス<sup>30</sup>などである。しかし、クラウドファンディングの発展につれて、一部の企業はこれをマーケティングの手段として使い、営業活動と全く関係ないというわけない。例えば、ソニーはサイバーエージェント系の Makuake と米国の IndieGoGo を利用して、スマホでロックの鍵を開閉する「スマ

---

<sup>28</sup> しかし、寄付型クラウドファンディングについて、税金の面の問題がある。例えば、日本の場合では、まず、資金提供者側の問題として、提供した資金は寄付金として一定額までしか損金に算入されないという問題がある。次に、資金調達者側の問題として、資金調達者が法人の場合は提供を受けた資金について法人税の対象となり、資金調達者が個人の場合は提供を受けた資金について所得税又は贈与税（資金提供者が個人であるか又は法人であるかによる。）の対象となるという問題がある。（但し、日本では、寄付型クラウドファンディングで提供を受ける資金のような一時所得に関する所得税については年間 50 万円までは非課税であり、贈与税については年間 110 万円までは非課税である）。

<sup>29</sup> この種のクラウドファンディングはまた還元型と購入型と呼ばれる場合もある。

<sup>30</sup> See Tim Kappel, Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.? 29, Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review, 375,375 (2009).

ートロック」や電子ブロック「Mesh」の商品化を実現した<sup>31</sup>。この場合には、単純な資金調達ではなく、市場調査と市場開拓の機能があり、ソニーの営業に係っている。この種類のクラウドファンディングとして有名なのは米国の Kickstarter、IndieGoGo、日本の READYFOR?、CAMPFIRE、COUNTDOWN、motion gallery、myringHR、WESYM、中国の淘宝衆筹、京東衆筹、衆筹網などである。

支援金の獲得方法により、報酬型クラウドファンディングは 2 つのタイプに分けられる。成功報酬型と即時支援型である。成功報酬型は「All or Nothing」の方法を採用し、募集期間まで目標金額に到達した場合のみ、プロジェクトが成功となり、資金提供を行う。これは報酬型クラウドファンディングの基本型である。その他、資金調達者は自由に目標金額の設定を選択することが可能であり、「All or Nothing」の方式と異なり、集まった資金を全額で受け取ることができる即時支援型もある。つまり、目標金額の達成にかかわらず、プロジェクトを実行させる。多くのプラットフォームが採用しているのは「All or Nothing」型の成功報酬型のみであるが、プロジェクトの集金の困難さを考量し、既に調達した資金を無駄にしないようにするために即時支援型も次第に認められている。現在、日本では、motion gallery、myringHR、WESYM は両種類を併用している。

日本では、購入型のクラウドファンディング運営業者が最も多く、特に 2011 年 3 月の東日本大震災以降に新たな参入が相次いでいる。<sup>32</sup>被災地に何らかの支援をしたいという思いを多くの国民が抱き、「絆」が叫ばれていた時期でもあった。但し、被災地支援を目的にクラウドファンディングのプラットフォームが設立されたわけではなく、それが持つ様々な利点が注目されるようになったか

---

<sup>31</sup>川上清市、「事例でわかる!クラウドファンディング成功の秘訣」、秀和システム、2015 年版、p34。

<sup>32</sup> 一方、投資型は「規制が厳しく、手間暇がかかる。小口の資金ニーズに対応するのは割に合わない」といわれている。事業者や投資家にガイドラインを遵守させれば良い購入型とは異なり、投資型では、事業者の審査が厳格にならざるをえず、匿名組合契約の事務も煩雑になる。しかし、時代の要請から、他の種類の普及も時間の問題であるといわれている。

らである<sup>33</sup>。

日本における多くの報酬型クラウドファンディングのプラットフォームの内、READYFOR?は、日本最初のクラウドファンディングのプラットフォームであり、取扱額でも日本国内最大である。2011年4月に開設した後、2017年4月まで約6500件以上のプロジェクトを掲載し、累計42億円以上の資金を集めている<sup>34</sup>。更に、他のクラウドファンディングプラットフォームに比べ、公共性、社会貢献性の高い活動への支援が特に多いという特徴がある。また、同プラットフォームで公開されているプロジェクトは、READYFOR?の審査を受けた上で支援募集が開始され、なお、「All or Nothing」を採用しており、いわゆる成功報酬型である。プロジェクトが成功する場合、手数料は17%である。

米国では、報酬型クラウドファンディングは学術研究<sup>35</sup>、科学技術系のプロジェクトによく利用され、Kickstarterでは、これを新商品の開発によく用いられる。例えば、2012年4月、Allerta社はKickstarterを通じてPebble E-Paperスマートウォッチを開発するため10万ドルを集めようとした。実際に、同年4月11日から5月18日のわずか37日間で、68,929の出資者から1000万ドルを獲得した。このプロジェクトは典型的な報酬型クラウドファンディングであり、最初にプロジェクトの情報を公開した時、様々なリターンを設定した。そのうちの五つの選択肢を紹介する。

1ドル：出資者にPebble E-Paperスマートウォッチの最新進展など独占的な情報を送信する。これにより2651人から支援を獲得した。

99ドル：出資者に市場価額が150ドルの黒の腕時計を提供し、米国国内には無料で配送する。109ドルならばカナダに配送する。114ドルでは世界中に配送する。この選択肢を選んだ出資者は200人である。

---

<sup>33</sup>川上、前掲注31、p26。

<sup>34</sup> READYFOR? のホームページ、<https://readyfor.jp/proposals/intro> 参照 2017年4月26日閲覧

<sup>35</sup> See Thomas Lin, Scientists Turn to Crowds on the Web to Finance Their Projects, N.Y. TIMES, July 11, 2011, at D3

125 ドル：3 つの色の腕時計から一つを選んで、米国内に無料配送する。135 ドルならばカナダでも配当する。140 ドルになると、世界中でも配送する。これにより 14350 人から出資を受けた。

240 ドル：3 つの色から 2 つの色の腕時計を選ぶことが可能であり、米国国内に配送無料である。250 ドルならばカナダでも配当する。他のところに配送する場合、255 ドルが必要である。これにより 4925 人から出資を受けた。

1250 ドル：出資者の独自のアイディアにより、会社は出資者のために専有のスマートウォッチを作り、同時に 5 つの色の腕時計を獲得することができ、米国国内で無料配送する。1260 ドルならばカナダでも配当する。1265 ドルの場合には、どこでも配送可能である。この選択肢は 20 人によって選択された。

科学技術系のプロジェクト以外にも、書籍、芸術、音楽、映画などもよくこれを利用する。例えば、「Inocente」というドキュメンタリー映画は報酬型クラウドファンディングを利用して 5 万ドルを集め、監督の Sean Fine 夫婦はこれによって、2013 年にオスカーを受賞した。

報酬型クラウドファンディングを利用して、様々な目的を実現できるが、その基本的な行為を分析すると、その本質は商品又はサービスの予約購入である。更にその法律関係を分析すると、それは売買契約または役務提供契約であり、法律関係が比較的簡単であり、影響する人も比較的少ない。しかし、クラウドファンディングの独特な仕組みの関係で、詐欺で損失が被る出資者は絶えず出る。クラウドファンディングの利用者は参加人数の規模性、地理的分散性の特徴があり、問題が生じた場合、提訴することが難しく、被害者は自分の合理的利益を効果的に保護することが難しい問題がある。これに対して、米国の実務において、政府が代わりに提訴することができる。ここで代表的な例としては Ed Nash 事件<sup>36</sup>である。中国の場合では、報酬型クラウドファンディングは予約

---

<sup>36</sup> 2012 年 10 月、Ed Nash と彼の会社 Altius Management は Kickstarter で Asylum と言われるトランプゲームのプロジェクトを利用して、810 人の出資者から 25,146 ドルを獲得した。そのうち 31 人はワシントン州の住民である。同年 12 月に商品を配送すると約束したが、期限が過ぎたが、商品は届いていなかった。その後、何度も連絡したが、2013 年 7 月から、Nash は何の返事もしなかった。2014 年 4 月 1 日まで、Nash 達が約

売買契約の法律関係に属し、「消費者権益保護法」で規制されている。しかし、現行法は元来個人消費者を保護する制度であるため、クラウドファンディングの消費者の規模性、地理的分散性等特徴を適切に対応できない問題がある<sup>37</sup>。

---

束した報酬を受ける出資者はいなかった。この事実に基づき、ワシントン州検事総長事務局は本件について調査を行い、Ed Nash と 彼の会社 Altius Management が消費者保護法に違反することを理由に、Nash に対して、出資者への出資金の全額返還、民事賠償、政府の費用及び弁護士報酬の総計 54,851 ドルを要求した。これは米国の最初のクラウドファンディングに係る公訴である。

今回の事件の中で、Kickstarter はサービス条項に以下の内容を明確に定める。「いかなるプロジェクトまたは発起人のプロジェクトの完成能力に対して保証しない」。その他、約束の履行が延期する場合には、発起人が「定期的に出資者と連絡しないといけない」。この部分の監督の免責条項の設定によって、ワシントンの検事は今回 Kickstarter の責任について何も言わなかった。ワシントン州検察官 Ferguson が声明で以下のような内容を指摘した。「消費者は、クラウドファンディングがリスクなしというわけではないことを認識する必要がある。この訴訟は公衆に向けて資金の支援を求める人に明確に以下のことを表明した。ワシントン州はクラウドファンディング詐欺を許さない。検事総長事務局はそれらの規則を守らない人に責任を取らせる」。Davis Wright Tremaine 法律事務所の弁護士 Joe Wallin は、「人々が欺かれ、欺罔される場合には、人々は政府の行動を期待し得る」、そのため、「今回の事件において、ワシントン州政府の対応は驚くべきことではない」と評した。

<sup>37</sup>Ed Nash 事件のような違約行為がある場合、「消費者権益保護法」第 53 条の規定に基づき、出資者に前払金と利子を返還し、且つ同法第 55 条の規定により、詐欺行為を実施する経営者に製品の単価の 3 倍または 500 人民元の罰金を科する。

しかし、ここで以下の問題がある。まず、500 元の処罰の抑止力が弱い、違法コストが低すぎる。次に、クラウドファンディングは常に多数の出資者に影響を及ぼし、公共利益の保護の問題があり、且つ出資者の地理的分散問題などがあるが、「消費者権益保護法」が消費者個人のみの提訴を認めており、関係する司法解釈も存在しない。この場合では、消費者を有効に保護することができない。

従って、クラウドファンディングの快速な発展と利用に応じて、小額・多数の被害者がいるクラウドファンディングに対して集団訴訟の方法を設ける必要があり、刑法における違法集資の立件基準に満たさない事件における出資者の利益を保護する。また、消費者をより全面的に保護するため、2013 年「消費者権益保護法」の修正案では、プラットフォームの責任について、インターネット取引保護規定を設けた。第 44 条の規定によって、「ウェブ取引プラットフォームは商品またはサービスの提供者の真実の情報を提供できない場合には、あるいは明確にわかるまたは分かるべきであるが、必要な

### 3 貸付型クラウドファンディング

貸付型とは、分散した多数の投資者が資金を資金調達者に提供し、リターンとして、資金調達者から元金と利子の支払いが約束される。但し、公益性があるプロジェクトでは、金銭的利子がない場合もある。この種のクラウドファンディングはまた債権型クラウドファンディング、P2P レンディング、ソーシャルレンディングと呼ばれることもある。貸付型クラウドファンディングはインターネットの発展及び民間貸付の興隆に伴って生じた銀行離れ（financial disintermediation）<sup>38</sup>を示す一つの現象である。銀行の貸付と異なり、貸付型クラウドファンディングの利用者はプラットフォームを通じて分散している多数の投資者から資金を借り、融資の時間を短縮し、融資の困難を大幅に減少させる。特に金融危機において、銀行の貸付利率が上がる場合には、貸付型クラウドファンディングはインターネットを通じた迅速かつ利便性のある借入手法、低い借り入れコスト、差別化がある比較的自由に設定できる金利によって、借金の整理の便利なルートとして利用されている<sup>39</sup>。市場規模から見ると、約 2 兆円と推定されている世界のクラウドファンディング市場（2014 年度）の中で貸付型の占める割合は 7 割近い<sup>40</sup>。今後もさらに参入企業の増加が想定され、市場規模は一層拡大すると予測される。そして、貸付型クラウドファンディングの

---

措置を採用していない場合には、先に賠償しないといけない」。しかし、出資者は出資する前に、プロジェクトについて、合理的なリスクを予測するはずであるため、プラットフォームに過重な義務を課すると適切ではなく、逆にクラウドファンディングの全体の発展を制限する。

<sup>38</sup> または金融の非仲介化とよばれ、資金は商業銀行など伝統な金融システムを離れ、直接に融資者と資金調達者に提供し、資金の銀行外部の循環を完成する仕組みである。金融市場化・自由化の推進につれて、商業銀行の金融仲介としての重要な地位は相対的に落ちており、貯蓄資産は社会金融資産における比率が落ち続けるため、社会における主な資金の調達の方法は間接金融から直接金融、または直間併用に転換している。

<sup>39</sup> 黄飆・屈俊、「国外 P2P とクラウドファンディングの発展」[J]．中国外匯、2013 年 12 月、p49-51.

<sup>40</sup> See Massolution.The Crowdfunding Industry Report（2014）

融資先は、電力開発などの新規事業や不動産投資、ベンチャー企業、海外の個人向けの貸付など多岐に渡り、リスクの度合やプロジェクトの内容によるが 3～10%程度の高い目標利回りが設定されている。この種類のクラウドファンディングとして有名なのは米国の Lending Club、Prosper、英国の Zopa、日本の maneo、AQUSH、日本クラウド証券の「CrowdBank」、中国の「人人貸」、「拍拍貸」などである。

この種のクラウドファンディングにおけるプラットフォームの関与の在り方に基づき、プラットフォーム提供型、媒介型と引受型に分類する方法がある<sup>41</sup>。提供型では、ウェブサイトの運営者はプラットフォームを提供するだけで、資金調達者と資金提供者の間の取引に関与しない<sup>42</sup>。媒介型では、プラットフォームは両者の間の取引の媒介するものである。最後の引受型では、プラットフォームは引受人となり、それぞれ資金調達者及び資金提供者と取引を行うことになる。

そのほか、運営モデルによって、伝統的な P2P 型と債権譲渡型に分類する方法もある。P2P 型では、プラットフォームは資金調達者と資金提供者に融資の情報交換、情報の審査及びその他の取引を完成させるサービスを提供するだけで、実際に貸付から利益を受けることはない。資金調達者と資金提供者は直接的な債権債務関係にあり、プラットフォームは両方から一定の手数料を取る。しかし、信用システムが整備されていない国では、資金提供者の利益の保護には大きな問題がある。債権譲渡型はまた仲介者型と呼ばれ、プラットフォームはまずオフラインで資金調達者を捜し、彼らに対して信用調査を行って、また民間金融機関または投資経験を有するプロの資金提供者に推薦する。これらの資金提供者は次に資金調達者に貸付を行い、債権を取得する。その後、これらの資

---

<sup>41</sup> 有吉尚哉、「クラウドファンディングの類型と規制の適用関係」、NBL、No. 1009、2013 年 9 月 15 日、p17-18。

<sup>42</sup> 但し、ビジネス観点から見ると、単にプラットフォームだけを提供し、何ら取引に関与しないという事態は想定しにくいと指摘される。参照 松尾順介「クラウドファンディングと地域再生」、証券経済研究、88 号、2014 年 12 月

金提供者はプラットフォームを通じて、その債権を別の多数の投資者に譲渡し、その投資者が債券並びに利子を取得する。債権譲渡型はよりよく資金調達者の資金需要並びに投資者の投資ニーズをつなげ、貸付型クラウドファンディングの迅速な規模拡大を実現することができる。中国において、2012 年以後成立した貸付型クラウドファンディングのプラットフォームはほぼ全て債権譲渡型である。

日本の貸付型クラウドファンディングの特徴としては、資金調達者と資金提供者が直接に貸付契約を結ぶわけではなく、出資者は匿名組合契約を通じて出資者になる。例として、2009 年からサービスを開始した AQUSH が提供するローンマーケットのスキームがある。そこでは、匿名組合を通じて出資者から資金を集め、資金調達者に融資を行うものである。資金調達者は AQUSH の審査によって、5 段階の信用格付け（AQUSH グレード）が付与され、出資者は、この AQUSH グレードと金利で特定された匿名組合を選択して出資する。それぞれの匿名組合は、特定された AQUSH グレードに合致し、個人または法人の借り手に対して、審査を行った上で、小口分散化して貸付を行う<sup>43</sup>。

貸付型クラウドファンディングのメリットとして、最低 1～10 万円からと少額で募集プロジェクトに投資できることがあげられる。そのため貸し手は、様々なプロジェクトに分散投資することで貸し倒れリスクをある程度分散することができる。

#### 4 エクイティ型クラウドファンディング

エクイティ・クラウドファンディングとは、資金調達者（発行者）がオンラインプラットフォーム（仲介者）を通じて多数の投資者にエクイティを発行し、資金を集める資金調達の手法である。主としてベンチャー企業等中小企業の資金需求を満たす。イタリアは更に資金調達者をイノベーション企業

---

<sup>43</sup> AQUSH のホームページ <https://www.aqush.jp/invest/markets> 参照 2016 年 5 月 5 日閲覧

(innovative knowledge-based) に限定することがあった<sup>44</sup>。エクイティ・クラウドファンディングはクラウドファンディングが最初の慈善寄付から商業化、多分野まで展開する結果であり、クラウドファンディングのほかの種類と比べると、その投資者は会社が発行する株式、または債券、新株予約権など有価証券を獲得する<sup>45</sup>。

ここでいうエクイティとは、公開会社の株式 (a share in a publicly traded company ) を意味しており、中国と日本では、「株権クラウドファンディング」(中国語は「股权众筹」である)、「エクイティ・クラウドファンディング」あるいは「株式投資型クラウドファンディング」と訳されている。国によっては、クラウドファンディングにおけるエクイティの概念は株式より広い場合がある<sup>46</sup>。例えば、オーストラリア会社法上の証券は株式、社債または管理投資スキームの収益などの金融投資商品である。そのため、エクイティ・クラウドファンディングはまた以下のように定義される。発行者はオンラインウェブポータルを通じて多数の投資者に債券または収益証券を提供する小額集金の資金調達である<sup>47</sup>。

実際には、クラウドファンディングの発展とともに、現在、資金調達者はプラットフォームで収益証券など経済利益を売る形で投資者と投資契約を締結するケースが次第に増えてきて、株式または株権の翻訳は適当ではないと考えている。現在各国の証券法は資本市場統合法に移行する立法の傾向を考えると、エクイティ・クラウドファンディングの表現はよりエクイティ・クラウドファンディングの本質を表すことができる。日本では、その投資収益の特徴で投資

---

<sup>44</sup> See CAMAC, Crowd Sourced Equity Funding, Discussion Paper of Australia Corporations and Markets Advisory Committee, September 2013,p8.

<sup>45</sup> See Andrew A. Schwartz, Crowdfunding Securities,88 Notre Dame L. Rev. 1457,1458(2013).

<sup>46</sup> そのため、エクイティ・クラウドファンディングはまた以下のように定義される。発行者はオンラインウェブポータルを通じて多数の投資者に債券または主液証券を提供する小額集金の資金調達である。

<sup>47</sup> Corporations Amendment (Crowd-sourced Funding) Act 2017.

型と翻訳するケースもあるが、P2P 貸付と重なる部分が存在しており、エクイティの特徴もはっきり表現できないため、本稿はエクイティ・クラウドファンディングと表わす。

プロジェクトの資金募集規模やリターンの形式の点で、エクイティ・クラウドファンディングは投資者と資金調達者、特に起業家にとって、非常に魅力的である。新たな資金調達の手法として、金融の自由化を推進し、資金調達のコストを大幅に減少させ、中小企業の資金調達の問題を効果的に解決した。その発展から見ると、2015 年、世界のエクイティ・クラウドファンディングの資金調達金額は 25 億ドルに達成し<sup>48</sup>、同年、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの調達額は 7.7 億ドルである<sup>49</sup>。世界銀行の推測<sup>50</sup>によると、2025 年、中国におけるクラウドファンディングの市場規模は 500 億ドルであり、その内 70%-80%はエクイティ・クラウドファンディングである。代表的なものは、米国の AngelList、Wefunder、英国の Seedrs、Crowdcube、日本の日本クラウド証券、セキュリテ、中国の天使街、天使匯、大家投などである。

2000 件以上のクラウドファンディングプロジェクトを追跡した調査した Ethan Mollick の研究によると、クラウドファンディングは、その他のベンチャーキャピタル投資のバイアスを是正する傾向にあるとされ、マイノリティの起業家にも機会を与える可能性がある<sup>51</sup>。エクイティ・クラウドファンディングは起業家に投資者と直接に交流する窓口を提供し、伝統的なベンチャーキャピタル投資と相互補完関係にある。例えば、PBX（構内交換機）を製造する SendHub は 2013 年に 50 社以上のベンチャーキャピタルに断られ、最後は AngelList に助けを求めた。SendHub は AngelList で会社の経営理念、チームメンバーの構成、ビジネスモデル、求める投資モデル及び詳細な投資プランなどの情報を明確に

---

<sup>48</sup> See Massolution. The Crowdfunding Industry Report (2015)

<sup>49</sup> 零壹財經, 中国インターネットクラウドファンディングの年度レポート (2015)

<sup>50</sup> See World Bank Report, Crowdfunding's Potential for the Developing World, 2013, p10

<sup>51</sup> See Ethan Mollick, The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, Journal of Business Venturing 29, 1-16(2014).

提供し、資金募集を開始した。最後に、プロの投資者及び公衆投資者ほぼ 1000 人から 200 万ドルを調達した。投資者が新たに会社に投資をしようとする場合に、SendHub は新たな投資者に対して、AngelList 上で会社を宣伝するようを要求し、さらに多くの注目を獲得しようとする。リターンとして、投資者は SendHub の株式を取得する。

ベンチャー企業は通常企業自身の資本または親友など狭い範囲で借り入れることから始め、初期製品に対する市場の反応で、次の段階の資金調達を決める。個人の内部資本と銀行やベンチャーキャピタルなど外部資本の間に空白が存在している。前者は常に大規模生産まで支えられず、ベンチャーキャピタルなど外部資本は通常大規模生産前には導入できない。エクイティ・クラウドファンディングは個人の起業資本と外部資本の間の空白を埋め、インターネット上の情報交換によるメディア効果を発揮し、プロジェクトの成功の可能性を向上させるが、ベンチャー企業のハイリスクの特性は変わっていない。ベンチャー企業は成功率が低く、投資期間が長い以外に、流動性が低く、配当が不安定、株式希薄化など問題があるため、エクイティ・クラウドファンディングの発展とともに、有効な投資者保護規制が必要である。また、エクイティ・クラウドファンディングは不特定の人に向けて収益が確かではない投資契約を発行する行為であり、証券発行行為に属し、投資者の利益に係り、監督部門の介入が必要と考えられる。

上述のように、クラウドファンディングの中で、エクイティ・クラウドファンディングは通常の詐欺等問題以外に、また流動性、利益分配の確保と株主権の行使等の問題があり、各国の金融・投資法制の規制対象である。特に第 2 節で詳細に論じるが、中国では、エクイティ・クラウドファンディングは契約違反等民事的な法リスク以外に、また刑法上の違法集資に該当する可能性があり、問題が非常に複雑である。また、この資金調達の手法は既に中国の多層的資本市場の重要な一部として期待され、起業家の資金調達困難の解決に確実に貢献している。そのため、本稿はエクイティ・クラウドファンディングを焦点におき、その問題点と解決策を検討する。

## 五. 類似している概念との比較

エクイティ・クラウドファンディングは新しい資金調達モデルではあるが、既存のモデルとある程度類似する部分がある。エクイティ・クラウドファンディングと類似しているほかの概念との相違性を正確に認識することはその法律構造を明確にし、効果的に監督することの前提である。従って、この部分はエクイティ・クラウドファンディングと類似している IPO、DPO、PE・VC の概念と比較する。

### 1. エクイティ・クラウドファンディングと IPO

IPO は Initial Public Offerings の略称であり、未上場企業が証券市場に、新規に株式を公開（上場）することを指し、また株式の新規公開と呼ばれる。エクイティ・クラウドファンディングと IPO は同じく不特定の公衆に向けて資金調達する行為であるが、両者が主体の資格、取引の方法、監督など多くの面で相違がある。

まず、資金調達の主体から見ると、伝統的な IPO 市場に参入しようとする資金調達者言わば企業は厳格な規制に直面している。監督部門の審査を受ける必要があり、一定の資産規模と財務上の利益状況に達しないと証券取引所で公開的な資金調達をすることができない。事前の審査だけではなく、公開した後で、インサイダー取引、相場操縦など行為を防ぎ、投資者の合法的利益を保護するため、資金調達者に対して、持続的な厳格な情報開示が要求される。従って、資金調達者に対して、IPO を利用するコストが非常に高い。それと対照的に、エクイティ・クラウドファンディングの参入条件は低い。エクイティ・クラウドファンディングの場合には、政府の監督部門の介入は最小限にさせ、資金調達者に対して、政府の審査は行われず、審査の責任はプラットフォームに移転する。資産、規模などにも係らず、プラットフォームの審査を通過したら、中小企業だけではなく、アイデアがある個人でもクラウドファンディングを利用することができる。彼らは自らの企業規模、商品の状況、ビジネスプラン、予期収益などの状況を公衆に説明し、資金調達の可能性を市場と投資者の判断に

任せる。それに応じて、投資者保護を図るため、実務と法規制の両方で、資金調達の金額を制限し、通常 IPO より調達金額が少ない。それは中小企業、起業家達に新しい希望を与えると同時に、伝統の金融市場を補充し、より合理的な多層的資本市場の形成に貢献する。その他、現在の中小企業の資金調達困難をもたらした IPO 市場の粉飾決算によって累積された金融リスクを回避することができる。

次に、投資者の目から見ると、IPO より、エクイティ・クラウドファンディングの投資者はより多くの選択可能性がある。IPO など伝統の金融市場では、投資者保護及び金融市場の安定の確保のため、投資者は政府の審査を受けた成熟した企業しか投資できない。潜在性がある良好なスタートアップ企業またはプログラムは IPO の資産または財務の条件を満たさないため、投資者の視野に入ることができない。しかし、実際に状況から見ると、Baidu、Tencent など後で証明された競争力が非常に強い企業は資産など条件を満たさないため上場できないが、緑大地、欣泰電気、万福生科など業績が普通である企業が粉飾決算で上場した。エクイティ・クラウドファンディングは潜在力があるイノベーション系中小企業とプログラムに公衆に展示のチャンスを与え、投資者は自らの判断で自由に選択することができ、未来性が期待できる企業の株主になり、企業の経営と未来の収益分配に参加する可能性がある。

最後に、プラットフォームから見ると、IPO の場合には、デューディリジェンス、価値評価、ロードショー、価値決定、アンダーライティングなど段階があり、これらの業務を相応の資格や能力があるプロの証券引受業者、ブローカーディーラーなどに委託して行い、且つ証券取引所など専門の入札取引システムを通じて株式の売買を完成し、その資金も第三者の銀行により管理されなければならない。証券のアンダーライティングはインターネットのウェブサイトで行うことができるが、必ずインターネットを利用するエクイティ・クラウドファンディングとは顕著な差別がある。クラウドファンディングの流れは比較的に簡単であり、資金調達者はプラットフォームで関連情報を展示し、投資者が投資を決定した後で資金をプラットフォームに預け、設定金額に達成した後でプラットフォームがまた資金を資金調達者に渡す。この意味では、プラットフ

フォームは証券取引所、証券引受業者とブローカーディーラー、更に場合によって、資金を預かる資産管理銀行の役割がある。流れについて、エクイティ・クラウドファンディングと IPO は類似している部分があるが、プラットフォームへの要求は金融仲介のように厳格ではなく、プラットフォームへの規制も各国のエクイティ・クラウドファンディングへの監督の重点である。その他、中国のエクイティ・クラウドファンディングは一つの資金調達者から多数の投資者へエクイティを発行し、投資者の間では直接に取引することができないため、証券取引所の「多数の買主と売主の発注を集める取引システム」、「取引中多数の売主が存在する必要がある」<sup>52</sup>など特徴を有していない。従って、法律上の証券取引所ではない。資金調達者への監督も法律上の根拠がない、現在は利益最大化という動機の下で市場の自発的な行為である。

## 2. エクイティ・クラウドファンディングと DPO

DPO は Direct Public Offering の略称であり、インターネットの直接公開発行であり、発行者はインターネットで直接に株式の発行情報を発表し、公衆から資金を集める資金調達の方法である<sup>53</sup>。伝統的な IPO と異なり、DPO は投資銀行、引受人など仲介機構を利用して株式を発行するのではなく、IPO の繁雑な申告手続きと厳格な情報開示の要求から解放し、インターネットを通じて発行者と投資者の直接対話を実現する<sup>54</sup>。企業の資金調達のコストを大幅に削減する。代表的な例は、1995 年 2 月に Spring Street Brewing Company が自社のウェブサイトです株式目論見書を発表し、仲介機構を利用せずに、投資者から資金を集めたことである<sup>55</sup>。DPO とエクイティ・クラウドファンディングは同じくインタ

---

<sup>52</sup> Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, 63 Fed.Reg. 70844-01.

<sup>53</sup> See William K. Sjostrom, Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies? FLA. L. REV., Vol.53, 529,529-531(2001).

<sup>54</sup> See Bernard S. Black, Information Asymmetry, the Internet, and Securities Offerings, J. SMALL & EMERGING BUS. L. Vol.2, 91,91(1998).

<sup>55</sup> See John C. Coffee, Brave New World? The Impacts of the Internet on Modern Securities Regulation, Business Lawyer, Vol. 52, 1159,1195(1997).

ーネットを利用して、直接に資金調達者と投資者をつなげ、株式の発行を通じて資金を調達する手法である。従って、この両者を混同する人がある<sup>56</sup>。しかし、類似している部分があるが、エクイティ・クラウドファンディングと DPO は同じものではない。

第一に、主体の相違性である。前述の Spring Street Brewing Company の例のように、DPO の場合には、資金調達者が通常自らのウェブサイトを利用して資金を集める。つまり、参加者は資金調達者と投資者しかいない。ウェブサイトは資金調達者に属し、独立する主体ではない。しかし、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、資金調達者と投資者以外に、プラットフォームが仲介者として参加して、独立の法律主体の地位があり、投資者、資金調達者との間には授權委託のような法律関係があり、中立者の役割を発揮し、自らの利益追求もある。また、DPO の場合には、ウェブサイトは資金調達者に帰属しており、資金調達者の情報しか提供しない。しかし、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、プラットフォームは取引を完成させる仲介者であるため、投資者と資金調達者両方の情報を提供する。

第二に、投資金額の相違性である。前述のように、投資者を保護するため、各国の法制度によって、エクイティ・クラウドファンディングの募集金額は通常少額である。しかし、DPO はこのような金額の制限がなく、むしろ投資金額は常に大きい。

第三に、投資目的の相違性である。クラウドファンディングは常に夢を実現する時代の創新と呼ばれる。つまり、投資者が投資する目的は従来の経済的利益だけではなく、誰かの夢を支え、どこかのプロジェクトに参加し、誰かのアイデアまたは理念に共感するなど様々なものがある<sup>57</sup>。エクイティ・クラウドファンディングの場合には、企業の経営への参加、地域の活性化に支援するこ

---

<sup>56</sup> Edan Burkett, A Crowdfunding Exemption Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation, 13 Transactions Tenn. J. Bus. L. 63,78(2011).

<sup>57</sup> See K. Giriprakash, Come Here to Fund a Promising Idea, BUSINESS LINE (Hindu), August 4, 2010, at 9, available at 2010 WLNR 15425105.

となど DPO の伝統的な収益予期と異なる目的を持つ。

### 3. エクイティ・クラウドファンディングと PE、VC

投資者の観点から見ると、エクイティ・クラウドファンディングは PE、VC などの概念とも一定の類似性がある。PE、すなわちプライベートエクイティとは、私募の形で非上場企業に株式の投資を行い、将来は IPO、MBO など方法で株式を売り、投資リターンを取得する投資手法である。

VC、すなわちベンチャーキャピタルとは、機関投資家など専門投資家はシードまたはスタートアップ企業に投資し、株式を取得する。その後、企業の上場、M&A など方法で投資収益を回収する手法である。

PE と VC は同じく私募の形で行う株式投資であり、回収方法も同じく IPO、MBO など方法で株式を売り、投資リターンを取得する。しかし、投資段階の所で両者が異なる。VC の投資段階は比較的に早い、投資対象がスタートアップ、成長期の企業である。投資規模はプログラムのニーズによって決まり、ハイリスク高収益を強調する。資金以外に、VC はプログラムの管理に介入し、起業家をサポートする。PE は通常成熟期の企業、特に間もなく上場する企業に投資する。投資規模は比較的に大きく、投資対象である企業が上場した後で退出する。但し、衰退期に投資する PE もあるが、厳密にはこのようなファンドは再生ファンドに分類される。

また、業種についても傾向が分かります。やはり、VC は大きく成長することが見込まれるハイテク、IT、バイオ関連の事業を行っている企業への投資を積極的に行う。一方、PE はオールドエコノミーといわれる、マーケット自体はそれほど大きくならない業種の企業への投資が多くなる。

その他、投資比率では、両者も異なる。VC はマイノリティ投資である。その理由として、VC が投資する企業がまだ小さく、つぶれてしまう可能性が十分にあるので分散を効かせる必要がある。一つの企業に多くの金額を投資することではなく、複数社に投資をしてリスクヘッジをする。

一方で PE の場合には、過半数以上は 100%の投資が行われる。ファンドの人間を取締役に就任させ、取締役会の過半数も抑えるという事は多い。PE 投資で

は、事業のマーケットが大きく伸びず、企業自体が飛躍的な成長が望まれない。従って、経営権を握ることによって、事業効率の改善や最適な人材配置などを目指している。

前述の相違性から見ると、エクイティ・クラウドファンディングはより VC の概念と類似している。両者は同じく早期の企業に注目し、失敗率が比較的に高い。しかし、著しい相違性もある。

第一、エクイティ・クラウドファンディングは実際に証券の公开发行であり、対象が不特定の投資者である。PE と VC の投資者は専門の投資知識とリスク認識能力がある適格投資者に限られる。

第二、エクイティ・クラウドファンディングはプラットフォームによって情報を審査し、プラットフォームのウェブサイトでプログラムを展示し、投資者を見つける。投資者は自分の趣味、判断によってプログラムを選択する。彼らは未来の経済的な収益以外に、商品またはサービスにより早く手に入れ、誰かの夢を支持し、寄付などいろいろな動機がある。しかし、PE と VC の場合には、専門投資者は主動的によりプログラムを選び、プログラムに対して、厳格なデューディリジェンスを行い、ハイリスク高収益を求め、動機が通常経済的な収益だけである。

第三、エクイティ・クラウドファンディングの場合、調達することは通常資金だけである。PE と VC の場合には、資金面の援助以外に、資源、管理、プログラムのマーケティングなど様々な面の支持を提供する。しかし、現在、中国の創投圏、天使匯などプラットフォームは既に PE と VC の形に近づいた。投資者の中で、専門知識と経験がある適格投資者もいる。彼らは資金だけではなく、プラットフォームが提供する場を利用して、資源、経営経験の指導など多くの面で資金調達者をサポートしている。

## 六．エクイティ・クラウドファンディングの発展と現状

1997 年は、現代のクラウドファンディングの概念の発端であると考えられている。同年、英国のロックバンド、マリリオンは彼の第七アルバムを発行した

後、米国巡業に金銭的に余裕がない時、ツアーファンドの名義でインターネットを通じてファンから 60,000 ドルを集め、米国に行った。それ以後、クラウドファンディングはインターネットとつながり、応用範囲がより広がった。

インターネット時代の到来とともに、すでに近世において雛型があるクラウドファンディングは新しいインターネットファイナンスの時代では黄金期を迎え、急速に発展している。

現在、クラウドファンディングはビジネスモデルとして、最初に米国で利用された。2009 年米国で成立した Kickstarter は典型的なクラウドファンディングのウェブサイトである。エクイティ・クラウドファンディング、貸付型クラウドファンディングの関連法律法規の公布とともに、世界規模でクラウドファンディングブームは起きた。2007 年においては、世界でクラウドファンディングを運営するプラットフォームは僅か 100 社未満であったが、2012 年にはその数は 800 社に増大し、さらに 2013 年 6 月には 1500 社を超えた。資金調達の実績は 2009 年の 5.3 億ドルから 2014 年の 162 億ドルまで増大した<sup>58</sup>。世界銀行の予測によると<sup>59</sup>、2025 年には世界クラウドファンディングの取引額は 3000 億ドルに達し、中国はそのうちの 500 億ドルを占めるとされる。その内、最も期待されているのはエクイティ・クラウドファンディングであり、既に circleup、angellist、wefunder、fundable など成功した実例がある。

エクイティ・クラウドファンディングに関する法律法規では、最も典型的なのは米国の JOBS 法（Jumpstart Our Business Startups Act、以下は JOBS 法という）であり、同法はエクイティ・クラウドファンディングにおける様々な問題について相対的に合理的な規制を設けた。米国以外には、ドイツ、英国、イタリア、日本、カナダ、オーストラリアなど国と地域も同じようにエクイティ・クラウドファンディングについて規制を設けた。エクイティ・クラウドファンディングが世界各国に急速に普及するにつれ、ますます多くの国が立法の重点をこの新たな資金調達の方法に置き、実務と立法はエクイティ・クラウドファ

---

<sup>58</sup> See Massolution.The Crowdfunding Industry Report (2014)

<sup>59</sup> World Bank, *supra* note 50, at 10.

ンディングの発展と規制を模索している。

## 1. 米国

米国の資本市場は既に成熟しているが、未だに中小企業の資金ニーズに応えることができない。米国では、毎月 56 万社の会社が設立され、毎年 678 万社の企業が成立する。その内、99.7%は中小企業である。中小企業の未来の発展が不明確で、財務制度も健全ではないなど原因で、伝統の資金調達ルートから資金を取得することが困難である。報酬型などクラウドファンディングの成功は仲介者に新しいビジネスモデルをもたらし、資金調達者に新たな希望を与える。仲介者はインターネットの力で、スッターアップ企業と投資者のマッチングの時間を縮小し、機会を拡大する。仲介者はオンラインで情報を開示し、取引を完成させる。従来 8～12 月間の投資準備時間を数週間、数日間更に数時間に縮短する。

しかし、エクイティ・クラウドファンディングはエクイティに関わるため、米国厳格な証券発行規制の下で、エクイティ・クラウドファンディングは他の国または地域より活発とは言えない<sup>60</sup>。2007 年に設立され、ずっとエクイティモデルのクラウドファンディングを運営する ProFounder は、2011 年 6 月にこれから自分のウェブサイトで証券を発行しないと発表した。理由はカリフォルニア州企業局から、ProFounder がカリフォルニア州法に基づきブローカーディーラーに登録しない限り、自分のウェブサイトでエクイティを発行することができない命令を出したためである<sup>61</sup>。

---

<sup>60</sup> See Eric Markowitz, Coming Soon: More Cash for Start-ups?, YAHOO SMALL BUSINESS ADVISOR, <http://smallbusiness.yahoo.com/advisor/why-crowdfunding-bill-good-start-050100895.html> (last visited November 20, 2014)

<sup>61</sup> See ProFounder Fin., Inc., Cal. Bus., Transp. & Hous. Agency Dep't of Corps. Consent Order to Desist and Refrain, available at [www.corp.ca.gov/ENF/pdf/2011/ProFounderCO.pdf](http://www.corp.ca.gov/ENF/pdf/2011/ProFounderCO.pdf) (last visited November 20, 2014).

ProFounder が運営していた時、投資者にパブリックラウンド(public rounds)とプライベートラウンド (private rounds) 二つの投資プランを設けた<sup>62</sup>。両者は投資者に与えるリターンと投資者の身分の面で異なる。パブリックラウンドの場合には、投資者は出資した金額しか回収できない。プライベートラウンドの場合には、投資者は出資した金額以上の資金を獲得することが可能である。SEC の 504 条に規定する登録免除を適用するため、パブリックラウンドは一般の公衆に発行し、プライベートラウンドを利用できる投資者は友人、家族である<sup>63</sup>。投資者は投資したビジネスの収益の一部を取得することが承諾された。具体的な割合と支払い期間は資金調達者が決める。但し、支払い期間は最長 5 年間である。投資者は収益だけに対して分配請求権があり、株式または所有者利益は取得できない。資金調達者が ProFounder に支払う費用の構造は明確ではない。ProFounder のウェブサイトによって、資金調達者は資金調達のため、100 ドルを支払う必要がある。しかし、ProFounder の CEO によって、プライベートラウンドの場合の仲介手数料は 1000 ドルである<sup>64</sup>。パブリックラウンドの場合には、資金を集めることに成功すると、手数料は 5% である。ProFounder の CEO は後にインタビューでまた異なる説明をした<sup>65</sup>。資金調達者の募集期間は 30 日間で

---

<sup>62</sup> See Matt Ferner, Financing for Ecommerce: ProFounder.com Can Help Ecommerce Merchants Raise Money, PRACTICAL COMMERCE (December 27, 2010), available at <http://www.practicalecommerce.com/articles/2478-Financing-for-Ecommerce-ProFounder-com-Can-Help-Ecommerce-Merchants-Raise-Money>(last visited November 20, 2015).

<sup>63</sup> 17 C.F.R. § 230.504(b)(c). 504 条によって、100 万ドルまでの発行免除が認められる。但し、505、506 条と同じように一般の勧誘の制限がある。504 条の唯一の例外としては、国家登録要求に満たすまたは適格投資者だけに販売する。

<sup>64</sup> See Is ProFounder in Violation of Any Securities Laws with Their Crowdsourced Model for Funding Startups?, QuORA (November 30, 2010), <http://www.quora.com/ProFounder/Is-ProFounder-in-violation-of-any-securities-laws-with-their-crowdsourced-model-for-funding-startups>(last visited November 20, 2015).

<sup>65</sup> Id.

あり、ALL or Nothing モデルを採用した。

ProFounder は2012年2月にエクイティモデルのクラウドファンディング業務を止め、その後、米国のプラットフォームでは適格投資者にしかエクイティ発行に関する業務を行われなかった。Kickstarter、Indiegogo などプラットフォームも購入型、寄付型クラウドファンディングしか経営しない。

しかし、米国中小企業と資本市場のマッチングを改善し、新興企業をよりよく支持するため、米国の学者及び立法者のエクイティ・クラウドファンディングへの探索はずっと続いていた。2011年11月、米国衆議院が「The Entrepreneur Access to Capital Act」を採択し、公衆小額の資金調達のために証券法上の免責条項を規定した。その後、「Democratizing Access to Capital Act」はまた投資者の投資額の制限、プラットフォームと資金調達者への監督について変更した。2011年12月9日、「Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act」はさらに公衆小額資金調達の投資者の毎回の投資額についてより厳格な区別を定め、投資者の年間投資総額を制限し、プラットフォームの義務を規定した。2012年4月 JOBS 法の公布とともに、エクイティ・クラウドファンディングは再び米国に復興した。この法案はエクイティ・クラウドファンディングモデルの資金調達行為を証券発行行為に属されることを認めることをベースとして、この発行行為について特別に規制を設け、監督する。発行登録免除、最低限情報開示義務など方法で発行者のコストを削減させ、第三者である仲介者の義務の明確、投資者の投資額の制限によって、投資者を保護する。JOBS 法は同時に SEC にクラウドファンディング条例の作成を授權し、免除条項に基づき、プラットフォームまたはブローカーディーラーとして登録する仲介者を通じてエクイティを発行する行為に対して監督を行う新しい規制を設けさせる。2013年、SEC は JOBS 法の TitleⅢに基づき、クラウドファンディングについて、新規法案を提出し、そして2014年500ページの報告を発表し、クラウドファンディングの規則について解釈し、また経済分析も行った。2015年3月、Regulation A は公布され、登録免除を適用する企業の調達金額が5000万ドルに上げられ、企業に各州の BLUESKY LAW の遵守を義務付ける規定もなくなった。同年10月23日、JOBS 法の TitleⅢはようやく通過され、

米国は正式的にエクイティ・クラウドファンディングの時代に入った。

2013 年までに、米国では既に AngelList、RockThePost、Wefunder、SeedInvest 及び FundersClub を含む 10 万社のエクイティ・プラットフォームが登録され、1000 社以上の新興企業がこれを利用して、資金を集めることに成功した<sup>66</sup>。エクイティ・クラウドファンディングは米国新興企業に対して非常に重要な資金調達のルートになった。

米国が 2012 年にクラウドファンディングについて、JOBS 法の成立を始め関連立法活動を始めた後で、日本、中国、英国、カナダ、イタリア、ドイツ、フランスなど国と地域において、エクイティ・クラウドファンディングは迅速に発展し、ブームを迎えた。ある研究によって、3 分の一のクラウドファンディングはエクイティをリターンとして投資者に渡す<sup>67</sup>。

## 2 英国

クラウドファンディングの分野では、英国の発展は常に早い。英国における最初のエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームは 2011 年に設立された CrowdBnk と CrowdCube である。そして 2012 年には Seedrs も設立された。CrowdCube は 2011 年 2 月から運営を始め、世界初のエクイティをベースとするクラウドファンディングのプラットフォームであると主張する。このプラットフォームを利用して、投資者は投資リターン取得、起業者と交流すること以外に、支える企業の株主にもなれる。2011 年 11 月、CrowdCube は初めてエクイテ

---

<sup>66</sup> 「最も成熟なエクイティ・クラウドファンディング市場の発展経緯の詳細な解説」、東方財經、2015 年 9 月 18 日、  
<http://www.askci.com/news/2015/09/18/141248jdxl.shtml>、2016 年 10 月 1 日閲覧

<sup>67</sup> See Paul Belleflamme, Thomas Lambert, Armin Schwenbacher, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, Center for Operations Research & Econometrics, Discussion Paper No. 2011/32, pp 33-35, available at <http://ssrn.com/abstract=1836873>(last visited November 28, 2016).

イ・クラウドファンディングを通じて 1,000,000 英ポンドを集める<sup>68</sup>。しかし、クラウドファンディングの最初の発展段階では、法律の位置づけは曖昧であった。英国はこれについて新たに立法せずに、貸付型とエクイティ型クラウドファンディングを既存の金融監督の枠組みに入れた。2012 年 7 月、Seedrs が許可を受け、設立され、最初に法に認められ、エクイティ売買の方法で資金調達するプラットフォームになった。その後、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームは次々と現れ、既存の金融監督システムはうまく対応できなくなった。例えば、一部だけの貸付型クラウドファンディングプラットフォームだけが消費金融ブローカーとして英国公正取引所 (OFT) に監督され、大多数の貸付型クラウドファンディングプラットフォームは金融サービス提供者として監督されることができなかった。

従って、金融消費者の利益を保護し、クラウドファンディング産業の健全な発展を促進させるため、英国の金融行為規制機構 FCA は 2013 年 9 月 23 日と 2014 年 3 月 6 日に「CP13/13: The FCA's regulatory approach to crowdfunding and similar activities」と「PS14/4: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media」を公布し、クラウドファンディングに法的支持を与え、企業に銀行、VC など伝統の資金調達ルートより多くの選択肢を与えた。この法案では、クラウドファンディングを自然人・組織と企業がネット上のプラットフォームを通じてその活動のために資金調達する行為と定義する。そして貸付型とエクイティ型（英国では投資型、investment-based crowdfunding と呼ばれる）だけが FCA に監督され、この二種類の業務を行う場合には、FCA の許可が必要である。例えばこの二種類を運営するプラットフォームのうち、非営利の慈善事業または社会公益プログラムだけを対象とするとしても同様に監督を受ける。ケンブリッジ大学の 2015 年 2 月の研究「Moving Mainstream - The

---

<sup>68</sup> See The History of Crowdfunding, available at <http://crowdfundingwebsites.co.uk/2015/06/22/the-history-of-crowdfunding/> (last visited November 28, 2016).

European Alternative Finance Benchmarking Report」によると、2014 年英国における代替的資金調達の方法の中で、成長速度が最も高いのはエクイティ・クラウドファンディングであり、420%を成長した<sup>69</sup>。

### 3 日本

クラウドファンディングは世界中に金融の革命のブームを盛り上げ、日本でも例外ではない。1980 年代、金融分野の投資と発展を拡大するため、日本は市場型間接金融と金融サービス立国の政策を設け、一連の金融リスクマネーを改善する制度の改革を行った。しかし、「貯金から投資へ」の資産形成の理念の転換がうまく実現できず、金融分野の投資規模も期待通りに拡大できなかった。2012 年、アベノミクスの導入が株価上昇をもたらし、2014 年の NISA の導入は更に企業への投資条件を緩和し、市場型間接金融の発展を促進させる。クラウドファンディングはこのような背景により立法者の視野に入った。

2014 年まで、日本におけるエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームは多いとは言えず、相変わらず金銭的リターンを伴わないクラウドファンディングの方がより多くの関心を集めていた。出資の形態から見ると、日本商法上の匿名組合契約に基づき行うケースが多く、例えば日本東大震災を支援する半寄付、半投資の「セキュリテ被災地応援ファンド」、小額投資プラットフォームのミュージックセキュリテ、貸付型クラウドファンディングである maneno など例があり、本稿の概念のエクイティ・クラウドファンディングがなかった。その原因を分析すると、インターネットを利用して株式または新株予約権の形で出資する行為は「金融商品取引法」（以下は金商法という）における株式発行の規定に従わなければならない。有価証券に関連する売買、取引の委託の媒介、取次ぎ又は代理、有価証券等清算取次ぎ、有価証券などの保管業務、募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いなど業務を行う場合、第一種金融商品取引業者の登録が必要である。しかし、その登録条件が高いため、エクイティ・クラウドファンディングの発展

---

<sup>69</sup> Id.

が遅かった。但し、本法は購入型と寄付型のクラウドファンディングについて特別の規制がないため、この二種類の実例が多い。

日本経済の持続的成長を実現するため、経済社会情勢の変化に対応して産業の競争力を強化することが大事であるという考え方から、2013 年 6 月、第三の矢として期待される成長戦略である日本再興戦略が策定された<sup>70</sup>。金融審議会が資金調達の多様化及び地域のリソースの活用のための方策として、クラウドファンディングなどを通じた資金調達の枠組みについて検討を行い、更に同年 8 月から、第二種金融商品取引業協会「投資型クラウドファンディングに関する検討会合」を設置し検討を行っている。同年 12 月 25 日、金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方などに関するワーキング・グループ報告」を取りまとめた。2014 年 5 月 23 日の通常国会で成立した金融商品取引法などの一部を改正する法律は、上述の報告を参考し、家計の金融資産を成長マネーに振り向けるための施策をはじめとする日本の金融・資本市場の総合的な魅力の向上策について制度整備を図ったものである<sup>71</sup>。この改正は 2015 年から施行し、エクイティ・クラウドファンディング業務を行う者を対象とする規制を緩和し、エクイティ・クラウドファンディングは可能になった。寄付型と購入型に比べ、エクイティ・クラウドファンディングの場合、投資額が比較的に大きく、よりよく投資者と企業を繋げることができる。

---

<sup>70</sup> 2013 年 6 月 14 日の閣議決定を参考する。その後、2015 年 6 月 24 日付で「日本再興戦略」改正 2014」が公表された。

<sup>71</sup> 荻野昭一、「投資型クラウドファンディング規制」、企業会計、2014、vol. 66、No. 9、p138。

日本におけるクラウドファンディングの概況<sup>72</sup>

| 類型            | 寄付型                                              | 購入型                                                           | 投資型                                                         |
|---------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 概要            | ウェブサイト<br>で寄付を募り、<br>寄付者にニュー<br>ースレターを<br>送付するなど | 購入者から前払い『で集<br>めた代金を元手に製品<br>を開発し、購入者に完成<br>した製品などを提供す<br>るなど | 運 営 業 者 を 介 し<br>て、投資者と事業<br>者の間で匿名組合<br>契約を締結し、出<br>資を行うなど |
| 対価            | なし                                               | 商品、サービス                                                       | 事業の収益                                                       |
| 業登録の有否        | －                                                | －                                                             | 第二種金商業                                                      |
| 主な資金提供<br>先   | 被災地・途上国<br>などの個人・小<br>規模事業など                     | 被災地支援事業、障害者<br>支援事業、音楽・ゲーム<br>制作事業などを行う事<br>業者・個人など           | 音楽関連事業、被<br>災地支援事業、食<br>品、酒造、衣料品<br>など                      |
| 資金調達の様<br>式   | 数万円程度                                            | 数百万円～数千万円程<br>度                                               | 数百万円～数千万<br>円程度                                             |
| 一人当たりの<br>投資額 | 任意                                               | 一口 1000 円程度～                                                  | 一口 1 万円程度～                                                  |

現在、集団投資スキームまたはファンド型と呼ばれるエクイティ・クラウドファンディングのケースが多い。つまり運営業者が介入して、投資者と事業者の間で匿名組合契約などの出資契約を締結し、出資を行う仕組みである。投資者は直接に資金調達者の株式を取得しない。代表的な例は 2000 年に設立されたミュージックセキリティーズである。最初は音楽ファンドを運営していたが、現在は食品、日本酒、農業、林業、更に被災地や途上国支援など多種多様な業種・分野に投資するファンドを運営している。これはいずれも匿名組合を利用

<sup>72</sup>松尾順介、「クラウドファンディングと地域再生」、証券経済研究、第 88 号、2014. 12、p21。

している<sup>73</sup>。しかし、この会社はエクイティ型だけではなく、投資先の生産品の現物給付やイベント参加などの特典をつける購入型の要素もある。

そのほか、直接投資者に資金調達者の株式を渡す日本で株式投資型クラウドファンディングと呼ばれるケースもある。2013年、クラウド証券が春うららかな書房の新規発行株式をFACEBOOKやYOUTUBEを使って約5000万円を募集した事例がある<sup>74</sup>。2015年11月、日本初の株式投資型クラウドファンディング・プラットフォームと呼ばれる「FUNDINNO」<sup>75</sup>が投資家の登録受付を開始し、2017年9月5日に、GoAngel<sup>76</sup>も株式投資型クラウドファンディングのサービスを開始した。

仲介者である第三者の関与形によって、一部の学者は日本におけるエクイティ・クラウドファンディングをいかなる3種類に分けた<sup>77</sup>。

第一に、プラットフォーム提供型である。第三者は資金調達者が提供する必要な情報をプラットフォームで掲示し、資金調達を募るための場となるウェブサイトを運営し、提供するが、資金調達者または投資者の間に個別の取引は存在しない。

第二に、媒介型である。この場合には、第三者は資金調達者と投資者の間の取引を媒介する。

第三に、引受け型である。第三者が資金調達者、投資者とそれぞれ取引を行い、投資者から調達した資金を資金調達者に提供し、資金調達者から提供する対価を投資者に還元する。

---

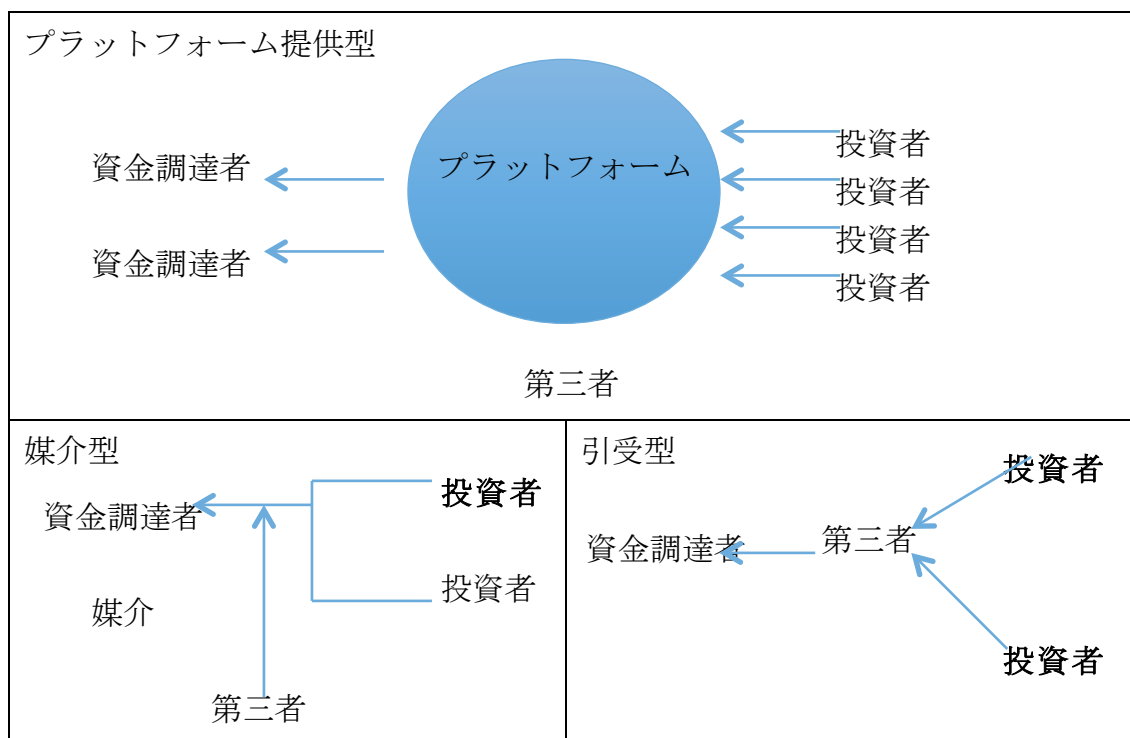
<sup>73</sup> 赤井厚雄・小松真実・松尾順介、「ふるさと投資のすべて—金融システムを変える地域活性化小口投資入門」2013、株式会社きんざい、p52-84。

<sup>74</sup> 『『クラウド』で株募集』『日本経済新聞』2013年8月29日朝刊、p15。

<sup>75</sup> <https://fundinno.com/>参照。

<sup>76</sup> [https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000003.000027509.html](https://prt看mes.jp/main/html/rd/p/000000003.000027509.html) 参照。

<sup>77</sup> 有吉、前掲注41、p17。



第三者の関与形による類型イメージ<sup>78</sup>

しかし、金融法の改正案が施行されたから一年経た現今、投資者の投資金額と資金調達者の調達金額の制限がまだ厳しい。また、緩和程度が不十分であるため、日本におけるエクイティ・クラウドファンディングはまだ活発であるとは言えない<sup>79</sup>。

#### 4 中国

第三者決済やP2P ネット貸借が急成長を遂げた中国のインターネットファイナンス市場において、クラウドファンディングも無論欠かせない存在となっている。2011年11月に運営開始した天使匯は中国における初めてのエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームである。その後、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは次々と現れる。2013年、美微伝媒は

<sup>78</sup>有吉、前掲注 41、p18。

<sup>79</sup> 本柳祐介、「株式投資型クラウドファンディング業者に関する法的論点と実務」、旬刊商事法務 2112、2016.9.25、p42。

淘宝を利用して初めて中国式のエクイティ・クラウドファンディングへの探索を始めた。

このような新しいビジネスモデルは急速に増加している中国の中小企業に資金調達のルートを拡大し、中小企業を資金調達の苦境から解放させ、資本市場の活性化への貢献が期待されている。

2014 年 11 月、李克強総理は国務院の常務会議でエクイティ・クラウドファンディングのモデルケースを展開し、企業の資金調達の困難を緩解すると指摘した。その後、同年 12 月 18 日に、中国证券業協会は「エクイティ・クラウドファンディング管理弁法（試行）（意見徴収稿）」を発表し、エクイティ・クラウドファンディングの性質、プラットフォームなど参加主体、登録と届出、情報開示、自主規制などを規定した。同年、中国证券業協会はまた「機構間私募生產品のオファーとサービスシステム管理弁法（試行）」を公布し、オファーシステムを構築した。2015 年 1 月 7 日、深圳証券取引所はグループ内の子会社である深圳証券情報有限公司を通じて、天使匯と一緒に北京天使匯國際傳媒有限公司を成立した。その目的は国内のベンチャー企業を支え、優良な中小企業に上場させ、良性、健全なベンチャー生態を作る。同年 7 月 18 日に発表された「インターネット金融の健康的發展の促進に関する指導意見」がエクイティ・クラウドファンディングをインターネット金融の一つの分野として取り上げたことで、クラウドファンディングは金融業界やインターネット関連業者の注目を集めるようになった。

上海交通大学インターネット金融研究所と京北智庫が共同に発表した「2015 年中国エクイティ・クラウドファンディング産業發展報告」<sup>80</sup>によって、2015 年 7 月まで、間もなく運営開始する 5 社のプラットフォーム（衆友クラウドファンディング、創業 e 家、衆虎籌、雲投匯、アリ達客、平安クラウドファンディング）及び統計情報が不明確な 3 社のプラットフォーム（海立方、投易贏、好項目）以外に、中国では 113 社のプラットフォームが現在エクイティ・クラ

---

<sup>80</sup>上海交通大学インターネット金融研究所・北京京北金融情報サービス有限公司、「2015 年中国エクイティ・クラウドファンディング産業發展報告」、2015 年 8 月、p48-59。

ウドファンディングの業務を行っている。その内、取引額が 5000 万元を超えるプラットフォームは 23 社である。「京東東家」が 2015 年に 7 億元の資金調達成功額で市場全体 13%前後という実績を持っている。蘇寧クラウドファンディングも 2016 年 4 月にエクイティ・クラウドファンディング業務を開設した。現段階では、年間 53 億人民元以上のエクイティ・クラウドファンディング市場の主力は天使匯、人人投といったエクイティ・クラウドファンディング専門のプラットフォームである。

## 七.まとめ

各種のクラウドファンディングはそれぞれ問題があるが、その中で、エクイティ・クラウドファンディングは投資者に対する影響は最も大きく、各国の監督の重点である。エクイティ・クラウドファンディングは不特定の人に向けて収益が確かではない投資契約を発行する行為であり、証券発行行為に属し、金融商品の性格がある。但し、伝統的な金融商品と異なり、上述の問題以外にも、投資期間が長く、流動性が低く、配当不安定と株式の希薄化など問題が存在している。このため、どのように法的支持を提供するかは各国の監督機構が直面している課題である。そして、実務の発展から見ると、中国では、エクイティ・クラウドファンディングの資金調達実績はかなり高く、業界の興味はほぼ全てエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームに集中し、早期公益と報酬型から始めるプラットフォームも最近エクイティ・クラウドファンディングの業務を増加し、或はエクイティ型に転換している。且つ政策志向と社会世論の注目を加えて、エクイティ・クラウドファンディングはクラウドファンディングの将来の発展の重要方向と評価されている<sup>81</sup>。その他、エクイティ・クラウドファンディングは資金調達の方法としてのエクイティの発行というやり

---

<sup>81</sup>中国証券網、「エクイティ・クラウドファンディングはクラウドファンディングの未来発展の重要な方向」、[http://news.cnstock.com/news/sns\\_yw/201511/3634156.htm](http://news.cnstock.com/news/sns_yw/201511/3634156.htm) 20160512 閲覧。

方は、他の種類と明らかに異なるため、本稿は中国におけるエクイティ・クラウドファンディングに焦点を当てて、その法的問題を取り上げる。

## 第二章 中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの問題及び制度対応

### 一.中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの発展背景

#### 1 不均衡な中国金融システム

改革開放政策の推進とともに、中国は既に新しい社会主義市場経済体制を確立した。特に 2009 年国際的な金融危機の衝撃を成功に対応し、且つこれをきっかけとして世界工場と呼ばれる投資型主導の経済発展モデルから消費主導型モデルに転換している。しかし、金融システムの資源配置効率は相変わらず低下であり、不均衡の状態を示している。IMF と世界銀行は 2011 年の報告では、中国金融システムにおける資金調達構造の不均衡問題を指摘した<sup>82</sup>。まずは貯金から投資への転換率から見ると、2012 年、中国税収は全体 GDP の 19%を超えたが、米国を代表とする先進国の 30%-40%と比べると、差がまだ大きい。且つ財政支出の大部分は非生産性支出である。証券市場では、資本市場がまだ未整備であるため、近年も明らかに下がっている。投資へ転換する貯金は相変わらず銀行のローンをメインとする。大量な資金が国有商業銀行など金融機構に沈殿し、民間資本は順調に投資に転換できないと同時に、大量な外資が中国に入ってきた。それも中国国内金融資源の浪費を表明した。

#### 2 中小企業の社会貢献と取得する資金の支持の不均衡

現在、経済の転型期にある中国のベンチャー企業をはじめとする中小企業は経済発展の原動力として、中国労働力市場の飽和状態の解決と雇用吸収に対しても重要な役割を果たす。しかし、資金調達の問題により、研究開発と市場開拓に対する中長期的な資金供給が欠乏しており、会社の発展が制限されている。

---

<sup>82</sup> IMF 「中国金融体系安定評価報告」、中国人民銀行訳、中国金融出版社、2012 年 8 月 1 日。世界銀行 「中国金融部門評価報告」、中国人民銀行訳、中国金融出版社、2012 年 7 月。

現在中国中小企業の資金調達のルートは狭く、外部融資における直接資金調達のルートが欠如し、間接融資は主に金融機構の貸付に頼っている。しかし、ベンチャー企業は高度成長性があるが、同時に不安定性や投資者に対する情報の非対称性が高いため、伝統的な金融仲介組織からの資金調達が難しい。

### 3 直接資金調達と間接資金調達の比率の不均衡

中国の資金調達の構造を分析すると、金融システムのリスクは銀行に集中している。現在、中国の直接資金調達と間接資金調達の比率が深刻な不均衡状態であり、間接資金調達の比率が圧倒的に高く、銀行貸付のリスクを増やし、経済の持続可能な発展を制約した。金融の一般規律によると、短期資金は主に銀行貸付に頼るが、長期的な資金の需要は主に株式、債券の発行など直接資金調達の方法で解決すべきが、実際には、中国における 90%の長期資金が商業銀行を通じて間接資金調達の方法で解決している。商業銀行の資金は短期資金をメインとするので、流動性など潜在的な金融リスクが生じた。

### 4 民間資本の投資ニーズの高騰

2013 年 8 月まで、中国居民の貯金残高は 40 万億人民元を超えたが、金融抑制理論に基づいて、政府が貯金利息へのコントロール及びインフレーションの影響で、居民の貯金からもらえる利息はしばしばマイナスである。このような沈殿している民間資本をどのように投資に転換する事が喫緊の課題になる

2012 年以来、宜信、人人貸など各種のネット少額貸付プラットフォームの台頭から、中国における潜在投資者市場規模の大きさは明らかであり、天使街、創投圏、大家投、36kr などクラウドファンディングプラットフォームも相次いでに現れ、より多くの人々に夢を実現するとともに、中国投資の新たな道に探索している。2015 年上半期、海南省だけの民間投資額は 656.55 億人民元に達し、同期増長率が 28.8%である。民間投資は固定資産投資増長の促進効果もより明らかである<sup>83</sup>。

---

<sup>83</sup> 海南日報、「創新創業が民間投資の快速上昇を推進する」、2015 年 8 月 10 日。

## 5 インターネットの普及がもたらしたインターネットファイナンスの興隆

20 世紀重要な科学技術の発明の一つとして、インターネットは日ごとに情報時代に最も重要な戦略性インフラになっている。20 世紀 80 年代以来、ネット技術の快速な発展と共に、インターネットが金融サービス取引のコストを削減し、金融サービス可用性を増加する面でその優勢が次第に現れてきた。金融機構はインターネット技術を利用して伝統の金融サービスを改造し、インターネット技術と金融の融合発展も始めた。現在、インターネットは伝統金融機構が運営コストを削減する道具だけではなく、逆にその開放、平等、協作、共有の精神を伝統金融業態に浸透しており、需給両端から金融業に影響している。特に中国では、ニーズから見ると、2005 年 7 月に中国インターネットのユーザー数は 1 億人を超え、2016 年 12 月まで、更に 7.31 億になり、世界一になった。インターネットの普及率も 53.2%になる<sup>84</sup>。インターネット使用集団の拡張は人々が金融サービスへの大量な新しいニーズを生み出す。供給面から見ると、クラウド計算、SNS、移動支払いなど新技術は飛躍的な進展を遂げた、ビックデータが新発明、新サービス、新価値を創造する源になり、インターネットと移動通信ネットワークの融合も加速された。これらの IT 技術の変革は供給面から金融サービスモデルの変化を導き、既存の伝統金融モデルに巨大な衝撃をもたらした。この 10 年以来、インターネット技術をサポートプレートとする各種類の非伝統金融機構と金融業態が大量に出現する。その中で代表的にはクラウドファンディングである。

---

<sup>84</sup> 中国インターネット情報センター「第 39 回中国インターネット発展状況統計報告」(2016) 参照,  
[http://www.cnnic.net.cn/hlwfzyj/hlwzbg/hlwtjbg/201701/t20170122\\_66437.htm](http://www.cnnic.net.cn/hlwfzyj/hlwzbg/hlwtjbg/201701/t20170122_66437.htm),  
2017 年 1 月 30 日閲覧。

## 二.中国におけるエクイティ型クラウドファンディングの発展経緯と

### 現状

前述のように、社会主義市場経済制度の確立及びインターネットの興隆がもたらした金融機構と金融業態の変革とともに、中国におけるベンチャー企業をはじめとする中小企業の数量が急速に増加し、どのように民間資本をこれらへの投資に転換するルートをさらに拡大することが重要な問題になる。このような背景では、エクイティ・クラウドファンディングは取引コスト削減、調達時間短縮、地域制限打ち破る、投資者と企業の関係強化など優勢に基づき、企業の資金調達苦境を改善し、市場活性化させる有効な手段としてますます注目されてきた。

2013 年、中国最初のエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームが運営を開始し、その後、2015 年 7 月まで、中国におけるエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームは 121 社である。その内、取引額が 5000 万人民币元を超えるプラットフォームは 23 社である<sup>85</sup>。2016 年 12 月まで、エクイティ・クラウドファンディングの年間新規資金調達額は 53 億人民币元である<sup>86</sup>。世界銀行の予測によると、2025 年まで、中国のクラウドファンディングの資金調達規模は 500 億ドルに達することができる。しかし、プラットフォームの参入基準について、統一な規範がない。規制法と監督規制の欠如により、プラットフォームの質が玉石混交であり、2014 年 8 月まで、中国におけるエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームの内、10 社が倒産または運営停止した。そして 3 社は業務を変更した。また、詐欺の事件も常にあり、例えば「天使計画」の創立者は募集した資金を持ち姿を消し、これまで損失はまだ回収できない。

---

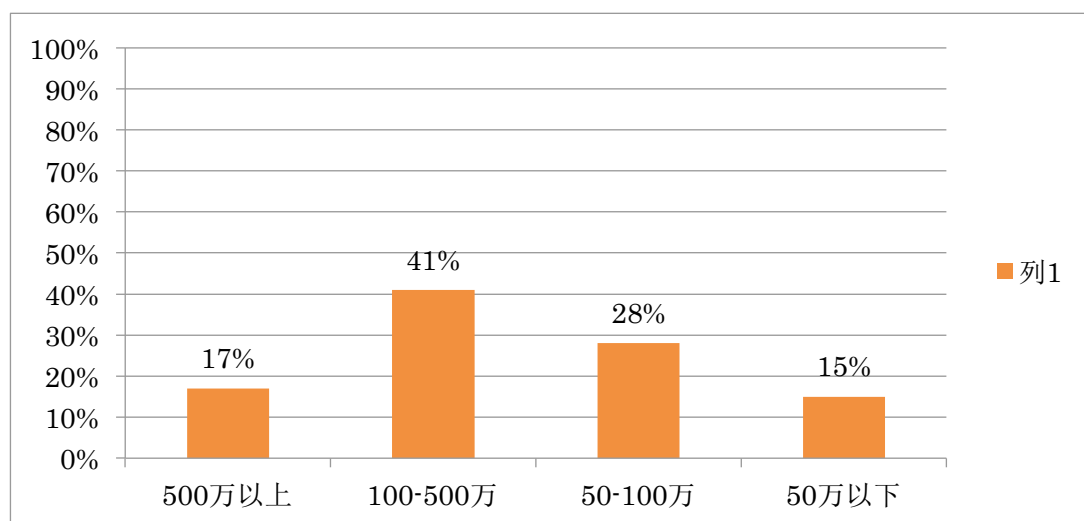
<sup>85</sup> 上海交通大学インターネット金融研究所等、前掲注 80、p57-59。

<sup>86</sup> 零壹研究院、「2016-2017 クラウドファンディングサービス業界年度報告」、電子工業出版社、2017 年版、p96-104。

監督の面で、エクイティ・クラウドファンディングも次第に政府に認められてきた。2014 年 11 月、李克強総理は国務院の常務会議でエクイティ・クラウドファンディングのモデルケースを展開し、企業の資金調達の困難を緩解すると指摘した。その後、同年 12 月 18 日に、中国証券業協会は「エクイティ・クラウドファンディング管理弁法（試行）（意見徴収稿）」を発表し、エクイティ・クラウドファンディングの性質、プラットフォームなど参加主体、登録と届出、情報開示、自主規制などを規定した。同年、中国証券業協会はまた「機構間私募生產品のオファーとサービスシステム管理弁法（試行）」を公布し、オファースystemを構築した。2015 年 1 月 7 日、深圳証券取引所はグループ内の子会社である深圳証券情報有限公司を通じて、天使匯と一緒に北京天使匯国際伝媒有限公司を成立した。その目的は国内のベンチャー企業を支え、優良な中小企業に上場させ、良性、健全なベンチャー生態系を作る。同年 7 月 18 日に発表された「インターネット金融の健康的発展の促進に関する指導意見」（以下は指導意見という）がエクイティ・クラウドファンディングをインターネット金融の 1 つとして取り上げたことで、クラウドファンディングは金融業界やインターネット関連業者の注目を集めるようになった。今回の指導意見はエクイティ・クラウドファンディングを公募と私募に種類に分け、公開、少額、公衆の特徴を強調し、監督部門が証券監督委員会と規定した。しかし、公募の標準と具体的な規制法はまだ明確ではなく、且つ貸付型クラウドファンディングの乱暴な発展がもたらした市場の混乱などの原因によって、政府の態度が非常に慎重であり、現在、公募の資格を取得するプラットフォームは三社だけである（Ant financial services group に所属するアリ達客、京東金融に属する東家と平安集団に属する前海クラウドファンディング）。その他のプラットフォームは現在、私募型エクイティ・クラウドファンディングの形で運営している。

中国エクイティ・クラウドファンディングの特徴から見ると、スタートが遅かったが、発展スピードは速い。2011 年 11 月成立した天使匯は既に 2 万以上のプロジェクトを受取った。そして、プロジェクトは集中化傾向がある。天使匯、創投圈と原始会三社は 2014 年 12 月までに、48,394 件プロジェクトをプラットフォームで公開し、全体の 98%を占めた。このうち成功したプロジェクトは 274

件であり、中国における全てのエクイティ・プラットフォームによって資金調達が成功した全体件数の 83.7%を占めた。調達金額は 13.2 億元であり、全体の 85.4%を占めた<sup>87</sup>。つまり、エクイティ・クラウドファンディング業界におけるこれら 3 社のブランド効果は顕著である。その他、投資の獲得比例が低いという特徴もある。中国におけるエクイティ・クラウドファンディングはまだ成長期であり、前述の 3 社の成功率は 0.1%、1.4%、0.45%である。企業、プラットフォーム、投資者の間の信頼関係がまだ形成していなくて、エクイティ・クラウドファンディングに関する法制度がまだ不明確で、投資者に有効な保護を提供できないため、投資者の収益とリスクの判断に影響する。投資の獲得比率がまだ低い、一つのプロジェクトの資金調達額が高い。業界は平均 315 万人民元、92%の投資者の一つのプロジェクトへの投資額は 1 万～50 万人民元の間であり、業界平均は 18.2 万人民元を超える。



中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの一つのプロジェクトの調達金額<sup>88</sup>

<sup>87</sup>中国電子商務研究センター、「2014 年インターネットエクイティ・クラウドファンディング総括報告」参照。

<sup>88</sup>清科研究センターの「2015 年クラウドファンディングの業界レポート」により作成。

エクイティ・クラウドファンディングのリスクが高く、関連法規制がまだ整備していない現状に対応し、実務では、適格投資者制度に類似した参入制度が普及し、プラットフォームの経営者は収入、職業、職位、投資金額、リスク負担能力等条件に基づいて投資者を選別し、投資リスクを抑制する。

中国のエクイティ・クラウドファンディングは米国の影響で発展し始め、最初は米国のプラットフォームをまね、運営モデル、全体のスキームなどと似ていたが、その発展の深化、中国の投資環境、投資者のニーズ及び自らの特徴に応じて、様々なビジネスモデルを形成し、様々なサービスを提供している。本稿は代表的な4つの種類を紹介する。

### 三 中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの種類分析 と運用の実例

#### 1 推薦人制度を導入するエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォーム—中証衆創

中証衆創は、中国証券機構間相場情報システム株式会社（中国語：机构间报价系统股份有限公司）が私募商品相場情報システム上に構築した私募エクイティ・クラウドファンディングプラットフォームである。このプラットフォームの取引システムは、証券会社など参与者が資金調達者プロジェクトの仲介機構としてエクイティ・クラウドファンディングの業務を展開し、中証衆創が取引管理、バックグラウンドプロセスの管理とメンテナンスなどのサービスを提供する。中証衆創は主として証券会社、私募基金（PE）と専門的投資機構などにサービスを提供する。参与者の参入は開放性原則に基づく。中国証券業協会、中国先物業協会、中国証券投資基金業協会、中国上場会社協会または中国証券業協会が認可した他の自主規制組織の会員が条件を満たす場合には、自己申請によって相場情報システムの参与人になることが可能である。非参与者機構は相場システムの参与人を經由して間接的に参加することができる。

中証衆創の最大の特徴は資金調達者が直接的に相場情報システムに参加せず、相場システムが認証した参加者が仲介機構として資金調達のプロジェクトを中証衆創に推薦する。資金調達者の真実性審査義務は仲介機構に属し、プラットフォームは審査責任を負わない<sup>89</sup>。ここの推薦人である仲介機構は保証推薦人<sup>90</sup>と類似している役割である。法規制と全体の信用調査システムがまだ未整備であり、市場がまだ未成熟の中国エクイティ・クラウドファンディングに対して、このような推薦人制度によって、資金調達プロジェクトの品質を保証し、投資者の投資リスクを抑制する機能が期待されている。また、投資者の投資安全を確保するため、中証衆創は2015年9月28日、中国证券业协会が制定した「機構間私募商品相場とサービスシステム管理弁法」<sup>91</sup>と「機構間私募商品相場とサービスシステム発行と譲渡規則」<sup>92</sup>などの規定に基づき、「機構間私募商品相場とサービスシステム私募株式資金調達業務ガイドライン（試行）」<sup>93</sup>を発表した。その中で、推薦人について、資金調達者の情報開示への監督と協力の義務、投資後最低3年間の会社経営・情報開示・資金調達計画書の執行などへの監督管理義務、資金調達完了後の年次管理報告の作成義務などを規定する。推薦人が上記の義務に違反する場合について、下記のような譴責システムを採用する。

---

<sup>89</sup> 楊東等、前掲注15、p205。

<sup>90</sup> 保証推薦人又はスポンサーと呼ばれ、それは、法によって、会社の上場申請について推薦の責任を負い、かつ企業が上場した後の一定時間内の情報開示行為について、投資者に担保責任を負担する証券会社である。中国の保証推薦人は日本の主幹証券会社に相当するが、上場後の開示に対しても法令上の責任を負う点が特徴である（「証券発行上場保証推薦業務管理弁法」第23、35、36、57条参照）。

<sup>91</sup> 中国证券业协会のホームページ、[http://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201507/t20150701\\_123397.html](http://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201507/t20150701_123397.html) 参照、2016年11月23日閲覧。

<sup>92</sup> 中国证券业协会のホームページ、[http://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201604/t20160428\\_127635.html](http://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201604/t20160428_127635.html) 参照、2016年11月23日閲覧。

<sup>93</sup> 中証衆創のホームページ、<http://www.interotc.com/ywgz/index.co?typeId=9> 参照、2016年11月23日閲覧。

まず、開示書類への虚偽記載または記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないための重要事実の不記載がある場合、推薦人がデューディリジェンスまたは投資後管理義務を法律法規・自律規則・ガイドラインに基づいて履行しない場合、推薦人及びその取締役・監査役・役員が法律法規・業務規則に違反する場合または投資者との約束に違反する場合、投資者適格性管理義務に違反する場合、及び中証衆創が規定する他の場合において、中証衆創は責任者に改善を要求することができ、中証衆創取引システムの参与者全員に対して通知し、譴責することができる。情状が重い場合には、推薦人の一部またはすべての業務停止または参与者資格のはく奪を命じることができる。違約、詐欺、規則違反またはその他の投資者の権益を害するとき、資金調達を停止し、関連監督部門に移送する。

中国証券機構間相場情報システム株式会社は中証衆創というエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームを運営していると同時に適格投資者に対して、債券など財産権、譲渡可能の資産管理類の商品の持分、株式、債券、知的財産権中の財産権などを譲渡する単次資産譲渡サービスも提供する<sup>94</sup>。中証衆創を利用する適格投資者はこの単回資産譲渡サービスを利用して、資金を回収し、投資利益を実現することができる。発行市場だけではなく、流通市場も備えていることがこのプラットフォームの大きな特徴でもある。

## 2 プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタルとつながるエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォーム—天使匯、原始会、創業圈、合伙圈

エクイティ・クラウドファンディングのリスクが高いということは既に否定できない、これについて、専門投資者の導入によってリスクを抑制するプラットフォームは多い。天使匯、原始会、創業圈は中国で最も早めに発展するエク

---

<sup>94</sup> 「機構間私募商品取引とサービスシステム 単次資産譲渡業務ガイドライン（試行）」第2条によると、本規則が言う単次資産譲渡業務とは、資産保有者は自ら有する資産を登録した後に譲受人に譲渡する業務である。譲受人はこの資産をまた譲渡する場合には、再びこの資産を登録する必要がある。

<http://www.interotc.com/ywgz/index.co?typeId=9>、2016年11月23日閲覧。

イティ・クラウドファンディングである。この三社は実際に伝統的なプライベートエクイティとベンチャーキャピタルから転換し、発展の初期では、そのプロジェクトは主にプライベートエクイティとベンチャーキャピタルによって達成した。エクイティ・クラウドファンディングのリスクをよりよく把握するため、この三社は慎重な態度を持ち、公衆ではなく、伝統的なプライベートエクイティやベンチャーキャピタルの資金調達方法を採用する傾向がある。三社の投資者から見ると、天使匯に認証された投資者のうち、60%が個人投資者であり、40%は機関投資者である。原始会も機関投資者をリード・インベスターとして利用して、投資リスクを抑止する。

一般の公衆投資者に比べ、専門投資者は金銭以外に、人脈、経験、政府資源、市場資源などもあり、プライベートエクイティとベンチャーキャピタルに繋がるプラットフォームはこの点を活用し、オンライン募集だけではなく、オフラインのロードショー、交流会など形で投資者と資金調達者の交流を増やし、時間を短縮し、問題を明らかにし、資金調達の目的をより迅速に完成させる。特にリード・インベスター+一般投資者の投資モデルを採用し、専門投資者の経験と知恵を活用し、投資安全性を向上させ、公衆投資者を保護する。このようなモデルはリード・インベスターの投資経験と専門知識によって投資者の信頼感を向上させ、資金調達者の信用問題を解決し、市場の発展を促進する。同時に彼らの専門的な審査能力と交渉能力によって、合理的な価格形成を確保し、投資者の投資リスクを抑制する。特に投資後の株主権の行使と保護について、有限責任組合の形態でファンドを作り、ファンドの名義で資金調達者の企業の株主資格を取得する。そうすると、比較的に大きな株式比率で集中的に株主権を行使することができ、よりよく投資者の権利を保護できる。この場合には、リード・インベスターがファンドを管理し、投資リスクをよりよく抑制することができる。このモデルは証券法と会社法の200人の制限をさけ、法律違反のリスクを有効に防止する。

事例：合伙圈—華生基因

合伙圈は中国において唯一米国、カナダなど国の機構と連携して、国際的な業務を展開したプラットフォームであり、国内の資源だけではなく、国際なプ

プロジェクトと国際投資者資源を有する。合伙圏は同じく投資者資格を厳格に制限しており、投資金額が100万人民元からスタートし、個人投資者の場合には金融資産が300万人民元以上または最近の3年間で個人の年平均収入が50万人民元以上ことを要求する。機関の場合には、純資産が1000万人民元以上の要求がある。適格投資者は身分証明書、資産証明など資料の提出を要求され、厳格な認証手続きによって投資者のリスク負担能力を確認する。そして、合伙圏はリード・インベスター+一般投資者の投資モデルを採用し、且つ専門的な業界標準に基づきスター・リード・インベスターを選び、リスクマネー以外に、資金調達企業に対して統合的な金融サービスを提供する。資金は専門的な第三者資金管理部門に依頼し、資金の安全を確保する。

以下は華生基因の事例によって合伙圏の資金調達の過程を説明する。

華生基因は遺伝子検査のモバイルアプリの構築に力を入れ、医者と患者により便利で正確な遺伝子検査サービスを提供し、遺伝子検査技術を利用して癌患者により正確な個性化治療方案を提供すると同時に、癌治療のビッグデータを取得し、医学研究をサポートする。2014年12月華生基因は資本構造改革を行い、株式資本は2500万人民元になった。2015年4月証券会社申万宏源により新三板の申請資料を中小企業株式譲渡システムに提出し、7月に上場した。

#### STEP1. スター・リード・インベスター

合伙圏におけるプロジェクトが募集する前提は、スター・リード・インベスターが存在することである。合伙圏はスター・リード・インベスターと一緒にプロジェクトについて相談した後、24年の株式投資経験、20年のベンチャーキャピタル経験、資本運営、買収、上場会社運営など面で豊富な経験を有する肖氏を選んだ。

#### STEP2. デューディリジェンス

ロードショーの前に、スター・リード・インベスターである肖氏は合伙圏の投資チームとともに華生基因についてデューディリジェンスを行い、プロジェクトの価格、投資の方法、募集金額について華生基因と協議し、オンラインで事前開示し、ロードショーの時間を決めた。

#### STEP3、ロードショー

より多くの投資者にプロジェクトの状況を了解させるため、合伙圏は多くの投資機構を招き、業界の有名なメディアと共同でロードショーを行った。厳格な審査を受ける数十社の機構と適格投資者が参加した。

#### STEP4. プロジェクトオンライン募集開始

プロジェクトはオンラインで募集開始する。目標金額が 1200 万人民元であり、30 日以内に 1500 万人民元集まった。

#### STEP5. 投資後のサービス

発行段階の資金調達サービス以外に、合伙圏はプロジェクトの調達後管理にも積極的にサポートしている。華生基因は資金の募集に成功し、新三板に上場した後、合伙圏の協力で、上場会社上海莱士と連携で関連分野の共同開発研究を始めた。

このようなモデルの法律関係を分析すると、資金調達者、プラットフォーム、投資者と第三者資金管理機構 4 つの法律主体がある。

まず、プラットフォームは投資者と資金調達者の間で委託代理関係がある。プラットフォームは投資者の委託を受け、プロジェクトについて基本的な審査を行い、実行可能性について判断する。資金調達者の委託をうけ、投資者の資格審査を行う。資金調達が完成した後で、双方の委託を受け、関連登記の手続きなどをする。また、資金安全のため、出資金と保証金の支払は独立した第三者資金管理機構を委託する。そうすると、投資者と資金管理機構の間で委託関係もある。

次に、プラットフォームは投資者と資金調達者の間で仲介契約関係がある。プラットフォームはプロジェクトの情報の展示を通じて、取引双方に情報仲介と取引を完成させる仲介サービスを提供する。実務では、価格、株式の譲渡比率と方法などは資金調達者が提出した「プロジェクト商業計画書」において説明し、プラットフォームは情報の真実性、完全性、プロジェクトの実行可能性と投資価値の角度から判断し、より詳しい価値評価、価格の合理性、未来の利益分配などは投資者、特にリード・インベスターにより調査、分析し、資金調達者との交渉で確定する。プラットフォームが取得するのは仲介の手数料だけである。

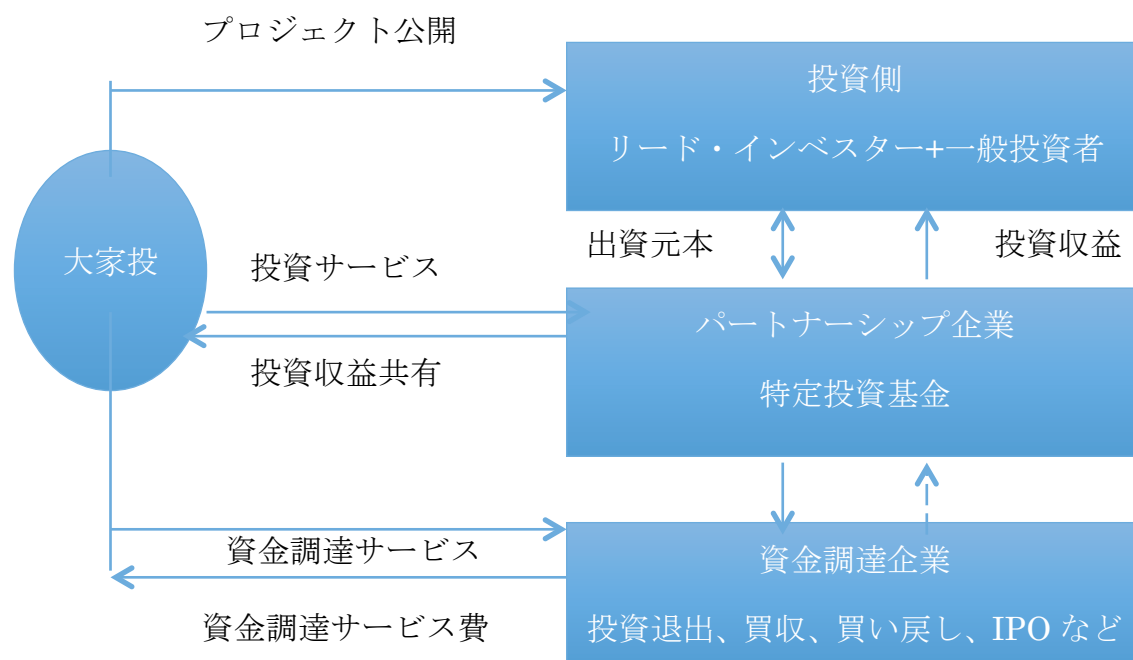
最後に、定めた金額に達成した後で、投資者が期間内で第三者資金管理機構に出資金を振込み、リード・インベスターと一般投資者は一緒に有限責任組合を設立し、パートナー関係を形成する。そして、有限責任組合の名義で資金調達者の企業に投資し、株主の身分を取得する。有限責任組合は資金調達者の企業と株式譲渡協議または契約を締結し、株式の投資関係を形成し、会社法に基づいて調整される。

### 3 公衆向けのエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォーム—大家投

大家投の商業モデルは米国の WeFunder と類似しており、プラットフォーム自体もクラウドファンディングを利用して成立した。天使匯、合伙圈と異なり、大家投の投資者審査標準は比較的低く、一般人も投資者として投資することが可能であり、且つ一回の投資金額の制限も低い。大家投もリード・インベスター+一般投資者の投資モデルと投資後のパートナーシップモデルを採用するが、リード・インベスターへの要求も天使匯、原始会より低く、以下のいずれの条件を満たせばいい。1. 二年以上のエンジェル、スタートアップファンドのマネジャー以上の職位の経験。2、二年以上のベンチャー経験を有する。3. 3年以上の企業経営層以上の勤務経験を有する。4. 5年以上の企業管理層の仕事経験を有する。5、2つ以上のエンジェルとしての投資経験を有する。リード・インベスターは、調達総額の5%以上を出資する必要がある、最初のプロジェクトの分析、デューディリジェンス、プロジェクトの価値評価と価格決定、投資後の管理などに全面的に参加し、重要な役割を果たしている。実務では、資金調達者はリード・インベスターにストップオプションなどのインセンティブを与えるため、投資者と企業との間に利益結合が形成され、一定程度にリード・インベスターの道徳リスクが抑制される。

大家投のもう一つの特徴としてはリスク補償金制度が挙げられる。この制度は、投資プロジェクトにおける投資詐欺の補償を目的としており、投資家の誠意金と収益の2%をリスク補償ファンドに入れることを求める。ある投資プロジェクトにおいて資金調達後2年以内に資金調達者による詐欺が行われた場合には（普通の経営失敗などを除く）、司法機関の判決に基づき、投資者の投資元本

の50%を限度としてリスク補償ファンドから補償し、投資者の投資リスクを減少させるのである。



大家投運営モデル

大家投の法律関係が前述の合伙圏などと類似している。プラットフォームは投資者と資金調達者の間で委託代理関係と仲介関係が存在する。投資者と資金管理機構の間で委託関係がある。そして投資後、リード・インベスターと一般投資者は一緒にファンドを作り、ファンドの名義で企業に投資し、株式譲渡契約または協議を締結し、株式投資関係を形成する。

#### 4 保証付エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォーム—貸帮網

保証付エクイティ・クラウドファンディングは基本的なエクイティ・クラウドファンディング業務以外に、保証の提供によって投資リスクを減少させるモデルである。典型的なケースは貸帮網である。このモデルでは、専門投資家または投資機構が推薦人としてプロジェクトを推薦し且つこれについて保証し、プ

プロジェクトが一年以内に失敗したら、推薦人が投資者の投資金を全て補償する<sup>95</sup>。つまり、推薦人は同時に保証人である。

貸帮網は2014年3月に、深圳市カンガルー運輸代理有限公司が発起した資金調達プロジェクトをスタートとしてエクイティ・クラウドファンディングの営業を正式に開始した。このプロジェクトは24%の株式を譲渡する予定で、募集金額は60万人民元であった。一口3000元人民元（0.12%株式）の価格で200口の権益を譲渡する。このプロジェクトは16日以内に目標金額を達成し、79人の投資者から60万人民元を集めた。

このようなモデルは投資者に対して投資リスクを最大限に減少させ、リスクを分散したが、推薦人の負担が大きい。そして推薦人が補償できない場合には、そのリスクは再びプラットフォームに移るため、このモデルの実例が非常に少ない。

担保つき型エクイティ・クラウドファンディングの場合には、基本的な委託代理関係と仲介関係以外に、推薦人である専門投資家または専門投資機関は投資者との間で1年間の保証契約がある。

2014年12月、中国证券业协会は「私募エクイティ・クラウドファンディング資金調達管理弁法（意見募集稿）」を発表した。この中で、プラットフォームがプロジェクトについて、株式の代理保有と担保を提供することができないと規定した。意見募集稿は実際の法律効力がないけれども、法律規制がまだ明確ではないため、各プラットフォームが法的リスクを抑制するため、意見募集稿の内容を参考して運営するケースが多い。貸帮網も保証付き型のエクイティ・クラウドファンディング業務を停止し、無保証型に変更した。

## 5 小括

中国のエクイティ・クラウドファンディングのスタートは比較的に遅く、資本市場も成熟していないため、このような新しい商業モデルに対応する制度が

---

<sup>95</sup>貸帮網のホームページ参照、

<http://www.daibang.com/community/about/mediareports/27/>、2016年11月25日閲覧。

欠如しており、投資者を効果的に保護することができない。その背景の下で、このようなハイリスク構造に対して、リード・インベスターの導入によって、リスクを抑制し、投資者の信頼感を向上させる。実務では、大部分のプラットフォームはリード・インベスター＋一般投資者モデルを採用している。しかし、英国と米国の場合には、発展は比較的に早く、資本市場は比較的に成熟し、法規制も既に存在するため、プラットフォームにより厳格的な審査を行うことによって、情報の非対称性問題を解消し、投資者を保護する実例がある。例えば、米国の Funders Club, 英国の Crowdcube は厳格な審査基準を採用し、情報の真実性と合理性両方から審査を行い、そして投資後法律、財務など面のコンサルを提供し、投資者を保護する。その場合には、プラットフォームは手数料だけではなく、投資後の収益を取得するケースもある。また、米国と英国には人数の制限がないため、投資者が直接に株式を保有し、株主権を行使する。Wefunder の場合には、プラットフォームは専門家を依頼し、デューディリジェンスにより、情報の真実性と投資価値を審査する。そして投資後もファンドを通じて株主の身分を取得するが、リード・インベスター＋一般投資者モデルと異なり、ファンドの運営管理を担当するのは Wefunder から派遣したコンサルティングである。

#### 四.エクイティ・クラウドファンディングが直面している問題—投資者保護

##### 1 投資者はクラウドファンディングの持続的発展の生命線

インターネットの普及は金融業を含む現代の商業経営モデルに多大な影響をもたらし、金融効率を向上させ、金融市場の全体の変革を促進し、中国多層資本市場構造にも深刻な影響を与えた。その内、エクイティ・クラウドファンディングは既に中国多層的資本市場の重要な一部として、新興企業、中小企業更

に一般公衆の投資に重要な意味がある<sup>96</sup>。エクイティ・クラウドファンディングは資金調達者に銀行、友人、ベンチャーキャピタルなど投資機構以外の新たな資金調達ルートを提供し、技術と創意があるが、融資能力が低い個人と起業に公衆の支持を獲得する道を開く。その他、エクイティ・クラウドファンディングを利用して資金調達する過程は実際に企業のプロジェクトのプロモーション活動を行う過程であり、企業が事前に市場の反応を判断することができ、資金以外の技術管理など面の資源も同時に手に入れることが可能である。一方、民間投資者、特に投資経験と専門知識が十分ではない公衆投資者に企業の経営成長まで参与できる投資機会を提供し、投資ルートを拡大し、公衆少額権益投資の新たな時代を開き、中小企業の資金調達ニーズと民間投資ニーズをマッチングした。エクイティ・クラウドファンディングは全社会資金の流動性とリスクキャピタルの投入を上げると言える。

しかし、エクイティ・クラウドファンディングは新しい商業モデルとしてスタートの段階であるため、市場がまだ成熟していない。相応の法規制が欠如している背景の下で、実務の展開は遥かに早い。プラットフォームの管理システムがまだ不健全であり、取引規則が整備されていない状況が投資者に情報の非対称性、契約詐欺、プログラムの過大評価、資金プール、投資後管理不明などリスクをもたらす。すなわち、法規制の欠如は投資者保護が不十分な状態で市場の乱暴な発展をもたらす。クラウドファンディングは公衆投資者の力を合わせ、社会的に分散している少額資金を活用する資金調達の方法であり、利用者の中には自らの力で自分の合理的権益をうまく保護できず専門知識と投資経験が欠如している投資者が多い。しかし、このような公衆投資者こそがクラウドファンディングの資金調達の高効率、多様な投資資源などの利点をもたらすものであり、クラウドファンディングの発展の基礎である。投資者を保護できず、彼らの信頼を失ったら、市場の資金フローも死水になり、クラウドファンディングこのモデルの命もなくなる。つまり、投資者はクラウドファンディングの持

---

<sup>96</sup> 楊東、「エクイティ・クラウドファンディングは中国多層的資本市場の重要な一部である」、中国証券報、2014年3月31日。

統的な発展の生命線である。投資者の信頼を向上させ、投資意欲を呼び起こし、エクイティ・クラウドファンディングの健全、持続的な発展を促進するため、投資者保護を中心とし、エクイティ・クラウドファンディングの法規制を整備することが必要である。

## 2. 資金調達者からのリスク

### 2.1 詐欺リスク

エクイティ・クラウドファンディングの場合には、投資者の多くは、投資経験と専門知識を有しておらず、彼らは情報取得、リスク判断と価格に関する交渉能力が欠如している。伝統的な成熟した審査基準と手続きなどがある IPO と異なり、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、参入基準、審査の手続きなどは大幅に緩和され、投資者は直接に資金調達者と交渉し、或はプラットフォームの審査と判断に頼っている、この場合には、資金調達者だけが全ての情報を把握し、不利の情報を隠し、または不実情報を提供する投機主義を取る可能性があり、詐欺リスクがある。代表的な例は the Pabst campaign 事件<sup>97</sup>と上海優環保科技事件<sup>98</sup>である。

---

<sup>97</sup>2009 年 11 月、Michael Migliozi II と Brian William Flatow は BuyBeerCompany.com というウェブサイトを作成し、その目的は公衆から 3 億ドル資金を集め、Pabst Brewing Company という米国会社を買収することである。このプロジェクトは 2 段階に分ける。まず、投資者は個人のメールアドレス、氏名及び投資金額を提出し、3 億ドルに達した場合には第 2 段階に進む。BuyBeerCompany は集まった資金を利用して、Pabst Brewing Company の買収仕事を開始し、そして各投資者に投資額に応じる所有権証書を送る。Michael Migliozi II と Brian William Flatow はさらに facebook と Twitter を利用して自分のプロジェクトを宣伝し、買収した後で Pabst の所有証書を交付すると説明した。2010 年 2 月 22 日、Michael Migliozi II と Brian William Flatow は 500 万人の投資者から 2 億ドルの投資の約束を獲得した。同年 3 月 15 日、彼らは弁護士を雇い、Pabst を購入するため Buy a Beer Company LLC を成立しようとする報道が出た。投資者は所有権証書の代わりに、新しい会社の株式を取得すると説明した。

しかし、2010 年 4 月、ウェブサイトは理由なしで、資金を集めずに閉められた。2011 年 6 月 8 日、SEC は証券法違反の理由で介入し、Michael Migliozi II と Brian William Flatow に対して停止命令を出した (See Michael Migliozi II, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, Securities Act Release No. 9216, available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9216.pdf> (last visited March 6, 2015) ; Chad Bray, Huge Beer Run Halted by Those No Fun D.C. Regulators, WALL ST. J. L. BLOG, available at

これに対して、実務ではリード・インベスター＋一般投資者モデルを採用して、リード・インベスターの能力によってプロジェクトを審査し、価値評価などを行い、投資者の投資リスクを減少させるが、ここでまたリード・インベスターの利益相反問題と道德リスクが生じ、資金調達者から利益をもらい、一般投資者を害する可能性がある。たとえこのような問題がないとしても、リード・インベスターは同時に2つ以上のプロジェクトに投資することが多く、この場合には、どこまで情報の真実性と合理性を審査し、詐欺リスクを下げるかは疑問である。プラットフォームの審査によってリスクを削減することが考えられるが、プラットフォームにとっては、プロジェクトを成功させ、手数料を取得することが目的であり、そのため、不利な情報を隠したり不実な情報を提供して、投資者の投資意欲を呼び起こすことが考えられる。

## 2.2 情報の非対称性による資金調達者の投機行為及びエイジェンシーコスト

資本市場における最大な取引コストが情報確認コストである<sup>99</sup>。伝統的な証券取引市場では、厳格な情報開示制度があり、証券会社、公認会計事務所、法律事務所など仲介機能が行うデューディリジェンス及び信用担保があるため、情報の真実性と証券価格の正確性などを確保する。しかし、エクイティ・クラウ

---

<https://blogs.wsj.com/law/2011/06/08/huge-beer-run-halted-by-those-no-fun-d-c-regulators/>

(last visited March 6, 2015))。米国証券法5条(c)項97によると、一定の除外規定に該当しない限り、SECに対して登録を行わない限り、株式の取得の勧誘を行うことができない。本件では、Michael Migliozi II と Brian William Flatow はSECに登録せず、且つ免除条件も満たせずにソーシャルメディアを通じて資金を集め、それは証券法第5(C)の規定に違反するとSECが判断し、停止命令を出した。

本件の発生時間は早いため、当時クラウドファンディングはまだ熟知されていなかった。集金、送金の仕組みもまだ未熟であった。本件は即時の送金ではなく、投資承諾という形で資金調達を行った。実際の送金は生じてないため、損害はまだ少ないが、現在の実務では、承諾ではなく、即時の送金は生じるため、一旦問題が生じたら、影響が大きい。

<sup>98</sup>中国の上海優索環保科技發展有限公司の元法人代表者段国帥は自社の株式を利用して河南省の千名以上の被害者から2億人民元超の資金を獲得した。段氏は最後に証券法における証券発行に関する規制に基づき逮捕された。

<sup>99</sup> 彭冰、「中国証券法学」、北京高等教育出版社、2007年、p5-7。

ドファンディングの場合には、情報開示が大幅に緩和され、伝統的な証券発行の仲介機構のサービスもないため、情報の非対称性が生じるリスクが大きい。

オンライン段階では、投資者は自由に投資できるが、情報の真実性の判断が困難であり、第三者専門評価機構の欠如によるリスク判断も困難であるため、非常に不利である。前述のように、資金調達者は自分の利益を最大化するため、不利な情報を隠すまたは不実情報を提供することによって、投資者から資金を取得するなど機会主義的行為を取ることがある。プラットフォームとリード・インベスターにもエイジェンシーコスト問題があり、情報の非対称性問題をうまく解決できない。

オフライン段階では、計画通りに経営することは現実上難しいし、一般投資者の情報取得能力が低いため、企業の経営状況と営利状況を把握することが困難であり、資金調達者による投資者持分の稀釈化、過度競争などの発生がある。そして、投資者と企業経営者との間、ならびに投資者と株主権を代理行使するリード・インベスター（ファンドを作り、株主権を集中行使する場合）との間に、エイジェンシーコストが生じる可能性もある。

### 2.3 投資前の支配権及び保護協議に関する相談能力の欠如からもたらされるリスク

成長志向の企業は、収益を再投資して事業を成長させるのが一般的であることから、配当収益を得ることは一般的に期待できない。このような企業の資金ニーズが高く、更なる株式による資本調達が予定されていることが通常であることから、持分が稀釈化していく。これに対して、専門的な投資者または投資機関は事前に支配権及び保護協議に関する交渉によって自らを保護することができるが、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、このような投資経験と知識を有していない一般投資者が多く、彼らは企業と交渉する能力が欠如しており、自らの力でこのリスクを防止することが困難である。

## 2.4 経営失敗のリスク

ベンチャー企業の財務、経営状況はまだ安定しておらず、市場もまだ成熟してないため、失敗の確率が非常に大きい。エクイティ・クラウドファンディングの場合には、収益モデルがまだ確立していないベンチャー企業への投資が含まれることから、経営失敗で投資家が損失を被る危険性が高い。

## 2.5 流動性リスク

現在、エクイティ・クラウドファンディングの取引市場がなく、将来の上場やバイアウトも確約されていないため、仮に投資対象企業が成功したとしても、株式を売却する機会が与えられない可能性がある。仲介者であるプラットフォームは証券発行の場だけを提供しており、株式取引と再譲渡などサービスは提供しない。このような状況で、流動性が低く、資金を回収できないリスクがある。これに対して、実務では、新三板と区域性株権譲渡システム<sup>100</sup>に繋がるケースがあり、事前に退出のルールを確保し、流動性リスクを抑制する。米国には、2015年7月8日、下院金融サービス委員会による「Main Street Growth Act」が提出され、「投資取引所」と呼ばれる流通市場 (secondary electronic market) の設立により、スタートアップ企業と中小企業の投資者の流動性リスクを減少させる提案がある。

---

<sup>100</sup>区域性株式取引市場は一定の区域内の企業に株式・債券の譲渡と資金調達サービスを提供する私募市場であり、取引所市場・新三板と共に中国の多層化資本市場システムを形成し、異なる規模、発展段階、業界の企業に自らの特徴に応じる資金調達の場を提供する。企業のコンプライアンス基準が比較的に高い新三板に比べ、区域性株式取引市場は十分な資金調達効能と取引効能を提供できないが、企業に自分展示の場を提供する。新三板と区域市場の相違性から見ると、市場地位について、新三板は全国性取引市場であり、区域市場は一定の区域に限定される。前者の監督部門は証券監督委員会であり、後者のは証券業協会である。新三板の企業は主板、中小板、創業板に転移するが、区域市場は新三板に転移する。株価形成規制から見ると、新三板は株式取引によって価格を形成し、区域市場は会社の純資産によって株価を確定する。市場の活性度からみると、新三板の企業の株主人数が200人超過可能であり、取引が比較的に活躍である。区域市場の企業の株主は200人を超えてはならず、取引が活発ではない。そのため、新三板の資金調達能力は区域市場より強い。登録コストも異なり、新三板は500万人民币元であり、区域市場の登録コストは120万人民币元である。

### 3. プラットフォームからのリスク

#### 3.1 情報開示のリスク

情報取得能力が低い投資者は自らの力で資金調達者から必要な情報を取得することが難しく、直接に投資判断に係る情報の取得と審査が全てプラットフォームに頼っている。しかし、エクイティ・クラウドファンディング市場がまだ成熟しておらず、情報の開示基準と手続き、プラットフォームの参入基準などがまだ明確ではないため、プラットフォームの情報取得能力と審査能力は確保できない。その時、情報の完全性と真実性を確保できないと、無論投資者の投資安全に直接に係っている。そして、クラウドファンディングプラットフォームは全ての情報を集め、預かるため、ここでまた個人情報と企業の情報安全（商業秘密などの濫用リスク）問題があり、情報開示する時に有効な情報保護システムが要求される。

#### 3.2 道徳リスク

プラットフォームの目的は手数料の取得である。そのため、プロジェクトを完成させる意欲からもたらした審査標準の低下、誤導的な宣伝と情報隠し、情報を不実に投資者に伝え、更に資金調達者と通謀の詐欺行為が発生する道徳リスクがある。

#### 3.3 経営管理リスク

資金調達者と同じように、プラットフォームも経営管理リスクがある。参入基準と経営規則など法規制がまだ整備していなく、市場もまだ成熟していないため、プラットフォームとして必要な条件も明確ではない。そのため、市場におけるプラットフォームは玉石混交であり、経営モデルもそれぞれ異なる。審査能力、監督管理能力など専門性の欠如、投資失敗プロジェクトの賠償からもたらした倒産リスクがあり、一旦プラットフォームが経営管理問題で倒産した場合には、資金調達中のプロジェクトに対して、全ての資金を返却することになる可能性があり、投資者の合理的な投資権利を害する。

#### 4 規制法の欠如と監督の不明確による法的リスク

##### 4.1 刑法上の問題—違法集金との区別が曖昧

現在、クラウドファンディングについて、法律がまだ確立されていないが、2015年の政府報告及び同年7月18日の「インターネット金融の健全な発展の促進に関する指導意見」から政府がこれに対する支持の立場は明確である。ただし、現在の法律によると、また刑法、証券法と会社法の面では問題がある。

##### 4.1.1 美微伝媒からの考察—インターネット時代における違法集資の変容

2012年10月と2013年1月、美微伝媒は「淘宝网（タオバオ）」で経営している「美微会員カードオンライン直営店」を通じて、2回にわたり公衆に株式付会員カードの販売により会社の株式を譲渡した。しかし、このような行為は違法集金に該当する恐れがあり、2回目の資金調達が行われた後で、証券監督委員会が美微伝媒のCEOに事情聴取を行い、タオバオはその後、美微会員カードオンライン直営店に閉店を命じた。2013年5月、証券監督委員会は美微伝媒の行為を違法証券活動と認定し、美微伝媒の違法活動を即時に停止し、集まった資金を投資者に全額返還することを要求した。タオバオのようなプラットフォームを利用して公衆に株式を発行する行為は無断株式発行の疑いがあると指摘した<sup>101</sup>。

インターネット時代では、急速に発展しているIT技術が金融商品の多様化と複雑化を促進し、実務は法規制より遥かに早く発展する状況が表われた。効率的な監督管理の欠如、より多いステークホルダーとより広い地域範囲、宣伝スピードの加速とより大きな影響力、変わりやすく且つ高隠蔽性の犯罪手法、当事者の自己保護意識及びリスク認識の欠如はインターネットファイナンス案件の多発をもたらし、監督部門に大きな挑戦を与えた。

---

<sup>101</sup> 羅東・史小兵、「朱江：タオバオで株式を売る」、21世紀商業評論、2013年09期、p85-86。

2012 年の調査により、38%の回答者がインターネットファイナンス犯罪を経験したことがある。2013 年中国における違法集資案件は 3700 件前後、加害者から取り戻した金銭的損失は 64 億元以上に達した。このような犯罪は投資者の個人財産の侵害だけではなく、金融秩序と社会安定性の破壊など悪影響ももたらした。

しかし、司法実践では、エクイティ・クラウドファンディングの明確な判断基準が欠如しているため、このような資金調達行為と他の違法集資の行為と区別することが困難であるため、監督部門による監督は投資者の大規模損失の発生などの事件が発生して初めて行われる場合が通常であり、損失発生の有無を合法または違法の判断標準とする。募集中の沈黙は法律の予測可能性、安定性を阻害し、監督欠如と懲罰過度の問題を生じさせる。そのため、クラウドファンディングと違法集資の差別の明確化が必要である。

#### 4.1.2 関連法分析

違法集資が最初に司法に現れたのは 1996 年最高人民法院の「詐欺案件の審理における法律の具体的な運用に関する若干問題の解釈」<sup>102</sup>である。当該解釈第三条 3 項により、「違法集資は法人、他の組織または個人が有権機関の許可を得ずに社会公衆から資金を集める行為である。」定義から分かるように、違法集資は集金に関する罪の包括的罪と解釈した。2008 年 1 月 2 日最高人民法院、最高人民検察院、公安部、中国证券監督委員会「違法証券活動の規整(整治)に係る関連問題の通知」には、以下のように集金に関する罪の対応方法を指摘した。法により許可を得ずに、無断で証券を発行し、犯罪の疑いがあるとき、「刑法」第 179 条の規定に基づき、株式会社債無断発行罪で刑事責任を追及する。法により許可を得ずに、証券発行の名目で、違法証券活動を実施する時、犯罪の疑いがあ

---

<sup>102</sup> 中国の刑法体系には、公安部、最高人民法院、最高人民検察院が常に変わっている実務における問題に対応するため、自らまたは一緒に解釈、意見、規定あるいは通知の形である問題についての司法判断標準及び法解釈を公布する。法律ではないが、下級人民法院、検察院、公安部に拘束力がある。

るとき、「刑法」第 176 条、第 192 条など規定に基づき、公衆預金不法集金罪、集資詐欺罪など罪名で刑事責任を追及する。犯罪にならないとき、「証券法」及び関連法律の規定で行政処罰する。仲介機構が非上場会社の株式を違法代理で売買するとき、犯罪の疑いがあるとき、刑法第 225 条の規定により、違法経営罪で刑事責任を追及する。非上場会社の株式社債の発行を代理した仲介機構が無断株式発行の疑いがあるとき、犯罪になった時、「刑法」179 条の規定に基づき株式無断発行罪で刑事責任を追及する。非上場会社と仲介機構が共謀で無断株式発行するとき、犯罪になった場合、無断株式発行罪の共犯で処する。犯罪にならない場合、「証券法」及び関連法律の規定で行政処罰する。

上述の解釈によって、集金に関する罪の対応が前より明確になったが、刑法上その 4 つの罪自体の判断標準がまだ曖昧である部分が存在しているため、各裁判所の判断が異なり、司法上の混乱をもたらし、法の指導性がなくなり、公正と権威性に欠けている。

2015 年 8 月 18 日、証券監督委員会は、立法が不明確なことに起因してエクイティ・クラウドファンディングの経営が混乱していることから、特にプラットフォームについて検査を行った。その結果、証券監督委員会は、違法証券発行及び証券業務の違法経営の疑いがある仲介業者について、証券法 186 条に基づき、公安部門に移送し、刑事責任を追及した。

これに基づき、本稿はエクイティ・クラウドファンディングに対する違法集資犯罪の該当性を分析する。

#### 4.1.3 エクイティ・クラウドファンディングに対する刑法の該当性分析

##### 4.1.3.1 エクイティ・クラウドファンディングに対する 176 条公衆預金不法集金罪の該当性

刑法 176 条により、公衆預金不法集金罪は以下のように定義された。公衆の預金を不法にまたはそれに準ずる方法により集め、金融の秩序を妨害したことである<sup>103</sup>。

---

<sup>103</sup> 刑法 176 条は、下記のように定める：

公衆預金不法集金罪の主体を分析すると、クラウドファンディングが公衆預金不法集金罪に該当するか否かを検討する場合、発行者とプラットフォームの双方について検討する必要がある。まず、本罪の主体から見ると、一般主体であり、個人と単位の両方に適用される。資金を調達する発行者は無論該当する。プラットフォームの該当性については、実際の行為によって判断する。実務における仲介業者のやり方から分析すると、3つの情況に分けることができる。1. ただ取引の場を提供し、投資者自身がリスクを負担する場合、プラットフォームは本罪に適用されない。2. もし信用転換の機能を有し、株式・社債など債券を発行する場合、単独で適用されなく、資金調達者と共謀する場合、共犯で処する。3. また一部の仲介業者は実際に自らの資金調達のため、プラットフォームを成立して、資金を集める場合、単独で適用するが、この場合では仲介業者であると同時に発行者の身分も有し、通常は発行者として処する<sup>104</sup>。

前述の分析から見ると、発行者は無論本罪の主体である。仲介業者が本罪に該当するのは、発行者の共犯かもしくは発行者となる場合である。従って、本稿は発行者を中心として分析する。

構成要件該当性について、本罪が成立するためには、刑法 176 条に規定する「公衆の預金を不法にまたはそれに準ずる方法により集める」という行為に該当する必要がある。ただし、1997 年刑法ではこの罪名が既にあったが、要件が明確ではなかった。1998 年 4 月国务院「違法金融機構と違法金融業務活動取締方法」には、初めて公衆預金不法集金の行為について解釈した。つまり、公衆預金不法集金とは、中国人民銀行の許可を得ずに、社会不特定対象から資金を

---

「1 項 公衆の預金を不法にまたはそれに準ずる方法により集め、金融の秩序を妨害したものは、3 年以下の有期徒刑または拘留に処し、2 万元以上 20 万元以下の罰金を併科または単科する。数額が非常に大きい時またはその他の重い情状があるときは、3 年以上 10 年以下の有期徒刑に処し、5 万元以上 50 万元以下の罰金を併科する。

2 項 組織体が前項の罪を犯したときは、組織体に対して罰金を科するほか、その直接責任を負う主管者及びその他の直接責任者も、前項と同様に処罰する。」

<sup>104</sup> 彭冰、「P2P ネット貸付と違法集資」、金融監管研究、2014 年 6 期。

集め、証書をだし、一定期限内に元本償還を約束する活動を指す。それに準ずる方法というのは、中国人民銀行の許可を得ずに、公衆預金を集めるという名目ではなく、社会不特定対象から資金を集めるが、元本償還義務の履行約束や公衆からの預金集金という点で同じ性質を有する活動を指す。同時に、「法に許可されずに、いずれの名義で社会不特定対象に向けて行う違法集金活動」という条項を設けた<sup>105</sup>。それは監督部門に多大な権限余地を残し、執行の柔軟性を与えた。しかし、条文で別れるように、それは最初に商業銀行等金融機構の違法金融業務を規制するために設けた条文であるため、集金方法は絶えずに拡大している現在、政策と行政命令によって、この条文が拡大解釈され、預金の概念が変化され、元本償還の債権債務関係と解釈された<sup>106</sup>。ここからもたらした一つの問題は、実務では、集金の目的、結果の影響力を区別せず、間接金融と直接金融を混同し、大部分の違法集資行為は本罪によって規制する。包括的に適用される罪となった。この不明確の結果、市場主体が民間の資金調達について安定な予測ができず、更に民間資金調達のコストのリスクが増え、民間金融システムの養成に悪影響を与える<sup>107</sup>。

それに応じて、2010 年最高人民法院が「最高人民法院が違法集資刑事案件を審理する場合法律の具体的運用に関する若干問題の解釈」（以下は解釈という）を公布した。解釈第 1 条<sup>108</sup>は、公衆預金不法集金の行為をさらに明確にし、次の 4 つの要件をすべて満たす場合に、本罪が成立すると定めた。すなわち、

---

<sup>105</sup> 「違法金融機構と違法金融業務活動取締方法」第四条参照。

<sup>106</sup> 下記の 2010 年「最高人民法院が違法集資刑事案件を審理する場合法律の具体的運用に関する若干問題の解釈」第 1 条 3 項を参照する

<sup>107</sup> 劉偉、「公衆預金違法集金罪の拡張と限縮」、政治と法律、2012 年 11 期、p43-44。

<sup>108</sup> 「最高人民法院が違法集資刑事案件を審理する場合法律の具体的運用に関する若干問題の解釈」第 1 条：国家金融管理法律規定に違反し、社会公衆(単位と個人を含む)に向けて資金を吸収する行為、以下の四つの条件を同時に満たす場合、刑法により別の規定がある場合を除き、刑法 176 条が規定する公衆の預金を不法にまたはそれに準ずる方法により集める罪と認定すべきである。1. 法により関連部門の許可を得ずに、または合法経営形式を借りて資金を吸収する場合 2. マスコミ、プロモーション、チラシ、携帯メッセージなどルートで社会に公開的宣伝する場合 3. 期限内に貨幣、現物、株権

1. 法により関連部門の許可を得ずに、または合法経営形式を借りて資金を吸収する場合、
  2. マスコミ、プロモーション、チラシ、携帯メッセージなど経路で社会に公開的宣伝する場合、
  3. 期限内に貨幣、現物、株権等方法で元利償還または収益を支払うことを承諾する場合、
  4. 社会公衆すなわち非特定対象に資金を吸収する場合、
- である。

つまり、エクイティ・クラウドファンディングはこの4つの要件を同時に満たす場合、本罪に該当する。従って、この4つの要件について、それぞれ分析する。

まず、第一の要件については、法により関連部門の許可を得ずに資金を吸収することか、あるいは、合法経営形式を借りて資金を吸収することのいずれかを満たせばよいと解釈される（ただし、この点に関しては、両方の条件を満たす必要があると解することも可能であるとの見解もある<sup>109</sup>）。前者の「法により関連部門の許可を得ずに資金を吸収すること」という要件に関しては、クラウドファンディングに関して関連部門の許可が必要であるかが問題となる。この点に関しては、クラウドファンディングが新たな資金調達手法であるため、法律上の規定がない。明確な禁止規定がない以上、関連部門に許可を求める必要はなく、関連部門の許可を得ずにクラウドファンディングを通じて資金を調達する行為は、本要件に該当しないと解すべきである。

次に、「合法経営形式を借りて資金を吸収すること」という要件に関しては、多くの違法集金者は自己の集金行為を隠すため、常に集金の取引を他の各種類

---

等方法で元利償還または収益を支払うことを承諾する場合 4. 社会公衆すなわち非特定対象に資金を吸収する場合。

社会に公開的に宣伝なし、親戚と友人または単位内部に特定対象に向けて資金を集める場合、公衆預金不法集金罪に属さない。

<sup>109</sup> 羅至晔・单穎輝,「クラウドファンディングと違法集資の本質区分」、中国検察官、2015年8期、総225期、p78。

の取引に偽装し、例えば商品売買または生産経営活動の形で違法集金行為の認定を避ける<sup>110</sup>。本条はこれを規制するために設けられた。ただし、この文言から何が違法な行為か明確であるとは言えない、解釈2条では、よくある10種類の行為を挙げた。その内、クラウドファンディングに関する部分は5, 8, 11項である。5項は株式会社債発行の真実の内容が有しない場合、虚偽な株式譲渡、虚構債券など方式で違法的に資金を集める場合、8項は投資、株式取得（中国語：投資入股）の方式で違法的に資金を集める場合、11項はその他の違法集金の行為。これから見ると、この要件では、形式が合法であるようが、目的が実際に違法であることがポイントである。いわば、目的と形式が異なる。クラウドファンディングの目的は株式発行によって資金調達することで、形式も株式発行であり、形式と目的は一致するため、この部分に該当しない<sup>111</sup>。

従って、エクイティ・クラウドファンディングは第一の要件に該当しないと解すべきである。

次に、第二の公開性の要件について、「解釈」第1条によって、公開宣伝はマスコミ、プロモーション、チラシ、携帯メッセージなど経路で社会に公開的宣伝をする行為。「2014年最高人民法院・最高人民検察院・公安部「違法集資刑事案件の法律適用の処理に関する若干問題の意見」（以下は「意見」という）はその範囲をさらに拡大し、「各経路で社会公衆に資金吸収の情報を伝播する場合、及び資金吸収の情報が公衆に拡散することを承知するが、それを放任するなど場合を含む」となった。つまり、不作為も犯罪になった。クラウドファンディングの特徴の一つはネット上のプラットフォームを利用してプログラムを宣伝する。その開放性と公開性を通じて、公衆がプログラムの情報を取得し、そして投資意向がある投資者がそのプログラムに参加する。従って、それは「資金

---

<sup>110</sup> 近年以来、有名なのは芸術品の持分化販売、アリ代理養殖など。

<sup>111</sup> この要件の判断標準について、彭氷教授は投資者の受動性によって取引の本質を判断し、本要件に該当するかどうかを決定する意見もある。（彭氷、「P2P ネット貸付と違法集資」、金融監管研究、2014年6期）エクイティクラウドファンディングの場合、投資者は自らの判断で投資決定を下し、その角度でも該当しないと解すべき。

吸収の情報が公衆に拡散することを承知するが、それを放任する」に該当する可能性が高い<sup>112</sup>。

第三は利益誘導性、つまり期限内に貨幣、現物、株権等方法で元利償還または収益を支払うことを承諾する行為に該当する必要がある。ただし、エキイティ・クラウドファンディングが経済収益以外、プログラムの参加、完成、社会貢献など多様な目的を重視し、特にエキイティ・クラウドファンディングは株式投資であり、通常は一定期限内に元利償還または収益の支払を承諾しないため、本要件に該当しないといえる。しかし、元利償還または収益を承諾する場合は本要件に該当する。その他、これについて、貸付型クラウドファンディングは該当する可能性が高い。貸付型クラウドファンディングの基本的な取引方式としては貸付であり、元利償還が当然のことである。<sup>113</sup>代表的な判例は「東方創投案」<sup>114</sup>である。

---

<sup>112</sup>本罪の目的から見ると、公衆預金不法集金罪の犯人は資金不足の問題を解決し、国家の関係主管部門の許可を得ずに、または法律で明確に禁止する方法で、金融業務、金融機構の資本及び貨幣経營業務を行う。ただし、クラウドファンディングの利用者は価値の創造と生産、イノベーション及び金融創新の促進を目指し、資金募集が困難またはコストが高い中小企業を支え、プロジェクトのリスクマネジメントを求める。本罪の該当性を判断する場合、利用者の主観目的及び客観的なやり方を一緒に評価する必要がある。

彭冰は更に問題は公開宣伝の手法ではなく、社会への危害性の大きさこそは判断の標準であると指摘した。行政監督者にとって、社会公衆に資金を集めれば、公開宣伝の手段を採用するかしないかは全て違法集資として認定することができ、公開宣伝が本罪の要件ではないと主張した。(彭冰、「P2P ネット貸付と違法集資」、金融監管研究、2014年6期)

<sup>113</sup>但し、この点について、劉新民は「公衆預金不法集金罪の証券法規制研究」において、異なる意見を提出した。彼の研究により、我々が公衆預金不法集金と呼ぶ行為は実際に資本市場のイノベーションであり、米国を代表とする資本市場が発達した国または地域においては「投資契約」認定されており、常に合法である。特に貸付型資金調達について、その本質は個人と企業間の借金契約であり、1999年「公民と企業との間の貸付行為の効力問題をどのように確認するかに関する回答」は、「公民と非金融企業との間の貸付は民間貸付に属し、双方当事者の意思表示が真実であれば有効と認定することができる」、つまり、企業が個人から資金調達することは法に保護され、約束した利息率は国家基準利息の4倍を超えない場合、合法である。これについて、民事責任優先の原則に基づき、公衆投資者の保護を強化すると指摘した。(劉新民、「公衆預金不法集金罪の

最後の社会性について、エキイティ・クラウドファンディングの該当を分析する場合、重要なのは社会公衆すなわち不特定対象の認定である。今まで、公

---

証券法規制研究」、華東師範大学学報（哲学社会科学版）、2015 年 3 期）。クラウドファンディングの場合では、仲介業者は存在しているが、結局最後の契約は常に個人と企業の借金契約なので、劉氏の研究により、刑法上の責任を追究することより、民事責任を強化することにより公衆を守るほうが合理である。同じ見解を持っているのは彭氷である。彼が「P2P ネット貸付と違法集資」の論文には、公衆は自らを守る能力がなく、且つ多人数の場合で内部協調、統一行動の困難がある。また、リスクを分散する能力がないため、投資失敗後の損失が大きく、常に公共性の政治問題になり、政府は介入をせざるを得ない。従って、未来の収益で社会公衆を誘い、資金投資を集めることについて、その収益は固定であろうか不確定の利潤であろうか、多数の国家において、それは行政許可が必要とする集金行為である。ただし、他の国ではそれは証券法で規制されるが、中国では刑法が時々介入する。刑法の過度介入は金融発展を害し、彭氏はこれについて、否定的な意見を持っている。

114 2013 年 5 月、被告邓亮は深圳市誉東方投資管理有限公司を設立し、邓氏は法人代表者及び会社の責任者を担当した。被告李澤明は運営監督を担当し、会社の広告宣伝、人員招聘、サービス管理などを担当する。深圳市誉東方投資管理有限公司は 2013 年 6 月 19 日「東方創投」というネット上の投資プラットフォームを成立し、社会公衆に P2P 貸付投資モデルを宣伝した。資金の仲介サービスを提供するという名目で、毎月 3%～4%の利息（1 ヶ月 3.1%、2 ヶ月 3.5%、3 ヶ月 4%、それに応じる年間収益は 37.2%、42%と 48%）を承諾し、ネット上のプラットフォームを通して公衆預金を集める。被告邓氏の供述によると、東方創投を利用する投資者は実名認証で登録する必要があり、且つ「四方共同借金協議」を締結する。現在の登録ユーザーは 2900 人であり、実際の投資人数は 1330 人である。最高の投資金額は 280 万人民币元であり、最低の投資金額が 300 万人民币元である。投資の項目は主に不動産、企業経営借金、信用ローンなどである。2013 年 10 月 31 日まで、「東方創投」は既に 1.27 億人民币元を集めた。しかし、6%以上の不良債権は回収できず、東方創投の資金繰りが悪化し、結局支払い不能になった。集まった金額の中で、既に支払った部分は 7471.96 万人民币元であり、まだ返還してなかった元金は 5250.32 万人民币元である。2013 年 11 月 2 日、被告邓氏は公安機関に自首した。2013 年 12 月 18 日、被告李氏は公安機関に自首した。立証、弁護を経て、裁判所は東方創投の法人代表者邓氏と運営監督の李氏は国家金融管理法規に違反し、違法な形で社会公衆から資金を集め、金額が大きく、その行為が公衆預金不法集金罪に該当すると判断した。邓氏は会社の法定代表者と責任者であり、全面的に集めた資金を支配しており、主要犯罪行為を行い、主犯で判断すべき。被告李氏は雇用される形で犯罪に参加しており、会社の運営管理に責任を負ったが、集まった資金に決定権がないため、従犯と扱う。二人は自首の情状があるため、最後に、邓氏は 3 年間の有期徒刑及び 30 万人民币元の罰金を併科する。李氏は有期徒刑 2 年、執行猶予 3 年、5 万人民币元の罰金を併科する。

衆の認定について、様々な論争があり<sup>115</sup>、但し、本罪は公衆を不特定対象と解釈したため、本稿はこれに基づいてエクイティ・クラウドファンディングの該当性を分析する。不特定対象について、孫国祥と魏昌東の意見により、「公衆は社会上の不特定群体である」<sup>116</sup>、陳興良はそれを「この公衆は、社会における不特定の多数人（単位を含む）」と解釈した<sup>117</sup>。高銘暄、馬克昌は類似している意見を持っている。「違法集資の行為が規制する対象は社会上不特定の多数人であり、本单位内部の人または少数の人ではない」<sup>118</sup>。「公衆は多数人または不特定人（単位を含む）」という意見もある。<sup>119</sup>更に、劉憲権は「抽象的に特定と不特定を解釈することは公衆性の理解に何の価値もない、人数で対象の不特定を決めるほうがよい」と主張した<sup>120</sup>。学者の解釈から見ると、公衆が不特定対象である場合には、不特定の属性以外、多数人という条件もあるべきである。

日本と台湾の立法例を参考すると、直接不特定と多数人の概念を法に入れた。日本「出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律」第1条には、「何人も、不特定且つ多数の者に対し、後日出資の払いもどしとして出資金の全額若しくはこれをこえる金額に相当する金銭を支払うべき旨を明示し、又は暗黙のうちに示して、出資金の受入をしてはならない。」同法第2条2項も「前項の「預り金」とは、不特定かつ多数の者からの金銭の受入れであつて…」と規定した。台湾「銀行法」第5-1条には、「本法が言う預金の受入は、不特定多数の人から資金を受入れ、且つ元本償還または相当或は元本より高い金額の支払い

---

<sup>115</sup> 一部の学者が公共安全危害罪における公共の解釈を本罪の公衆に対する解釈に導入したい。劉憲権「中国刑法学講演録」人民出版社2012年版、p581、ある学者はさらに刑法における公共=公衆と解釈した。吳貴森「刑法上「公共」の概念の分析」、「法学評論」2013年第1期

<sup>116</sup> 孫国祥・魏昌東、「経済刑法研究」、法律出版社2005年版、p325。

<sup>117</sup> 陳興良主編、「罪名指南」、中国人民大学出版社2008年版、p411。

<sup>118</sup> 高銘暄・馬克昌主編、「刑法学」、中国法制出版社2007年版、p493。

<sup>119</sup> 張明楷、「刑法学」、法律出版社2007年版、p584。

<sup>120</sup> 劉憲権主編、「刑法学研究—吳英案の罪と罰の研究專題」、上海人民出版社2012年版、p153-154。

を約束する行為である」。不法集金行為は合法の集金行為と相対的な行為であり、両者がいう「公衆」は一致する必要がある、台湾と日本の立法例は中国に良い参考になれば、人数まで拡大解釈することは合理だと考えている。本罪の保護法益は金融秩序であり<sup>121</sup>、少数人は一般的にそこまで影響できない。従って、例えば不特定であるとしても、人数が少ない場合、一般的な行政違法と認定すべきである<sup>122</sup>。

また、不特定の属性から見ると、解釈によって、「社会に公開的に宣伝せず、親戚と友人または単位内部に特定対象に向けて資金を集める場合、公衆預金不法集金罪に属さない」と定め、「親戚、友人と単位内部の人」を不特定の対象から排除した。ただし、「違法集資刑事案件の法律適用の若干問題に関する意見」第3条2項によって、資金吸収を目的として、社会人員を単位内部人員に吸収し、且つ彼らから資金を集める場合、公衆から金を集めると認定する。つまり、資金吸収の目的があれば、例えば単位内部の人から集金することも本罪該当する可能性がある。

最近の実務では、不特定を回避するため、投資者をプラットフォーム会員に登録させる会員制度が流行っており、上述の意見によると、この方法は刑法違反の可能性はある。

但し、最近の判例から見ると、これについて異なる意見が出た。2015年8月北京飛度网络科技有限公司 vs 北京諾米多餐飲管理有限責任公司の案件<sup>123</sup>には、海淀人民裁判所は会員制の合法性を認めた。

裁判所の意見によると、本件における投資者は全て「人人投」に実名登録した会員であり、人員総数は200人の上限を超えない。2015年8月中国人民銀行など十部門が共同で公布した「インターネットファイナンスの健康発展を促進

---

<sup>121</sup> 劉遠、「金融詐欺罪研究」、中国檢察出版社2002年版、p325。

<sup>122</sup> 賀衛・王魯峰、「公衆預金不法集金罪における公衆の認定標準を論じる」、法学、2013年11期、p159。

<sup>123</sup> 詳細な事件説明と分析はp106を参照する。

することに関する指導意見」の精神と「証券法」第10条<sup>124</sup>の規定に基づき、創新を支持する角度で、裁判所は本件に係るクラウドファンディングの取引は「公開的に証券を発行すること」に属さなく、「証券法」第10条の規定に違反しないと判断した。

不特定対象について、米国の最高裁判所では有名な評論がある<sup>125</sup>。「最も広い意味からいうと、公開は一般公衆（不特定対象）を指し、共同的にある背景または特徴を有する個人群体（不特定対象）とは異なる。但し、実務の角度から見ると、この区別の意味が多くない。全ての赤い髪の人、またはシカゴ或はサンフランシスコのすべての住民、GM会社或は米国電話会社の全ての現在の株主（即ち特定対象）に対して証券を発行することの公開性は、明らかに制限なし全世界に（不特定対象）証券を発行することの公開性より少なくない」。従って、単純な文言解釈より法規制の目的から検討することが合理である。

彭氷は法規制の目的から論じた。集金行為が監督される理由としては社会公衆が自ら保護する能力がなく、国家の特別保護が必要ということである。つまり弱者保護である。そのため、公衆または不特定対象を定義する核心標準は集金対象が自ら守る能力の有無である。各国の立法例及び実務経験により、3つの種類の人集金取引上自らを守る能力があると認めた。1. 集金者に特別関係がある群体、2. 十分な投資経験を有する群体、3. 一定の資産を有する群体であ

---

<sup>124</sup> 公開的に証券を発行する場合、法律、行政法規規定の条件に該当する必要がある、且つ法により国务院証券監督管理機構または国务院が授権した部門に報告し、審査を通さないといけない。審査を通さない場合、いかなる単位または個人は公開的に証券を発行することはできない。

以下の状況がある場合、公開発行に属する

- (一) 不特定対象に証券を発行する
- (二) 特定対象に証券を発行、累計 200 人を超える
- (三) 法律、行政法規が規定する他の発行行為

非公開的な証券発行は広告、公開勧誘と形を変えた公開方式を採用することができない。

<sup>125</sup> SEC v. PalstonPurina Co., 346 U.S. 119 (1953), n. 124.

る。いわば、適格投資者制度である。適格投資者に対して、特別監督がいらない。<sup>126</sup>そうすると、単純な「親戚、友人と単位内部の人」を不特定の対象と認定することは不合理性があり、親戚の概念が広すぎ、異なる親戚と集金者の関係も異なり、一斉に排除することは合理ではない。また、単位内部の集金について、単位の規模が大きい場合、従業員の数が多く、集金規模も大きい。その上、ある程度の強制性もあるため、この集金の行為は監督の対象とすべきである。例えば、華為は7年間、内部バーチャル株式の発行によって、6.9万従業員（総人数は14万）から270億人民元を集めた<sup>127</sup>。この行為は会社内部とはいえ、規模が大きすぎるため、監督範囲外とするならば不合理である。そのため、集金者との関係、自己保護能力の有無から審査すべきと彭氷が主張した。彼の意見に基づき、つまり、エクイティ・クラウドファンディングが適格投資者から資金調達する場合、または投資者教育を通じて投資者に自己保護能力を有させる場合には、本罪に該当しない。

つまり、特定と不特定の概念というのはリスク負担能力が強い投資者と弱い投資者を区別するためである。会員制というやり方について、プラットフォームは登録会員に審査を行い、その収入と投資能力に基づいて投資制限を設ける。それはまさに適格投資者の考え方の利用であり、投資者を保護する措置と評価できる。また、宣伝の面から見ると、選別された会員しか全ての投資情報が見えないため、影響範囲を縮小し、投資者を保護する。この面から分析すると、登録会員は確かに特定対象と認定され、本要件に該当しない。

「汎衆型経済犯罪問題研究」という課題組はまた実務の立場から、同じ結論を下した<sup>128</sup>。

最後に、本稿はまた語意からその不特定を分析する。

---

<sup>126</sup> 彭氷、「P2P ネット貸付と違法集資」、金融監管研究、2014年6期、p16。

<sup>127</sup> 明叔亮など、「華為株式の虚実」、財經、2012年第16期。

<sup>128</sup> 課題組の研究によって、本要件の該当性は、社会性（公衆への随時の拡散性）、社会影響力から審査すべきと解釈した。（「汎衆型経済犯罪問題研究」課題組、「公衆預金違法集金罪の構成要件の解釈と認定」、政治と法律2012年11期）。

前述のように、不特定は相対的な言葉であり、不特定と特定の制限は外部性と内部性に表す。対象を内部の少数人に制限したら、影響の範囲も比較的にコントロールし易い。そのため、影響と対応の範囲から判断することは一つの方法である。前述のように、会員制を利用すれば、影響範囲は登録会員に限定され、会員人数が 200 人を超えない場合、判例で示すように、その合法性が認められた。

従って、少人数、社会影響力いわば影響範囲が限定された会員制を利用するエクイティ・クラウドファンディングは本罪に該当しないと解する。但し、人数が 200 人以上、影響範囲が大きい場合、本罪に該当する可能性がある。

#### 4.1.3.1.1 判例分析—E 租宝事件

金易融（北京）网络科技有限公司は鈺誠グループの完全子会社であり、主として A2P (Asset to Peer)、つまり金融機構またはそれに準ずる非金融機構が管理運用する資産を個人投資者向けに証券化するファイナンスリースを経営する会社である。2014 年 7 月、当該会社が運営するウェブプラットフォーム E 租宝がオンラインで営業開始し、E 租財富、E 租年享などファイナンスリースの債権譲渡を提供し、つまり貸付型クラウドファンディングを提供する。その他、クラウドファンディングのハイリスク構造に対応し、投資者の投資意欲を呼び起こすため、E 租宝は担保会社とファクタリング会社と連携し、投資者に担保とファクタリングサービスを提供する。予期年収益率は 9.0%—14.2%である。このような高収益率によって、E 租宝の取引規模の拡大は非常に迅速であり、また従業員に会社の商品を引き受けることを要求し、個人責任販売のモデルでビジネスがどんどん拡大した。2015 年 11 月末まで、取引金額は 703 億元であり、業界 4 番目を占めた（零壹研究院の研究データにより<sup>129</sup>）。2015 年 12 月まで、取引金額が 762 億元であり、投資者は 115 万人に達した。しかし、2015 年 12 月 3 日、E 租宝深圳宝安の支社が臨時検査をうけ、12 月 8 日にプラットフォームのホー

---

<sup>129</sup>零壹研究院のホームページ、<http://data.01caijing.com/>参照、2016 年 11 月 26 日閲覧。

ムページが開けなく、そして 16 日に、広東省公安庁より、犯罪の嫌疑はあるために立案調査された。2016 年 1 月 14 日、北京検察機関は E 租宝の実際支配者である丁氏に対して集資詐欺罪、預金不法集金罪の嫌疑で逮捕した。E 租宝の営業開始から 1 年半も経過しない間に、被害者が 115 万人、違法集資で 598 億元を取得したと警察は発表した<sup>130</sup>。投資者の地理的分散性と大規模を考慮し、今回の事件で、公安部は違法集資案件投資者情報登録プラットフォームを設立し、開放的な登録システムを提供した。

E 租宝事件における主な犯罪手法は、虚偽のプロジェクト・担保・企業情報を利用して投資者を欺くことである。実際には A2P のプラットフォームは通常、ファイナンスリース会社がプロジェクトからの利ザヤを取り、プラットフォームは仲介費用を取る。但し、今回の事件では、ファイナンスリースの形で投資すると説明したが、95%のプログラムは鈺誠グループの子会社または関係会社の虚偽のプロジェクトであった。資金は金易融の関連会社に流出し、E 租宝に担保とファクタリングサービスを提供する企業も実際に鈺誠グループに支配されている。つまり、今回の事件は典型的なポンジ・スキームであり、プラットフォームを利用して投資者の資金を自社の資金プールにいれ、約束した方法で運用していない。

今回の事件における典型的な問題としてはプラットフォームの自己資金調達問題である。つまり、プラットフォームの実際支配者または利害関係者がプラットフォームを利用して公衆に向けて資金を集め、その資金を自社の発展、他のプロジェクトへの投資または経営者個人のために使うことである。2016 年 8 月 24 日に公布された「インターネット貸付情報仲介機構業務活動暫行管理弁法」第 10 条は自己資金調達行為を明確に禁止した。また、担保問題について、同条第 3 項はプラットフォームが貸し手に直接またはそれに準ずる方法で担保を提供しあるいは元利償還を約束することを禁止する。その他、2015 年十部門「インターネットファイナンスの健全発展の促進に関する指導意見」にも、ウェブ

---

<sup>130</sup> 韓丹、「インターネットファイナンス資産運用法律監督管理問題探析」、武漢金融、2016 年第 6 期、p43。

プラットフォームは情報仲介サービスだけを行い、信用保証を提供してはいけ  
ないと定めた。E 租宝が行った自己資金調達と偽の保証の提供は無論前述の「イ  
ンターネット貸付情報仲介機構業務活動暫行管理弁法」と「インターネットフ  
ァイナンスの健康発展の促進に関する指導意見」に違反する。

ただ、本件の最も大きな問題はやはり刑法違反である。E 租宝は公開的にプラ  
ットフォームのホームページや新聞などで非特定の対象に向けて宣伝し、元利  
償還を約束し、且つ偽造のプロジェクト情報で資金を獲得する行為は前述の預  
金不法集金罪の4つの要件に一致し、預金不法集金罪に該当する。また、詐欺  
の手法で、不法占有を目的として、投資者を騙し、資金を取得することは集資  
詐欺罪に該当する（この罪はまた後で分析する）。

クラウドファンディングを活用して、ファイナンスリースを小口化して個人投  
資者に販売する手法は元来悪いアイデアではない。ファイナンスリースの場  
合には、仲介者である専門的な金融機構は先にプロジェクトを審査するので、  
投資先である企業は多くの場合に安定な経営と財務状況が確保されている。そ  
のため、未熟な公衆投資者の投資リスクを減少させることから、中国のクラウ  
ドファンディング市場において、このモデルはよく利用される。しかし、今回  
の事件で示されたように、このモデルには大きな問題があり、それはプロジェ  
クトに関する情報開示の真実性の問題である。このようなモデルで、投資者の  
債権は仲介者であるプラットフォームから取得し、企業との間で契約関係など  
がなく、連絡がなく、情報確認なども無論できない。そうすると、詐欺など投  
資者の権益を害する行為の発生可能性が非常に大きい。どのようにしてかかる情  
報非対称性問題を解消し、リスクマネーと道徳リスク問題を解決することがで  
きるかが現在の課題である。

#### 4.1.3.2 エクイティ・クラウドファンディングに対する刑法 179 条株式社債無断発行罪の該当性

株式社債無断発行罪とは、国家の関係主管部門の許可を得ずに、株式または社債を無断で発行する行為である<sup>131</sup>。

構成要件該当性については、以下のように分析される。本罪の行為性から見ると、国家関係主管部門<sup>132</sup>の許可を得ずに無断発行という行為である。これには、二つの場合がある。株式社債発行の条件を満たさず、国家の関係主管部門の許可を得ない場合<sup>133</sup>；株式社債発行条件を満たすが、国家の関係主管部門の許可を得ない場合。2010 年「最高人民法院が違法集資刑事案件を審理する場合法律の具体的運用に関する若干問題の解釈」第 6 条<sup>134</sup>では、更にこの行為を明確にし、

---

<sup>131</sup>刑法 179 条株式社債無断発行罪：

国家の関係主管部門の許可を得ずに、株式または社債を無断で発行したものは、数额が非常に大きい時、結果が重い時またはその他の重い情状があるときは、5 年以下の有期徒刑または拘役に処し、不法集金額の 1%以上 5%以下の罰金を併科または単科する。

組織体が前項の罪を犯したときは、組織体に対して罰金を科するほか、その直接責任を負う主管者及びその他の直接責任者についても、5 年以下の有期徒刑または拘役に処する。

<sup>132</sup>株式発行は国务院証券管理部門の監督を受け、社債発行は中国人民銀行と国家計画委員会及びその出先機関によって監督される。

<sup>133</sup> 証券法 26 条によると、社会に公開的に株式を発行する場合、証券監督部門に申請する必要がある、証券監督部門が申請資料を審査した後、会社法の規定を満たす申請について許可を出し、満たさない場合、許可しない。許可しない場合、発起人は社会に公開的に株式を発行できない。既に許可された会社が証券法の規定を満たさない場合、許可を撤回する。まだ発行しない場合、発行を停止し、既に発行した場合、引受人が払い込んだ金額と同期間の預金利息の返還を要求することができる。

<sup>134</sup>「最高人民法院が違法集資刑事案件を審理する場合法律の具体的運用に関する若干問題の解釈」第 6 条国家関連主管部門の許可を取得せずに、社会の不特定対象に発行すること、株権譲渡およびそれに準ずる方法で株式または社債を発行すること、または特定対象に株式または社債を発行するか、それに準ずる方法で発行し、累計 200 人を超える場合、刑法第 179 条が規定する「株式社債無断発行罪」に認定する。犯罪となる場合、「株式社債無断発行罪」で罰する。

不特定対象に発行する場合、主管部門の許可が必要であり、特定対象の場合、200 人の人数制限がある。

そうみると、本罪の重点は特定対象と不特定対象の認定である。しかし、今まで、特定対象と不特定対象は幅広く法に利用されるが、その定義が明確ではない。

ただし、前述の北京飛度網絡科技有限公司 vs 北京諾米多餐飲管理有限責任公司事件における裁判所の意見で示したように、会員制の方法は現実上可能である。現在、大部分のプラットフォームは会員制を利用して、人数制限を回避しているため、これが認められると、本罪に該当しないと言える。

また、語意から分析すると、特定と不特定の「特」は指定する範囲または標準が必要であり、経歴、背景、性別、人数など限定範囲がない場合、認定できない。証券法はその範囲の標準を明確に定めてないため、現在不特定対象の概念がまだ曖昧と考えている。

「不特定」という概念の採用はもともと犯罪行為が侵害可能の対象及びもたらす可能性がある結果について、事前に確定できず、行為の危険性または侵害結果と対象がいつでも拡大または増加する可能性があり、侵害を受ける対象の不特定を強調する。刑法で保護しているのは公民生活の最も基本的な生命健康と財産権利である。しかし、エクイティ・クラウドファンディングの対象は自発で、発生可能の結果にも認識があり、区別して対応する必要がある。特に、エクイティ・クラウドファンディング自身は金融発展に貢献することができ、強調しているのは参与と共有、資金面だけではなく、プログラムの設定、商品の研究開発、市場宣伝など各段階で投資者を参加させ、より多い人のつながりを実現する。それは違法集資と全く違う。刑法の標準を適用すると、過度保護になり、金融創新を抑制するリスクがある。また、クラウドファンディングの投資者では、リスク負担能力が高い投資者也存在し、同じ規制は合理ではない。

更に証券法と関連して分析すると、現行証券法における証券の概念が狭く、既存制度によって、エクイティ・クラウドファンディングにおけるリターンは新株予約権、将来の収益の証券化である場合にはそれは本罪における株式であ

るかどうかはまだ明らかではなく、罪刑法定の原則に基づき、本罪に該当しないと理解すべきである。

前述のように、エクイティ・クラウドファンディングが本罪に該当しないと考えている。

#### 4.1.3.3 エクイティ・クラウドファンディングに対する 192 条集資詐欺罪の該当性

集資詐欺罪の定義は、不法占有を目的として、欺罔的方法を用いて不法に資金を集める行為である<sup>135</sup>。

構成要件該当性からみると、本罪は明確な目的犯であり、不法占有の目的がないと、該当しない。エクイティ・クラウドファンディングの目的はベンチャー企業を支え、公衆をプロジェクトに参加させ、社会貢献などであるため、本罪に該当しない。

#### 4.1.3.4 エクイティ・クラウドファンディングに対する違法経営罪の該当性

違法経営罪とは、許可を得ずに法律、行政法規が規定する専営、専売ものまたはほかの制限がある売買商品、進出許可証、進出原産地証明及びその他の法律、行政法規が規定スル経営許可証または許可書類を売買するまたは国家関連主管部門の許可を取得せず証券、先物または保険業務を不法経営し、市場秩序を妨害する行為である<sup>136</sup>。

---

<sup>135</sup>刑法 192 条集資詐欺罪：不法占有を目的として、詐欺の方法で不法集金し、金額が比較的に大きい場合、5 年以下の有期徒刑または拘役に処し、2 万元以上 20 万元以下の罰金を併科する；金額が巨大またはその他の重い情状があるときは、5 年以上 10 年以下の有期徒刑に処し、5 万元以上 50 万元以下の罰金を併科する；金額が特別に巨大またはその他の特別の重い情状があるときは、10 年以上の有期徒刑または無期徒刑に処し、5 万元以上 50 万元以下の罰金を併科するまたは財産を没収する。

<sup>136</sup> 国家规定に違反し、下記の不法経営行為の一つを有し、市場秩序を妨害し、重い情状があるとき、5 年以下の有期徒刑または拘留に処し、不法所得の 1 倍以上 5 倍以下の

構成要件該当性について、本罪の行為性から見ると、許可を得ずに経営することを満たす必要がある。ただし、エクイティ・クラウドファンディングについて、明確な法律がないため、一般のネット経営との差別も分からず、許可の内容が明確ではない。

これから分析する北京飛度網絡科技有限公司 vs 北京諾米多餐飲管理有限責任公司事件<sup>137</sup>における裁判所の意見で示したように、「クラウドファンディングについて、行政法規及び部門規章がまだ公布されなく、それに関わる上述の「指導意見」、中国证券業協会が公布した「店頭証券業務届出管理弁法」などにおいて、本件に関するクラウドファンディングの取引行為に対して、禁止または否定的な評価も記載しなかった。また、飛度の主体資格について、飛度は営業許可証、電信及び情報サービス業務経営許可証などを取得した上で業務を展開するため、法律法規上の違反はない。それ故、裁判所は本件の「委託資金調達サービス協議」が有効であると認定した。」それから見ると、通常の営業許可証、電信及び情報サービス業務経営許可証などを取得すれば、本罪に該当しないと理解すればよいと考えるべきである。

その他、株式会社債無断発行罪の分析と同じように、証券法上証券の概念が狭く、エクイティ・クラウドファンディングにおけるリターンは本罪における株式であるかどうかはまだ明らかではなく、罪刑法定の原則に基づき、本罪に該当しないと理解すべきである。

---

罰金を併科する；非常に重い情状があるとき、5年以上の有期徒刑に処し、不法所得の1倍以上5倍以下の罰金を併科するまたは財産を没収する。

1. 許可を得ずに法律、行政法規が規定する専営、専売ものまたはほかの制限がある売買商品を経営する場合
2. 進出許可証、進出原産地証明及びその他の法律、行政法規が規定する経営許可証または許可書類を売買する場合
3. 国家関連主管部門の許可を取得せず証券、先物または保険業務を不法経営する場合
4. その他の市場秩序をひどく妨害する不法経営行為

<sup>137</sup> 4. 2. 1. 2 北京飛度網絡科技有限公司 vs 北京諾米多餐飲管理有限責任公司事件を参照、p106。

## 4.2 証券法の制限

エクイティ・クラウドファンディングが直面している一つの法的問題が中国の証券法に該当するかどうかということである。資金調達者はプラットフォームを利用して株式または債券を発行し、資金を募集する場合には無論証券法に該当するが、資金調達者が投資者に交付する対価が株式や債券ではなく、未来収益の一部を取得する権利またはその他の権益の証券化などである場合には、この対価は証券法上の証券に該当するかどうか、その発行行為はどのように判断すればよいのかがまず疑問である。また、証券法上の証券に該当する場合であっても、200 人以内の投資者に対する証券発行であれば公開発行規制が適用されず<sup>138</sup>、200 人以上である場合には、厳格な開示義務が課せられ、ベンチャー企業など中小企業に対して、負担が大きい。従って、証券法の規制を回避するために投資者の人数を 200 人以下に抑えることも考えられる。このような人数制限は、クラウドの利点を損ない、多人数というクラウドファンディングの本質に反するおそれもある。そのような問題を明確にするために、以下において資金調達者が発行するエクイティが証券に該当するかどうかを分析し、さらに、この発行行為に公開発行規制が適用されるかどうかについて検討する。

まず、エクイティ・クラウドファンディングの対価が証券に該当するかどうかの問題について、中国の証券法上の定義から見ると、証券とは、株式、社債、政府債券、証券投資基金の持分と国務院が法により認定する他の証券である（証

---

138証券法第 10 条によれば、公開的に証券を発行する場合、法律、行政法規規定の条件に適合する必要がある、且つ法により国務院証券監督管理機構または国務院が授権した部門に報告し、審査を通らなければならない。審査を通らない場合、いかなる単位または個人も公開的に証券を発行することはできない。

以下の状況がある場合、公開発行に属する

- (一) 不特定対象に証券を発行する
- (二) 特定対象に証券を発行し、累計 200 人を超える
- (三) 法律、行政法規が規定する他の発行行為

非公開的な証券発行は広告、公開勧誘と形を変えた公開方式を採用することができない。

券法第2条)。1999年「証券法」が制定されたとき、証券法は、全ての証券（その金融派生商品も含む）の発行、取引及びそれに関する活動を調整すべきという見解があった。これに対して、他の意見は、「中国証券法が調整する証券関係は主として株式、社債など基本証券の取引活動であり、株式と社債の発行が既に会社法で規定されているため、これを基本として、実務における新たな状況に基づき補充性規範を制定する」。当時、立法者は基本法理・立法慣例・現行体制と立法技術に基づき、総合的に判断した結果、第二の意見を採用した<sup>139</sup>。このような立法に対しては、証券概念を補充する規範が制定されておらず、証券法だけが証券概念を規定していたので、証券法の中で調整対象を広げるべきであるのとの見解が主張された<sup>140</sup>。しかし、2005年の証券法改正においては、規制対象とする証券の種類は証券投資ファンドの持分だけを加え、他の金融商品については「国务院が本法の原則に基づいて規定する」との余地だけを残したが、未だに国务院はまだ他の証券に関する行政規章を定めておらず、証券法上の証券概念はあまりにも狭いという学界の批判<sup>141</sup>がある。そのため証券に属すべき多くの対象は現在規制対象外にあり、合法性が確定できず、多元化した投資ニーズを満たせず、証券活動への規制も不十分である。

外国の立法経験を参考にすると、多数の国と地域の証券法は証券の範囲について規定があり、通常は機能を基準として証券について限定列挙する。機能基準とは、証券の名称を有するかどうかではなく、ある権利証書が証券の基本的な属性と機能に適合するかどうかによって判断する。限定列挙とは、証券法が主要で通常の証券を列挙するだけで、全ての証券形式を列挙しない<sup>142</sup>。

---

<sup>139</sup> 李飛、「どのように証券法の調整範囲を確定することに関する問題」、「中国法学」1999年第2期、p26。

<sup>140</sup> 吳志攀、「「証券法」適用範囲の反思と展望」、「法商研究」2003年第6期、p15。

<sup>141</sup> 姚海放、「証券概念の拡大及び金管監督への意義を論じる」、政治と法律 2012 年第 8 期、p23。

<sup>142</sup> 葉林、「証券法」（第三版）、中国人民大学出版社 2008 年版、p12。

日本は複雑化が進展する金融商品に対応し、有価証券の上位概念である金融商品という概念を用いて、従来の株式、権益持分、債権以外に、多様化する投資ニーズに応じて現れた様々な投資商品とサービスを包括的に規制する。その経緯を簡単に振り返ると、1948年の証券取引法は限定列举による有価証券の定義を規定したが、1990年代前半の金融制度改革とともに、金融の証券化が進展し、従来の有価証券の範囲が拡大した。さらに1990年代後半の金融ビッグバンに伴い、数次にわたる証券取引法の改正が行われ、個別の新しい有価証券が追加されてきた<sup>143</sup>。その後、投資サービス法に向けた金融審議会の議論では、証券取引法の対象となる金融商品として、投資商品などの上位概念の導入が検討されたが、立法技術的な制約などから、このような上位概念の採用は見送られた。しかし、当時の有価証券の概念<sup>144</sup>の背後にある投資対象性の判断基準に関して、

---

<sup>143</sup>証券取引法第2条1項では、1号から8号まで、国債証券、地方債証券、特別の法律により法人の発行する債券(特殊債)、社債券、株券というように、証券・証書が存在する各種の伝統的な有価証券が列举されたうえ、9号で、「その他政令で定める証券又は証書」が加えられていた。また、同条2項では、「前項各号に掲げる有価証券に表示されるべき権利は、これについて当該有価証券が発行されていない場合においても、これを当該有価証券とみなす。」(有価証券表示権利としての「みなし有価証券」)と定められていた。こうした第2条の有価証券の定義規定は、前述したとおり、限定列举主義によるものであり、かつ、証券の法律的性質に着目したものであった。また、2項のみなし有価証券についても、証券、証書(券面)が発行されているものが証券取引法上の本来の有価証券であるとの前提に立ったうえで、まだ証券が発行されていなくても、これを有価証券とみなすとして、1項に付加されたものに過ぎなかった。高橋正彦「有価証券概念の変遷と問題点」、横浜経営研究 第30巻 第1号(2009)

<sup>144</sup>私法(民商法)上の有価証券とは、債権、物権、社団の社員権といった財産権を表章する証券であって、その権利の発生・移転・行使の全部または一部が証券をもってなされることを必要とする、流通証券的なものをいう。民法(債権法)改正検討委員会(2009年3月末で活動終了)が取りまとめた「債権法改正の基本方針」では、民法にあった証券的債権の規定を削除した上で、有価証券の権利移転等に関する通則規定を民法典に配置することが提案されている。私法上の有価証券については、それ自体が必ずしも商的色彩を有していないうえ、現状では、関連規定が民法と商法に分属しているという事情がある。民法(債権法)改正検討委員会編『債権法改正の基本方針』(商事法務、2009年5月)を参照。それに対し、証券取引法上の有価証券については、同法による開示規制や不公正取引規制の対象として、証券(資本)市場の形成可能性が問題となるため、本来、証券の発行は不可欠の要件ではない。このように、私法上証券取引法上の有価証券の相違は、いわゆる

法的形式と経済実態を考慮しながら、個別に整合的な線引きをしていくことは難しい。それにもかかわらず、投資対象性という基準で、広範な金融商品のなかでの線引きを行うこと自体が、投資者（消費者）保護などの観点から妥当といえるのか、再考してみる必要があるため、旧来の有価証券概念を維持していくことは、もはや限界に近付いていた。そこで、将来の金融サービス（市場）法に向けて、長年にわたる有価証券概念の呪縛を脱し、「金融商品」という上位概念を定立した<sup>145</sup>。2006年、日本は「金融先物取引法」、「投資顧問業法」など法律を整合し、「証券取引法」を徹底的に修正し、「金商法」を制定した。今回の修正によって、証券の定義を金融商品という上位概念までに拡大し、金商法第2条第24項<sup>146</sup>に定める金融商品の概念で示すように、有価証券、債権だけではな

---

「(法律)概念の相対性」の一例である。証券取引法上の有価証券概念に関する学説としては、1投資証券説、2仕組み性のある投資上の地位とする説、3市場性説、4投資対象とする説などがある。高橋正彦「有価証券概念の変遷と問題点」、横浜経営研究 第30巻 第1号(2009)

<sup>145</sup> 同上掲注。

<sup>146</sup> この法律において「金融商品」とは、次に掲げるものをいう。

一 有価証券

二 預金契約に基づく債権その他の権利又は当該権利を表示する証券若しくは証書であつて政令で定めるもの（前号に掲げるものを除く。）

三 通貨

三の二 商品（商品先物取引法（昭和二十五年法律第二百三十九号）第二条第一項に規定する商品のうち、法令の規定に基づく当該商品の価格の安定に関する措置の有無その他当該商品の価格形成及び需給の状況を勘案し、当該商品に係る市場デリバティブ取引により当該商品の適切な価格形成が阻害されるおそれがなく、かつ、取引所金融商品市場において当該商品に係る市場デリバティブ取引が行われることが国民経済上有益であるものとして政令で定めるものをいう。以下同じ。）

四 前各号に掲げるもののほか、同一の種類のものが多数存在し、価格の変動が著しい資産であつて、当該資産に係るデリバティブ取引（デリバティブ取引に類似する取引を含む。）について投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるもの（商品先物取引法第二条第一項に規定する商品を除く。）

く、通貨、商品、権利証書など投資性を有する金融商品、投資サービスまですべて法の規制対象になると規定し、多様な投資ニーズに対応し、全面的に金融取引を支える。

米国は現在においても証券という概念を使用しているが、その概念は投資契約まで広がっている。1933年証券法2(a)(1)及び1934年証券取引法3(a)(10)によって、米国は証券の機能基準によって投資契約を証券法の規制対象に入れた<sup>147</sup>。しかし、当時の証券法では、投資契約の定義を規定しなかった。投資契約はある意味でみると、包括規定のような存在であり、発展しつつある金融商品に適用の余地を残した。そして1946年SEC v. W. J. Howey Co. の判例では、最高裁はHowey testを提出し、投資契約の認定基準を明確にした。本件において、Howey社は、みかんの果樹園を開発するため、投資者に果樹園の土地を販売し、投資者との間で土地販売契約と管理サービス契約を締結した。この契約によると、投資者は、購入した果樹園の栽培・経営と販売をHowey社に委託し、果樹

---

五 第一号若しくは第二号に掲げるもの又は前号に掲げるもののうち内閣府令で定めるものについて、金融商品取引所が、市場デリバティブ取引を円滑化するため、利率、償還期限その他の条件を標準化して設定した標準物。

<sup>147</sup>証券とは、次に掲げるものをいう

ノート (note)、株式 (stock)、金庫株 (treasury stock)、証券先物 (security future)、証券派生スワップ (security-based swap)、担保付社債 (bond)、無担保社債 (debenture)、債務証書 (evidence of indebtedness)、利益分配契約における権利もしくは参加権を表示する証書、証券担保信託証書 (collateral-trust certificate)、会社設立前の証書もしくは引受権、譲渡可能持分、投資契約 (investment contract)、議決権信託証書、証券寄託証書、石油・ガスその他の鉱業権の分割し得ない部分懸、証券・預金証書・証券の集合もしくは証券指数 (これらに内在する権利もしくはこれらの価値にもとづく権利を含むに関するプット・コール・ストラドル・オプションその他の権利、外国通貨に関して国法証券取引所で取引されるプット・コール・ストラドル・オプションその他の権利、一般に「証券」とされているすべての権利もしくは商品、または上記の者についての権利証書・参加権証書・仮証書・領収書・保証書・引き受けもしくは購入権証書。

園の産出に対して何の権利も有さず、Howey 社の同意を得ないと土地に入ることすらできない。投資者は、収穫期に会社の経営収益を手形で取得する。当時の投資者の多くは現地に住んでおらず、自ら果樹園の管理を行うことができず、かつ Howey 社の栽培技術と設備が先進であるため、85%の投資者はこの管理サービス契約にサインした。この事件で論点となったのは、土地販売契約および管理サービス契約は一括して証券法 2 (a) (1) の投資契約に該当するかどうか、つまり証券に該当するかどうかという問題である<sup>148</sup>。これについて、連邦最高裁判決の判旨は、投資契約に関して、「ある者がその資金を共同事業に投資し、専らその推進者または第三者の努力によって生ずる利益を期待することになる契約、取引または仕組みを意味する。」という一般的な基準を定立した<sup>149</sup>。すなわち、ここでは、①投資家による金銭の出資と事業利益の投資家への分配、②複数の投資家からの出資に基づく共同事業の存在、③投資家と事業者との分離、という三つの要件が挙げられている。これは Howey test と呼ばれ、これを基準として証券の是非を判断する。そうすると、米国法が規定する証券は実際に 2 種類に分けることができる。一つは標準化証券であり、例えば株式、債券、手形などものである。もう一種類は可変 (variable)、規格外 (irregular)、まれな (uncommon) 証券であり、例えば投資契約である。前者の標準化証券は簡単に認定できるが、後者はよく考察した後でその性質を確定することができる<sup>150</sup>。つまり、狭義の証券概念に包括されない「証券」は Howey test に基づいて投資契約と認定することが可能であり、そうすると証券として扱うことができる<sup>151</sup>。

各国の立法経験を参考にし、ますます発展している金融商品と金融取引に対応し、2015 年 4 月 20 日に公開された証券法改正草案では、証券の概念を拡大し、以下のように定義した。証券とは、特定の財産権益を代表し、均等に分けられ、

---

<sup>148</sup> See Supreme Court of the United States, 1946, 328 U.S. 293.

<sup>149</sup> See 328 U.S. 293, 298—299, 66 S.Ct. 1100, 1102—1103, 90 L.Ed. 1244 (1946).

<sup>150</sup> See SEC v. C.M. Joiner Leasing Corporation, 320 U.S. 344 (1943).

<sup>151</sup> 董春華、「米国証券法の投資契約の法律分析」、証券市場導報、2003 年 4 期、p71。

譲渡または取引することができる証書または投資性契約である<sup>152</sup>。エクイティ・クラウドファンディングの対価について、株式と債券の場合は無論証券に該当し、未来収益の一部を取得する権利またはその他の権益の証券化は特定の財産権益を代表し、均等に分けられ、譲渡または取引することができるが、草案の中で投資性契約と証書の概念が明確ではないため、その対価であるエクイティが証券に該当するかどうかは相変わらず明確ではない。投資契約と証券の関係を分析する場合には、代表的な例は米国の Howey test である。上述のように、米国はますます複雑化している金融商品に対応し、投資契約の概念を利用して、株式・債券を除く全ての明確に列挙していない金融商品を総括し、一緒に証券の定義になる。その立法例を参考にして検討することが考えられるであろう。Howey test の3つの要件から見ると、エクイティ・クラウドファンディングは確かに利益取得を目的として、共同の事業であるプロジェクトに資金を投入し、資金調達者の経営努力で収益を得ることを期待する。そこで、エクイティ・クラウドファンディングの対価は投資契約の認定基準を満たし、証券に属する。

上述の分析によれば、エクイティ・クラウドファンディングの対価が証券として規制されるべき、つまり、証券法の対象に該当すると考えている。そうすると、ここでもう一つの問題が生じる。対価とするエクイティが証券法上の証券に該当すると、それを発行する行為は証券発行になり、200人以上の投資者に

---

<sup>152</sup> 第三条 本法における証券とは、特定の財産権益を代表し、均等に分けられ、譲渡または取引することができる証書または投資性契約である。

下記の証券の発行と取引は本法を適用する。本法に規定されないとき、「中華人民共和国会社法」とその他の法律、行政法規の規定に適用する。

- (一) 普通株、優先株など株式。
- (二) 社債と企業債、株式転換可能債など債券。
- (三) 株式、債券の預託証券。
- (四) 国务院が法により認定するその他の証券。

資産担保証券など受益証書、権利証の発行と取引、政府債券、証券投資基金持分の上場取引は本法を適用する。その他の法律、行政法規に別に規定された場合には、その規定を適用する。

向けて資金調達する場合には公开发行になる可能性がある。金融商品取引のリスクが高く、詐欺など問題が生じる可能性が高いため、公开发行に該当する場合には、資金調達者に監督部門への登録と十分な情報開示が要求される。ところが、厳格な監督は資金調達のコストを増加し、ベンチャー企業のような経済力が弱い中小企業に合わない。また、人数を制限すると、分散的な少額の資金を集め、企業を支えることを核心とするクラウドの利点が十分に発揮されない。

エクイティ・クラウドファンディングの資金調達規模は比較的小さく、企業の資金調達コストを減少させるためにこのような少額発行について厳格な情報開示義務を免除することが必要である。米国、日本はこれに対して、少額募集の特別免除を設け<sup>153</sup>、エクイティ・クラウドファンディングの発展に法的な支援を与えた。中国も最近の金融市場の発展と金融商品の複雑化と多様化に対応して、一連の法修正を行っている。

2015年4月20日の証券法改正草案では、証券の概念拡大以外に、適格投資者制度、株式発行登録制の実施、及び証券業の創新発展を推進し、インターネット+クラウドファンディングの形で株式を発行することが提案された。証券法改正草案第13条によると、証券経営機構または国務院証券監督管理機構の認可を得た他の機構を通じて、インターネットなどクラウドファンディングの方式で公開的に証券を発行し、かつ、発行人と投資者が国民院証券監督管理機構による規定する条件に適合する場合には、登録または許可を免除することが可能である。この規定は、証券監督管理委員会または国務院に授権された機構に登録または許可を申請するための開示義務を大幅に軽減し、発行人の発行コストを減少した。しかし、この場合に発行人と投資者が満たすべき条件が定められていないという問題がさらに生じる。そのほか、通常の開示義務を負わないが、何の情報も開示しないというわけではなく、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、前述のような情報の非対称性などリスクだけではなく、中国における市場の未成熟問題もあり、全てを市場に委ねることはできない。このよ

---

<sup>153</sup> 第三節米国と日本におけるエクイティ・クラウドファンディングの法規制参照、p147-148, 154-156, 177-178。

うな場合には、投資者を保護するため、公権力の介入が必要であり、法規制でリスクを抑制し、投資者保護を実現することが重要である。従って、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、その資金調達者の開示義務はどのように規制すべきであるかを明確にする必要がある。

ここで代表的な例は米国のJOBS法である。小規模の成長企業の資金調達を容易に行えるようにするため、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JOBS法が2012年に米国で成立した。新興成長企業に対して有価証券の公开发行に伴う負担を軽減することによって、事実上資金調達が困難な成長企業にクラウドファンディングによる資金調達の道を開いた。1933年証券法は、正確な情報が確実に投資家に開示されるように、SECに証券の登録をせず、募集又は売付を行うことを原則的に禁止している(第5条<sup>154</sup>)。登録する場合には、情報開示に必要な書類を作成し、SECの審査を受けなければならない。この登録には高い経済的・時間的コスト<sup>155</sup>が生じるとともに、登録によって1934年証券取引所法が規定する継続開示義務<sup>156</sup>等の負担が発生する(第15条(d)<sup>157</sup>)。そこで、募集金額が少額であるエクイティ・クラウドファンディングの場合には、証券発

---

<sup>154</sup> 15 U.S.C. § 77e (2014).

<sup>155</sup> 証券の登録に際して、一般的に、財務諸表を米国会計基準又は国際財務報告基準(IFRS: International Financial Reporting Standards)で作成することが求められ、この費用に8億円超を要したということである。これには弁護士費用や経理部の人員に掛かる費用等の会社内部の費用を含んでいないため、発行者が負担する費用の総額はこれよりも大きくなる。例えば、株式会社みずほフィナンシャルグループは「上場に伴う手続き費用だけで百億円を投じた」と報道されている。佐藤大和「みずほFG, NY上場へ一試される国際戦略, 攻めのスピード焦点に(アングル)」日経金融新聞1頁(2006年11月2日)。また、登録後は、少なくとも一定期間継続開示義務等を課されるため、追加の費用を負担する必要もある。湯原心一、「米国の証券登録義務」、WIAS Discussion Paper No. 2015-005。

<sup>156</sup> 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。

<sup>157</sup> 15 U.S.C. § 78l(d) (2014).

行の登録免除が設けられた。ただし、発行者は以下の情報をSEC、投資家、プラットフォームに提供し、さらに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。すなわち、1. 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、2. 事業内容、事業計画、3. 証券の発行目的及び調達する資金の使途、4. 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、5. 価格またはその決定方法、6. 所有者の状況及び資本構成、である。

SECが2013年10月23日に発出した細則案は、JOBS法に基づき以下の要求を加えた。すなわち、新規公開発行の開示義務以外に、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、同時に投資家、潜在投資者、プラットフォームに提供する<sup>158</sup>ことを求める。その他、発行人の財務状況と今までの調達金額の達成状況、経営、資金繰り、その他の課題などを開示する義務を課する。この財務開示について、SECは募集の目標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、10万ドルから50万ドルの場合は独立の公認会計士がレビューを行った財務書類、50万ドル以上の場合は監査済財務書類の提出を要求する。JOBS法には発行人が提出する開示書類の種類と様式を明確に規定していないが、細則案にはこれについて、新たなForm C(株式目論)、Form C-U(進捗状況更新報告)、Form C-AR(年次報告書)、Form C-TR(開示義務が終了するときの終了報告書)を規定する。更にこれらのFormはインターネット上のデータ共有の言語XML(Extensible Markup Language)で提出してよいと定め、開示文章に関しても、事業説明とリスク要因説明などの部分で重複があれば、省略を認めている。さらに、図表データ(exhibit)に、ビデオ・プレゼンテーションのテキストを掲載することを認めている<sup>159</sup>。

---

<sup>158</sup> 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。

<sup>159</sup> 千田雅彦、「クラウドファンディング実現に向けて大きな一歩-JOBズ法の施行規則・細則案が発表される」、月刊資本市場、2014.4 (No. 344), p46-47。

また、情報提供の方法について、募集の条件に関して広告を行うことは禁止される。(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)。但し、細則案 II.B.4によれば、広告には発行人と証券の情報を発行する仲介者のプラットフォームのアドレスを見つけることが可能であれば、この制限を適用除外することができる。最後に、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、契約などで取り決めなければならない<sup>160</sup>。

米国の経験から見ると、エクイティ・クラウドファンディングが登録を免除する場合であっても、投資者を保護するため、発行人、取締役などの一般的情報、事業内容と計画、資金用途など基礎的な情報を開示するとともに、会社の調達金額またはそのたの実際状況に応じて段階的に会社の財務状況を開示することが考えられる。

法改正の動きだけではなく、裁判所及び監督部門の態度も、下記の北京飛度網絡科技有限公司 vs 北京諾米多餐飲管理有限責任公司の判決が表すように、クラウドファンディングを代表とするインターネットファイナンスの発展と共に、証券発行に関してその規制を次第に緩和する傾向も明らかである。

#### 4.2.1 判例分析

##### 4.2.1.1 美微伝媒事件

2012年10月5日、美微伝媒は「淘宝网（タオバオ）」で経営している「美微会員カードオンライン直営店」を通じて、公衆に株式付会員カードの販売により会社の原始株を譲渡した。1人民元/株の価格で、40万人民元を獲得した。

---

<sup>160</sup>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の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.

2013 年 1 月 9 日、また 1.2 人民元/株で、1191 人は 68 万株を引き受けた。総計 120.37 万人民元を獲得した。

しかし、中国証券法第 10 条により、不特定対象または特定対象に対して 200 人を超える場合、公開発行に属し、証券監督部門の許可が必要である。美微伝媒が証券監督部門の許可を得ずに証券を発行する行為は違法の嫌疑があり、証券監督委員会は本件における株式代理保有契約を審査し、投資者と美微伝媒を調査した上で、この資金調達行為がコンプライアンス違反と述べ、資金の全額返還を命じた<sup>161</sup>。

#### 4.2.1.2 北京飛度網絡科技有限公司 vs 北京諾米多餐飲管理有限責任公司事件

2015 年 1 月 21 日、原告の北京飛度網絡科技有限公司（以下は飛度を言う）と被告の北京諾米多餐飲管理有限責任公司（以下は諾米多をいう）は「委託資金調達サービス協議」を締結した。諾米多は合資会社「排骨諾米多健康快時尚餐厅」を設立し、レストランを経営するため、飛度に委託して、飛度が運営しているインターネットプラットフォーム「人人投」（中国国内では、エクイティ・クラウドファンディング業界における市場取引量 No. 1）を通じて、88 万人民元を資金調達しようとした。その中には、諾米多が支払うべき 17.6 万人民元も含まれている。協議締結後に、諾米多は飛度の連携契約会社「易宝支付」（第三者支払サービス機構）に 17.6 万人民元を振り込み、且つ、住所の確定、賃貸借契約の締結など準備を行った。飛度は期間以内に、88 万人民元の資金調達を完了した。ただし、調達した資金が諾米多の口座に振り込まれる前に、「人人投」はプログラムの進展を審査した際に、諾米多が賃借した部屋は 3 階建ての建物であり、約束した平屋建ての家ではない。また、明確な理由を提供できず、家賃は周辺の家賃と比べかなり高いなど問題があるため、情報開示は確実ではない

---

<sup>161</sup> 証券法第 10 条と 188 条によると、社会に公開的に株式を発行する場合、証券監督部門に申請する必要がある、許可しない場合、発起人が社会に公開的に株式を発行できない。許可を得ずに無断に社会に公開的にまたはそれに準ずる株式を発行する場合、発行停止を命令し、引受人に払い込んだ金額と同期間の預金利息の返還を要求する。

ことを理由として、諾米多への振り込みを断った。その後、諾米多と飛度は何度も交渉したが、合意が達成できなかった。

2015年4月14日、諾米多の解約通知書は飛度に届き、即日、「委託資金調達サービス協議」を解約することを通知し、飛度に対して、諾米多が支払った資金の返金及び5万人民元の損失の賠償を要求した。

同日、飛度も諾米多に解約通知書を送り、諾米多の違約を理由として、「委託資金調達サービス協議」を解除し、諾米多に違約金と損失の支払いを要求した。

その後、両社はこの件について提訴した。

原告の飛度の請求は：

1. 諾米多は飛度に資金調達委託費用 44000 人民元を支払う
2. 諾米多は違約金 44000 人民元を支払う
3. 諾米多は飛度に経済損失 19712.5 人民元を支払う

被告の諾米多は、原告の飛度が悪意で違約し、且つ投資者の数が「有限責任組合法」が規定した 50 人の上限を超え、資金調達が成功した後で約束通りに被告に支払わないと主張して、反訴を行い、以下のことを請求した：

1. 飛度は諾米多に 17.6 万人民元を返還し、その利息を支払う
2. 飛度は諾米多の 5 万人民元の損失を賠償する
3. 飛度は本件の訴訟費用を負担する

海淀人民裁判所は 2015 年 8 月 20 日に本件について公開的に審理した。中国において、司法部門は最初にクラウドファンディングを審理するため、明確な規制がまだ欠如している現在、クラウドファンディングにおける各主体の法律関係、権利義務の分配、取引内容の有効性の判断はクラウドファンディング業界の健康発展及び科学的な裁判規則に対して、重要な意義がある。特に、投資者保護、投資者の人数など問題が注目されていた。

海淀人民裁判所は本件の核心問題あるいは議論の重点を 2 点にまとめる。

1. 本件における「委託資金調達サービス協議」の法律効力と契約主体の法律関係の確定

2. 当事者は違約したかどうか、違約した場合、どのような違約責任がある

第1点について、裁判所の意見によると、本件における投資者は全て「人人投」に実名認証した会員であり、人員総数は200人の上限を超えない。2015年8月中国人民銀行など十部門が共同で公布した「インターネットファイナンスの健全な発展を促進することに関する指導意見」（以下は「指導意見」を言う）の精神と証券法第10条<sup>162</sup>の規定に基づき、創新を支持する角度で、裁判所は本件に係るクラウドファンディングの取引は「公開的に証券を発行すること」に属せず、証券法第10条の規定に違反しないと判断した。

そのほか、クラウドファンディングについて、行政法規及び部門規章がまだ公布されなく、それに関わる上述の「指導意見」、中国证券业协会が公布した「店頭証券業務届出管理弁法」などにおいて、本件に関するクラウドファンディングの取引行為に対して、禁止または否定的な評価も記載しなかった。

また、飛度の主体資格について、飛度は営業許可証、電信及び情報サービス業務経営許可証などを取得した上で業務を展開するため、法律法規上の違反はない。それ故、裁判所は本件の「委託資金調達サービス協議」が有効であると認定した。

最後に、本件における契約主体の間の法律関係の認定について、裁判所の意見では、本件における契約の名が「委託資金調達サービス協議」であるが、資金調達の委託は当事者全体の取引の一部分だけであり、インターネット上のプログラム紹介、資金の募集などサービスに対して、情報審査、リスクマネー、取引構造のデザイン、取引過程の監督などサービスはより重要であり、つまり

---

<sup>162</sup> 公開的に証券を発行する場合、法律、行政法規規定の条件に該当する必要がある、且つ法により国务院証券監督管理機構または国务院が授權した部門に報告し、審査を通さないといけない。審査を通さない場合、いかなる単位または個人は公開的に証券を発行することはできない。

以下の状況がある場合、公開発行に属する

- (一) 不特定対象に証券を発行する
- (二) 特定対象に証券を発行、累計200人を超える
- (三) 法律、行政法規が規定する他の発行行為

非公開的な証券発行は広告、公開勧誘と形を変えた公開方式を採用することができない。

その核心機能は取引を促成させることである。この角度から分析すれば、当事者の間の法律関係は主に仲立契約の関係である<sup>163</sup>。ただし、裁判所は同時に以下のことを説明した。仲立契約は本件の議論焦点に基づいた相対的な認定であり、クラウドファンディングは新たな金融業態であり、プラットフォームが提供するサービス及びその機能が絶えずに更新、変化、調整しているため、その法律関係もケースバイケースで変化しつつある。

第2点について、裁判所の意見によると、取引双方が経営用建物の様態など問題について見解の相違は本件の契約が履行できない理由である。証拠によると、飛度と投資者は経営用建物が約束した様態と違ったことを発見した後、諾米多が開示した情報が確実ではないと結論を出した。また、経営用地は投資者の核心利益に直接に関わり、賃借した建物が違法建築であるなど潜在的な危険性があるため、諾米多が明確的に提供した重要情報の真実性、正確性と完全性を承諾した状況で、投資者と飛度が諾米多にさらに詳しい情報を提供する権利を有すると飛度が主張した。「人人投」は資金調達者が提供する情報の真実性に対して審査義務があり、審査標準を厳格的に遵守することも投資者利益への保護である。残念ながら、諾米多が提供する情報は発生する可能性がある取引リスクを完全に排除できず、各方面の信頼を失ってしまった。従って、飛度が「委託資金調達サービス協議」に基づいて、解約することは根拠がある。その上、「指導意見」における情報開示を重視する精神<sup>164</sup>を考慮し、資金調達の過程から見ると、契約履行不能について、諾米多はより大きい責任があると主張した。

---

<sup>163</sup> 中国「契約法」第396条によると、委託契約は委託人と受託者が約束し、受託者が委託者の事務を処理する契約である。同法第424条の規定では、仲立契約は仲立人が委託人に契約を締結する機会を報告するまたは契約を締結する媒介サービスを提供し、委託人が報酬を支払う契約である。

<sup>164</sup> 「指導意見」第15条「情報開示、リスク提示と合格投資者制度」の中で、「関連機構は顧客に対して、十分な情報開示を行う必要があり、適時に投資者に対して経営活動と財務状況の関連情報を公布し、投資者が機構の運作状況を十分に了解させ、機構の安定経営とリスクマネーを促進する。」が述べさせ、情報開示の重要性が示した。

諾米多が主張した投資者人数は有限責任組合の人数上限を超える問題について、裁判所の意見では、「委託資金調達サービス協議」の中で、当事者は取引の具体的な人数について約束せずに、諾米多が解約通知書の中でこれを理由として主張しなかった。特に、当事者の間の契約関係は有限責任組合が成立する前にすでに解除したため、飛度はこれによって違約するかどうかはただ予測であり、他の方法でこの問題を解決できるかどうかは実際に発生せず、検証できなかった。この状況では、本件の審理範囲で、裁判所は上述問題によって、責任が発生するかどうかについて評価しない。

上述の状況を総合的に考慮して、最後の判決は以下のようである。

1. 被告諾米多は本判決の効力が発生した日から 10 日間以内に原告飛度に委託資金調達費用 25200 人民元と違約金 15000 人民元を支払う。
2. 反訴被告飛度は本判決の効力が発生した日から 10 日間以内に原告諾米多に出資金 167200 人民元を返還する。
3. 原告飛度のほかの訴訟請求を却下する。
4. 原告北京諾米多のほかの訴訟請求を却下する。

本件の判決から見ると、裁判所はクラウドファンディングに対して積極的な態度を持ち、本件の契約の有効性を認めた。クラウドファンディングに係る具体的な問題、特に取引の合法性について、裁判所は現在の関連規範性文献（「指導意見」、「店頭証券業務届出管理弁法」、「インターネットを通じたエクイティ資金調達を展開する機構について専項検査を行う通知」、「私募型エクイティ・クラウドファンディング管理弁法(試行)(意見募集稿)」など）を分析した上で、創新を支持する角度で、本件の取引が「公開的に証券を発行すること」に属しないと認定した。ただし、本件における取引は「エクイティ・クラウドファンディング」であるか、あるいは「インターネット非公開的なエクイティ型資金調達」であるかについて、裁判所はクラウドファンディング取引と呼び、具体的な評価がなかった。有限責任組合の人数は「有限責任組合法」が規定する人数上限を超える問題に対して、ただ本件の範囲以内の違約行為及び責任について分析し、飛度の上述行為は法律回避する意図があるかどうかについて評価しなかった。ただし、問題の発生を予防し、適切に資金調達者と投資者の權益

を保護するため、飛度は自分自身の取引スキームの設定を再び反省し、更に経営行為を調整、規範すべきと裁判所が期待した。

判決の最後で、クラウドファンディング自身はリスクがあり、投資者が正確な投資決定をするために、取引の各方面が厳格的に誠実を守り、情報開示の真実、完全、正確を重視すべきと述べた。クラウドファンディングを含むインターネットファイナンスの取引は現在絶えずに発展、変更しつつあり、規則の形成は時間がかかる。

#### 4.3 会社法上の問題

前述のように、エクイティ・クラウドファンディングを利用して 200 人以上の投資者から資金を調達する場合には、証券法の公開發行に該当する可能性があり、その規制を回避するため、実務では、有限責任組合または有限責任会社の形態で投資ファンドを設立し、資金調達者は個人投資者ではなく投資ファンドに株式など対価を交付する。投資者は投資ファンドの持分を取得する。例えば、大家投の場合には、有限責任組合を設立し、組合名義で株主資格を取得し、株主権を行使する。一般投資者は有限責任組合の持分を取得し、間接的に投資先の企業の経営に関与する。リード・インベスターは無限責任組合員として有限責任組合の日常管理を担当し、投資先の経営、財務、ビジネスプランの執行状況などを監督する。大家投は投資後資金調達者の情報開示、有限責任組合の管理を監督し、投資者と資金調達者の投資後対話に技術面の支援を提供する<sup>165</sup>。しかし、中国「会社法」と「有限責任組合法」は有限責任会社と有限責任組合の社員数または組合員数について、50 人の上限<sup>166</sup>を設け、たとえ証券法上の公開發行規制が課されないとしても、投資者が 50 人を超える場合、法律違反になる可能性がある。北京飛度網絡科技有限公司 vs 北京諾米多餐飲管理有限責任公司事件においてもこの問題が生じた。持分の代理保有あるいは多数のファンドを

---

<sup>165</sup> 大家投のホームページ、<http://www.dajiatou.com/help-17.html> (last visited May 15, 2017) .

<sup>166</sup> 「会社法」第 24 条と「組合企業法」第 61 条第 1 項参照。

設立してこの人数制限を回避することが考えられるが、代理保有の場合には名義貸し人の道徳リスク問題が発生する可能性がある。

また、資金調達者が既存企業ではなく、エクイティ・クラウドファンディングを利用して資金を集め、株式会社を設立する場合には、投資者は株主と同時に発起人の身分を有する。このような場合には、会社法第 79 条が規定する発起人の 200 人の上限を超えてはならない。

#### 4.5 知的財産権、商業秘密と個人情報の保護規制が欠如

クラウドファンディングの特徴の一つは創意性である。クラウドファンディングはアイデアを見つけ、イノベーションを支える面で非常に効果的である。資金調達者の主な目的は自分のアイデアを宣伝し、実現することである。投資者はこのアイデアを支えると同時に、一定の対価を取得する。資金調達者は順調にプラットフォームの審査を通過し、資金を取得するため、十分にプロジェクトの創意性と実現可能性を説明する必要がある。しかし、中国の知的財産権の関連立法は未整備であり、「著作権法」及びその实施条例、「インターネット著作権行政保護弁法」などはアイデアの保護に対する保護が十分ではない。その上、特許権の申請手続きの煩雑性並びに時間および経済コストが高すぎる問題もある。クラウドファンディングの大部分のプロジェクトはまだ特許権を申請していない半製品またはまだ実施していない商業計画であるため、知的財産権と商業秘密は関連法律で保護されない。それと同時に、何か月間のプロジェクトの展示時間は模倣者に十分な剽窃時間を与える。それは資金調達者に対して、非常に不利であり、クラウドファンディングの発展を制限している。また、投資者とプラットフォームの専門知識の欠如と審査能力の不十分を利用して、既存の知的財産権を侵害して、問題がある投資商品を販売するケースもある。

その他、プラットフォームは様々な情報と利益の合流点であり、資金調達者、担保人、投資者など大量な企業と個人の情報、取引データがあり、このような商業秘密と個人情報の保護はどのように効果的に実現できることも喫緊の課題である。

#### 4.6 法規制の欠如による責任の不明確—36kr の「宏力能源」事件

36kr（北京協力築成金融情報サービス株式会社）は 2011 年からベンチャー企業を支えるオンライン・プラットフォームを経営し、主としてメディア系の業務を行うが、2015 年 6 月、非公開の株式型資金調達プラットフォームの業務を開始した。36kr は、1 年間で 54 個のプロジェクトをリリースし、資金調達の金額が 5 億人民元に達した。

2015 年 6 月 5 日、宏力能源は新三板で上場した。同年 11 月 17 日に、第三者割当増資の決議が取締役会で可決された。11 月 30 日、宏力能源と 36kr は「資金調達顧問契約」を締結し、資金調達の達成と履行まで、36kr がプロジェクトの資金調達顧問として、第三者に宏力能源のプロジェクトを紹介し、資金調達契約または協議の締結に連絡、協力、仲介などサービスを提供し、資金調達プロジェクトの交渉を促進することを約束した。

顧問契約が締結された後、36kr はオンラインで適格投資者に向けてロードショーを行い、第三者割当増資の形で宏力能源の 600 万株(10 人民元/株)を発行すると説明し、募集を始めた。しかし、申し込みが予定の数量に到達しなかったため、36kr は再度オフラインで説明会を開催し、WeChat などの方法で適格投資者を集めた。投資者は、「金盛博基-36kr 新三板 2 号基金」というファンド（商品の規模が 3000 万人民元以上であり、期限が 36 ヶ月間で、一回の引受金額が 100 万元以上である。委託人が 2 人から 200 人までであり、管理人が北京金盛博基資産管理有限公司である）を作り、ファンドの名義で宏力能源の株主である韓氷と株式譲渡契約を締結し、第三者割当増資ではなく、発行済み株式を取得した<sup>167</sup>。

しかし、2016 年 4 月、宏力能源の財務諸表が公開され、36kr が 2015 年 12 月にロードショーなど説明会で宣伝する 2015 年 3500 万人民元の予想収益がない

---

<sup>167</sup> 山東宏力熱泵能源株式会社メディア事件の補充説明、  
<http://cmspdf.cnfol.com/data/pdfs/201607/06/1467796501817226.pdf>(last visited May 20, 2017)

だけではなく、逆に 3000 万人民元の欠損が出た。これに対して、投資者は、2015 年の年末で出している予想収益の正確性は通常信頼性が高いが、このような 6000 万人民元の差が出るのは詐欺の可能性が高いと主張し、36kr と出資金の返還について交渉を開始した。特に、36KR が投資者の同意を得ずに第三者割当増資を発行済み株式の取得に変更したこと、36kr の従業員が 1000 万人民元の宏力能源株式を引き受けたと虚偽の宣伝を行ったことは、投資者に対する詐欺に該当すると主張した。36kr の CEO 劉成城は公開的に投資者に謝り、投資者の株式を第三者に譲渡するという形で今回の事件を解決した。

今回の問題は 3 点に集中する。1. 投資者が資金を交付した後で、第三者割当増資から発行済み株式の取得に変更した点である。2. ロードショーなど宣伝するとき開示した会社の情報と実際の財務状況の差が大きい、つまり情報開示の真実性問題である。3. 36kr が宣伝するときの勧誘手法（1000 万人民元の虚偽引受など）の問題で、プラットフォームの位置付けおよび役割という問題である。その内、情報開示の真実性とプラットフォームの位置づけ問題が最も重要である。

今回の事件で示されたように、エクイティ・クラウドファンディングの一つ大きな問題は情報の審査問題で、プラットフォームの情報確認・審査が直接に投資者の投資安全に係っている。投資者が自ら調査する能力が殆どないため、情報を提供するプラットフォームの判断に依存する。その場合には、プラットフォームは情報の真実性について責任がある。ただし、法規制がまだ整備されていないため、審査の方法はまだ明確ではない。今回中心とする予想収益の件について、宏力能源の説明によると、36kr に提供した資料は 2015 年 8 月までの資料であり、予想収益も 8 ヶ月間の経営状況に基づいて出た数字である。経営リスクが通常存在しているため、差があるのは普通である。筆者が行った 36kr への調査により、36kr は宏力能源が提供した資料について事前に会社に行き、現場調査を行ったが、宏力能源が一つ重要な資料を隠したことは今回の事件前まで気付かなかった。宏力能源の一つの重要な事業が 2015 年下半期に停止しており、宏力能源はこれが必ず深刻に会社の経営に影響することを事前に知ってい

たが、この件について隠した。E 租宝事件と異なり、宏力能源は既に新三板に上場した会社であり、今回は詐欺ではなく、不実開示と重要情報の隠蔽である。

本件は次のように考察することができる。36kr は自らの活動が単純な情報仲介であると主張するが、今回の事件で、36kr はオンラインの説明だけではなく、オフラインのロードショー、Wechat などを利用して積極的にプロジェクトを推薦し、ファンドの設立まで参加する。更に自社の従業員も 1000 万人民元の株を引き受けるなど虚偽の宣伝手法を採用して、投資者を集める。これらの行為は既に単純な情報仲介の範囲を超え、証券会社のようなブローカーディーラーのような役割を果たしており、相応の責任も負うべきである<sup>168</sup>。

エクイティ・クラウドファンディングは確かに一つの投資行為であり、投資者が自分の判断に責任を負うべきであるが、プラットフォームがプロジェクトの情報について不実開示または重要な情報の隠蔽を行い、あるいは適切に審査してないため、投資者が虚偽情報に基づいて投資する場合、プラットフォームは責任を負うべきである。

## 五.エクイティ・クラウドファンディングの主体と基本的な法律構造

エクイティ・クラウドファンディングの中で、基本的には資金調達者、プラットフォームおよび投資者と 3 つの主体がある。資金調達者はプラットフォームを通じてプロジェクトの情報を公開し、投資者はこの情報に基づき投資判断を下し、資金を資金調達者に振り込む。そして、プラットフォームは取引の場を提供し、資金調達者と投資者をつなぎ、エクイティ・クラウドファンディングの仲介者である。以下において、この 3 者の役割に基づき、各主体の法的地位を分析する。

---

<sup>168</sup> 「証券法」第 144 条、「株式発行と取引管理暫行条例」第 21 条等参照。

## 1 資金調達者

資金調達者はプロジェクトの発起人であり、株式、利子または収益の交付により投資者から資金を集める。彼らの任務としては必要な情報を開示し、集まった資金を利用してプロジェクトを運営し、約束した対価を投資者に交付することである。実務では、資金調達者はまず仲介者が経営するプラットフォームでプロジェクトを申請し、資金調達を行う。資金調達に成功した場合には、またオフラインの段階に入り、プロジェクトを運営し、成果を投資者に分配する。

クラウドファンディングの特徴から見ると、エクイティ・クラウドファンディングを利用する資金調達者は経済力が弱く、銀行など伝統的な金融機構から資金調達することが困難であり、上場するための情報開示などコストを負担できない新興企業及び中小企業である。エクイティ・クラウドファンディングのハイリスク構造を考慮し、投資安全を確保するため、多くの国は資金調達者が自国内で設立することを要求し、一部の国は更に資金調達者が公開会社であることを求める。米国などは投資ファンドを資金調達者から排除した。米国が 2012 年に公布した JOBS 法により、エクイティ・クラウドファンディングを利用する資金調達者は米国国内で設立した会社であり、投資ファンドはその中に含まれていない。さらに SEC は一定の事業計画または企業買収だけを事業目的とする主体を適用対象から除くことを提案した。英国の閉鎖会社は株主人数の制限がないが、閉鎖会社が公開的に株式を発行することが禁止されるため、実際には英国のエクイティ・クラウドファンディングの資金調達者は公開会社だけである。カナダオンタリオ州証券委員会の規定により、エクイティ・クラウドファンディングの資金調達者がカナダで設立する必要があるとともに、本店もカナダにあり、多数の取締役がカナダの居住者であることを定めた。

イタリアは 2016 年まで資金調達者をイノベーティブ・スタートアップ企業に制限したが、制限が厳格すぎるため、資金調達の実績は十分に期待に応じていない。2015 年イタリアにおけるエクイティ・クラウドファンディングの調達実績は 160 万ユーロであったのに対して、隣国のフランスの実績は 5000 万ユーロ

であった。そこで、イタリアは2016年11月の法改正において、エクイティ・クラウドファンディングをすべての中小企業に開放した<sup>169</sup>。

オーストラリアでは、エクイティ・クラウドファンディングを利用する資金調達者も公開会社である必要がある。しかし、現行法における公開会社設立するためのコストを減少させるため、オーストラリア企業および市場アドバイザー委員会（Corporations and Markets Advisory Committee、略称CAMAC）は免除公開会社（Exempt Public Company）という新たな会社形態を提案した<sup>170</sup>。条件を満たす資金調達者は公開会社または免除公開会社になることを選択できる。しかし、免除公開会社の規制免除には期限があり、その免除期間内には公開会社の通常の義務が免除される。例えば、免除公開会社は、エクイティ・クラウドファンディングで100万オーストラリアドルを集め、且つ支出が50万オーストラリアドルに達するまで、年度財務報告について監査法人の監査を受ける必要がない。免除期間内には、株主総会を開催する必要もない。以下のいずれの状況が生じる時、免除公開会社の資格は自動的に終了する。1. 連続6ヵ月間で会社の資本が500万オーストラリアドルに達する。2. 会社の年収が500万オーストラリアドルに達する。3. 免除公開会社として成立後3年が経過する。（公衆株主が単独の一つの種類株主として投票する）株主特別決議の承認を得る場合には、資本または収入の基準を満たさない免除公開会社は3年間の期限が満了した場合でも更新することができる。その更新は2回を限度として、株主決議によって、毎回12ヵ月間の存続期間を更新できる。

上述の規制緩和によって資金調達者の発行コストが減少するが、同時に投資者とシステム全体のリスクは上がる。これを抑制するため、多くの国は資金調達者が一年以内に調達する金額を制限する。例えば、米国では、資金調達者がエクイティ・クラウドファンディングで調達する場合には、12ヶ月間以内の資

---

<sup>169</sup> Italy opens up equity crowdfunding to all kind of SMEs, European crowdfunding network, available at <http://eurocrowd.org/2016/12/13/italy-opens-equity-crowdfunding-kind-smes/> (last visited June 7, 2017).

<sup>170</sup> See CAMAC, Guide to Crowd Sourced Equity Funding Report, May 2014, p2.

金調達額が 100 万ドルを超えてはいけない。カナダにおいては、発行人、発行人の関連会社及び発行人とその関連会社のいずれかと共同事業を行う者が形成した発行人グループの調達上限は、12 か月内で 150 万カナダドルである。日本は一年間の発行総額 1 億円の制限を設け、オーストラリアは 200 万オーストラリアドルである。

## 2 プラットフォーム

プラットフォームは、資金調達者に関する情報提供、問い合わせへの回答、取引のマッチングおよび取引の完成などのサービスを提供するエクイティ・クラウドファンディングの仲介者である。実務では、プラットフォームには様々なビジネスモデルがあり、あるプラットフォームは投資者と資金調達者に交流の場だけを提供し、あるプラットフォームはプロジェクトについて厳格な審査を行い、選別したプロジェクトを投資者に推薦し、または投資アドバイスを提供する形で積極的に取引に参加し、更にあるプラットフォームは投資後の管理まで関与するなど、様々な役割を果たしている。このような役割の多様性と各国における法制度の差異によって、仲介者であるプラットフォームに対する認識が異なり、プラットフォームの法的地位もそれぞれ異なっている。現在各国の規制から見ると、以下の 4 種類にまとめることができる。

第一に、投資者に証券取引に関するサービスを提供する点から見ると、ブローカーディーラーと見なすことが可能である。立法例としては、米国とカナダである。

JOBES 法によれば、エクイティ・クラウドファンディングの仲介業務を行うことが可能な主体は、ブローカーディーラーとファンディング・ポータルに限られている。そのうち、ファンディング・ポータルとは、エクイティ・クラウドファンディングのために設けられた新たな組織形態で、専らクラウドファンディングにかかわる証券取引の仲介を行う者であり、投資の助言・推奨、ポータルで提供される証券の売買の勧誘、投資家の資金や証券の保有・管理・運用などを行わないものと定められている（JOBES 法第 304 条）。通常、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 SEC に登録する必要がある。しかし、

エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームを運営する仲介者に対して、ブローカーディーラーとして登録させ、厳格な規制の遵守を求めることは現実的ではないと指摘された<sup>171</sup>。登録のためのコストだけではなく、さらに継続的開示義務など重い負担は、少額、高効率の特徴があるクラウドファンディングに適さない。そこで、ベンチャー企業など中小企業の資金調達をより容易化させる目的で、業務をクラウドファンディングに限定するファンディング・ポータル<sup>172</sup>の形態を設け、ブローカーディーラーより開示義務を大幅に軽減した<sup>172</sup>。このように、ファンディング・ポータルはブローカーディーラーに課せられた重い負担を軽減するために設けられた制度であって、その本質はブローカーディーラーと異ならない。従って、米国においてはエクイティ・クラウドファンディングの仲介業務を行う者は、ブローカーディーラーとしての法的地位を有すると分析することができる。

カナダのオンタリオ州において、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは制限型ディーラー (Restricted Dealer) として登録し、他の地域は免除型市場ディーラー (Exempt Market Dealers 略称: EMD) として登録する<sup>173</sup>。EMD として登録したプラットフォームがインターネットを通じて公衆に向けて証券を販売する場合には、資金調達者の目論目書提出義務は免除される<sup>174</sup>。

---

<sup>171</sup> Securities and Exchange Commission, op.cit. (12), p9.

<sup>172</sup> 具体的な分析は第三節米国エクイティ・クラウドファンディングの法規制参照、p156-157。

<sup>173</sup> See European Crowdfunding Network, Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel, 2014, p35. [http://www.osborneclarke.com/media/filer\\_public/61/fe/61fe40e6-5790-41d0-b181-bb2065bca9a8/ecn-review of crowdfunding regulation 2014 3.pdf](http://www.osborneclarke.com/media/filer_public/61/fe/61fe40e6-5790-41d0-b181-bb2065bca9a8/ecn-review%20of%20crowdfunding%20regulation%202014%203.pdf) (last visited June 7, 2017).

<sup>174</sup> カナダでインターネットを通して証券を販売する時に目論目書を免除できるディーラーは免除型市場ディーラーと投資ディーラー2種類であるが、クラウドファンディングを行うのは主として免除型市場ディーラーである。See Section 29 of National Instrument 45-106-prospectus and Registration Exceptions.

第二に、プラットフォームは投資情報の提供と処理の役割を果たすため、投資顧問 (adviser) と見なす立法例がある。フランスはエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームを一種の新しいコンサルティングと見なし、「金融通貨法典」第V巻第VI篇において第VII章を加え、プラットフォームを参与型投資顧問 (conseil en investissement participative、略称CIP)<sup>175</sup>として規制する。「金融通貨法典」第V巻第VI篇第VII章第1節第L547-1条によれば、参与型投資顧問とは、専門的に特定投資コンサルティング業務を行う法人である。ここの特定投資コンサルティング業務とは、総理令が定義した株式と債券の発行について第L321-1条第5項が定めるコンサルティングサービスを提供する。この様な活動は必ずウェブサイトを通じて行わなければならない、かつ当該ウェブサイトが金融市場監督局 (AMF) 条例により規定する要求を満たす必要があり、金融市場監督局の監督を受ける。重要なのは、現在、CIPを通じて募集することができるのは、普通株式と固定利付債券に限られる。

第三に、プラットフォームは資金調達者に資金調達の機会を提供し、投資者に投資機会を与える場を提供する。つまり、プラットフォームは資金調達者と投資者のニーズをマッチさせ、取引を完成させる。この機能から見ると、プラットフォームは取引所のような金融市場と理解する可能性がある。実際の立法例では、オーストラリアはまさにこの様な見解を採用した。オーストラリア会社法によれば、金融商品 (株式、債券または持分) の発行を業として行うエクイティ・クラウドファンディングウェブサイト運営者は金融市場の業務を行う可能性があるため、オーストラリア市場許可 (AML 許可) を取得することが必要である<sup>176</sup>。

第四に、プラットフォームは主としてエクイティ・クラウドファンディングの投資者の投資行為または金融商品の取引にサービスを提供することから、金融サービスまたは投資サービスの提供者として扱われることも考えられる。オー

---

<sup>175</sup> 顧晨訳、「フランス「参与性資金調達法令」」、「金融サービス法評論」、2015年00期。

<sup>176</sup> See Section 767A of Corporations Act 2001 (No.50,2001,as Amended in 2016), available at <http://www.comlaw.gov.au/Details/C2014C00519/html> (last visit December 10, 2016)

オーストラリア現行の会社法に基づいて、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームが金融サービス業務を行う仲介組織である場合には、オーストラリア金融サービス許可 (Australian Financial Services Licence、略称 AFS<sup>177</sup>) を取得するが要求される<sup>178</sup>。フランスにおいても、プラットフォームは、参与型投資顧問以外に投資サービス提供者 (ISP) として登録することも可能である<sup>179</sup>。無論、参与型投資顧問と投資サービス提供者の業務範囲は異なり、監督される事項と要求も異なる。

各国がプラットフォームの法的位置に関する見解の差異は国自身の証券、金融など法律に係わり、プラットフォームのモデルの差異の影響も受けた。そのため、実務の状況に応じて、法的地位は必ずしも一つではない。その実際の役割によって判断することが考えられる。

### 3 投資者

投資者は資金調達における資金の提供者であり、対価取得のため、資金を資金調達者に提供し投資権益を取得する。クラウドファンディングという名前で表されるように、投資者を成熟した投資者と一定の普通投資者に制限する英国<sup>180</sup>を除き、各国のエクイティ・クラウドファンディングは公衆投資者に提供されている。

---

<sup>177</sup> 金融サービス提供に係るビジネスを行う場合には、オーストラリア金融サービス許可を取得する必要がある。bid, Section 766A, Section 911A of Corporations Act 2001.

<sup>178</sup> オーストラリアは 2017 年会社法を修正し、クラウドファンディングに関する業務を行うために、AFS を有することが要求される。

<http://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/crowd-sourced-funding/>, 2017 年 6 月 5 日閲覧。

<sup>179</sup> 柴珂楠、「EU クラウドファンディング監督法律枠組み及びその評価と分析」、南方金融、455 期、2014、p44。

<sup>180</sup> 第三節英国におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する規制の部分を参照する、p189-190。

問題としては、エクイティ・クラウドファンディングを公衆投資者に開放した場合、投資者の投資能力が相対的に低く、資金力・リスク負担能力・投資知識・情報取得能力が欠如していることである。しかし、クラウドファンディングは元来、公衆投資者も参加できる仕組みであるため、伝統的な投資者適格原則と保護方法はクラウドの精神に反しており、適用できないため、米国、英国、日本など国は投資者の投資件数および投資金額を制限することによって、投資者の投資リスクを抑制し投資者を保護する。制限の方法は以下の6種類がある。

1. 投資者が年間に投資できるプロジェクトの件数を制限する。2. 投資者が年間に各プロジェクトに投資する金額を制限する。3. 投資者の各プロジェクトへの投資総額を（時間に制限なく）制限する。4. 投資者のプロジェクト全体への年間投資総額を制限する（投資者の収入と純資産を考慮しない）。5. 投資者の収入と純資産に基づき投資者がプロジェクト全体への年間投資総額を制限する。6. 時間を制限せず、投資者のすべての資金調達者への投資総額を制限する。米国は5の制限方法を採用し、年収または純資産が10万ドル以下のときは、エクイティ・クラウドファンディングへの年間投資総額が2000ドルあるいは年収または純資産の5%を超えてはいけない（この中の高値を取る）。年収または純資産が10万ドルを超える場合には、10万ドルを上限として、エクイティ・クラウドファンディングへの年間投資総額が年収の10%を超えてはいけない。英国は6を採用し、投資者の投資総額はその純資産（基本生活費、年金と人身保険が含まれない）の10%を超えてはならない。カナダは、3と4を混合して採用し、各プロジェクトへの投資金額を2500カナダドル以下に制限し、プロジェクト全体への年間投資総額が1万カナダドルを超えないこととする。オーストラリアは、2と4を混合して採用し、個人投資者の各プロジェクトへの年間投資総額が2500オーストラリアドルを超えず、全プロジェクトへの投資総額の上限が1万オーストラリアドルである。

公衆投資者は情報取得と分析の能力が低く、エクイティ・クラウドファンディングの情報開示への要求も高くないため、情報の非対称性による詐欺の発生

が深刻である<sup>181</sup>。その他、エクイティ・クラウドファンディングの投資者は結局資金調達者の経営によって企業の成長利益を分配されるため、どのように資金調達者への監督を実現しうるかが重要である。現在、各国が投資者の投資金額を制限するため、投資者が取得する株式比率が少なく、個人の株主はあまり企業の経営に関与せず、自分の権益を保護できない。そのため、実務では、ファンドの名義で株主になり、集中的に株主権を行使する方法があるが、この場合にはまたファンドの管理者の道德問題が生じる。また、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは証券発行の場として機能するだけで、証券の取引や再譲渡などの機能を有していない。投資者が一旦投資した後で、退出することが困難であり、退出ルートが欠如している難問がある。そのため、実務では、区域性株権譲渡システム<sup>182</sup>や新三板<sup>183</sup>と連携して、投資前に既に退出のルートを確保するケースもある。

---

<sup>181</sup> See Thomas Lee Hazen, Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Law: Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure, *North Carolina Law Review*, Vol.90, 1735(2012).

<sup>182</sup> 新三板と比べると、区域性取引市場の取引は比較的活発ではなく、資金調達力が弱い。一部のプラットフォームはこれをエクイティ・クラウドファンディングとマッチングし、資本市場全産業チェーンサービス+区域性資本市場をベースとして、インターネットを手段として、クラウドファンディングの金融属性を強調する。

これに関する代表的な例として、浙里投は浙江取引センターが設立し、浙江取引センターとマッチングするエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームであり、株式取引、権益信託、第三者資金管理と募集資金の専用口座制度を有する。浙江取引センターにおける 900 社近くの私募債、権益類商品届出などはこのプラットフォームのプロジェクトの源である。他のエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームと異なり、浙里投は推薦人制度を実行している。企業が浙里投で募集情報を発表する場合、浙江取引センターが認可する推薦人の推薦が必要であり、推薦人と財務顧問契約を締結しないと行けない。これは更にプロジェクトの運営リスクを下げ、プロジェクトの真実性を保障する。投資者の権益を保護するため、浙里投は投資者適当性管理を行う。実名認証され、銀行カードを関連付けた後、二類投資者になり、毎年 5 万元以下のエクイティ投資を行うことが可能である。口座中の資産は 30 万人民币元を超えた後、申請を経て毎年の投資額が制限されない。また、浙里投がリード・インベスター制度を採用、リード・インベスターの投資金額が原則上募集金額の 15%を下回ることができない。

## 六.中国におけるエクイティ型クラウドファンディングの制度対応と 問題点

### 1 中国におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する法制度の対応

エクイティ・クラウドファンディングの発展に対応して、中国証券業協会は2014年「プライベート・エクイティ・クラウドファンディング融資管理弁法（試行）（意見募集稿）」（以下は「意見募集稿」という）を公布し、初めてエクイティ・クラウドファンディングについて規定したが、公開宣伝など問題について議論が続き、今まで、正式な規定がまだ公布されていない。その後、人民銀行等十部門も公募型エクイティ・クラウドファンディングについて意見を出したが、残念なのは、指針を示すことに止まり、具体的な規制方法を定めていないことである。

### 2 立法経緯

2014年3月、中国人民銀行は著名なインターネット企業の経営者と学者を招き、インターネットファイナンス監督弁法の座談会を組織した。座談会で、クラウドファンディングは中国証券監督管理委員会により監督することが表明された。同年5月15日、中国証券監督管理委員会は別の座談会においてエクイテ

---

<sup>183</sup>新三板の成立はベンチャー企業に株式を利用して資金調達するを便利なルートを提供したが、個人投資者への500万金融資産の要求が高くて、一般人が参加できない。エクイティ・クラウドファンディングはこのような制限がなく、一部のプラットフォームは新三板の企業と一般投資者をマッチングし、GP+LPの形で企業のエクイティ型資金調達をサポートしている。衆投邦は一つの例である。衆投邦はオンラインロードショー、オフラインサロン、新三板投融资交流会及びクラウドファンディング専門特別マッチング会など様々なルートを有するサービスシステムを構築し、起業者、投資者、プラットフォーム主催者、会計事務所、法律事務所及び個人の専門家、顧問もこのプラットフォームを通して自らのニーズを満たす。衆投邦は個人投資者に新三板への投資にルートを提供し、また、パートナーシップ企業を設立して新三板の割当増資に参加し、投資過程をより透明・公開させ、より良く投資者を保護する。

イ・クラウドファンディングにおける非公開発行の問題を検討した。その後、5月26日、中国证券监督管理委员会は今後エクイティ・クラウドファンディングの参入基準を明確にするために調査を行う予定を発表した。同年11月19日に李克強による「エクイティ型クラウドファンディング試行地区の展開」が発出され、初めて政府の正式公告中でエクイティ・クラウドファンディングの試行が提起された。12月18日、中国证券业协会による「意見募集稿」が発出され、初めてエクイティ・クラウドファンディングについて法規制を行う試みとなった。2015年3月15日にはエクイティ型クラウドファンディング試行地区の展開が政府報告に揭示され、2015年4月20日に証券法改正草案で適格投資者制度<sup>184</sup>ならびにインターネット+クラウドファンディングの形で株式を発行すること<sup>185</sup>が提案された。2015年7月18日に人民銀行等十部門が連合して「インターネット金融の健全な発展の促進に関する指導意見」（以下、「指導意見」という）を公布し、エクイティ型クラウドファンディングの定義、方法、役割、位置付け、利用者、監督部門を規定した。2015年7月29日に中国证券业协会が「店頭証券業務届出管理弁法」を公布し、9月1日から施行する。これによって、エクイティ・クラウドファンディング業務は店頭証券業務届出の手続をする必要がある。2015年8月3日に中国证券监督管理委员会は「インターネットを通じてエクイティ資金調達を展開する機構について専項検査を行う通知」を公布し、四つの面か

---

<sup>184</sup> 草案第16条では、以下の適格投資者に公開的に証券を発行する場合、登録または許可を免除することが可能である 1. 国務院及びその金融行政管理部門の許可によって設立する金融機構または認可する海外機構 2. 前号が規定する金融機構が管理している証券投資基金及びその他の投資性計画 3. 払込資本が3千万人民元を下回らなく、保有または管理している金融資産の帳簿価額が1千万人民元を下回らない投資会社またはほかの投資管理機構 4. 払込資本または実際の出資額が500万人民元を下回らなく、純資産が500万人民元を下回らない金融機構及び投資管理機構を除く他の企業 5. 年収は50万人民元を下回らない、金融資産が300万人民元以上であり、2年間以上の証券、先物投資経験を有する個人

<sup>185</sup> 草案第3条では、証券経営機構または国務院証券監督管理機構の認可を取得する他の機構は、インターネットなどクラウドファンディングの方式で公開的に証券を発行する場合、発行者と投資者は国民院証券監督管理機構が規定する条件に適合する場合、登録または許可を免除することが可能である。

ら審査を行う。1. プラットフォーム上の資金調達者は公開的な宣伝を行ったかどうか、2. 不特定対象に対して証券を発行したかどうか、3. 株主の人数が 200 人を超えたかどうか、4. エクイティ・クラウドファンディングの名義で私募株式投資を行ったかどうか。これによって、クラウドファンディングの経営モデルが整理され、クラウドファンディングの概念が明確になった。

### 3 制度分析

#### 3.1 「インターネット金融の健全な発展の促進に関する指導意見」

中国現在の規定を分析すると、エクイティ・クラウドファンディングを公募型エクイティ・クラウドファンディングと私募型エクイティ・クラウドファンディング二種類に分けて規制する傾向がある。

「指導意見」では、公募型エクイティ・クラウドファンディングの定義、方法、役割など内容を明確にした。

まず、エクイティ・クラウドファンディングとは、インターネットの形式を通じて公開・少額・エクイティ型の資金調達を行う活動である。その資金調達は、エクイティ・クラウドファンディング仲介機構であるプラットフォーム（インターネットウェブサイトまたは類似している電磁媒介）を通じて行う必要がある（「指導意見」二（九））。

「指導意見」はエクイティ・クラウドファンディングの役割をベンチャー企業と微小企業を支援することであると定め、各主体については以下のように規定した。資金調達の主体は、微小企業、ベンチャー企業が挙げられており、資金調達者は、プラットフォームを通じて投資者にビジネスモデル・経営管理・財務・資金使途など重要な情報を提供する義務を負い、投資者に誤解を生じさせまたは欺罔してはならない。投資主体について、エクイティ型クラウドファンディングに対するリスクの認識能力、相応のリスク負担能力を有することを求められる。また、投資方法として、少額投資だけが認められる。そして核心であるプラットフォームは、法律・法規の規定に合致することを前提として、エクイティ・クラウドファンディング融資が多層的な資本市場において有機的

組成部分としての役割を発揮し、イノベーション・ベンチャー企業を支援するよう、業務モデルの革新を模索すると規定する（「指導意見」二（九））。

また、エクイティ・クラウドファンディングの監督部門について、「指導意見」は、証券監督管理委員会が担当することを明確に定めた（「指導意見」二（九））。

今回の「指導意見」はエクイティ・クラウドファンディングの定義、操作方法、主体、監督部門を明確にしたが、内容が抽象的で指針的なものであり、今後実効性ある規則の制定が期待されている。

### 3.2 「私募型エクイティ・クラウドファンディング資金調達管理弁法（試行）（意見募集稿）」

本「意見募集稿」は米国などの立法例を参考にし、投資者資格と投資金額の制限、資金調達者の調達金額制限及びプラットフォームの開示義務などを規定したが、適格投資者の参入基準が高すぎ、公開宣伝の規定が調達を阻害するなど問題がある。

まず、「意見募集稿」は以下のように私募型エクイティ・クラウドファンディングという新しい概念を提出し、資金調達者がエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームを通じて非公開方式で行うエクイティ型の資金調達活動であると定義した。

次に、本「意見募集稿」は適格投資者制度を導入した。以下のいずれかの条件を満たす主体だけがプライベート・エクイティ・クラウドファンディングを利用することができる。すなわち、1. 各投資プロジェクトへの投資金額が 100 万人民元以上である単位または個人、2. 社会保障基金、企業年金などの年金ファンド、慈善ファンドなど社会公益ファンド、及び法により設立され且つ中国証券投資基金業協会に登録された集団投資スキーム、3. 純資産が 1000 万人民元以上である単位、金融資産が 300 万人民元以上または最近の三年間個人年平均収入は 50 万人民元以上である個人で相応の投資リスクを認識、判断、負担することができる者、4. 証券業協会が規定する他の投資者、である。

その他、本「意見募集稿」は各主体の認定と義務などを明確にした。まずは資金調達者に関する規定である。資金調達者は中微小企業またはその発起人に

限られる。また、プラットフォームの審査を受け、実名登録することが要求される。その義務は以下のようなものである。1) プラットフォームに真実・確実・完全なユーザー情報を提供する。2) プロジェクトの真実と合法性を確保する。3) 真実、確実な資金調達情報を発表する。4) 投資者の投資権益に影響または影響する可能性のある重大な情報を、約束通りに投資者に確実に報告する。5) 証券業協会規定と資金調達協議が規定する他の責任。「意見募集稿」はまた資金調達者に対して以下の禁止行為を定める。不特定対象に公開的に証券を発行すること、投資者に投資元本の弁済と最低収益を約束すること、また、資金調達者が同じ時点で二つ以上のプラットフォームで同じプロジェクトに対して資金調達することと資金調達者が同時にプラットフォーム以外のところで資金調達の情報を発表することが禁止される。

次に、プラットフォームについて、証券業協会の会員と中国国内で設立された企業の2点が要求される。組織形態は会社または有限責任組合(合伙)であり、純資産は500万人民元以上である。業務内容について、資格を有する証券経営機構を除き、プラットフォームは投資顧問、資産管理など証券経営機構の業務を行うことができない。プラットフォームは直接に投資者の投資安全に係るため、情報の審査と最初の投資安全性と投資価値判断を行い、従って、プラットフォームの人員は以下のいずれの条件も満たすことが必要である。1) 私募エクイティ・クラウドファンディングに相応する専門人員を有する、2) 3年以上の金融または情報技術業界の就職経験を有する高級管理人員は2名以上である。前述のように、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、インターネット環境がもたらしたシステムリスクがあるため、合法的なITシステムを完備している業務管理制度を有することが要求された。

プラットフォームの義務としては、主として3つの部分がある。プロジェクトへの審査、資金調達者と投資者への審査管理及び資金、IT技術、紛争解決など面で投資者保護措置を設けることである。具体的には、投資者と資金調達者に対して実名登録を行い、投資者および資金調達者の情報の真実性に対して必要な審査を行う。また、プロジェクトの合法性について審査することも要求される。また、詐欺または投資者利益を害する可能性がある状況を発見する場合、

直ちに公告し、関連するクラウドファンディングの活動を終結させる。投資者の資金の安全を確保するため、募集した投資者の資金に対して独立した管理システムを設立する必要があると規定した。その他、取引がインターネットで行われるため、証拠を残すことが重要である。データの安全と保存について、投資者と資金調達者の情報、資金調達の記録、投資者適当性管理など情報を10年以上保管することが求められ、ユーザーの情報安全を確保する。

前述の投資者の投資判断能力が低い問題に対応して、「意見募集稿」は投資者に対して、プラットフォームはクラウドファンディングの関連知識普及とリスク教育を行い、投資者に投資リスク揭示書を提示して署名を求め、投資者が投資リスクを十分に了承することを確保する。

E 租宝事件で示されたように、プラットフォームが自己のために資金調達する場合には利益相反問題と道徳リスク問題などが生じ、詐欺が発生する可能性が大きい。そのため、「意見募集稿」によると、仲介者は自らのプラットフォームを利用してプラットフォーム自身または関係者のために資金調達することができない。プロジェクトのために株式代理保有もできない。また、持分またはほかの形の有価証券の譲渡サービスを提供することができないし、プラットフォーム自身の有利な立場で投資機会を取得することもできない（資金調達者からの情報を直接に取得できる利点を利用して、投資者に情報を伝えず、自らこの投資機会を利用するなど行為が禁止される）。

更に投資リスクを抑制するため、プラットフォームは実名ではない投資者にプロジェクトの宣伝と推薦ができないと定めた。

その他、他業務を行う場合における資金の濫用リスクを応じて、プラットフォームは同時にインターネット貸付業務を兼営することも禁止され、投資者の合法的權益を保護する。

中国証券業協会はプラットフォームについて自律管理を行い、事後届出管理を施行する。プラットフォームは設立後5日間以内に、中国証券業協会に申請し、届け出を提出する必要がある。同時に、以下の書類を提出する。1. エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォーム届出申請表、2. 営業証明書のコピー、3. 最近の監査済みの財務報告または出資検証報告、4. インターネ

ットプラットフォームの ICP 届出証明書のコピー、5. エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームの組織構造、人員配置及びスペシャリストの資格証明、6. エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームの業務管理制度、7. エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームの投資者保護、資金監督、情報安全、詐欺防止、利益相反、リスクマネー及び投資者紛争解決などに関する内部統制制度、8. 証券業協会が要求する他の資料。証券業協会は分析、事情聴取、現場審査・評価など方法により上記の資料を審査する。

最後に、監督部門について、中国証券業協会がプライベート・エクイティ・クラウドファンディングに対して自主規制を行うことと規定する。

具体的な規定について、以下の図をする。

プライベート・エクイティ・クラウドファンディング融資管理弁法（試行）（意見募集稿）

| 主要規定                | 具体的な内容                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| プラットフォームへの参入条件と職責行為 | 1 参入基準を規定する：5 営業日以内に証券業協会に登録し、純資産は 500 万人民元以上であり、相応の専門人員、合法的技術設備と管理制度あり。2. プラットフォームの責任と禁止行為を規定する：投資者と資金調達者の情報の真実性、プロジェクトの合法性について審査を行い、独立した口座で資金の安全を確保する。守秘義務および投資者教育義務が課され、関連取引・対外担保・株式代理保有など行為は禁止される。同時にインターネット貸付業務を兼営することも禁止され、投資者の合法的權益を保護する |
| 資金調達者の発行方式と禁止行為     | 資金調達者の責任と義務を規定する：情報の真実性・合法性・正確性を確保し、定期的に会社報告と重大な情報を開示する。2. 発行方法を制限する：私募の性質を規定し、エクイティ・クラウドファンディングと違法集資の区別を明確にし、公開または                                                                                                                             |

|           |                                                                                                                                                                                              |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|           | それに準ずる公開發行はしてはいけない、調達後株主の人数は200人を超えない。3. 資金調達者の行為を規制する：詐欺発行、収益保証、多数のプラットフォームまたは公開で同時に資金を調達することは禁止される                                                                                         |
| 投資者範囲の制限  | 一つの投資プロジェクトへの投資金額が100万人民元以上である単位または個人。金融資産が100万人民元以上または最近の三年間の個人年平均収入が30万人民元以上である個人または他の適格投資者。同時に資金が合法的であり、且つ相応の投資リスクを認識することができる                                                             |
| 情報開示と自律管理 | 1. プロジェクトとプラットフォームの情報開示制度を規定する：資金調達計画書を証券業協会に送り、届け出る。5営業日以内に変更、経営不良、違法、詐欺行為などの重大事項を届け出る。2. 業界の自律管理を強化し、届け出管理情報システムを設定し、データの共有を実現する・証券業協会はプラットフォームと従業員に対して自律検査を行い、違法行為に対して、証券監督委員会及び関連機構に移管する |

本「意見募集稿」はエクイティ・クラウドファンディングの法的地位を明らかにし、各主体の資格と義務、監督部門を明確にし、比較的完備した規制を定めるが、実務における各主体のニーズを十分に反映できず、対価の発行の方法、参入基準など面で下記の問題が残されている。

第一に、投資者の参入基準が不合理であるという問題がある。「意見募集稿」はこのような未熟な投資手法について、投資者保護の観点から適格投資家の基準を採用したが、この適格基準が高すぎるという意見がある<sup>186</sup>。エクイティ・ク

---

<sup>186</sup> 大家投のCEO 李群林は投資者参入の基準について、既に新三板の投資者参入基準に達し、実際の運用は難しいと考えている。銀杏果、愛創業など他のエクイティ・クラウドファンディングの経営者もこの条件が高すぎ、現実ではないと指摘した。参考「「私募型エクイティ・クラウドファンディング資金調達弁法」発出 適格投資者の参入基準

クラウドファンディングの発展の核心は多数の公衆投資者から少額の資金を集め、社会における遊休資金を活用することであるが、この規定は大量の投資者を排除し、クラウドの意味を喪失させ、エクイティ・クラウドファンディングの発展を阻害する。特に、「意見募集稿」は投資者の資格に対して、資産だけを要求し、投資経験と知識の有無などが判断の基準とされておらず、投資総額も規定していない。投資者の参入基準を設ける方法によりリスクを抑制することは間違いではないが、資産の多寡はリスク負担能力の唯一の判断基準ではなく、投資経験、仕事経験、専門知識、教育背景などは全て考量の要因である。現在の規定は完全に低収入と低資産の投資者の参加機会を奪い、投資リスクへの認識・判断能力が高いが経済力が低い投資家も排除した。そもそも、このような高い基準を満たす投資者は私募投資ファンドに投資する傾向が高く、クラウドファンディングの本質に反する。また、投資金額の下限だけを設けるが投資総額の上限を設けないやり方は合理的に投資リスクを抑制することとは言えないと思われる。実務から見ると、「意見募集稿」第14条3項は純資産が1000万人民币元以上である単位、金融資産が300万人民币元以上または最近の三年間の個人年平均収入が50万人民币元以上である個人で相応の投資リスクを認識、判断、負担することができる者と規定したが、財産、収入に関する証明を提出する投資者は極めて少なく、プラットフォームは登録人数と注目度を高めるためにこの条件を実施しがたい<sup>187</sup>。その他、中国では、多くのプラットフォームはリード・インベスター+一般投資者のモデルを採用し、リード・インベスターには、その投資経験と専門知識などが期待されるのであって、一般投資者と同じ規制を適用することは現実ではないと考える。

しかし、この制限がエクイティ・クラウドファンディングの本質に反しないとの意見もある。中国社会科学院法学研究所の劉明研究員は、エクイティ・ク

---

が議論の焦点になる」、中国証券網 <http://jrjz.cnstock.com/yw/201412/3284449.htm>、2017年5月10日閲覧。

<sup>187</sup>中国電子商務研究中心、「私募型エクイティ・クラウドファンディングの適格投資者制度考察」、<http://b2b.toocle.com/detail--6245365.html>、2017年5月9日閲覧。

クラウドファンディングの本質が少額資金調達ではなく、低コストで直接資金調達することができることにありと主張した。また、実務上も、エクイティ・クラウドファンディングの一人当たりの投資額は大きく、融 360 が発表した「中国インターネットクラウドファンディング 2014 年度報告」によると、投資者の平均投資金額は 14 万人民元である。このような事情に基づき、管理弁法のように、一定の参入基準を設定し、投資額が低い投資者を排除したとしても、資金調達の効率に深刻な影響をもたらさないと劉明は考えている<sup>188</sup>。

この問題について、中国证券业协会は 2015 年 1 月 22 日に開催した「エクイティ・クラウドファンディング業務座談会及びエクイティ・クラウドファンディング専門委員会準備会」では、投資者の参入基準を大幅に下方修正する予定があると発表した。それによれば、各投資プロジェクトへの投資金額を 100 万人民元以上から 10 万人民元に引き下げ、純資産の 1000 万人民元以上という条件を削除し、金融資産が 300 万人民元以上または最近の三年間個人年平均収入は 50 万人民元以上であることを 100 万人民元と 30 万人民元に調整する<sup>189</sup>。

第二に、宣伝の問題がある。「意見募集稿」では、資金調達者が同時にプラットフォーム以外のところで資金調達の情報を発表することを禁止する。この規定の目的は、宣伝制限によって、投資リスクを外部投資者に蔓延させないことである<sup>190</sup>。しかし、クラウドファンディングの利点は、投資者と資金調達者の間において低コストで直接的に交流することを可能にし、資金調達者と投資者の間の情報のギャップを埋め<sup>191</sup>、高情報コストのために伝統的な資金調達では無視

---

<sup>188</sup> 劉明、「私募型エクイティ・クラウドファンディングにおける公開宣伝規則の調整ルートを論じる—「私募型エクイティ・クラウドファンディング資金調達管理弁法(試行)」を評する」、法学家、2015 年第 5 期、p95。

<sup>189</sup> 私募型エクイティ・クラウドファンディングの投資参入基準が大幅に下がる可能性がある、証券時報、2015 年 1 月 27 日第 A05 版。

<sup>190</sup> 劉明、前掲注 188、p98。

<sup>191</sup> See Jeffrey E Sohl, The U.S. Angel and Venture Capital Markets: Recent Trends and Developments, *Journal of Private Equity* 6(2), 7, 14 (2003).

された資金調達側と投資側の需要を再び資本市場に回帰させる<sup>192</sup>ことである。宣伝制限はこの利点を損ねる可能性がある。

「意見募集稿」によれば、プロジェクトの情報は当該プラットフォームの実名ユーザーだけに向けて宣伝することができ、プラットフォーム以外の公開の場で資金調達の情報を発表することができないと規定する。しかし、実務的にみると、ひとつのプラットフォームのユーザー数は限られており、宣伝のルートを制限すると、潜在投資者の範囲は既存の投資者だけで、更新・拡大することが難しく、結局、プラットフォーム内部の資金調達者間の資金源の獲得競争になり、資金調達のコストが上昇する可能性が高い。プラットフォームは、実際にも投資者を集めるために weibo や wechat などの SNS 内のグループに対して宣伝している。この場合、グループ内における実名登録は保証し難く、SNS の利用がプラットフォーム以外の公開の場とみなされるならば、SNS での宣伝は管理弁法に違反する可能性がある。その他、管理の面から見ると、資金調達者はこの規定を遵守するため、資金調達者の従業員と仲介サービス提供者が自らの利益のために資金調達の情報を公開的に宣伝するなど行為を行うことに対して、資金調達者がより厳格な監督を行う必要があり<sup>193</sup>、それは資金調達者のコストを増加させる。そうすると、エクイティ・クラウドファンディングの効率性に重大な影響を及ぼす。そのために、特定の条件を満たせば資金調達の情報を広く宣伝できるというセーフハーバー制度を導入するという意見がある<sup>194</sup>。

第三に、プラットフォームについて、500 万人民元の純資産の要求が高すぎる。2013 年に始まり、まだ発展の初期である中国エクイティ・クラウドファンディングに対して、500 万人民元の純資産の要求は多数のインターネット企業など新興産業を排除した。この規定を制定する理由として、資金管理の要求に係ると

---

<sup>192</sup> See Karina Sigar, Fret no more, Inapplicability of Crowdfunding Concerns in the Internet Age and the JOBS Act's Safeguards, Administrative Law Review 64, 473, 486 (2012).

<sup>193</sup> See Chertok Seth, Theoretical Assessment of Private Placements under Rule 506, New York University Journal of Law and Business 8(1), 77, 91 (2011).

<sup>194</sup> 劉明、前掲注 188、p102。

考えられる。「意見募集稿」は投資者の資金に対して、独立口座管理を要求したが、でも管理権限は相変わらず明確ではなく、規定によれば、口座が独立したら、プラットフォームによる直接管理してもいいと読める。特に外部監督がまだ欠如した現在、プラットフォームによる資金濫用など問題が依然存在するため、プラットフォームへの純資産の要求によって、プラットフォームの投機行為と詐欺防止をある程度に抑制でき、投資者を保護することを図っている。しかし、同じ 500 万人民币元の資本金を要求した株式会社への規定も 2013 年会社法の修正によって削除された背景を考えると、この要求は合理とは考え難い。実務のやり方から見れば、第三者資金管理会社の介入によって投資者の資金安全確保によってこの問題をより有効に解決できると考えている。

その他、プラットフォームに対して規制したが、実際に業務を行うプラットフォームの従業員への要求と制限が定めていない。実務では、36KR のケースで示したように、実際に投資者と資金調達者に接触する従業員達の行為は直接に投資者の投資判断に係わっている。従業員は内部者としての便利を利用して、投資者の個人情報濫用することまたは情報の偽造、隠蔽によって投資者を害することを通じて個人利益を獲得することを禁止する必要がある。

## 七.小括

中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの問題点の中で、最も顕著であるところはエクイティ・クラウドファンディングの自身のハイリスク構造と対応する法規制の欠如である。

中国の現行法の下で、公衆から公開的に資金を集める方法は上場会社の証券公開発行である。他のいかなる形式であれ公衆に向けて証券を発行する行為は違法集資と認定される可能性がある。民商法上規制法の欠如と刑法上の非特定対象など定義の定性不明の結果、エクイティ・クラウドファンディングの法的地位が不明であり、役割・責任義務などが規制されていない混乱の状況下において発展している。エクイティ・クラウドファンディングの生まれつきの詐欺リスク、流動性リスク、経営リスクなど以外に、中国におけるエクイティ・ク

クラウドファンディングの利用者は刑法上の違法集資、証券法の公開発行、会社法の人数制限がもたらした法的リスクにも直面している。

中国の実務では、プラットフォームは常に投資者資格、人数または投資金額の制限によって公開発行の規定を回避するが、その合法性が法により認定されないため違法集資とみなされる可能性がある。適法性の判断はよく「事後遡及」の形で判断される。つまり、大規模な投資資金の回収不能が発生したときに、結果的に募集行為の合法性を判断し、法の予測可能性と指導性が失う。現在、監督不足と懲罰過度の問題が同時に存在する矛盾状態である。投資者と資金調達者の取引は監督の下で順調に進めない一方、監督外で詐欺など巨大なリスクを含む取引が絶えず発生する。このような事情に対して、「指導意見」と「意見募集稿」が公布されたが、前者の規定が曖昧で、直接に適用できない。「意見募集稿」は比較完全な規制仕組みを構築したが、宣伝の方法、投資者の参入基準、プラットフォームの義務などに問題があり、執行することが困難であり、議論も完了していない。特に核心とするプラットフォームは投資者と資金調達者を繋ぎ、エクイティ・クラウドファンディングの取引組織の構築者と運営者として、取引を完成させるため、投資者と資金調達者の資格を審査することによって彼らを取引に参加させる。同時に、プラットフォームは情報の流れの中継点として、各主体の情報非対称性問題の解決に天然の利点を有し、取引ルールの制定者として、投資者利益の保護に重要である。実務では、プラットフォームにとって、投資者数の維持と拡大はビジネスの持続的運営の鍵であり、現在、彼らは既に名誉機制など手段を利用し、推薦人制度、リード・インベスター制度などを活用し、自発的に投資者保護の自律管理体系を構築している。プラットフォームの情報審査と監督の機能の強化によって、投資者保護を実現することは合理であると考えている。現在、日米等国は規制緩和を行いながら、プラットフォームへの規制の強化を通じて、投資者保護を図っており、新興企業の資本形成の促進と投資者保護の合理的なバランスを取っている。本稿はこれから外国の立法例と実務経験を参考にし、エクイティ・クラウドファンディングに対する法制度のあるべき姿を検討する。

### 第三章 エクイティ・クラウドファンディングに関する比較法研究

中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの監督と規制不明の問題に対応し、投資者の利益に合理的な保護を提供できる法制度の構築が現在喫緊の課題である。海外の経験を参考にし、エクイティ・クラウドファンディングを利用して、新興企業の資金調達ルートを拡大し、投資者に多元化の投資組合の選択しを提供する上で、雇用創出と経済発展の機能が期待され、日米英等国はエクイティ・クラウドファンディングの合法性を認め、規制緩和することを通じてその利用を拡大することは主流になった。本節では、米国、日本及びEUにおける英国、フランス、イタリアなど代表的な国のエクイティ・クラウドファンディングの法制度を考察し、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法規制システムの構築への示唆を検討する。

#### 一、米国

2008年金融危機は米国の経済状況に深刻な影響を与えた。このため、多くの立法者は貸付市場と証券市場に関する金融規制の厳格化に警報を鳴らした<sup>195</sup>。同時に、小規模の企業の生存機会は相変わらず低く、10年間で生き残れる小規模企業は33%に過ぎず<sup>196</sup>、これらの企業の資金取得機会は主として新規公開である<sup>197</sup>が、引受手数料、SECへの出願費用、会計事務所、法律事務所など機構

---

<sup>195</sup> See Christopher H. Pierce-Wright, State Equity Crowdfunding and Investor Protection, 91 Wash. L. Rev. 847,847 (2016).

<sup>196</sup> See Lina Jasinskaite, The JOBS Act: Does Income Cap Really Protect Investors?, 90 DENV.U. L. REV. ONLINE, 81,85-86 (2013).

<sup>197</sup> See Uriel S. Carni, Protecting the Crowd Through Escrow: Three Ways that the SEC Can Protect Crowdfunding Investors, 19 FORDHAM J. CoRP. & FIN. L. 681,693 (2014).

への費用だけが既に 10 万ドルから 150 万ドルまでに達し<sup>198</sup>、高額な上場費用は小規模企業を公衆投資から遠ざける。そのため、小規模企業はかねてより資金取得の機会を拡大するように既存の金融規制に挑戦してきた。しかし、2008 年から 2012 年の間に、議会はこのような小規模企業への規制緩和をほとんど達成することはできなかった。2011 年、約 600,000 社の小企業が与信から完全に遮断されたと表明し、800,000 人が予期以下の資金しかもらえなかった<sup>199</sup>。2014 年 4 月まで、米国の失業者は既に 1250 万人になり、米国経済も依然としてスタグフレーションの状態であった。小規模の新興企業の資金調達を容易に行わせ、ベンチャーとイノベーション、雇用の創出と経済成長を促進するため、米国は 2012 年 4 月 JOBS 法を制定した<sup>200</sup>。JOBS 法は、既存の証券法制度の下で、新興企業の実務上の負担が重く、クラウドファンディングの利用可能性が低い問題に対応し、今回の制度改正を通じて、新興企業による公衆からの資金調達、つまりクラウドファンディングによる資金調達を可能にする方策を導入した。クラウドファンディング、特にエクイティ・クラウドファンディングは、新興企業に資金調達ルートを開き、小規模企業の資金調達需要を満たし、このような企業が将来の経済変動に耐えうるようにすると議会在が考えた<sup>201</sup>。その他、IPO や上場維持に伴う負担を軽減するミニ IPO、1993 年証券法 RegulationD506<sup>202</sup>と

---

<sup>198</sup> See PwC, Considering an IPO? The Costs of Going and Being Public May Surprise You, available at <http://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-cost-of-ipo.pdf> (last visited May 3, 2017).

<sup>199</sup> Small Business, Credit Access, and a Lingering Recession, NAT'L FED. OF INDEP. Bus., Research Foundation, 31 (Jan. 2012), available at <http://www.nfib.com/Portals/0/PDF/AllUsers/research/studies/small-business-credit-study-nfib-2012.pdf> (last visited May 3, 2016).

<sup>200</sup> See 158 CONG. REC. 38, H1275 (daily ed. Mar. 8, 2012) (statement of Rep. Cantor).

<sup>201</sup> Bradford, *supra* note 18, at 10. See also Karina Sagar, Fret No More: Inapplicability of Crowdfunding Concerns in the Internet Age and the JOBS Act's Safeguards, 64 ADMIN. L. REV. 473, 487 (2012).

<sup>202</sup> 17 CFR §230.506. available at <http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=81e1a780ee10cd473786c5aa918905ac&node=17:2.0.1.1.12.0.46.181&rgn=div8> (last visited November 3, 2016).

Regulation D144A<sup>203</sup>を利用して私募や私募証券の転売において、一般的勧誘・広告規制の適用除外を拡大し、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るなど複数の改正案も含まれる。その後、2013 年 10 月に JOBS 法の核と言える第三編のクラウドファンディングの実際の運用に必要な施行規則・細則案が SEC から提示された。

## 1、立法経緯

米国 1933 年証券法では、正確な情報が確実に投資家に開示されるように、SEC に登録せずに募集又は売付を行うことは原則的に禁止されている(同法第 5 条)。SEC に登録する時に、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、費用と時間がかかるが、同法に基づき登録を行うことにより、さらに 1934 年証券取引所法による継続開示義務<sup>204</sup>等の負担が発生する(第 15 条(d))。そのため、新興企業は証券募集により資金を調達することが困難である。エクイティ・クラウドファンディングは、インターネットを通じて、株式や将来得られる利益の証券化などエクイティを対価として公衆から投資を受けるので、米国法によって投資契約として米国証券法の規制に服する。従って、JOBS 法が採択される前は、インターネットを通じて公衆に向けて株式又は持分などを発行して資金調達する資金調達者やプラットフォームは、証券監督違反の巨大な法的リスクを回避するため殆ど存在していなかった。しかし、小規模企業と新興企業がエクイティ・クラウドファンディングを利用する場合には、その調達金額が少額であり、その募集内容が限定されるため、情報開示の要請も低くなり、通常の証券発行と同じく登録書面の作成や継続開示など規定を適用す

---

<sup>203</sup> 17 CFR §230.144A. available at

<<http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=81e1a780ee10cd473786c5aa918905ac&node=17:2.0.1.1.12.0.36.29&rgn=div8>>(last visited November 3,2016).

<sup>204</sup>定期的に、証券や資金調達者の情報を記した、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。

ると、負担が大きく、クラウドファンディングの活用と発展が阻害された。また、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームに対してブローカーディーラーの登録義務を課すことは、少額の資金調達に限定されるエクイティ・クラウドファンディングにおいては、現実的ではない<sup>205</sup>。

エクイティ・クラウドファンディングとの関係で検討余地がある例外規定としては証券法の Regulation A と Regulation D である。Regulation A によって、12 ヶ月以内に 500 万ドルを上限として、一定の発行人について、証券の募集・売り出しにかかる登録などの規制の適用除外を認め、簡易の情報開示などで公衆から資金調達することが可能であるが、この利用にあたっては各州の証券法対応が必要となり、それに逐一对応するコストが 500 万ドルという調達額度に見合っていないため、現実にはほぼ利用実績がないと言ってよい<sup>206</sup>。また、目論見書に相当する募集書類の形式による開示も必要であり、エクイティ・クラウドファンディングに利用することが困難である。

Regulation D のルール 504-506 にも検討の余地があると考えられるが、いずれのルールも出資者、金額、調達期間を制限し、特に一般的勧誘又は一般的広告を制限する<sup>207</sup>ため、インターネットなどの利用が困難であり、投資者が各州の証券法対応の必要性もある可能性があるため、エクイティ・クラウドファンディングに利用することも難しい。

---

<sup>205</sup> 雨宮卓史、「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.)、p4。

<sup>206</sup> 2009 年から 2012 年まで Regulation A に基づいて行われた資金調達はわずか 19 件であり、調達総額は 7,300 万ドルにすぎない。竹内信紀・小川周哉、「ベンチャー・ファイナンスの新手法：日米における投資型クラウドファンディングの現在とその展望」、旬刊商事法務（2072），2015-07-05. P24。

<sup>207</sup> ルール 504：12 ヶ月間の募集総額が 100 万ドル以下であり、一般的勧誘又は一般的広告の禁止要件適用除外を受けるには各州規制の遵守が必要である。

ルール 505：12 ヶ月間の募集総額が 500 万ドル以下であり、且つ認定投資家以外の購入者は 35 名以下で、一般的勧誘または一般的広告が禁止する。

ルール 506：認定投資家以外の購入者はファイナンス・ビジネスへの知識経験のある 35 名以下であり、一般的勧誘または一般的広告が禁止する。

このような状況の中、エクイティ・クラウドファンディングへの道を開く立法活動が始められた。

クラウドファンディングに対応し、証券法の適用除外規定を求める要望の中で、Sustainable Economies Law Centerによる立法提案(以下はKassan petitionという)が有名である<sup>208</sup>。提案は以下の5つの内容を取り上げた: 1. 投資者が重大なリスクを負担しないように各投資者の投資金額を100ドルを上限として制限される。2. 投資案件の失敗リスクを抑制するため10万ドルの募集総額の設置。3. 詐欺の発生可能性を減少させ、投資者を、不正行為を発見しやすい個人に限定する。4. 複数の資金調達が同時に行われることによって上記2の募集総額の上限を超えることを防止するため、資金調達者が同時に複数の資金調達を行うことを許さない。5. 投資者がリスクを理解した上で投資することを確保するため、全ての募集書類において、投資の全額が失われる可能性があること及び各資金調達者の信用評価を各投資者が慎重に行わなければならない旨のディスクレイマーを付ける<sup>209</sup>。この提案を支持する意見が多い<sup>210</sup>。ただし、募集総額の上限、個人の投資限度、詐欺防止条項などについて見解の相違がある。Kassan petitionはクラウドファンディングの利用を推進する有力な提案として支持されると同時に、批判的な意見もある。この提案は規制緩和に過度に重点を置いた理想主義的なものではないか、また、これは投資者への情報開示と市場における詐欺の防止によって効率的な市場を守るという連邦証券法の基本原則を廃棄するものではないか、など批判が現れた<sup>211</sup>。更に、この提案には、クラウドファンディングにより資金調達を行うものが、ブローカーディーラーとしての要件からも免除されるかどうか、仲介者の役割をどのように考えるか、クラウドファン

---

<sup>208</sup> Letter from Jenny Kassan, Sustainable Economies Law Center, To Elizabeth M Murphy, Office of the Secretary, SEC, Jul. 1. 2010  
<https://www.sec.gov/rules/petitions/2010/petn4-605.pdf> (last visited May 14, 2017).

<sup>209</sup> Id. at 7.

<sup>210</sup> Burkett, *supra* note 56, at 94.

<sup>211</sup> Id., at 95-96.

ディングにより発行された証券について転売制限をかけるかどうか、主体が個人の場合には、どのように現実に証券を発行するのかという問題点に対する回答が用意されていなかった点も批判の対象となった<sup>212</sup>。

この提案に関する議論の中で、公衆投資者も含む投資者への勧誘に制限を設けない、連邦法の適用除外により州法を排除する必要性、金額上限の設置などの重要性についてはおおむね共通理解が形成された<sup>213</sup>。さらに、この提案で議論されていない点として、証券発行前に資金調達者が投資者の関心について予備調査をする機会を設けるべきことや仲介者の役割についても一定の理解が得られた<sup>214</sup>。

このようなクラウドファンディングに関する議論に伴い、2011 年 1 月、オバマ大統領は Startup America Initiative を公表した。その中で、小規模成長企業が資本調達する可能性を高めるための改革を求めるということが掲げられた。その後、連邦議会では、議員が米国 IPO 市場の低迷について懸念を示した。

1991 年から 2000 年までの米国の IPO の件数に比べ、2001 年以降、特に 2008 年金融危機以降の IPO 件数が激減している。このような IPO 件数の激減を契機として、連邦議会では、次のようなことが原因ではないかとの懸念が表明された。

第一は、次第に複雑になっていく証券規制である。第二は、サーベンスオクスリー法遵守に伴う費用負担である。第三は、ドットフランク法の下で現在進行中の SEC 規則制定作業により、規制の先行きが不透明であるという不安が発行会社に生じているということである。そのほか、IPO における開示に関するクラス・アクション訴訟のリスクがあるということもある。また、全般的な規制、法律及び法令遵守の負担の増大ということが掲げられた。

---

<sup>212</sup> 尾崎悠一、米国におけるクラウドファンディングに関する議論について、企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2014 年版、公益財団法人資本市場研究会、2014 年、p219-220。

<sup>213</sup> Burkett, *supra* note 63, at 100-101.

<sup>214</sup> *Id.* at 101-102.

SEC のシャピロ氏は、これに対して逐一反論を行ったが、議会のほうはこれに対する反論に飽き足らず、JOBS 法の構成と主な内容に関する法案が下院に提出され、審議されることになった<sup>215</sup>。

2011 年 10 月、下院における審議が始まり、IPO タスク・フォースから「Rebuilding the IPO On-Ramp」という提言がなされた。IPO タスク・フォースとは、2011 年 3 月の米国財務省が招集した小規模企業のための資本市場へのアクセスというコンファレンスに参加した、ベンチャーキャピタリスト、起業家、弁護士、学者、会計士、投資家、投資銀行家からなるグループである。このタスク・フォースによる提言は、高成長の新興企業による資本市場へのアクセスを改善することによって、米国の雇用創出の増大と経済全体の成長促進を図ることを目的とする。企業規模に応じた規制という既存のプリンシプルを用い、「On-Ramp」と米国では言っているが、新興成長企業に対して、成長途上段階に応じた規制を提供することが提言された。

具体的には、IPO 時に年間総収入が 10 億ドル以下の会社が、完全な証券規制の遵守を求められるまで 5 年間の猶予を与えるというものである。これによって投資家保護の原則を維持しつつ、新興成長企業に対し、法令遵守コストを削減し、また時間的な猶予を与えることとなる。その他、IPO 前後を通じて、投資家に対する新興成長企業に関する情報の提供を改善する。投資家への情報提供と市場における新興成長企業の存在感の維持のために、リサーチ・レポートに関する手続的な制約を緩和することも提案された<sup>216</sup>。

この IPO タスク・フォースによる提言を受け、下院に提出された法案は、JOBS 法という形で一本化された。その後、下院で可決され、上院では、クラウドファンディングの登録免除に関して、ファンディング・ポータルに業者としての登録を要求する修正がなされ、下院もかかる修正も受け入れ、オバマ大統領が 2012 年 4 月 5 日に署名して、JOBS 法が成立した。これによって、米国におけ

---

<sup>215</sup>金融商品取引法研究会、「米国 JOBS 法による証券規制の変革」、金融商品取引法研究会研究記録第 40 号、2013 年 1 月、p1-3。

<sup>216</sup> 同上掲注、p3。

るクラウドファンディングの合法性が法により確定され、SEC の監督を受けることとする。JOBS 法の内容から見ると、1. 新興成長企業に対する米国市場の再開放、2. 雇用創出者のための資本調達方法、3. クラウドファンディング、4. 小規模会社の資本形成、5. 閉鎖会社の柔軟性及び成長、6. 資本増強、と 6 つの部分があり、特に注目されているのは第一編と第三編である。その内容は以下の図を参照である。

JOBS 法の概要<sup>217</sup>

| 各編の内容             | 主要内容                                                                                               |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第一編：新興企業の緩和など     | 新興企業の定義；開示の免除、規制緩和（役員報酬開示免除など。財務諸表が 3 年分から 2 年分へ軽減）；その他（リサーチレポート、事前ミーティングなど）                       |
| 第二編：広告の緩和など       | 少額私募の一般勧誘・広告解禁； 私募に係るオンライン・プラットフォームのブローカーディーラー登録免除等                                                |
| 第三編：クラウドファンディング制度 | 発行案件が SEC への登録免除となるなどの要件（調達金額と投資金額の制限、発行主体、仲介業者の義務など）；新たな組織形態であるファンディング・ポータルを作る；その他（不正防止、州法との関連など） |

JOBS 法の制定によって新興企業と小規模企業の資本形成と雇用創出を促進することが立法の目的であるが、これに関する批判意見も多い。SEC の Luis A. Aguilar 長官はこの法案の制定を非常に激しく批判した。この法案は不法経営者、不正取引をする証券会社などに濫用される可能性が極めて高く、証券監督を更に困難にし、投資者に対して巨大なコストと潜在的な損害をもたらすだけで、利益があまりない<sup>218</sup>。北米証券管理者協会（NASAA）の総裁 Jack Herstein もこの法案が最も重要な投資者保護を犠牲にしたが、雇用拡大に期待できる希望が

<sup>217</sup> 千田、前掲注 159、p41。

<sup>218</sup> Luis A. Aguilar, Public Statement by Commissioner: Investor Protection is Needed for True Capital Formation: Views on the JOBS Act, March 16, 2012, <https://www.sec.gov/news/public-statement/2012-spch031612laahtm>(last visited May 15,2017)

見えないと指摘した<sup>219</sup>。その他、米国消費者連合(CFA)の取締役 Barbara Roper<sup>220</sup>、SECの元主席 Arthur Levitt<sup>221</sup>など立法と監督部門の者もこの法案について否定的な観点を持っていた。

学者の中で、この法案について悲観的な態度を持っている者も多い。その中、ハーバード大学の John Coates 教授は、このような規制緩和は詐欺リスクを更に高め、資金調達の経済コストを逆に増加させ、雇用機会を減少させ、法案の最初の目的に逆行する可能性があるとして指摘した<sup>222</sup>。フロリダ大学の Jay Ritter 教授も法案が小規模企業の資金調達能力を弱化させ、公衆から資金を取得する機会を下げるかもしれないという意見を持っている<sup>223</sup>。

このような論争の影響を受け、法案の第二編は2013年9月に効力が生じたが、核心である第三編のクラウドファンディングについて、本来はSECに270日以内に具体的な監督規則を制定すると要求するが、SECが2013年10月23日に第三編に関する細則案を提示し、クラウドファンディングに関する証券法と証券取引法の規定を補充する<sup>224</sup>が、最終案の完成は1000日まで遅延した。2015年10月30日、SECによりクラウドファンディング規則が正式に採択され、最終規則

---

<sup>219</sup> John Wasik, JOBS Act Will Open Door to Investment Scams, March 14, 2012, <https://www.swissamerica.com/article.php?art=03-2012/201203141008ex.txt> (last visited May 15, 2017)

<sup>220</sup> Statement of CFA Director of Investor Protection Barbara Roper In Response to House Passage of Anti-Investor, Anti-Jobs JOBS Act, March 8, 2012, [http://consumerfed.org/press\\_release/statement-of-cfa-director-of-investor-protection-barbara-roper-in-response-to-house-passage-of-anti-investor-anti-jobs-jobs-act/](http://consumerfed.org/press_release/statement-of-cfa-director-of-investor-protection-barbara-roper-in-response-to-house-passage-of-anti-investor-anti-jobs-jobs-act/) (last visited May 15, 2017)

<sup>221</sup> Prepared statement of Arthur Levitt, former Chairman, Securities and Exchange Commission Before the Public Company Accounting Oversight Board, March 21, 2012, [https://pcaobus.org/Rulemaking/Docket037/ps\\_Levitt.pdf](https://pcaobus.org/Rulemaking/Docket037/ps_Levitt.pdf) (last visited May 15, 2017)

<sup>222</sup> The JOBS Act: An Investor Protection Disaster Waiting to Happen, March 26, 2012, <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/03/26/the-jobs-act-an-investor-protection-disaster-waiting-to-happen/> (last visited May 15, 2017)

<sup>223</sup> Aguilar, *supra* note 218.

<sup>224</sup> Securities and Exchange Commission: Proposed rules, 2013, <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf> (last visited May 15, 2017).

(SEC Rel. No. 33-9470)<sup>225</sup>を公表し、一部を除き 2016 年 5 月 16 日から施行され実際に運用が開始した。SEC は JOBS 法の規定を精緻化させ、具体的な監督要求の明確化によって、エクイティ・クラウドファンディングの実行可能性を高め、仲介者によるコミュニケーション・チャネルの構築など法の空白をうめ、クラウドファンディングの法規制を整備した。Regulation Crowdfunding (17C.F.R. 227.)の創設によって、米国のエクイティ・クラウドファンディングの発展は新たな段階を迎えた。

証券法の主旨は投資者を詐欺から守ることであり、SEC v. Ralston Purina Co. 事件では、連邦最高裁は証券法の立法目的が、十分な情報開示によって投資者が正確な判断を下すことを確保することであり、つまり、公開市場における有効に自分自身の権利を守り、リスクを防止する投資者を保護することである<sup>226</sup>。SECの主席Mary Jo Whiteも投資者保護をSECの基本目的であると指摘した<sup>227</sup>。しかし、同時にSECは資本市場の秩序を維持し、資金調達の効率を向上させ、資本形成を促進する役割もあるため、監督の重心が効率と安全の間で揺れ動き、実情に応じてバランスを調整する。今回の法案は資金調達の効率を向上させ、資本形成を促進する目的を有し、既存の私募発行の基礎の上に、クラウドファンディングの合法性を認め、情報開示と登録のコストを下げると同時に、資金調達者と投資者両方に対して金額の制限を設け、プラットフォームの責任分担を強化し、証券詐欺行為を抑制し、投資者の利益を保護することを図っている。

## 2. 米国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法制度

JOBS 法及び関連規則が資金調達者、プラットフォーム、投資者 3 つの主体の法規制によって投資者保護を図っている。

---

<sup>225</sup> Securities and Exchange Commission., FINAL RULE,  
<https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>(last visited May 15,2017)

<sup>226</sup> Sec.& Exch.Comm'n v. Ralston Purina Co.346 U.S.119 (1953)

<sup>227</sup> White, M., SEC Budget Hearing Before the Subcommn.on Financial Services and General Government of the S.Comm on Appropriations, 113th Congress, 2013.

## 2.1 資金調達者への規制

日本、英国、フランスなどの国と比べ、米国の一つの特徴としては発行者である資金調達者についても規制を設けたことである。その規制は主として資金調達者の法的形態、調達可能総額、情報開示義務、行為制限および民事責任の4つの側面から制定した。

### 2.1.1 法的形態

法的形態について、以下のいずれの条件に合致する資金調達者はエクイティ・クラウドファンディングを利用することができない。①米国州法に基づき設立されたものではない者、②証券取引所法13条または15条(d)項に基づき報告義務を負う者、③1940年投資会社法に3条にいう投資会社、④SECの規則・Regulationに定められた者。④について、Regulation Crowdfundingはさらに以下の3つの状況を追加した。

1) Regulation Crowdfunding 503が定める特例利用の欠格事由に該当する発行者<sup>228</sup>、2) 発行の直前2年間に、Regulation Crowdfunding 202と203(b)項に基づく年次報告の提出を怠った者(提出を怠っている報告を提出すればすぐに特例を利用することが可能になる(Regulation Crowdfunding Instruction 1 to 100(b)(5)))、3) 具体的なビジネスプランをもっていない者。

### 2.1.2 調達可能総額の規定

資金調達者の調達可能総額について、JOBS法の本則では、12ヶ月間で100万ドルを上限として認めたが、公開意見募集では、上限を増額すべき意見があった。これに対してSECは、新興企業に対して100万ドルは多額であると説明し、この意見を退けている(細則案 p16)。しかし、Regulation Dなど他の私募形式による資金調達額と寄付型・購入型で取得した資金及び一般的な家族や友人か

---

<sup>228</sup>発行者の取締役、役員あるいは主要株主等が募集の開始前10年間に証券取引に関連して有罪の判決を受けたような場合には、特に詐欺等を行うと、特例の利用が禁止される(Regulation Crowdfunding 503(a))。

らの出資資金はSECの説明に基づいて、100万ドルに合算しない(細則案 p17-18)。また、エクイティ・クラウドファンディングによる資金調達と Regulation D など他の私募形式による資金調達は同時に行うことも可能である(細則案 p18-19)。具体的には、一般勧誘と一般広告が認められている案件とそうでない案件が同時に行われる場合には、前者の勧誘・広告のなかに、後者が含まれてはならないとするものである<sup>229</sup>。

### 2.1.3 資金調達者の情報開示義務

資金調達者はエクイティ・クラウドファンディングを利用して資金調達する場合には、仲介者であるオンラインのブローカー又はファンディング・ポータルを通じて行う必要があり、且つその仲介者は一社だけに限定される(証券法 4A(a)(6))。この理由の一つは、これらの仲介者は潜在的投資者に対する濾過器の機能を果たし、投資者保護と詐欺防止に役立つと期待されている<sup>230</sup>。しかし、このように強制的に仲介者を使用させることが資金調達者の調達コストを増加させ、クラウドファンディングの以外の証券法適用除外規定において、仲介者の使用を強制していないという意見もある<sup>231</sup>。クラウドファンディングでは、プラットフォームの利用は避けられず、自らウェブサイトを作成するにしても作成コストと宣伝費用がかかる。プラットフォームの利用は不合理ではない。但し、仲介者が規制遵守または市場の反応への判断によって、手数料が高額になり、資金調達者のコストが嵩む可能性はないとはいえない。

資金調達者はSEC、仲介者であるプラットフォーム、投資者に関連情報を正確に開示する必要がある(証券法 4A(b))。開示する情報は二つの部分に分けることができる。一つは一般的情報であり、具体的には発行会社の名称、法的地位、住所及びウェブサイト、取締役・役員の名称及び過去3年間の職業経験、20%

---

<sup>229</sup> 千田、前掲注 159、p45。

<sup>230</sup> Pierce-Wright, *supra* note 195, at 869.

<sup>231</sup> See Stuart R. Cohn, The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution, 64 FLA.L.REV.1433,1439 (2012).

超保有株主の名称、事業の内容及び事業計画、発行目的及び目標募集金額に関する予定資金の使途<sup>232</sup>、目標募集金額、最終募集期限及び募集進捗状況の定期的更新<sup>233</sup>、公募価格<sup>234</sup>又はその決定方法<sup>235</sup>（ただし、売却前に、各投資者に対して、

---

<sup>232</sup> インストラクションを設けて、発行者は、投資家が十分な情報に基づいて手取金ができるように使用されるのかを理解できるよう詳細に開示しなければならないとする。

複数の使途が予定されている場合には、それらの具体的内容と、それぞれの使途にどれだけの資金を割り振るのかについても開示することを要する。

目標調達額を超えて調達する場合には、超える部分の資金の使途についても具体的に開示しなければならないとする(Regulation Crowdfunding Instruction 1 to 201(i))。

<sup>233</sup> 募集期限までに目標調達額に到達しなかった場合には、証券は発行されず、投資者からの申込みはキャンセルされ、払込金は返還されることを開示しなければならない(Regulation Crowdfunding 201(g))。

- ・ 目標調達額を超える申込みがあった場合にそれを受け入れるか否か、受け入れる場合には上限の金額、目標調達額・上限度額以上の申込みがあった場合の株式の割当の方法(按分比例、先着順等、Regulation Crowdfunding 201(i))。
- ・ 取引の完了または投資の申込みのキャンセルのプロセスに関する事項(以下のものを含まなければならない、Regulation Crowdfunding 201(j))。

(1) 投資者は募集期限の 48 時間前まで投資の申込みをキャンセルすることができる旨

(2) 目標調達額に達したときには仲介業者から投資者にその旨を通知すること

(3) 募集期限の前に目標調達金額に達した場合に、発行者は、新たな募集期限を設定して募集を終了することができる。但し、新たな募集期限の少なくとも 5 営業日前に新たな募集期限を設定することを通知しなければならない。

(4) 投資者が募集期限の 48 時間前までに申込みをキャンセルしない場合には、払込金が発行者に引き渡され、投資者は引き換えに証券を受領する旨

・ 募集に関して重大な変更が生じた場合には、投資者が投資の申込みの意思が再確認されないかぎり、投資の申込みはキャンセルされ、払込金が返還される旨

<sup>234</sup> 証券を取得させる前に、投資者に対して書面で発行価格および開示べき情報のすべてが提供されなければならない(Regulation Crowdfunding 201(1))

<sup>235</sup> 価格の決定方法の開示はエクイティ・クラウドファンディングにおける投資者保護の一つ重要なポイントである。エクイティ・クラウドファンディングの場合には市場価格が存在せず、発行価格が将来のリターンとリスクを反映した適正な価格の確保が直接に投資者の利益に係っている。多くの場合、投資者更に資金調達者もファイナンスに関

最終価格及び必要な全ての開示内容を書面で提供し、またコミットメントを撤回する合理的な機会を提供するものとする。)、所有者の状況及び資本構成<sup>236</sup>、SEC がルールにより定めるその他の情報<sup>237</sup>、である。

もう一つの部分は財務情報の開示である。

1) 財務状態の開示：資金調達者の財務状態に関する議論を開示する必要がある。その内、流動性、資金の供給源、事業の経過に関するもの（重要なものに限る）が含まれる（Regulation Crowdfunding 201 (s)）。SEC は管理層が上述の情報の開示によって、投資者に発行企業の業績、財務状況、会社の業績に重大な影響をもたらす不確定の要因と傾向を知らせることを図っている（最終規則 p76）。

2) 財務書類の開示：資金調達額の多少に基づき、米国は異なる開示基準を設け、投資者を保護する前提で、柔軟に企業の資金需求に対応する。

まず、資金調達額が 10 万ドル以下の場合には、資金調達者の直近の所得申告書における総収入、課税対象所得、総所得税額（この 3 つの書類について、CEO が所得申告書の内容と一致する証明を添付する必要がある）、資金調達者の財務書類（CEO により内容の真実性と完全性を証明しなければならない）を開示しな

---

して素人である可能性が高く、その決定方法の開示によって専門投資者にその合理性の判断を助力することが期待されよう。

<sup>236</sup> 発行される証券およびそれ以外の種類の証券の内容。それぞれの証券の発行数、議決権の有無、議決権の制限の有無(Regulation Crowdfunding 201(m) (1))。

・ 議決権総数の 20%以上に相当する株式を保有する株主(Regulation Crowdfunding 201(m) (3))。

・ 証券の譲渡制限に関する事項(Regulation Crowdfunding 201(m) (6))

<sup>237</sup> Regulation Crowdfunding は以下の開示内容を追加する。発行者の従業員数、発行者に対する投資を投機的またはリスクの高いものとしている重要な要因に関する議論、仲介業者の名称、発行者または発行者の取引に関して仲介業者が有する経済的利害関係、発行者の負債に関する事項、発行者が過去 3 年間に発行登録の適用除外を利用して行った証券の募集に関する事項、直近の会計年度における関連当事者との取引に関する事項、発行者(その前身となったものを含む)が Regulation Crowdfunding 202 の報告義務(年次報告義務)を怠ったことがある場合にはその旨、開示した他の情報がミスリーディングなものにならないようにするために必要となる重要な情報など。

なければならない。独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類がある場合には、資金調達者はこれに代えてその書類を提出すれば良い。

次に、資金調達額が 10 万ドルから 50 万ドルの間である場合には、独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類を要する。但し、独立の公認会計士による監査を受けた財務書類がある場合にはそれを提出すれば良い。

最後に、資金調達額が50万ドルを超える場合には、クラウドファンディングの初回の利用者は独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類を要求される。但し、独立の公認会計士による監査を受けた財務書類がある場合にはそれを提出する。以前にクラウドファンディングを利用した経験がある利用者は直近 2 会計年度にかかるGAAP に依拠して作成された貸借対照表、包括利益計算書、キャッシュ・フロー計算書、株主資本変動計算書、これらの書類に関する注記を提出する (Regulation Crowdfunding Instruction 3 to 201(t))。そして、独立の公認会計士によるレビューを受けた場合にはレビュー報告書、監査を受けた場合には監査報告書を提出する (Regulation Crowdfunding Instruction 8 and 9 to 201(t))。

この規定について、資金調達者の調達コストを禁止的に高め、エクイティ・クラウドファンディング本来の低コストでの資金調達手段としての機能<sup>238</sup>が発揮されないとする意見がある<sup>239</sup>。Bradford教授の意見によって、発行者に対する開示要求が多すぎ、かつ複雑すぎるので、新興企業がこれを負担できない可能性が高い<sup>240</sup>。クラウドファンディング以外の証券法適用除外の場合には、財務書類

---

<sup>238</sup> Alan R. Palmiter, Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum, 7 Ohio State Entrep. Bus. L. J. 374,399(2012).

<sup>239</sup> Cohn, *supra* note 231.at 1439-1444.

<sup>240</sup> Bradford,*supra* note 18,at 142-144.

についてのCEOの確認は必要とされず<sup>241</sup>、小規模企業について、監査証明が添付される財務書類は非常に費用がかかるため、通常は利用不能である<sup>242</sup>。

しかし、資金調達者の情報開示の程度を規定することはそもそも難しく、過度の開示は企業の資金調達コストを高め、逆に開示不足になると効果的に投資者を保護できない。やはり資本形成のために投資者保護を犠牲することができない。実際に、米国は情報開示について、新興企業と小規模企業の高い失敗率、インターネットで詐欺の多発を考慮し、情報開示について多くの要求を規定した。

資金調達者の継続開示義務として、少なくとも年 1 回、SEC が規則によって定めるところに従い、事業の成果に関する報告および財務書類を SEC に提出し、投資者に提供しなければならない（証券法 4A(b)(4)）。更に、Regulation Crowdfunding は提出時期（事業年度の末日から 120 日以内）、開示の方法（SEC への提出及び自社ウェブサイトでの開示）、財務書類（独立の公認会計士によるレビュー・監査を受けた財務書類）及びその他の開示事項（役員・取締役に関する事項、発行者の事業に関する事項、従業員数、財務状態、資本構成、リスク要因、負債に関する事項、関連当事者との取引）を規定する（Regulation Crowdfunding 202）。

上記の継続開示義務は、以下のいずれかの場合には消滅する（Regulation Crowdfunding 202(b)）。

- 1) 証券取引所法 13 条(a)または 15 条(d)項による開示義務を負うこととなった場合
- 2) 少なくとも 1 回 Regulation Crowdfunding 202(a)の年次報告を提出した会社であって、その名簿上の証券保有者が 300 名未満となった場合
- 3) 少なくとも 3 回 Regulation Crowdfunding 202(a)の年次報告を提出した会社であって、総資産の額が 1000 万ドルを超えていない場合

---

<sup>241</sup> 例えば、ルール 504 の小事業について例外においては、100 万ドルまでの募集については財務書類が要求されていない。

<sup>242</sup> Cohn, *supra* note 231, at 1438.

4) クラウドファンディングによって発行した証券の全てを、資金調達者が買い戻し、または第三者が取得した場合

5) 発行者が解散または清算した場合

開示の形式について、SEC は発行主体、発行証券の監視・監督の効率を実現するため、エクイティ・クラウドファンディングの資金調達者に新たな Form C を提示し、且つ提出形式の多様性を考慮し<sup>243</sup>、PDF ファイルなどの提出も認める。

#### 2.1.4 資金調達者の行為制限

資金調達者は広告又は募集をプロモートしたものへの報酬の支払いによって発行の宣伝を行うことができない（証券法 4 A(b) (2) (3)）。但し、投資者をブローカー又はファンディング・ポータルに誘導する通知はこの限りではない。発行の日から一年以内に、クラウドファンディングで募集された証券を発行者である資金調達者、適格投資家以外の人に譲渡することができない（SECに登録した募集において売却する場合または離婚、相続等の際の家族への譲渡はその限りではない）（証券法 4 A(e)）

#### 2.1.5 資金調達者の民事責任

クラウドファンディングに関する証券の売買は、証券法及び取引所法が定める責任に関するルールに服すると同時に、新たに設けられた証券法 4 A(c) として設けられた責任に関するルールにも服する。クラウドファンディングの資金調達者は不実記載について民事責任を負う可能性がある。証券法 4 A(c) によると、クラウドファンディングを行う取締役もしくはパートナー、資金調達者の CEO、CFO、その他の役員、およびクラウドファンディングによって募集を行なったものは、通商の手段もしくは郵便を用いて、クラウドファンディングを利用した募集において、重要な事実にかかる不実記載、もしくは誤解を生じさせないた

---

<sup>243</sup> 一部の資金調達者はビデオ、写真、プレゼンテーションなど様々な形式で自らの情報を提出する傾向があり、この内一部はEDGARで提出できないという意見がある。See, e.g., Commonwealth of Massachusetts Letter; NASAA Letter.

め必要となる重要な事実の記載を怠った場合(ただし、証券を取得したものが不実であること、もしくは重要な起債が欠けていることを知らなかった場合にかぎる)であって、不実記載もしくは記載が欠けていることを知らず、かつ合理的な注意を用いても知ることができなかつたことをについて証明責任を果たさない場合には、損害賠償責任が生じる可能性がある。これは目論見書使用者責任とほぼ同様の構造である。

責任の部分について、資金調達者の責任を明確したが、このような情報の不実記載などが発覚した場合には、資金調達者が既に無資力になっている可能性が高く、現実上このような資金調達者の責任法制が投資者保護に占める割合が大きくないのではないかと疑問がある<sup>244</sup>。エクイティ・クラウドファンディングの資金調達者の多くは新興企業又は小規模企業であり、彼らに比べ、仲介者の投資者に対する責任が重要な地位を占めると思われるが、証券法 4A(c)は目論見書使用者責任とほぼ同様の構造であるため、仲介者が同じ責任を負うと解することができる(目論見書使用者責任主体が証券を提供又は売買するいかなる者として定義され、それは発行者の定義とほぼ同じである)。これに関して、JOBS法が制定される前に、仲介者が共同発行者と位置づけられ、責任を負わせる規定を設ける可能性があるとの指摘があった。

## 2.2 投資者への規制

エクイティ・クラウドファンディングの投資者については、主として投資限度額の制限が設けられる。

JOBS 法の本則 302 条では、個人の投資者には年間投資限度があり、資金調達者が一人の投資者から 12 ヶ月以内に調達する金額が

- (i) 投資者の年収もしくは純資産の額が 10 万ドル未満の場合に、年収もしくは純資産の 5%相当額または 2000 ドルのいずれか大きい方の額、
- (ii) 投資者の年収もしくは純資産の額が 10 万ドル以上の場合に、年収もしくは純資産の 10%相当額(10 万ドルを超えてはならない)

---

<sup>244</sup> 尾崎、前掲注 212、p238。

を超えない。

投資者への投資制限について、このような小口化は資金調達的手段として有効であるが、詐欺の危険性も高める指摘がある<sup>245</sup>。また、このような一定の制限は合理的であるが、具体的な数字は不必要であるとの意見<sup>246</sup>があり、いかなる投資制限を設けることにも反対する意見<sup>247</sup>もあり、具体的な数字で制限することに賛成するが、その数字を変更すべきとの意見<sup>248</sup>もある。Bradford 教授も以下のように指摘した。すなわち、投資者の年間投資総額の上限が高すぎ、最低年収の 5%又は 2000 ドルの投資を行うことができることは損失額の抑制の観点からは十分な規制になっているとはいえないとの指摘がある<sup>249</sup>。

そして、具体的な制度適用に関する一つの疑問としては、年収と純資産は各々 (i)と (ii)に当てはまる投資者の場合、例えば、年収が 10 万ドル未満であるが、純資産は 10 万ドルを超える場合に、どちらの基準を当てはめるべきか。細則案は JOBS 法の意図は 10 万ドルを上限として、公衆投資者により多くの投資機会を与えることであることとして、高い方の基準に基づき、つまり(ii)を当てはめると説明するが、最終規則では、上記の解釈の下で投資者は負担できない損失を被る可能性があるとの意見<sup>250</sup>を参考とし、エクイティ・クラウドファンディ

---

<sup>245</sup> Hazen, *supra* note 181, at 1768.

<sup>246</sup> See, e.g., Accredify Letter; Ahmad Letter; Crowley Letter; Farnkoff Letter; Merkley Letter; Milken Institute Letter; Patel Letter; Saunders Letter; StartEngine Letter 1; Wales Capital Letter 1.

<sup>247</sup> See, e.g., ASSOBS Letter; Crowdstockz Letter; Hamman Letter; Holland Letter; McCulley Letter; Meling Letter; Qizilbash Letter; Ramsey Letter; SBM Letter; Taylor R Letter.

<sup>248</sup> See, e.g., Crowdstockz Letter; Gill Letter; Johnston Letter; Morse Letter; Qizilbash Letter; Vossberg Letter; Winters Letter.

<sup>249</sup> Bradford, *supra* note 18, at 218.

<sup>250</sup> See, e.g., AFL-CIO Letter; BetterInvesting Letter; Consumer Federation Letter; Fund Democracy Letter; IAC Recommendation; Jacobson Letter; Merkley Letter; NASAA Letter; Schwartz Letter.

ングの利用者と想定される新興企業と小規模企業の失敗率が高く、年収と純資産の額の間に巨大な差がある家庭の数とリスク負担能力を分析した上で<sup>251</sup>、SECはクラウドファンディング取引において、投資者がリスクにさらされる度合いを最小限にさせるため、低い基準を採用すると解釈する。

その他、資金調達者の負担を軽減するために、投資者の投資限度遵守、つまり投資者の投資資格の確認について、資金調達者は投資者が既に投資限度を超え他又は超える可能性があることを知らない限り、その確認義務は仲介者に負担させると規定する<sup>252</sup>。

## 2.3 プラットフォームへの規制

エクイティ・クラウドファンディングにおける投資者保護の制度設計を分析する際、最も重要なのは仲介者であるプラットフォームへの規制である。

### 2.3.1 組織の規制

まず、仲介者であるプラットフォームの組織形態について、証券法 4A (a) (1) によれば、ブローカーディーラーとファンディング・ポータル二つの形態がある。特に後者は、米国がクラウドファンディングのために、新たに定める法律形態であり、伝統的なブローカーディーラーより緩和された設立基準と経営規則を通じて、クラウドファンディング産業の発展を推進し、米国全体経済の発展を期す。

次に、仲介者であるプラットフォームは、クラウドファンディング事業を行うため、SECに登録すること及び証券取引所15A条の登録を受けた証券業協会に加盟する必要があり、つまり、SECと自己規制機関両方の監督をうける。ファンディング・ポータルを設立する場合には、SECに以下の情報を提出する必要がある。営業場所とウェブサイトのアドレス、ファンディング・ポータルの所有権と管

---

<sup>251</sup> SEC の 2013 年消費者財政調査によって、20%の純資産の額が 10 万ドル超の家庭の年収は 5 万ドル以下である。最終規則 p26。

<sup>252</sup> 最終規則 p27。

理層構造、ファンディング・ポータルと関連会社との関係、第三者保管振替機構との契約、賠償協定など。金融業界の自主規制団体である金融業界規制機構（FINRA）は、更に会員に対して、完全な監督システム、安定した資金供給源、法と自主規則が要求する完備した信用記録システム、明確な業務スキームなど厳格な要求を定める<sup>253</sup>。

細則案では、ファンディング・ポータルに対して、最低10万ドルの保証金（Fidelity Bond）の提供及び維持が要求される（細則案400（f））。この制度は役員または従業員の不実行為が利用者にもたらした損失を補償するために制定され、細則案がこの規定を導入する理由として投資者を保護することであり、特にファンディング・ポータルの役職員が投資者の資金を濫用し、ファンディング・ポータルが破産する場合には、投資者に一定の救済を提供できる<sup>254</sup>。しかし、このような規定は一部の資金力が弱いプラットフォームに対して、潜在的な障害になる可能性があり、クラウドファンディングの実行可能性と資本形成に不利な影響を与えるかもしれない。また、他の詐欺防止など規定が既に投資者に効果的な保護を提供することができるので、最終案では、この規定が削除された<sup>255</sup>。

最後に、プラットフォームの取締役、役員、パートナー等が、そのプラットフォームのサービスを利用する資金調達者に対して経済的利害関係をもつことを禁止しなければならない（証券法 4A（a）（11））。Regulation Crowdfunding300（b）はさらに、プラットフォームの役員等が、クラウドファンディングを利用する資金調達者に提供したサービスの報酬として、資金調達者から経済的利益を受けてはならないと規定する。

---

<sup>253</sup> See Funding Portals Notice - Attachment A, <https://www.finra.org/sites/default/files/NoticeAttachment/p369763.pdf>(last visited April 23,2017)

<sup>254</sup> 劉明、「米国クラウドファンディング法案におけるファンディング・ポータルの法制度の構築及びその啓示」、現代法学、第 37 巻第 1 期、2015 年 1 月、p153。

<sup>255</sup> 最終規則 p261。

同条は、またプラットフォーム自身が資金調達者と経済的利害関係を有してはならないという禁止条項を制定した。プラットフォーム自身も、次にあげるものの以外に、資金調達者からクラウドファンディングの資金調達者に対して経済的利益を有することも禁止される。①資金調達者に提供したサービスの対価として経済的利益を受ける場合② クラウドファンディングで発行した証券と同じ種類、同じ権利内容を有する証券を取得する場合。

### 2.3.2 行為への規制

仲介者であるプラットフォームの行為を分析すれば、規定された参入基準によって、投資者と資金調達者の資格を確認し、プロジェクトに関する情報を審査し、プロジェクトを選定する。また、資金調達者が提供した情報及びプラットフォーム自らの情報を投資者に閲覧できるように公表し、資金調達者と投資者の委託をうけ、注文の付け合わせを行い、取引に関する情報を確認し、データの保存管理も行う。その他、投資者の資金と個人情報について、管理と安全確保の義務がある。

米国はプラットフォームの行為について、ブローカーディーラーとファンディング・ポータルとの共通規定と後者に対する特別規定をそれぞれに規制する。

#### 2.3.2.1 詐欺リスクを低減するための措置

資金調達者に対して、エクイティ・クラウドファンディングは他の資金調達の手法と最も大きな区別は発行免除制度の適用であり、証券監督部門の審査と許可は証券公開発行の前提条件ではない。しかし、このような中立的公信力がある前置審査手続きの取消は証券詐欺の可能性を拡大した。このような詐欺リスクを抑制し、投資者の利益に損失をもたらさないため、立法者はプラットフォームに関連措置を講じることを要する。

プラットフォームはクラウドファンディングに関する取引について、SEC が定めたルールに従い、詐欺のリスクを低減するための措置(資金調達者の役員、取締役、20%超の株式を有する株主の履歴、証券規制違反歴を入手することを含む)

を取る必要がある（証券法 4A (a) (5)）。この部分については主として2つの面から詐欺のリスクを抑制する。

第一に、資金調達者のコンプライアンスへの監督である。主として3つの面でその監督機能を果たしている。

#### 1) 資金調達者が関係する法令を遵守していることの確認

プラットフォームは、クラウドファンディングを利用して資金募集を行う発行者が証券法 4A(b)その他の要件を遵守していることについて合理的な根拠を有する必要がある。

この要件を満たすにあたり、プラットフォームは、資金調達者が関連法律を遵守していることについて資金調達者が表明したところを信頼することができる。ただし、プラットフォームは、資金調達者の表明の真実性を疑うべき根拠を有している場合にはこのかぎりではない（Regulation Crowdfunding 301(a)）。その上、プラットフォームは、資金調達者、資金調達者の役員・取締役等、または資金調達者の議決権総数の20%以上に相当する株式を実質的に保有する株主が、Regulation Crowdfunding 503 が定める欠格事由に該当すると信じる合理的な根拠を有する場合には、その資金調達者がプラットフォームを利用することを拒絶しなければならない（Regulation Crowdfunding 301(c)(1)）。

#### 2) 証券保有者の履歴の確認

仲介者は、そのプラットフォームを通じて募集をしようとする資金調達者が正確な証券保有者の記録を保持するための措置をとっていることを信じるに足る合理的な根拠を有する必要がある。

プラットフォームは、記録保持の措置に関して発行者の表明を信頼することができる。ただし、プラットフォームが資金調達者の表明の信頼性を疑うべき根拠を有している場合にはその限りではない。資金調達者が、証券取引所法17Aの登録を受けた代行機関のサービスを受けている場合に、プラットフォームは本条の要件を満たしているとみなす。

#### 3) プラットフォームへのアクセスの拒絶

プラットフォームは資金調達者、その役員、取締役等、または資金調達者の議決権総数の20%以上に相当する株式を実質的に保有する株主の履歴および証

券規制違反歴を調査する必要がある、Regulation Crowdfunding 503に定める欠格事由に該当すると信じるについて合理的な根拠を有する場合、詐欺またはその他の投資者保護に懸念を生じさせる事由がみられると信じるに足りる合理的な根拠を有する場合には、資金調達者がプラットフォームを利用することを拒絶しなければならない (Regulation Crowdfunding 301(c) (1) (2) )。

さらに、資金調達者がプラットフォームを利用することを認めた後にプラットフォームが知った情報によって、資金調達者または募集行為について、詐欺またはその他の投資者保護に懸念を生じさせる事由がみられると信じるに足りる合理的な根拠を有することとなった場合に、プラットフォームは直ちにその募集案件を自らのプラットフォームから排除し、募集を中止し、投資者から払い込まれていた資金を返還しなければならない。

第二に、資金調達者の情報の開示義務である。エクイティ・クラウドファンディングにおいて、仲介者であるプラットフォームは投資者などが資金調達者の情報を取得する際の最も重要なルートであり、プラットフォームの情報開示の適時性と正確性を確保することは、投資者が合理的な投資決定を行い、監督部門及び投資者が資金調達者の経営行為の効果的に監督する際に重要な意味を持っている。従って、プラットフォームによる資金調達者の情報の適時、全面、正確な開示は証券詐欺リスクの軽減に役立ちうる。

まず、プラットフォームは資金調達者が提供した情報を投資者に閲覧できるように公表する必要がある。証券法 4A(a) (6)によれば、資金調達者が、遅くとも募集にかかる証券が投資者に売付けられる最初の日の 21 日前までに、資金調達者が本条 (b) 項に基づき提供するすべての情報<sup>256</sup>を SEC 及び投資者が利用可能な状態に置かなければならない。

次に、Regulation Crowdfunding 302(c) (d) によって、プラットフォームは、投資者に対し、報酬を得て募集プロモートをする者に関する情報、または、資金調達者のためにプラットフォームにおいて募集プロモートをする資金調達者の創業者もしくは従業員に関する情報、その者が報酬を受け取ったこと、プラ

---

<sup>256</sup> 2. 1. 3 資金調達者の情報開示義務の部分を参照する、p148。

ットフォームがクラウドファンディングの仲介業務を行うことによって受取る報酬を開示しなければならない。

そのほか、Regulation Crowdfunding<sup>302</sup> (b) (1)に定めた投資者を教育するための資料<sup>257</sup>を含む情報を開示しなければならない。

### 2.3.2.2 投資者による理性的な投資を確保する関連措置

エクイティ・クラウドファンディングは従来の VC、PE と異なり、投資者を適格投資者に限定せず、投資経験に乏しい公衆投資者の損失を抑制するため、立法者はプラットフォームにリスクを回避するための措置を要求する。

第一は、投資者教育である。プラットフォームは投資者教育に関するものを含む書類の提供を通じて、投資者のリスクへの認識及びリスク負担能力の確認<sup>258</sup>が必要である。

- 
- <sup>257</sup> (i) そのプラットフォームを通じて行われる募集のプロセス及びクラウドファンディングを利用して募集される証券を購入することに付随するリスク
- (ii) 募集される証券の種類及びその種類の証券に付随するリスク(希釈化によって限られた議決権しかもてなくなることによるリスク等)
- (iii) 募集される証券の売却の制限に関する事項
- (iv) 資金調達者が Regulation Crowdfunding 202 に基づき提供すべき情報の種類、情報提供の頻度、そのような情報提供義務が消滅する可能性
- (v) Regulation Crowdfunding 100(a) (2) に基づき投資者一人当たりの投資額の制限
- (vi) 投資の申込みをキャンセルする権利の制限及び資金調達者によって投資の申込みがキャンセルされる場合があること
- (vii) クラウドファンディングによって募集される証券に投資することが投資家に適合しているか否かをその投資家が考慮する必要性
- (viii) 募集が完了後に、資金調達者とプラットフォームの関係が継続しない可能性があること
- (ix) 一定の場合には、資金調達者の年次報告を公表することを中止することができ、その場合に投資者が資金調達者の財務状態を定期的に把握することができなくなる可能性があること

<sup>258</sup> 証券法 4A 条(a)項(4): 仲介者は、個々の投資者が、

ここは実体と手続き 2 つの部分に分けることができる。まず、実体では、プラットフォームは教育資料の中でエクイティ・クラウドファンディングの基本規則（例えば資金調達の手続き、発行証券の種類、資金調達者の情報開示義務など）及びリスク（企業の経営失敗リスク、流動性リスク、株式の希薄化リスクと譲渡制限リスクなど）を説明し、投資者の理解を確認する。次に、手続きでは、投資者のエクイティ・クラウドファンディング投資の重要な時点、例えば、口座を開設する前、投資を決定する時に、投資者に分かりやすい方法で投資知識とリスクの教育を行う必要があり、且つ有効な措置をとり、投資者がこれらの知識とリスクを理解した上で投資決定を行うことを確認しなければならない。

- 
- (A) SEC 規則が定める基準に従い、投資家教育のための情報を精読(review)したこと、
  - (B) 投資額の全額を失うリスクを負うことを理解している旨を積極的に認めていること、
  - (C) 以下の事項を確認することができる質問に答えたこと、
    - (i) スタートアップの段階にある、新興・小規模な発行者への投資に伴う一般的なリスクの水準を理解していること、
    - (ii) 流動性リスクを理解していること、
    - (iii) SEC 規則が定めるその他の事項を理解していること
- を確保しなければならない。

Regulation crowdfunding 303(b)(2)によれば、仲介業者は、個々の投資者からの投資の申込みを受け付ける前に、投資者から以下のものを入手する必要がある。

- (i) その投資者が、Regulation crowdfunding 302(b)によって提供される投資家教育のための資料を精読し、失う可能性のある投資額について理解したことの表明
- (ii) その投資者が次の事項を理解していることを確認できる質問事項への解答
  - (A) 投資契約をキャンセルし、または投資額の返還を受けることが制約されていること
  - (B) エクイティ・クラウドファンディングによって取得した証券を売却することは困難となる可能性があること
  - (C) エクイティ・クラウドファンディングによって発行される証券への投資にリスクがあり、投資した額の全額を失うリスクを許容できるでないかぎり、その証券へ投資すべきではないこと。

第二に、投資者資格の確認である。前述のように、米国はエクイティ・クラウドファンディングの投資者に投資限度額を設けた。プラットフォームは投資者に対して、投資リスクへの認識と理解、投資リスクの負担能力両方から要求されること以外に、投資者の投資総額が法定限度に超えないと信じる合理的な根拠を有しなければならない。その他、投資者が既に自らのプラットフォームで口座を開設し、電子的な方法で各情報、書類と通知を発送、受取ることを同意したことを確認する必要がある（証券法 4 (a) (6) (B)、Regulation Crowdfunding 303 (b) (1)）ここで一つの問題としては、米国にはまだ全国のデータを収録した中央データベースがないため、投資者の投資状況を正確・全面的に調査することはプラットフォームにとって非常に困難であるため、投資者がこれについて、自ら年収、純資産、および他のエクイティ・クラウドファンディングを用いた募集に投資している額を表明し、プラットフォームがその表明を信頼することができる。但し、プラットフォームは表明の信頼性を疑うべき根拠を有している場合にはこの限りではない（Regulation Crowdfunding 303 (b) (1)）。

### 2.3.2.3 投資者と資金調達者の間のコミュニケーションルートの設置・管理義務

インターネット上の情報交換の開放性と即時性は情報の非対称性がもたらした詐欺などリスクを抑制する効果的な手段である。クラウドの智慧を発揮し、多数の投資者の情報収集と分析能力を活用することはエクイティ・クラウドファンディングのリスクを軽減することに重要な意味がある。また、クラウドファンディングは空間的な距離の摩擦を低下させたが、社会的な役割が依然として残っており、信頼関係の構築はクラウドファンディングの成功に決定的な役割を果たしている<sup>259</sup>。これらの点を考慮し、立法者はプラットフォームに投資者と資金調達者の間のコミュニケーションルートの設置・管理義務を課する。Regulation Crowdfunding 303 (c)によれば、プラットフォームは、そのプラッ

---

<sup>259</sup> Agrawal, et al. *supra* note 20.

トフォームにおける他の者(潜在的投資者)及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。ただし、(1) ファンディング・ポータルの場合には、コミュニケーションにかかるガイドラインを設けること、濫用的または詐欺のおそれがあるコミュニケーションを削除すること以外に、コミュニケーションに参与してはいけない。(2) プラットフォームは、コミュニケーション・チャンネルにおける議論を公衆が閲覧可能な状態にしなければならない。(3) プラットフォームは、コミュニケーション・チャンネルにコメントを投稿する主体を自らのプラットフォームで口座を開設した者に制限しなければならない<sup>260</sup>。(4) プラットフォームは、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に対し、その者が資金調達者のプロモーションに従事している創業者もしくは従業員、またはプロモーションに対して報酬を得ているものであるか否かを明示するよう求めなければならない。

#### 2.3.2.4 記録の作成と保存

エクイティ・クラウドファンディングの場合には、募集前の審査がないため、監督部門が主として募集中と募集後に監督を行い、正確・全面的に資金調達の関連情報を取得できるかどうかが直接に監督行為の効果を決定づける。しかし、インターネットの特殊性によって、監督部門の情報取得ルートも従来と異なり、監督部門が効果的に監督を実現するため、情報発生後の2年間は、プラットフォーム上に以下の情報の記録を要求する。そして、公衆が簡単に取得できるウェブスペースに保存し、且つ5年間継続的に情報記録を保存する。1) プラットフォームを通じて証券を購入した又は購入する意図があった投資者に関する全ての記録。2) プラットフォームを通じて証券を提供・販売又はその意図があつ

---

<sup>260</sup> 投稿者を制限しないと、チャンネルの不正利用など問題が発生する可能性があり、虚偽情報又は偏見を抱いた情報を利用して資金調達者の名声を傷つけ、公衆の投資判断に不当な影響を与える可能性がある。また、利用者をプラットフォームの口座を持っているメンバーに制限すると、情報の氾濫やコメントに対する説明責任の確立に利点がある。最終規則 p219。

た資金調達者及びその支配者に関する全ての記録。3) このプラットフォームにおける又はこのプラットフォームを通じて発生した全ての記録。4) ファンディング・ポータルが提供するコミュニケーション・チャンネルを利用して、資金調達者の証券を宣伝したまたは潜在投資者と交流する人員に関する全ての記録。5) Regulation Crowdfunding 300-305, 400-405 (プラットフォーム (ファンディング・ポータルも含む) の規制) が明示した全ての要求を遵守する。6) ファンディング・ポータルが投資者と資金調達者に出した全ての通知。7) このようなファンディング・ポータルのビジネスに係る全ての書面合意 (又はそのコピー)。8) プラットフォームを通じて行われる取引の毎日・マンスリー・四半期の概要。9) 発行者の資金調達状況の情報 (Regulation Crowdfunding 404 (a))。

#### 2.3.2.5 プラットフォームのプロジェクトへの監督と管理

プラットフォームはプロジェクトの情報の真実性について審査を行う。証券発行販売では、プラットフォームは証券法に基づき、発行者の陳述の真実性を疑う根拠がある場合を除き、合理的な理由に基づきその陳述を信じなければならない。情報真実性審査以外に、以下の内容についても審査を行う：1) 資金調達者はクラウドファンディングの手段で発行する証券の保有者を正確に記載する記録を作成し、且つその記録を維持することを確保する<sup>261</sup>。2) 資金調達者は勧取りの行為を行っていない。プラットフォームは、資金調達者、その取締役・役員・パートナー・マネジャー及び 20%以上の株式を保有する株式または実際支配者、または他のいかなる人が証券発行の過程において、取引勧誘を利用して

---

<sup>261</sup> プラットフォームは、資金調達者が正確な証券保有者の記録を保持するための措置を取ることを信じるための十分かつ合理的な根拠を有する必要がある。プラットフォームは資金調達者の表明を信頼することができる。ただし、プラットフォームは、資金調達者の表明の真実性を疑うべき根拠を有している場合にはこのかぎりではない。資金調達者が、証券取引所法 17A 条の登録を受けた代行機関のサービスを受けている場合に、プラットフォームは、本条の要件を満たしているものとみなす (Regulation Crowdfunding 301(b))。

直接または間接的に利益を獲得する可能性がある」と判断する場合には、発行申請を断らなければならない（判断手段：履歴調査、発行者の資本取引の記録の精確さの確認など。）<sup>262</sup>3）発行者が提供した情報の真実性の判断である。仲介者は投資者保護のため、一定の根拠によって、発行者または募集行為について、詐欺を生じる可能性があり、且つそのリスクに効果的に対応できないと推測する場合、証券発行を断らなければならない。発行は既に行った場合、証券発行を適時に終止またはキャンセルし、投資者の資金を返還しなければならない（Regulation Crowdfunding 301(c)(2)）。

#### 2.3.2.6 資金の管理及び送金

投資者の資金の安全を確保するため、立法者は資金の管理と移転について適格の第三者の介入を要求する。証券法 4A (a) (7)によって、プラットフォームは、SEC 規則に従い、投資家から調達される資金の額が目標調達額に達し、またはそれを超えた場合に初めて、資金が資金調達者に提供されることを確保しなければならない。ファンディング・ポータルの場合に、投資者に対して、金銭またはその他の対価を直接に適格の第三者<sup>263</sup>に送付するよう指示しなければならない。そして、適格の第三者は、本条(e)(3)が定めるところに従い、資金について権限を有する者のために資金を保管し、権限を有するに直ちに資金を送付または返還することを書面で同意したでなければならない。ファンディン

---

<sup>262</sup>証券法 4A(a)(5)は、プラットフォームの詐欺防止義務を定め、クラウドファンディングの場合に、SEC が定めるルールに従い、詐欺のリスクを低減するための措置（資金調達者の役員、取締役、20%を超える株式を有する株主の履歴、証券規制違反歴を入手することを含む）を取らなければならない。

<sup>263</sup>適格の第三者とは、

(i) 登録を受けたブローカーまたはディーラーであり、顧客の口座、またはブローカーもしくはディーラーの口座を有し、権限を有するもののために金銭もしくは証券を保有するもの

(ii) (i)と同様に権限を有する者のために口座を管理する銀行等をいう。

グ・ポータルは以下の場合に直ちに適格の第三者にそれぞれの指示をしなければならない (Regulation Crowdfunding 303(e) (1) (2) (3))。

(i) 目標調達額またはそれ以上の金額の投資の申込みがなされ、かつキャンセル可能な期間が経過したときは、申込みにかかる金銭を発行者に送付すること

(ii) 投資の申込みがキャンセルされたときは、その申込みにかかる金銭を投資者に返還すること

(iii) 募集が完了しなかったときは、投資者に金銭を返還すること

その他、SEC はプラットフォームに投資者のための口座の開設、投資者のプライバシーを保護する措置の採用など義務を課し、クーリングオフ規則<sup>264</sup>などの制度を設ける。このような複雑な制度設計を通じて、規制緩和の裏にあるリスクをコントロールし、投資者保護を図っている。

#### 2.3.2.7 ファンディング・ポータルの禁止規定とセーフハーバールール

小規模企業の資金調達を容易化させ、エクイティ・クラウドファンディングの利用を推進するため、設立と監督の基準を緩和して新設するファンディング・ポータルについて、立法者は一連の禁止規制を利用して、ファンディング・ポータルの経営範囲を投資者と資金調達者の資金需求のマッチングに限定し<sup>265</sup>、ファンディング・ポータルが証券取引に影響を与えるいかなる直接又は間接的な行為を禁止し、投資者との利益衝突の発生を回避するように努力する。具体的には、ファンディング・ポータルは、クラウドファンディングの手法だけによる資金募集を行う仲介業者として行動し、以下の5つの行為が禁止される。(A) 投資助言・投資推奨(B) プラットフォームに掲載された証券の取得、買い付け勧誘(C) 従業員、代理人等に対し、プラットフォームに掲載された証券の勧誘に対して、あるいはその証券売付けを基礎として、報酬を支払うこと(D) 投

---

<sup>264</sup> 投資者は募集の終了期限の48時間前まで、投資者は無条件な取消権を有する。

<sup>265</sup> Cohn.,supra note 231,at 1433-1439.

資者の資金または証券を保有し、管理し、またはその他の方法で扱うこと(E)その他の SEC 規則で定める行為(証券取引所法 3(a)(80))。

最初に上記の禁止規定を定めたのは SEC の細則案であり、これについて、学界と実務界には幅広い議論を引き起こした。その焦点は経営範囲の限界を確定することであり、このような禁止規定はプラットフォームの経営の自由を制限しすぎるのではないか、という問題である<sup>266</sup>。これに対応するため、SEC はまたファンディング・ポータルに対してセーフハーバールールを定めた (Regulation crowdfunding<sup>402</sup>)。この制度に基づき、ファンディング・ポータルは以下の経営行為を行うことができる。

第一に、客観的な基準に基づき、資金調達者の情報の選別 (ハイライト)・整理・展示ができる。ファンディング・ポータルは投資助言・投資推奨など主観的な評価を行うことが禁止される。しかし、インターネット環境の下での情報の錯綜は投資者に投資案件の発見と選択に難題をもたらした。特に公衆投資者には情報の真実性と合理性の判断も難しい。資金調達効率の向上と投資者利益の保護を考慮し、SEC はプラットフォームに客観的な基準に基づき情報を選別・整理・展示することを認めた。この客観的な基準は2つの意味を持つ。まず、その選択の基準自身が客観的であり、潜在的な推薦又は認可の意味がない。例えば、資金調達者の所在地、業種、発行する証券の種類、調達予定の金額などは代表的な客観基準である。次に、当該基準の適用は公開的、持続的、無差別である<sup>267</sup>。このような客観的な基準に基づき、ファンディング・ポータルは以下の方法で資金調達者の情報を処理することができる。

1) 募集案件の選定である。ファンディング・ポータルは自らのプラットフォームに申し込む資金調達者を客観的な基準によって選定し、ウェブサイトで展示することができ、かつその内、客観的な基準によっていくつの案件をハイラ

---

<sup>266</sup> See Shekhar Darke. To Be or Not to Be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms Will Become BrokerDealers. 10 Hastings Bus. L.J. 183 ,183(2014).

<sup>267</sup> Douglas S. Ellenoff. Roundtable: Making Crowdfunding Credible, 66 VAND. L. REV.19, 22(2013).

イトすることも許される。ただし、その基準が合理的なものであり、かつすべての資金調達者に適用されるものではないことと、ファンディング・ポータルはハイライトすることについて追加的な報酬を受け取っていないことを確保する必要がある(Regulation crowdfunding 402(b)(2))。見やすい場所、写真の大きさ、色など手段によって、注意を引き起こす効果は当然異なるが、全ての募集案件に全く同じの展示機会を実現することは現実的ではない。そのため、中立性を確保する前提として、客観的な基準によって案件をハイライトすることは主観的な評価にはならず、この行為が認められる。

2) 投資者に検索・分類ツールを提供し、プラットフォーム内の情報を分類・整理・検索することができる。投資者が多くの資金調達情報の中から選択するのは困難であり、且つそれぞれの投資傾向と検索傾向も異なり、その効率性を向上させるため、SECは多元化の情報検索、分類のツールの提供を認めた。ただし、そのような機能・ツールは客観的な基準によるものではない(Regulation crowdfunding 402(b)(3))。

第二、資金調達者に対してアドバイスを提供することも許されている。エクイティ・クラウドファンディングを利用する資金調達者のうち多くは新興企業、小規模企業などエクイティ・クラウドファンディングに関する法律規定と実務を十分に理解していない主体であるため、彼らがエクイティ・クラウドファンディングを利用して資金調達することを容易にさせ、運用のコンプライアンスを確保するため、SECはファンディング・ポータルが資金調達者への資金調達に関するアドバイスと協力を認める。例えば募集の仕組みとか、何をしなければならないのか、条件等についてもアドバイスすることもできるし、募集に係る文書の作成の補助も可能である。

第三、ファンディング・ポータルを参照先として指示した第三者に報酬を支払うこと(Regulation crowdfunding 402(b)(6))、ブローカーディーラーとの間の契約に基づき、ブローカーディーラーに報酬を支払うこと(Regulation crowdfunding 402(b)(7))が許される。第三者に報酬を支払う場合には、2つの前提がある。まず、その報酬はファンディング・ポータルで発行する証券の取引に直接又は間接の関係を有さない。次に、第三者がファンディング・ポータ

ルに潜在投資者の個人情報を提供していない。この規定の適用例としては、第三者があるホームページでファンディング・ポータルへのリンクを張っており、そこを経由して投資者がファンディング・ポータルを参照した場合に、そのリンクを張っていたことに応じて報酬を支払う。

ファンディング・ポータルの広告について、特定の募集案件をファンディング・ポータルの広告に掲載する場合には、その選定基準は客観的なものでなければならない。特定の募集案件が他よりすぐれているとか、安全であるといったことを表示すれば、それは投資推奨にあたり禁止される (Regulation crowdfunding 402(b)(9))。

その他、一定の状況で、ファンディング・ポータルは登録を受けたブローカーディーラーとの間で契約がある場合に、お互いに報酬を受取ることもできる。(Regulation crowdfunding 402(b)(7)(8))。

これらのファンディング・ポータルの規定を見ると、米国は一連の禁止規定によって、その経営行為を厳格に制限し、投資者との利益相反問題を防止するが、一方で、セーフハーバールールを通じて経営行為に裁量余地を残し、ブローカーのように資金調達者から取引に基づき報酬を取得することも許され、ファンディング・ポータルの発展に道を開いた。

#### 4. 実務上の投資者保護仕組み

米国における立法上の規制は主に発行段階の投資者保護を対象とし、実務では、さらに流通段階及びエグジット段階における様々な投資者保護策が取り入れられている。

まずはプラットフォームの審査機能の強化による保護である。ここで代表的な例は Wefunder である。Wefunder は発行前に専門家の DD 調査により、情報の真実性と投資価値を審査する。そして、目標金額に到達すれば、Wefunder は投資者と協力してファンドを作り、当該ファンドを通じて企業に投資する。Wefunder は専門知識を有するコンサルティングをファンドに派遣し、投資者に代わって、ファンドの運営管理を担当し、株主権を行使する。このような方法によって、投資者に全面的な保護を提供する。

次は専門知識及び経験を有するエンジェルの介入による保護である。これは専門投資者を導入・利用して投資者を保護する。代表的な例は AngelList の syndicate (leader) + backers モデルである。ここでいう syndicate とは専門投資者であり、backer とは一般投資者である。第一段階で、専門投資者による DD 調査と投資価値判断を行い、投資者が合理的に投資判断できるように参考情報を提供し、投資リスクを抑制する。第二段階で、両者が共同して LLC を作り、専門投資者は自らの専門知識と経験を利用して、株主権の行使や会社運営状況の報告などの面で一般投資者をサポートする。

その他、投資契約による保護手法もある。ワシントン DC の Prequel LLC は B 種無議決権持分の利用 (B 種持分の上位三位までの持分権者と Preque 社の親会社である E 社から選定されたものによる「コーチング・ボード」を設置し、投資後資金の使用を監督する権利、現金配当の確保、ドラッグ・アロング権など内容が設計され、投資者を保護する)、引受契約による重要な事実の認識の確認と十分なビジネス知識経験を有していることなどにつき表明保証によって、今後の株式の希薄化リスク、経営失敗リスクなどを抑制し、投資経験が欠如しており、交渉能力が弱い公衆投資者を保護する。

最後に、エクイティ・クラウドファンディングの流動性欠如の対応規制として、2015 年 7 月 8 日、下院金融サービス委員会による「Main Street Growth Act」が提出され、「投資取引所」と呼ばれる流通市場 (secondary electronic market) の設立により、スタートアップ企業と中小企業の投資者の流動性リスクを減少させる。2016 年 8 月 6 日、法案はホワイトハウスに提出された<sup>268</sup>。

---

<sup>268</sup> H.R.4638-Main Street Growth

Act, <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/4638> (last visited June 10, 2017)

## 二、日本

### 1. 立法経緯

日本経済の持続的成長を実現するため、経済情勢の変化に対応し、世界で盛り上がるクラウドファンディングの発展のブームを迎え、産業競争力の強化を目指し、日本は2013年6月、第三の矢<sup>269</sup>として期待される成長戦略が策定された<sup>270</sup>。その中の新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進などを図ってゆくため、資金調達の多様化および地域のリソースの活用のための方策として、クラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて検討することが必要であるとの提言を受け、金融審議会は6月以後、企業や新規ビジネスの創出を活性化させる観点から、資金調達を巡る問題などについての検討を行い、さらに第二種金融商品取引業協会も「投資型クラウドファンディングに関する検討会合」を設置し、2013年8月から検討を行っている<sup>271</sup>。同年12月25日に、金融審議会は「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（以下は金融審議会のWG報告という）をとりまとめ、公表した。その内、事業化段階などにおけるリスクマネーの供給促進策として、非上場株式取引制度に関連する投資型クラウドファンディングに係る制度整備と非上場株式の取引・換金のための枠組みの整備という2点が制度改正の提言として盛り込まれた。この提言をふまえ、金商法の改正などによる制度の見直しが進められていた<sup>272</sup>。

---

<sup>269</sup> 日本は、長引くデフレからの早期脱却と経済再生を図るため、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」及び「民間投資を喚起する成長戦略」を「三本の矢」として、戦略を打ち出した。

<sup>270</sup> 2013年6月14日閣議決定。その後、平成26年6月24日に「日本再興戦略」改訂2014」が公表された。日証協「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」報告書、p3。

<sup>271</sup> 松尾、前掲注72、p18。

<sup>272</sup> 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-株式投資方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、No 2005, 2014年11月10日、p88。

当時、日本では、寄付型や購入型のクラウドファンディングが既に行われていたほか、ファンドの販売等を行う第二種金融商品取引業者の開設したウェブサイトを通じて、匿名組合で出資を募り、企業に対する貸付金という形で投資を行うファンド型のクラウドファンディングも一部で行われていた（代表的な例はミュージックセキュリティーズ株式会社）。

これに対して、匿名組合出資等ではなく、ウェブサイトで株式や新株予約権を投資者に直接発行する形での資金調達の行為は、金商法の規制を受ける株式等の募集（50名以上の者への投資勧誘）または私募に該当するものと考えられる。従って、ウェブサイトを通じて投資型クラウドファンディングに関する情報を提供するプラットフォームの行為は、「有価証券の募集の取扱いまたは私募の取扱い」に該当し、第一種金融商品取引業者として登録する必要がある。しかし、第一種金融商品取引業者の登録要件として、5,000万円の最低資本金、兼業の制限及び開業後の自己資本規制比率規制の遵守などが求められ、新規参入が難しい。

また、日本証券業協会（以下は日証協という）の自主規制によって、「非上場株式は、一部の例外を除き、金融商品取引法…に基づくディスクロージャー及び会計監査が求められておらず、投資判断に必要な情報が適切に提供されているとは言い難いことから」<sup>273</sup>、日証協の会員である証券会社が投資者に対して非上場株式の投資勧誘を行うことは原則として禁止されている（店頭有価証券に関する規則3条）。この規制の下で、ウェブサイトで非上場株式を対象とするエクイティ・クラウドファンディング（日本では株式投資型クラウドファンディングという、本稿の統一性のため、本節ではエクイティ・クラウドファンディングという）において、投資勧誘を行うことも原則として禁止されていた。

このような現状に対応し、リスクマネーの供給促進を目指し、発行者の負担を軽減し、業者である仲介者すなわちクラウドファンディングを経営するプラットフォームの参入を容易にするために、2014年3月14日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が国会に提出され、同年5月に成立した。この法案は、

---

<sup>273</sup> 日証協、「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」報告書、p6。

WG報告に示された制度改革提言の内容を具体化するものであり<sup>274</sup>、インターネットを通じて投資勧誘を行うクラウドファンディング業者に対する規制を整備するための法改正が行われた。日証協は金融審議会のWG報告の提言と改正法の成立を受け、同年6月17日、「非上場株式の取引制度などに関するワーキング・グループ」報告書を公表した。これによって、日証協の自主規制で禁じられていた非上場株式の投資勧誘の規制も緩和され、クラウドファンディングの活用可能性を更に拡大した。

今回の法改正では、プラットフォームである仲介者の参入基準を緩和し、第一種金融商品取引業者のうち、クラウドファンディングのみに携わる業者については緩やかな規制を適用する特例を設けることとし、併せて、第二種金融商品取引業者のうちファンド型のクラウドファンディングのみに携わる業者についても特例を整備することとしている。そのほか、投資者保護の観点から、適切な情報提供義務、業務管理体制の整備、自主規制機能の強化など制度も導入した。また、本法案の細目について、政令及び内閣府令に委ねられるとともに、具体的な運用は自主規制に委ねられた<sup>275</sup>。日証協は2015年5月に「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」（以下はCF規則とする）を制定し、第二種金融商品取引業協会も同月に「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」を策定した。

## 2. 日本におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する法規制

### 2.1 金商法改正前のエクイティ・クラウドファンディングに関する規制

エクイティ・クラウドファンディングの場合には、資金調達者は投資者から資金調達を行い、投資者が資金調達者が発行する株式または匿名組合契約等に基づき集団投資スキームの持分を取得して、資金調達者によりこの投資で行う

---

<sup>274</sup> 大崎貞和、「クラウドファンディングの規制を緩和する金商法改正案」、内外資本市場動向メモ 245 号、2014 年 3 月 26 日、p1。

<sup>275</sup> 松尾順介・梅本剛正、「投資型クラウドファンディングに関する規制について」、証券経済研究第 91 号、2015. 9、p46。

事業により生じた収益を分配される。金商法第2条によって、これは有価証券に該当し、金商法の有価証券発行の規制に服する。

資金調達者の規制について、もし資金調達者が第三者に委託せずに、自ら有価証券を発行する場合、すなわち株式の自己募集を行う場合には、当該資金調達者は証券業規制の対象外である。しかし、集団投資スキーム持分を対象とする自己募集の場合には、金融商品取引業に該当し、資金調達者は第二種金融商品取引業者として登録する必要がある。

また、資金調達者の開示義務について、50名以上の一般投資者に対して、新たに発行される株式の取得の申込の勧誘を行う場合には、有価証券届出書などの開示規制の対象となる（金商法第4条1項）。エクイティ・クラウドファンディングの資金調達者がインターネットを通じて資金を集め、対象が通常不特定多数の一般投資者であるため、この開示規制に服すべきである<sup>276</sup>。しかし、この有価証券届出書の専門性が強く、専門家を利用する場合にはコストが嵩み、新興企業及び小規模企業が利用することは難しい。

ここで唯一考えられるのは募集金額を1億円以下に限定することである。この場合には、この開示規制は適用されず、有価証券届出書を提出する必要がなく、簡単な有価証券通知書を提出すればよい。1000万円以下であれば、有価証券通知書も提出する必要がない（金商法第4条6項）。

プラットフォームについて、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、プラットフォームが資金調達者のために新たに発行される有価証券の情報を投資者に提供し、取得の申込の勧誘を行い、その有価証券の募集にサービスを提供する行為は有価証券の募集又は私募の取扱いとなる。これを業とする場合には金商業に該当する。株式で調達する場合には、プラットフォームは第一種金融商品取引業者として登録する必要があり、集団投資スキームの持分で資金を集める場合には第二種金融商品取引業者の登録が必要である。第一種金融商品取引業者の場合には、インターネットを通じて株式の投資勧誘を行うことは金商法で禁止されていないが、日証協の自主規制はこのような非上場株式の

---

<sup>276</sup> 荻野、前掲注71、p139。

募集又は私募の取扱いを禁止する。従って、同協会の会員である証券会社は非上場株式の投資勧誘をすることができなかった。そこで、証券会社はこのような非上場株式で資金を調達するエクイティ・クラウドファンディングを行うことがなかった。しかし、前述のように、資金調達者が自らインターネットで募集のプランを宣伝し、投資者を集めることができる。つまり、資金調達者が自己募集によって資金を調達する場合には、金融商品取引業者としての登録を必要としない。第一種金融商品取引業者として登録する場合には、5000 万円の最低資本金（金商法 29 条の 4 第 1 項 4 号、金商法施行令 15 条の 7 第 1 項 3 号）、第二種金融商品取引業者の場合には 1000 万円の要件（金商法 29 条の 4 第 1 項 4 号、金商法施行令 15 条の 7 第 1 項 4 号）があるほか、前者には自己資本規制（金商法 29 条の 4 第 1 項 6 号イ）や兼業制限等規制（金商法 29 条の 4 第 1 項 5 号ハ）も課され、新規参入のハードルは高いと指摘される<sup>277</sup>。

## 2.2 クラウドファンディングに関する法改正

日本におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する法改正は新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進といいながら、発行開示規制の適用除外要件の拡大等発行者側の規制緩和が行われたわけではなく、仲介者であるプラットフォームの参入要件の緩和によって、より多くの新規事業に公衆の資金が流れ込む大きな流れが作られる等してクラウドファンディングの活性化を期待する。しかし、元来利幅が薄いクラウドファンディングのプラットフォームに対して、投資者保護の観点から導入した自主規制の強化は既存の仲介業者がこれまで展開してきたクラウドファンディングビジネスを阻害する心配もある<sup>278</sup>。本節はエクイティ・クラウドファンディングに関する金商法の法改正要点及び日証協の自主規制を主として検討する。

---

<sup>277</sup>大崎、前掲注 274、p2。

<sup>278</sup>松尾等、前掲注 275、p47。

### 2.2.1 募集資金の金額制限

米国と同じように、日本にもクラウドファンディング業務について規制緩和を行うと同時に、投資者保護の観点から金額の制限を定めた。少額電子募集取扱業務でエクイティ・クラウドファンディングを利用して資金調達する場合には、発行価額の総額が一億円未満であること及び有価証券を取得するものが払い込む額が50万円以下であることが求められる(金商法施行令15条の十の三)。

この発行総額の計算について、募集又は私募を開始する日から遡って一年以内に行われた募集又は私募及び、申込期間の重複する募集又は私募に係る当該有価証券と同一種類の有価証券の発行価額の総額が合算される(金商業など府令6条の三第1項)。ここで合算の対象となる募集又は私募は、クラウドファンディングによる金額に限られないため、例えば、過去一年以内に発行した株式の発行価額の総額が一億円以上であれば、当該発行が第三者割当増資による者であったとしても当該発行者は第一種少額電子募集取扱業務を適用することができない<sup>279</sup>。

一人の50万円の投資上限の計算は発行総額の計算と異なり、払込日から過去一年以内に応募又は払込を行った金額が合算される(金商業など府令6条の三第2項)。例えば、募集期間及び応募が一年と一週間前に終了していたとしても、払込みが一年以内であれば合算対象となる。

ここで注意すべきなのは、投資者の投資上限と発行総額について、同一の資金調達者による有価証券の募集又は私募のが前提であり、この範囲以内の金額だけが合算の対象となる。

この1億円の発行総額と50万円の個人投資上限の規制について、エクイティ・クラウドファンディングビジネスの拡大を制限するとする意見がある<sup>280</sup>。これに対して、1億円以上の資金を調達する必要がある場合には、また他のデット・ファイナンスなど適宜の資金調達方法と組み合わせることで必要な資金を調達できるので、このような金額の制限が実務的に大きな障害にはならないと

---

<sup>279</sup> 本柳、前掲注79、p37。

<sup>280</sup> 同上掲注、p42。

いう指摘もある<sup>281</sup>。特にエクイティ・クラウドファンディングを利用する企業は主としてシリーズ A 以前の企業であり、1 億円以上の資金調達を行うのは通常シリーズ A 以後の企業である。シリーズ A 以後の企業に対して、エクイティ・クラウドファンディングの利用可能性は単なる資金調達の一手法にすぎず、銀行等による貸付または VC から出資を受けることを検討するケースが多い。

また、このようなサービスの利用によって議決権の多くは奪われてしまう心配も多く存在している。現行の規制の下で、1 億円と 50 万円の制限によって、少なくとも 200 名程度の株主が新たに企業の株主になるかもしれない。株主数の増加は株主の管理コストを増やす。そこで、新興企業はこのような固定コストの増加を通常好まない。特に、次の段階に VC 等から追加資金を受ける場合には、VC も一般的に多すぎる株主を好まない。そして、株主数が多く、議決権がバラバラで集約できない場合には、大企業等からの資本参加を受けることも難しい可能性が高い。この観点から、金額の制限は資金調達者のビジネスの順調な発展を保護する効果があると考えられる。

しかし、これについて、米国、英国等海外の経験を参考にし、発行株式数の調整に加え、無議決権株式の発行によって、議決権付き株式を一定額以上に投資した投資者だけに発行するよう等手法、また、サービス運営者が株主に代わって議決権を行使する方法や信託を用いる方法によって、権利行使主体を少数者に集約し適切に権利行使する方法で解決することが考えられる<sup>282</sup>。

---

<sup>281</sup> 竹内信紀・小川周哉、「ベンチャー・ファイナンスの新手法：日米における投資型クラウドファンディングの現在とその展望」、旬刊商事法務（2072）、2015 年 7 月 5 日、p30。

<sup>282</sup> 仁瓶善太郎、「急成長する資金調達手法 クラウドファンディングの最新事情」、ビジネス法務、2014 年 10 月、p103。

## 2.2.2 プラットフォームである仲介者への規制

### 2.2.2.1 参入要件の緩和-少額電子募集取扱業務の設置

金融審議会のWG報告で指摘したように、今回の法改正は新興成長企業の資金調達の利便性を確保し、リスクマネーの供給促進から仲介者にとって参入が容易となる制度設計とすべきである。今回の法改正では、エクイティ・クラウドファンディングに関する制度整備にあたり、一定の技術的方法により、ウェブサイト等を通じて行う有価証券の募集または私募の取扱いを「電子募集取扱業務」<sup>283</sup>と位置づけ、一定の有価証券について電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者等に対する規制を設け、参入の基準を緩和した。そして、取引所に上場されていない株式または新株予約権証券(但し、政令で定めるものを除く)の電子募集取扱業務のうち、当該株式または新株予約権証券の発行総額及び取得する者が払い込むべき金額が少額であるものとして政令で定めるものを「第一種少額電子募集取扱業務」、同様の行為を集団投資スキーム(いわゆるファンド)について行う行為を「第二種少額電子募集取扱業務」と、それぞれ定義している(29条の4の2第10項、29条の4の3第4項)。

#### 1) 第一種少額電子募集取扱業務のみを行う場合の特例

第一種少額電子募集取扱業務のみを行う場合には、次のような特例が適用される。

第一に、第一種金融商品取引業者に通常課される兼業に係るリスク管理・届出・承認の規制を適用しない(金商法29条の4の2 第2項、第3項、第4項)。少額の募集要件があるため、エクイティ・クラウドファンディングの市場規模が、相当大きいとは考え難く、第一種少額電子募集取扱業務のみの収益で業務開始当初から経営基盤を安定させることが困難であり、むしろ関連する他業との兼業が業務を円滑に進展させる上で合理的である。実務の経験から見ると、イン

---

<sup>283</sup>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あつて内閣府令で定めるものにより第二条第八項第九号に掲げる行為を業として行うことをいう(金商法29条の1第1項6号)。

ターネット関連企業の参入が多く、クラウドファンディングの新規参入を促進するため、兼業規制は適さない。

第二に、標識の掲示規制を適用しない(金商法29条の4の2第5項)。エクイティ・クラウドファンディングはインターネットを通じて行われるものであり、一般の金融商品取引業者と同様に営業所または事務所ごとに、公衆の見やすい場所に標識を掲示するよう求めることは実益がないと考えられる<sup>284</sup>。

第三に、金融商品取引責任準備金と自己資本規制比率の規制の適用もない(29条の4の2第6項)。金融商品取引責任準備金制度は証券事故が生じた場合顧客に対する賠償金の支払を円滑にし、業者の信用を保持するとともに、内部留保の充実に資することを目的とするものである。自己資本規制は市場環境の変化がもたらした収入の減少や保有資産価値の下落に対応して、投資者保護の側面で財務の健全性を確保するために制定した制度である。エクイティ・クラウドファンディング業務に限定する業者に対してこのような規制は過剰規制といえる<sup>285</sup>。

第四に、今回の参入規制の緩和について、もう一つ注目される点は、第一種少額電子募集取扱業者の財産規制も緩和され、その最低資本金を5000万円から1000万円に引き下げた。最低資本金規制が新規参入に対してどの程度の弊害となっていることが不明であり、適正な最低水準との観点から、その他の金商業の業務内容との区別を考慮し、必要な引き下げが考えられる。

## 2) 第二種少額電子募集取扱業務のみを行う場合の特例

第二種少額電子募集取扱業務のみを行う場合にも、標識の掲示義務が課されない(金商法29条の4の3第2項)。そして、第二種少額電子募集取扱業者の最低資本金も第1種業者と同じく調整し、元来の1000万円から500万円に引き下げた。

### 2.2.2.2 業務管理体制の整備

---

<sup>284</sup>大崎、前掲注 274、p3。

<sup>285</sup>荻野、前掲注 71、p141。

エクイティ・クラウドファンディングの場合には、不適切な者により制度が悪用される可能性や架空の事業などに基づき資金調達する可能性がある<sup>286</sup>。このような懸念に対して、少額電子募集取扱業者の設置によって参入規制を緩和し、証券会社以外の主体もエクイティ・クラウドファンディングビジネスに参入させることを図る一方で、今回の法改正はエクイティ・クラウドファンディングの特殊性をふまえて投資者保護のための規制の整備も行った。金融商品取引業者の登録拒否要件として、今回の法改正は新たに「金融商品取引業を適確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められない者」という要件を設け(金商法29条の4第1項1号へ)、また、「金融商品取引業者等は、その行う金融商品取引業又は登録金融機関業務を適確に遂行するため、内閣府令で定めるところにより、業務管理体制を整備しなければならない」との規定(金商法35条の3)も導入した。

金商法以外に、金融商品取引業者等向けの相応的な監督指針(以下は監督指針という)にも「IV-3-4 電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者に係る業務の適切性」を規定し、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームはウェブサイトの分かりやすさや投資者が理解をする意欲を失わないよう努めていること等も求められている。

今回の規制緩和が実施された後で、投資家の保護という観点からは、資金調達者やプラットフォームによって、どのような形で、どのような情報が提供されることになるかが、最大のポイントとなる。その基本的なあり方については、既に触れた金商法の規定で明らかにするが、詳細については、自主規制機関の定める規則に委ねられる。

第一種金融商品取引業者は日証協に加入する法的義務がないが、加入しない場合には日証協の規則に準じて社内規則を整備する必要がある。また、自主規制機関への加入は、顧客の信認を高めるといったポジティブな効果を発揮することが期待されるため、加入する業者が多い。株式でクラウドファンディングを利用して資金を調達する資金調達者は第一種電子募集取扱業者であり、日証協

---

<sup>286</sup> 金融庁、「金融商品取引法の一を改正する法律に係る説明資料」、2014年5月、p2。

の特定業務会員として加入することが多く、同協会の自主規制を遵守する必要がある。日証協が定めた「CF規則」第3章は業務管理体制の整備について、さらに投資者からの照会に回答する体制の整備と反社会的勢力の排除に係る体制の整備（反社会的勢力でない旨の確約、プラットフォームによる顧客が反社会的勢力に該当するかどうかの審査、の反社会的勢力との関係を遮断するための管理態勢の整備など）が求められる。

また、日証協の「協会の内部管理責任者等に関する規則」によって、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは特定業務会員として、営業責任者（CF規則の10条, 11条3項）、内部管理責任者（CF規則13条1項、14条3項）、内部管理統括責任者（CF規則2条1項、3条2項）の設置がもとめられ、それぞれの資格要件を満たす必要がある。また、内部管理部門に所属する管理職者については、会員内部管理責任者資格試験又は特別会員内部管理責任者資格試験の合格者であることが必要とされ（CF規則7条1項）、管理職者以外の者も会員内部管理責任者資格試験又は特別会員内部管理責任者資格試験の合格者となるように努めることが求められる（同条2項）。

#### 2.2.2.3 プラットフォームの審査義務

エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは資金調達者の適格性を審査しなければならない（金商業等府令 70 条の二 2 項 3 号）。エクイティ・クラウドファンディングにおいては、有価証券届出書も作成されず投資者にとって利用可能な情報が限定される一方で、手軽に多数の者から資金を調達できる仕組みであることから、仲介業者であるプラットフォームはゲートキーパー的な役割が期待され、公衆からの資金調達にふさわしい資金調達者の株式のみを取り扱うよう要請される<sup>287</sup>。

「CF 規則」によって、プラットフォームは以下の事項について厳正に審査を行わなければならない。資金調達者及びその行う事業の実在性、資金調達者の財務状況、資金調達者の事業計画の妥当性、資金調達者の法令遵守状況を含め

---

<sup>287</sup>本柳、前掲注 79、p38。

た社会性、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、当該会員等と資金調達者との利害関係の状況、当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク、調達する資金の使途、目標募集額が資金調達者の事業計画に照らして適当なものであること（CF 規則 4 条 1 項）。その他、監督指針もプラットフォームに対して、審査に関する体制の整備を要求する（監督指針 IV-3-4-3-1）。

従来の IPO によって公衆から資金を調達する手法と異なり、エクイティ・クラウドファンディングの場合には中立性と専門性がある機構の審査がなく、一般投資者は投資判断を行う場合に依頼するのはプラットフォームしかない。実現可能性の低い事業について行われたエクイティ・クラウドファンディングが、制度を悪用した詐欺的な資金調達であったとの評価を得て失敗してしまうと制度全体への信頼が失われかねないため、日本は形式的な審査だけではなく、資金調達者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、当該エクイティ・クラウドファンディング業務により行う資金調達としてふさわしいか否かなど実質性審査まで要求し、事業のクオリティの担保を図っている。しかし、エクイティ・クラウドファンディングの利便性の重要性から、プラットフォームによる資金調達者の審査を過度に重視するべきではないとの意見もある<sup>288</sup>。

資金調達者への審査以外に、プラットフォームは投資者にも審査義務があり、投資者の払込額が 50 万円の少額要件を満たすことを確認しなければならない（CF 規則 13 条）

#### 2.2.2.4 プラットフォームの情報提供と投資者教育

エクイティ・クラウドファンディングを利用する資金調達者の多くは非上場の新興成長企業と想定し、このような企業について、投資判断するための情報が極めて少なく、審査することも難しい。投資者が投資判断する場合には、インターネットで提供される情報しか取得できないため、その情報の質と量の正確性の確保はエクイティ・クラウドファンディングの発展の生命線であり、資金

---

<sup>288</sup> 同上掲注。

調達者に関する情報の審査体制以外に、その情報が全面・正確且つ適切に投資者に取得させることの確保が重要である。そのために、今回の法改正はインターネットによる情報提供事項の充実も要求した。

まず、一般規則として、エクイティ・クラウドファンディングのインターネット利用の業務の特質を考慮し、基礎情報提供の観点から、プラットフォームは商号、登録番号その他の事項をインターネットを通じて公表しなければならない（金商法 29 条の 4 の 2 第 8 項、金商法 29 条の 4 の 3 第 3 項）。また、業務の開始後は、契約締結前交付書面に記載する事項のうち投資家の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項について、投資家がインターネット上で閲覧できるようにしなければならない（金商法 43 条の 5）。

更に、エクイティ・クラウドファンディングのリスクが高く、かつ投資者の中で投資経験と専門知識を有していない一般投資者が多いため、プラットフォームによるウェブサイトにおけるリスク提示など情報の提供<sup>289</sup>及び投資者がそのリスク、手数料等を理解した上で投資する確認書の徴求<sup>290</sup>を利用して、投資者保護を図った。

最後に、プラットフォームに対して、米国と同じく投資後の継続情報提供が要求される。プラットフォームは、資金調達者が株式を発行した後の事業の状況

---

<sup>289</sup>同規則第 9 条によって、プラットフォームは自分のウェブサイトで、自らの業務内容がエクイティ・クラウドファンディングであること、エクイティ・クラウドファンディング業務で取得した有価証券は金銭的な利益の追求より、資金調達者の事業に対する共感又は支援が主な旨とされるべきこと、資金調達者の財務情報について公認会計士又は監査法人による監査を受けていない場合には、その旨、株券を取得しても、配当が支払われないことがあること、取得した有価証券について、取引の参考となる気配及び相場が存在しないとともに、換金性が著しく乏しいこと、取得した有価証券の価値が消失する等、その価値が大きく失われるリスクがあることなど情報を公表する必要がある。

<sup>290</sup>同規則第 11 条 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務による店頭有価証券の取得を初めて行う顧客から、契約締結前交付書面に記載された金融商品取引行為についてのリスク、手数料等の内容を理解し、当該顧客の判断及び責任において当該取得を行う旨の確認を得るため、あらかじめ、前条第 1 項に掲げる事項を含む所定の書面を作成するとともに当該顧客に交付し、株式投資型クラウドファンディング業務による店頭有価証券の取得に関する確認書を徴求しなければならない。

に関する情報を投資者に対して定期的に提供することを確保するための措置をとることが要求される（金商業等府令 70 条の二第 2 項 7 号）。そして情報提供の方法は、「発行者の事業状況・財務状況を記載した書面の送付、発行者のホームページでの開示、発行者自身が株主に対して説明会を開く等、発行者が株主である顧客に対して直接的に、又は金融商品取引業者等を介して間接的に情報提供すること」が想定される（2015 年パブコメ回答 13 頁 71 番）。CF 規則でも、プラットフォームは資金調達者と事後の定期的な情報開示についての契約締結及びその情報提供が行われることの確認を求められる（CF 規則第 16 条）。

#### 2.2.2.5 資金の分別管理

プラットフォームは投資者から金銭の預託を受け、投資者の資金安全を確保するため、預託された金銭をプラットフォームの固有財産と分別管理を行い、信託会社等に信託することが義務付けられる（金商法43条の2第2項）。日証協のCF規則14条では、投資者の金銭に対する適切な分別管理も求められる。

ここで一つ問題となっているのは信託の場合にの信託財産の額の確保である。エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは投資者から受け取った資金を資金調達者に対して払い込むアレンジ（資金のフローと支払のタイミング）については、必要な信託財産の額の確保が可能かを考えて検討することが重要であり、特に資金調達者に支払う日前に申込証拠金としてを支払を行うような場合には必要な信託財産の額に不足が生じないかが問題となる<sup>291</sup>。

#### 2.2.2.6 禁止性規制

エクイティ・クラウドファンディング業務に係る投資勧誘はウェブサイト上の情報発信とメール等（金商業等府令 6 条の二）に限定され、その以外の電話又は訪問の方法等勧誘することは禁止される（CF 規則 12 条）。つまり、エクイティ・クラウドファンディング業務に係る投資勧誘であれば、第一種少額電子

---

<sup>291</sup>本柳、前掲注 79、p42。

募集取扱業者であろうが、それに該当しない第一種金融商品取引業者であろうが、電話や訪問等方法で勧誘することができない。

#### 2.2.2.7 その他の規制

エクイティ・クラウドファンディングについて、資金調達者の審査及び監督をプラットフォームにより行うため、審査と監督の品質を確保するため、プラットフォームにおける有価証券の募集の取扱いを行う者について、資格を確認することが投資者保護に重要な意義がある。今回の法改正では、上述の者の資格について特に規定していないが、金融商品取引業者の役員や使用人が外務員の職務行為を行う場合に、外務員登録が必要である（金商法64条1項）。ここで、外務員登録が必要な者の範囲は明らかではなく、有価証券の募集の取扱いは外務行為とされるところ（金商法64条1項1号イ）、ウェブサイトの記載内容を決める者や投資者からの問い合わせに対応する担当者については、直接又は間接に有価証券の募集の取扱いに際して勧誘を目的とした情報の提供等を行うことから、外務員登録が必要と考えられる<sup>292</sup>。

その他、日本は米国と同じくクーリングオフ制度を制定し、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは投資者が有価証券の取得の申込をした日から8日を下らない期間が経過するまでの間、当該投資者が当該申込の撤回又はこの申込に係る資金調達者との契約の解除を行うことができることを確認するための措置を取らなければならない（金商業など府令70条の二第2項6号）。

### 3. 小括

日本はエクイティ・クラウドファンディングについて、少額電子募集取扱業者を新設して、参入促進を図っているが、米国と異なり、資本金規制が残され、ただその最低基準を引き下げる。米国のブローカーディーラー又はファンディング・ポータルとしての登録要件であろうが、日本の最低資本金の要求で

---

<sup>292</sup> 同上掲注、p41。

あろうが、両方とも健全なエクイティ・クラウドファンディング・ビジネスの基盤を確保し、投資者を保護することを企図している。

また、米国と同じように、プラットフォームに対して、日本も様々な情報開示を求め、募集するときだけではなく、投資後の持続的な監督によって、取引の公正性と透明性を確保する。それを通じて、投資者の投資安全を保障し、投資者の利益を保護する。特に、日証協の自主規制を利用して、プラットフォームに対して、資金調達者及びその行う事業の実在性、資金調達者の事業計画の妥当性などの審査まで求められ、形式審査と実質審査両方が期待されている。これは未熟な一般投資者に対して、非常に有力な保護策とは言える。

その他、米国の規制を参考し、プラットフォームの体制整備の要求と投資者の投資金額の制限など規定も導入された。

### 三、EU におけるエクイティ・クラウドファンディングの法規制

#### 1. EU レベルでのエクイティ・クラウドファンディング規制

今まで、EUでは、クラウドファンディングに対して、統一の指令又は規則が制定されていない。但し、エクイティ・クラウドファンディングは新興企業の成長を促進するための資金供給手段として重視され、これに関する検討も2013年から継続して行われている。現在、European Crowdfunding Stakeholders Forumが設置され、クラウドファンディングに関して様々な問題について検討している。エクイティ・クラウドファンディングがfunding escalatorの機能を発揮し、伝統的な資金調達手段の補充として期待されている<sup>293</sup>。欧州委員会はエクイテ

---

<sup>293</sup> European Commission, Communication: Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, COM(2014)172 final, p9. available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf) (last visited June 21, 2017)

イ・クラウドファンディングに焦点を当て、取引の透明度と投資者保護を確保するため、適切な規制構造が必要であると述べた<sup>294</sup>。

EUにおいて、クラウドファンディングに特化した指令や規則がないが、これに関する目論見書指令、金融商品市場指令など規制がある。

まず、目論見書指令（2003/71/EC）によって、証券の公募又は規制市場への上場のために、事前に目論見書を発行することが必要であり（指令3条1項）、その目論見書が加盟国の監督当局の承認を受ける必要もある（13条1項）。エクイティ・クラウドファンディングにおいて、証券が発行される場合には、目論見書発行義務が課される可能性がある。ここでいう証券とは、金融商品市場指令（MiFID II）（Directive 2014/65/EU）4条1項（44）に定める譲渡可能な証券を言う（株式、社債、その他の債務証券が含まれる）。しかし、エクイティ・クラウドファンディングにおいて発行される証券は譲渡制限がついている場合が多いため、目論見書指令が適用されない場合がある。この時に、各加盟国の国内法が適用される可能性がある。また、エクイティ・クラウドファンディングの募集金額が少額である場合には、目論見書発行義務が免除されることもある<sup>295</sup>。

---

<sup>294</sup> European Commission Directorate General Internal Market and Services, "Summary: Responses to the Public Consultation on Crowdfunding in the EU," (Mar. 11, 2014). available at [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/summary-of-responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/summary-of-responses_en.pdf) (last visited June 21, 2017)

<sup>295</sup> 募集総額が12ヶ月通算で10万ユーロ未満の場合には目論見書発行義務は免除される（指令3条2項（e））。募集総額が12ヶ月通算で10万ユーロ以上500万未満の場合には、各加盟国の国内法の定める所による者とされており、目論見書発行義務の適用範囲は加盟国によって異なる。

その他、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは金融商品市場指令における投資業者<sup>296</sup>に該当する可能性があり、その場合には、金融商品市場指令の定める資本規制、行為規制等が課される可能性がある。

最後に、投資対象会社の持分等を保有する特別目的事業体（SPV）を設立し、そのSPVを通じて投資者に投資対象からのキャッシュ・フロー分配している場合には、AIFMD（Alternative Investment Fund Managers Directive）が適用され、ファンド管理者の選任、資本規制、利益相反規制等が課される可能性がある。例えAIFMDが適用されない場合には、各加盟国の国内法の規制を受ける可能性が残る<sup>297</sup>。

各加盟国の国内環境によって、EUにおけるエクイティ・クラウドファンディングは株式直接保有型、転換証券型、利益分配契約など様々な法的形態を形成した。このような異なっている法的形態によって、証券規制や会社法の規制も異なる。

## 2. 国内法レベルでのエクイティ・クラウドファンディングの法規制

### 2.1 英国

EUにおいて、英国のクラウドファンディングの市場規模は最も大きい。英国では、株式発行によって資金を調達するクラウドファンディングが大部分を占めるため、プラットフォームに対して業規制が課されることが前提となっている<sup>298</sup>。

2013年10月、金融行為監督機構（以下はFCAという）はクラウドファンディングに関わる規制のあり方を諮問し、パブリックコメントを求めた<sup>299</sup>。その結果を

---

<sup>296</sup> 投資業者とは、業として投資サービスを提供し、且つ投資活動を行うことを業務とする法人である。ここの投資サービス・投資活動とは、同指令付属書 I の C に掲げる金融商品に関連するものを指す。

<sup>297</sup> 松尾健一、「EU における投資型クラウドファンディング規制」、金融商品取引法研究会研究記録第 56 号、2016. 5. 11、p7。

<sup>298</sup> 同上掲注、p 9。

踏まえ、2014年3月、Policy Statement PS14/4<sup>300</sup>で、法案（final rule）を発表した。final ruleは、予定通り、2014年4月1日に施行された。この規制のうち、英国は貸付型クラウドファンディングとエクイティ型クラウドファンディングについて、それぞれ規定を制定した。その内、エクイティ・クラウドファンディングは、事業者によって発行された非上場株式及び債券にクラウドファンディング・プラットフォームを通じて投資することと定義される。ここの資金調達手段は、登録された株式市場に上場されず、相当なリスクを有するものとされ、「非流動性証券（non-readily realizable securities）」と称している。エクイティ・クラウドファンディングの規制について、日米と異なり、英国は統一な金額の制限を設けず、主として投資者の投資資格の制限、行為制限とプラットフォームへの規制3つの部分から成り、核心部分はプラットフォームの規制である。

#### (1) 投資者の資格の制限

英国はエクイティ・クラウドファンディングの投資者に対して明確な資格要求を定め、投資者には相当のリスク認識能力とリスク負担能力が求められる<sup>301</sup>。英国は上述の2つの側面から、投資者を分類し、異なる投資制限を設け、投資者の状況に応じ、柔軟に投資者の保護策を定めた。まずは適格投資者、具体的にはプロ投資者、洗練された投資者（主としては機関投資者）相当の財産能力を有する富裕層（年収は10万英ポンド以上である又は純資産は25万英ポンド以上であり、且つ認証された）相応の投資に関する知識・経験を有する投資者（専

---

<sup>299</sup> The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities), <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp13-13.pdf> (last visited June 20, 2017).

<sup>300</sup> The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf> (last visited June 20, 2017).

<sup>301</sup> 松尾順介、英国の投資型クラウドファンディング規制、証研レポート、1692号（2015年10月）、p13。

門投資機構等の助言を受ける者)である。その他、一般投資者について、投資額が純資産の10%以下である場合にはエクイティ・クラウドファンディングに投資することが認められ、その場合には認証を受けることが求められる。

## (2) 投資者の行為制限

投資者の行為制限としては、専門知識・経験を有していない一般投資者が純資産の10%以下の範囲内に投資する。

## (3) プラットフォームへの規制

まず、プラットフォームに対して、FCAから授権される限り、投資者に対して投資助言、アドバイスの提供又は証券の推薦を行うことができない。なお、プラットフォームは、利用者が規制上の助言を受けていない場合、そのリスクを認識しているかどうか確認する義務がある。次に、エクイティ・クラウドファンディングはFCAの授権に基づき証券を発行すべきである。但し、授権されないプラットフォームも例外規定によって免除することができるため、FCAの授権はプラットフォームの合法性の唯一の判断基準ではない。しかし、いずれの場合にも、プラットフォームはFCAの監督規則に基づいて業務を行う必要があり、授権されるプラットフォームはより多様な業務を展開することができ、授権されないプラットフォームは有料会員制度によって、株式を会員に販売する。但し、授権されないプラットフォームが第一種類の適格投資者に向けてエクイティ・クラウドファンディング業務を展開する場合にはこの限りではない。FCAの授権を取得するプラットフォームは多元的な業務を行う可能性以外に、金融サービス補償スキーム (FSCS, Financial Services Compensation Scheme) を利用でき、投資失敗の場合には具体的な状況によって金融補償を取得することができる。また、金融オンブズマン等他のサービスを利用する可能性もある。これはプラットフォームの競争力の向上に対して非常に重要であり、現在FCAに授権申請を提出するプラットフォームはますます多くなる<sup>302</sup>。授権を取得するために、プラットフォームは、専門的な苦情申し込み窓口の設置などITシステムの

---

<sup>302</sup> Liam Colline, Crowdfunding: Innovative Access so Finance and Regulatory Challenges, The Innovation Policy Platform, World Bank, 2014.

要求を満たす必要があり、これによって、投資者を保護する。また、プラットフォームはプロジェクトに対して簡単な説明を提供する必要がある。ただし、その説明は投資アドバイスになった場合、例えば、週間最良投資、スター評価など、またFCAに授權を申し込む必要がある。

#### (4) 資金の移転

エクイティ・クラウドファンディングが規制を受ける貨幣振替サービスにかかわるため、支払サービスの専門授權が要求される。ただし、プラットフォームは商業仲介の免除を申し込むことができ、ただ資金調達者と投資者の相談と契約締結の仲介として、直接に資金の支払に介入しないと、授權の取得義務が免除できる。

## 2.2 イタリア

EUにおいて、イタリアは最初にクラウドファンディングに対して立法の活動を行った国である。2012年12月、イタリアはDecreto Crescita Bis（またはGrowth Act 2.0と呼ばれる）を可決し、クラウドファンディング・プラットフォームの位置付けと性質を明確化し、新興企業がインターネットを通じて資金調達する場合には、イタリア証券取引委員会CONSOBに登録されたクラウドファンディング・プラットフォームを通じて行わなければならない、と規定した。2013年6月、CONSOBはエクイティ・クラウドファンディングの監督規則（以下はCONSOB規則という）<sup>303</sup>を公布し、最初にクラウドファンディングに対して立法した国になった<sup>304</sup>。

#### (1) 資金調達者の規制

当初、イタリアはエクイティ・クラウドファンディングの資金調達者をイノベーター・新興企業に限定した。イノベーター・新興企業の定義について

---

<sup>303</sup> Regulation on the raising of venture capital by innovative startups through online portal, Resolution No.18592.

<sup>304</sup> Giovanni Caeotenuto, Consob Regulation on Equity Crowdfunding, Orrick Corporate Law Alert, July 2013.

規則自身が定めていなかったが、2012 年イタリア 221 号法律「イノベーティブ・スタートアップ企業法」(Decree on Innovative Start-ups)によって、定義を明確にした。この定義によって、イノベーティブ・スタートアップ企業は以下の条件を満たす必要がある。①設立は2年以上である②本店はイタリアにある③年度総生産額 500 万ユーロ以下である④収益は配当しないまたはまだ配当されない⑤イノベーション型のハイテク製品またはサービスの研究開発、生産と販売を目標とする⑥合併、分割または事業譲渡など理由で設立する⑦最低以下の条件の一つを満たす。研究開発費用は年度支出の 15%以上であること、3 分の一以上の従業員は博士号を有するまたは博士課程在学であること、発明またはデザインの特許を有すること、コンピューターソフトウェアなど関連特許を有すること。しかし、法の発布から約 2 年が経ったものの、クラウドファンディングによりスタートアップ資金を得ることができたイタリアの事業は僅か 4 件であった。この数字は、他の EU 諸国と比較しても非常に低く、関係者は、クラウドファンディング法の構造が問題であると指摘していた。企業がクラウドファンディングを容易に利用できないことから、2015 年 1 月にイタリアのクラウドファンディング法に関する新たな条項が加わり、「イノベーティブ中小企業 (Innovative SMEs)」という概念を導入し、認定基準を下げた。

## (2) 年間募集金額の制限と投資者制限

CONSOB 規則も日米と同じく年間募集金額の上限を設けたが、500 万ユーロの規定は日米と比べ、利用可能の余地がかなり大きい。そして投資者に対して、イタリアは厳格な制限を設けず、適性テストを受け、リスクを提示されれば、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームを通じて投資することができる。実際に、イタリアは税金優遇政策を理由として、投資者の利用を拡大することを通じて、新興企業の資金供給困難を解決できるように努めた<sup>305</sup>

---

<sup>305</sup> 221 号法律によって、2013 年から 2015 年の間、個人の投資者はエクイティ・クラウドファンディングを通して投資を行う場合に、その投資金額の 19%（毎年 50 万ユーロの上限あり、且つ保有する時間は最低 2 年である）が所得税から控除されることができ、法人の場合には 20%（毎年 180 万ユーロの上限あり、保有する時間も最低 2 年である）である。

### (3) プラットフォームへの規制

イタリアにおけるエクイティ・プラットフォームは承認された関連投資サービスを提供する投資会社、銀行または CONSOB で登録された他の主体に限られる。そして、その主体の形態にも係わらず、登録する必要がある。その内、授權を取得して投資サービスを提供する銀行と他の金融仲介は、CONSOB にプラットフォームを経営する意思を通知すれば登録が完成できる。その他の主体はまた規定に基づき CONSOB に関連資料を提出する必要がある。プラットフォームの有効運営を確保するため、申請者は申請する時、誠実と専門性の要求を満たす必要がある。また、プラットフォームの管理人員は競業避止義務を課されている。投資者保護の観点から、CONSOB はプラットフォームに対して、投資者に実質的な情報提供、投資者適性テストを行うことが要求されている。投資者は投資決定を出す前にアンケート調査を完成することを確認することも求められる。同時に、日米と同じくクーリングオフ制度を導入した。その他、プラットフォームに対して、投資者が払込み後の 12 ヶ月以内にウェブサイトからプロジェクトの関連情報を取得することが可能であること、払込み後の 5 年以内に、投資者の要請に応じてプロジェクトの情報を提供することが要求される。

その他、CONSOB はまた投資者の分類管理を制定し、プラットフォームの監督負担を軽減する。個人の一回の投資が 500 ユーロ未満または年投資額は 1000 ユーロ未満、法人の一回の投資額は 5000 ユーロ未満または年投資額は 1 万ユーロ未満である場合、「金融商品市場指令」の適用が免除できる。

### 2.3 フランス

フランスはイタリアの次にクラウドファンディングについて立法した国である。2014 年、オルドナンスやデクレ、さらには金融市場庁（AMF）の一般規則が改正され、エクイティ・クラウドファンディングに関するルールが整備された<sup>306</sup>。フランスは「通貨金融法典」第 V 卷 IV 篇に「参与型資金調達条例」を追加して、クラウドファンディングを規制する。

---

<sup>306</sup>松尾、前掲注 297、p13.

今回の法改正では、フランスはエクイティ・クラウドファンディングに対して、CIP(*conseil en investissement participative*:クラウドファンディング投資助言業)と IFP(*intermédiaire en financement participatif*:クラウドファンディング仲介業)という2つの法形態を新設し、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームはCIPとして登録する。CIPはフランスで設立された法人であり、経営者は規定する年齢と信用の要求、AMF一般規則が規定する専門能力条件を満たす必要がある<sup>307</sup>。

投資者を保護するため、CIPに対して、以下の情報開示規定が設けられる。CIPはウェブサイトで、社名、登録番号、所属する業界団体、ウェブサイトで掲載している投資のリスク（特に元本の一部・全部を失うリスク・流動性リスク）を表示しなければならない（AFM一般規則 325-35）。そして、CIPが発信する全ての情報は、公正、明確でなければならない、誤導的であってはならない。また、偏見のない方法で表示する必要がある（AFM一般規則 325-36）。

また、CIPの中立性を確保するため、以下の行為規制も規定された。CIPは従事している行為により相応の報酬を取得し、投資者から報酬以外の資金を受け取ってはならず、投資先の会社が発行した証券を受取ってはならない。CIPは投資者以外の者から報酬等を取得する場合、その報酬等は、投資者の最善利益のために誠実、公正の原則に基づき行動する義務に反するものであってはならない（AFM一般規則 325-37 第3項）。

フランスでも業界団体による自主規制を重視し、CIPはAMFの承認を受けた業界団体の一つに加入する必要がある（AFM一般規則 325-34）。この団体はAMFの規定に基づき、CIPを監督する。業界団体はCIPの業務に対して資格要求、責任など規定を設けて、AMFに承認された後で、会員がその要求と規則を遵守する必要がある。

---

<sup>307</sup> 顧晨、「フランスにおけるクラウドファンディング立法と監督制度の評価・分析」、金融サービス法評論、2015年1期、p97。

#### 四、小括

エクイティ・クラウドファンディングは新興企業の資本形成を促進すると同時に、投資者保護の観点からその監督管理を巡る議論が続いている。日米等成熟した資本市場の国において、エクイティ・クラウドファンディングは既に新興企業のための効果的な資金調達手法として認められ、米国の JOBS 法の成立をはじめとして、プラットフォームへの規制を中心として立法活動を進めている。日米英などの国際経験を見ると、証券の公開発行に関する少額免除制度の導入を利用して規制緩和を行い、プラットフォームの新規参入を拡大させる。一方、投資金額の制限、プラットフォームの審査義務等規制を強化する。こうして資本形成と投資者保護の間のバランスを調整する。このような経験は中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法制度の構築に対して重要な参考になった。

## 第四章 中国におけるエクイティ・クラウドファンディング法制度の構築

第二節で分析したように、エクイティ・クラウドファンディングの基本手法は証券の公開発行であり、インターネットのバーチャルスペースを通じて公衆から資金を集める手法は詐欺リスク、流動性リスク、プラットフォームの道德リスクなど問題に直面していると同時に、その新興企業、小企業の資本形成を促進するという出自の背景とインターネット利用、公衆の直接参加など特徴がエクイティ・クラウドファンディングに対する監督方法の選択に影響を与え、伝統的な規制証券の公開発行における情報開示制度、投資者適格性制度及び詐欺防止制度等の運用にも疑問を生じさせた。既存の法律によって、美微伝媒、諾米多、36kr など事件で示されるように、発行する証券の合法性、この証券の発行方法、発行対象、プラットフォームの責任さらに投資者人数の制限などの判断は不明であり、利用者に混乱をもたらした。

簡単に言うと、現在、中国では、エクイティ・クラウドファンディングに対する専門的な法律がまだ定められておらず、この資金調達手法に対して既存の法律によってまだ適切に規制されておらず、投資後の少数株主保護、管理者の利益相反問題の防止などに対して法的解決手段もまだ成熟しておらず、投資者の利益が適切に保護されず、非常に危険な状態である。法制度の欠如及び監督不在によって、中国におけるクラウドファンディング市場は既に無秩序な成長状態に陥っており、適時に導かなければ、市場の秩序が失われる一方、金融安定と経済発展を阻害し、市場の停滞や衰退をもたらす恐れがある<sup>308</sup>。そのため、エクイティ・クラウドファンディングの合法性を認め、その法制度を構築することは、エクイティ・クラウドファンディングの健全な発展を実現する上で重要である。これにより、民間資本を合理的に新興企業及び中小企業に導き、資本の効率的分配及び中小企業の資金調達難を解決することができる。

---

<sup>308</sup> 胡吉祥等、前掲注 19、p64。

エクイティ・クラウドファンディングの法規制に対して、基本的な問題は資本形成の促進と投資者保護の衝突問題である<sup>309</sup>。

## 一、エクイティ・クラウドファンディングにおける規制方針の衝突

通常、他人と公共の利益を害しない限り、政府は私的契約関係に介入しない<sup>310</sup>。しかし、不特定多数の投資者から資金を公開的に募集し、且つ他人の資金を利用して経営活動を展開するため、エクイティ・クラウドファンディングは金融市場の秩序と投資者の利益に緊密的に係わり、金融監督の合理性と必要性がある。しかし、中小企業と新興企業の資金調達手段として、厳格な監督は資金調達のコストを上げざるを得ないため資本形成に影響する。緩和すると投資者を保護できない。従って、金融監督における永遠の課題である効率と公平のバランス調整問題と同じように、エクイティ・クラウドファンディングに対する監督も資本形成と投資者保護のバランスを取る必要がある<sup>311</sup>。

### 1 規制緩和の要求：資本形成の促進

現在、経済の転型期にある中国のベンチャー企業は経済発展の原動力として国民経済の増進を支えており、中国労働力市場の飽和状態の解決と雇用吸収に対しても重要な役割を果たしている。しかし、資金調達の問題により、研究開発と市場開拓に対する中長期的な資金供給が欠乏しており、会社の発展が制限されている。この問題を解決するため、ベンチャー企業の資本形成を支える良い制度環境の提供が大事である。

現実上ベンチャー企業の資金調達は以下のような困難がある。まず、公開発

---

<sup>309</sup> 袁康、「インターネット時代における少額集資の構造と監督—米国 JOBS 方案を参考にする」、証券市場導報、2013 年 06 期、p4。

<sup>310</sup> 宋征、「私募投資基金監督管理体制に関する思考」、証券市場導報、2011 年 11 期、p34。

<sup>311</sup> See C. Steven Bradford, Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis, Emory L.J. Vol.45.591, 591(1996).

行が要求する会社の設立時間、資産規模、調達規模に満たず、高い資金コスト及び時間コストはベンチャー企業の負担を増加させ、資本市場における公開発行は非常に困難である。次に、ベンチャー企業の担保能力の低下と経営のハイリスク、十分なキャッシュ・フローの欠如の問題があるため、銀行から融資を受けることが困難である。また、少額貸付会社、信用担保会社、民間金融など非正規金融のコストが高すぎるため、このルートから調達することも難しい。最後に、エンジェル、VC のコーポレートガバナンス参加への要求と各種のバリュエーション調整メカニズム (Valuation Adjustment Mechanism、VAM) <sup>312</sup>は企業の重荷になり、既存の伝統的な調達手法は現実の要求に満たさない。

エクイティ・クラウドファンディングは高効率、便利、低コストのメリットがあり、既に伝統的な資金調達手法の補充となり、資本形成を促進する。そのため、過度の監督を防止する必要がある。

## 2. 規制強化の要求：投資者保護の強化

エクイティ・クラウドファンディングの場合には、資金調達者の多くは新興企業であり、経営モデルがまだ成熟しておらず、前述のように経営失敗のリスクが高い。かつエクイティ・クラウドファンディングの投資者の中で、投資経験と知識を有しない、投資能力が欠如している一般投資者は多く、彼らは投資先の経営状況の見通しを判断し難い事情がある。

特に、インターネットファイナンスについて、大量の情報の中で、その真実性を判断することが非常に難しく、現場確認することもできず、IT 技術を濫用

---

<sup>312</sup>バリュエーション調整メカニズム (Valuation Adjustment Mechanism、VAM) または「ギャンブル契約」と呼ばれ、国内外でのプライベートエクイティ (PE) 投資時によく使われている。その中に、目標業績未達成時の補償条項 (通常「ギャンブル条項」と呼ばれる) は、頻繁的に利用されている (注 1 参照)。「ギャンブル条項」は、投資時の情報の非対称性から、実務において一般的に利用され、投資者の利益を保護するための重要な条項であるにもかかわらず、法律はこれに対する専門的な法規規定がなく、その法的効力は長期的に曖昧な状態になっている。

して改竄する可能性もあり、詐欺が日々生じている。IPO と異なり、中立な専門評価機構がないため、情報の真実性と合理性の判断は投資者自身またはプラットフォームに頼るしかない。しかし、投資者は自分で判断することが難しく、プラットフォームの審査基準も明確ではないため、審査の結果は保証できない。更に、資金調達者と仲介者は共にエージェンシーコストと情報の非対称性がもたらした投機主義があるため、不利な情報を隠し、または不実情報の提供によって投資者の投資意欲を呼び起こし、資金を集めるリスクは回避できない。この場合には、訴訟の時間と経済的コストが高く、小額な金額について、仲裁と訴訟など伝統的な救済方法は逆に投資者の負担になるかもしれない。その上、投資者の人数が多く、地理的分散の特徴があるため、集中的に提訴することも考え難い。最後に、流動性の欠如がもたらした譲渡困難もあるため、投資者は非常に不利な立場にある。しかし、前述のように、投資者はエクイティ・クラウドファンディング発展の生命線であるため、投資者保護を強化しないと市場の未来がなくなる。リスクの多様性が通常の資金調達手法より厳格な監督が要求される。

従って、エクイティ・クラウドファンディングのメリットを適切に発揮し、ベンチャー企業の資本形成を支え、持続的に発展させるポイントは監督のバランスを取ることである。規制を緩和し、エクイティ・クラウドファンディングの合法性を促進する一方で、関連する投資者保護制度を構築し、エクイティ・クラウドファンディングの特徴及び特殊なリスクに応じて、制度改革を行い、投資者保護の前提の下で企業の資金調達の効率の最大化を実現すべきである。

## 二、エクイティ・クラウドファンディングの合法化問題

エクイティ・クラウドファンディングの法制度を構築する前に、まず、エクイティ・クラウドファンディングの合法性問題を解決しなければならない。中国における証券監督は従来から命令規制型の監督方法を採用し、実質的な審査基準を運用して、厳格な条件を満たす少数の企業だけを証券市場に参入させ、公衆から資金調達を行い、且つ情報開示制度を証券市場の発展を監督する核心

手段としている<sup>313</sup>。また、証券法上の証券の概念が過度に狭く、投資契約等新たな資金調達行為に対応する既存の制度がない場合に、全てに違法集資を適用する<sup>314</sup>。現在、技術と経済の発展とともに、金融活動はますます多元化、複雑化の発展態勢を表し、立法当時に想像できない行為が日々現れ、立法者は金融市場の安定・健全な発展を図り、このような法的空白と隙間に対応するため、法定の証券発行以外に、全ての公衆に向けて直接資金を調達する行為を違法集資と見なし、証券監督部門から許可を取得せず、いかなる名義で不特定対象又は 200 人以上の特定対象から資金を調達する行為を違法証券活動又は違法集資と認定する<sup>315</sup>。簡単に言うと、中国における証券法制度がまだ未成熟であり、実務では、強制的な情報開示制度に対応できない時に、証券詐欺の行政処罰ではなく、多くの場合には刑法上の違法集資を事後の救済方法とする<sup>316</sup>。しかし、このようなやり方は金融のイノベーションを阻害し、エクイティ・クラウドファンディングさらに全体経済の発展に不利な影響を与えた。そこで、政府の金融イノベーションを奨励し、エクイティ・クラウドファンディングを促進する政策<sup>317</sup>に答え、新興企業及び中小企業の要請を応じ、エクイティ・クラウドファンディングと刑法の区別を明確にし、その行為の合法化を促進することが重要である。

---

<sup>313</sup> 曹乃婷、「証券監督の角度から再び「果園開発熱」の往事を検討する」、金融法苑、2003 年 6 期、p130。

<sup>314</sup> 李有星、「違法集資の証券化傾向と新たな調整方を論じる」、政法論叢、2011 年 2 期、p39。

<sup>315</sup> 呉昊、「違法集資あるいは証券発行：「長城機電」資金調達案が引き起こす思考」、金融法苑、2003 年 6 期、p37。

<sup>316</sup> 盛学軍・劉志偉、「エクイティ・クラウドファンディング：監督傾向と法律の進路」、北方法学、2015 年 4 期、p89。

<sup>317</sup> 2013 年 11 月、「中共中央が若干問題を全面的に深化改革することに関する決定」第 12 条。

## 1. エクイティ・クラウドファンディングと違法集資の限界認定

この問題について第2節の所で既に論じた。ここの重点としては違法集資行為の明確化である。公衆預金不法集金罪は元来銀行の法定通貨に対する独占経営権を保護し、商業銀行等金融機構の違法金融業務を規制するために設けた条文であるため、集金方法が絶えず拡大している現在、政策と行政命令によって、この条文が拡大解釈され、本条における預金の概念が変化し、元利償還の債権債務関係に解釈された<sup>318</sup>。つまり、本罪の主要規制対象は、資金調達者が無断で仲介業務を行い、転貸を利用して私利をむさぼる目的で公衆から資金を集める行為である。しかし、エクイティ・クラウドファンディングの資金調達者はビジネスを展開・拡大するために資金を集めるのであって、本罪と異なる。そして、集金行為が監督される理由としては社会公衆が自ら保護する能力がなく、国家の特別保護が必要ということであり、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、海外の経験を参考にすると、投資者適格制度及び情報開示制度等を利用して投資者を保護し、且つ実務ではリード・インベスターの導入によって、投資者の自己保護の能力を高めており、刑法によって強制的な保護を与える必要性がない。特に実務でよく現れる経営失敗で投資者が損失を被る場合には、資金調達者又はプラットフォームが主観的に詐欺の悪意がない限り、刑事法ではなく、民商法又は行政法により規制すべきである<sup>319</sup>。他の集資詐欺罪、違法経営罪、株式会社債無断発行罪についても、構成要件を分析すると、該当しない。

---

<sup>318</sup> 姜涛、「公衆預金不法集金罪の縮小解釈適用の新経路：詐欺とハイリスクを基準とする」、政治と法律、2013年8期、p53。

<sup>319</sup> 借手又は借手単位の責任者が夜逃げすることだけで、公衆預金不法集金罪又は集資詐欺罪を認定してはならない…経営欠損又は資金のやりくりができないため元利を支払う不能で紛争が生じる場合には、一般的に公衆預金不法集金罪として処理しない。」2008年浙江省高級人民裁判所、高級人民検察院と省公安厅が共同で公布した「集資類の刑事案件を処理するにあいに法律を適用する若干問題に関する会議の紀要」第2条、第4条。

## 2. エクイティ・クラウドファンディングの証券法属性

エクイティ・クラウドファンディングの法規制を構築する前に、もう一つ明確にする必要があるのはエクイティの属性問題である。株式と社債は無論証券法の規制対象となるが、未来収益の一部を取得する権利またはその他の権益の証券化などである場合には、この対価は証券法上の証券に該当するかどうか、その発行行為はどのように判断すればよいのかがまず疑問である。ここのエクイティとは、米国証券法を参考にし、①投資家による金銭の出資と事業利益の投資家への分配、②複数の投資家からの出資に基づく共同事業の存在、③投資家と事業者との分離という3つの基準も満たすため、実際に投資契約と理解することができる。この問題について、同じく第2節で論じたように、中国現行の証券法上の証券の概念が狭すぎ、投資者保護、資本市場の発展と金融監督に非常に不利であるため、既に証券概念を拡大する立法の動きが進み、海外の経験を参考にし、投資者契約の概念を導入し、今回の証券法改正草案には証券を以下のように定義する。証券とは、特定の財産権益を代表し、均等に分けられ、譲渡または取引することができる証書または投資性契約である。こうして投資性契約を証券の概念に導入することによって、エクイティ・クラウドファンディングのエクイティの属性が確認できる。ここのエクイティは証券の投資性、譲渡可能性と均等分割可能性等の特徴を有し、米国法を参考にし、証券の属性を有し、証券法によって規制すべきである。

## 3. 少額発行免除制度の導入可能性

証券の概念を拡大することを通じて、エクイティ・クラウドファンディングを証券法の規制対象に入れるとしても、ここでもう一つの問題が存在している。証券法の不特定対象と200人の制限に基づき、エクイティ・クラウドファンディングは証券監督部門の許可を取得しないと、相変わらず法律違反の可能性がある。しかし、公开发行の厳格な審査要求は新興企業と中小企業に対して、負担することができず、エクイティ・クラウドファンディングのメリットを発揮せず、この手法の本来の目的も失い、エクイティ・クラウドファンディングの発展に非常に不利である。このため、日米等海外の経験を参考にし、少額発行

免除制度の導入によって、エクイティ・クラウドファンディングの合法化に制度面の支持を提供することが考えられる。

少額発行免除とは、発行者が発行する証券の金額が少額であり、又は発行の範囲が限られ、投資者と公衆利益への影響範囲は監督でき、資本形成を容易化させるため、証券監督部門が特別にこのような証券が発行する場合に証券法に基づき登録又は審査を受ける義務を免除する法制度である<sup>320</sup>。

公開発行の場合に、発行者は法律、証券監督部門及び取引所の規定に基づき、公衆投資者に証券に関する情報を開示する。正確・完全な情報開示は直接に投資者保護の効果を決定する。投資者が直接又は間接的に証券を購入する時に、その価格が公平・合理の範囲内であるかどうか、投資の過程に詐欺と誤導があるかどうか、投資者が確かに自らの意思で投資判断をするかどうか、これは全て情報開示制度で対応する。そのため、各国の証券法と情報開示制度は新規公開の会社に対して、厳格な規制を行っている。中国証券法によると、公開発行の場合に、発行者は法定手続きに基づき投資者に関連情報を開示し、証券監督委員会の監督を受け、同時に発行審査委員会の審査を受ける必要がある。しかし、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、発行者の開示義務を軽減させ、最低限の情報の開示によって資金調達のコストを下げると同時に、投資者保護の目的を実現することを望んでいる。この二つの目標は本来的に衝突がある。証券法の全ての制度が投資者保護と企業の資金調達の利便性の間の利益のバランスであり<sup>321</sup>、証券発行の審査手続きの目的も投資者保護であるため、常に投資者保護と資金調達のコスト、発行審査手続きと資金調達のコストの間で比較する必要がある<sup>322</sup>。36kr、E租宝など事件で表すように、エクイティ・クラウドファンディングには詐欺が生じる可能性が高く、投資者保護の観点から情報開示の重要性は言うまでもない。特にどのような詐欺防止の規定を定める

---

<sup>320</sup> 洪錦、「我が国少額発行免除法律制度の建立-米国少額発行免除を例として」、湖北社会科学、2009年4期、p137。

<sup>321</sup> 彭冰、「証券公開発行の研究」[J]、月旦民商法、2006年11期。

<sup>322</sup> 彭冰、前掲注99、P44。

としても、法に基づき登録した発行者が収益を誇張することを通じてより多くの投資者を引き付けることは避けなければならない<sup>323</sup>。

資金調達者の面から見ると、エクイティ・クラウドファンディングにおける発行者は新興企業と中小企業をメインとして、これらの会社が通常設立からの日時が浅く、財務制度は確立しておらず、詳しい資料を提供できない。また、伝統的な資金調達の場合には、ビジネスプランを銀行、エンジェルなど限定される主体だけに提供し、且つ秘密保持契約もあり、知的財産権、商業秘密などが保護できる。ところが、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、これはほぼ不可能である。従って、資金調達者に詳細な情報を要求することは現実的ではない。たとえ資金調達者が全ての情報を開示したとしても、投資者はこれを理解できるかどうか問題である。中立的な審査監督機関が存在せず、投資者の中でも投資判断能力が低い一般投資者が多い状況で、投資者が情報の真実性を判断することも難しい。ここでよく表われるのはレモン市場現象<sup>324</sup>である。つまり、投資者は主観的に会社の価値を過小評価し、多くの情報を開示したとしても、投資者の信頼と共感を獲得できない。

このような状況を踏まえ、エクイティ・クラウドファンディングにおいては伝統的な情報開示制度を適用することは合理的ではない。しかし、情報開示しないことも現実的ではないため、投資者にどのような情報を提供することが適切かを検討すべきである。米国は募集総額と投資者の投資上限によって、少額発行免除制度を設けた上で、募集総額によって、異なる開示基準を制定した。

---

<sup>323</sup> Venkat Kuppuswamy, Barry L Bayus. Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter [R]. UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-15, 2013.

<sup>324</sup> 米国の理論経済学者ジョージ・アカロフが1970年に論文で情報の非対称の例として用い、商品の売り手と買い手に情報格差が存在するため、安くて品質の悪い商品（レモン）ばかりが流通し、高くても品質の良い商品（ピーチ）が出回りにくくなる現象である。クラウドファンディングの場合には、投資者と資金調達者の間で同じく情報の格差が存在しており、投資者はクラウドファンディングの商品、つまり証券の価値を判断し難い時に、高い価格で証券を購入する意欲があまりない。そうすると、優良証券であるとしても期待する評価が貰えず、退出する可能性が高い。最後に、品質低下の証券（レモン）だけが流通することになる。

募集総額が多いと、影響範囲も広く、開示義務も重くなる。発行者の発行コストをその情報開示のコストと合わせるため、エクイティ・クラウドファンディングの情報開示の制度設計は投資者の利益と最も緊密に関係する情報を選択し、強制的な開示を要求し、重要性が劣る情報については、発行者が自らの状況に応じて開示する<sup>325</sup>。その他、米国はまたプラットフォーム責任の整備によって、投資者に様々な保護を提供する。日本も類似している考え方を採用した。募集総額の制限と個人投資者の投資上限の制定は少額を確保し、投資者と公共利益への影響をコントロールするためであり、これは資金調達者及びプラットフォームに関する規制とあいまって、資本形成と投資者保護のバランスを構築する。

今回証券法改正をきっかけとして、日米等国の経験を参考にし、少額発行免除制度を導入し、募集金額等一定の条件を満たすエクイティ・クラウドファンディングの発行行為に対して、証券監督部門の承認を得ずに公衆から資金調達することを認めるべきと考えている。それは、エクイティ・クラウドファンディングの合法化を促進することができ、資金調達者の調達コストを減少させ、効率性を向上させ、国家経済の発展に対して重要な意義がある。

但し、ここで注意すべきことは、中国における少額発行免除制度の導入が投資者の投資制限、資金調達者の募集金額と方法の制限、プラットフォームの責任と義務を組み合わせ、エクイティ・クラウドファンディングの法制度を構築する必要がある。本稿は以下において資金調達者、プラットフォーム及び投資者の3つの主体への規制からエクイティ・クラウドファンディング法制度の構築を検討する。

---

<sup>325</sup> Joan MacLeod Heminway, the Disclosure Debates: the regulatory Power of an Informed Public: Vermont Law Review Thirteenth Annual Symposium Vermont Law School—September 27, 2013: Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”, 38 Vt. L. Rev. 827, Summer, 2014.

### 三、エクイティ・クラウドファンディング法制度の構築

#### 1. 資金調達者への規制

海外の立法例を参考にすると、エクイティ・クラウドファンディングの資金調達者への規制は主として資金調達者の資格、情報開示及び募集金額の制限等面から定める。

まずは資金調達者の資格について、一部の学者は資金調達者に対して参入の条件を規定し、利用者を制限する必要があると主張する<sup>326</sup>。上場会社等成熟した資金調達者は新興企業、中小企業のように資金調達の困難に直面せず、エクイティ・クラウドファンディングを利用して証券発行に関する義務を回避する可能性があるため、このような主体のエクイティ・クラウドファンディングの利用を禁止するべきである。また、詐欺等不良記録がある発行者は投資者のリスクを増加させるため、まだ成熟していないエクイティ・クラウドファンディングへの参入を禁止するべきである。その他、商業銀行、証券会社等金融機構も適用範囲から排除するべきである<sup>327</sup>。エクイティ・クラウドファンディングの特徴と出自の背景を考慮し、その資金調達者を新興企業及び微小企業に限定する意見が多く、指導意見もこの意見を採用した。

次に、資金調達者の情報開示義務である。新興企業と小企業の資金調達コストを減少させ、調達の効率を高めるため、資金調達の手続きを簡略化させる必要がある。その内、核心となるのは企業への情報開示要求を下げることである。これまで証券発行における発行者に対する情報開示の要求は二つの要因から影響を受ける。一つは企業の組織であり、異なる企業組織に対して異なる情報開示の基準を採用する。閉鎖的で人間関係が緊密な有限責任会社は比較的緩い基準を採用し、上場会社のような公衆投資者に与える影響が大きい組織形態に対しては情報開示の基準が厳格である。もう一つの面は資金調達の金額である。

---

<sup>326</sup> 万国華・王才偉、「我国エクイティ・クラウドファンディングの証券法属性を論じる」、理論月刊、2016年01期、p85。

<sup>327</sup> 盛学軍など、前掲注316、p94。

発行者の募集金額の多少によって開示の要求を決める。

エクイティ・クラウドファンディングの場合には、資金調達者のうち、新興企業及び小企業の方が多く、伝統の新規公開と同じような厳格な開示要求は、クラウドファンディングの発展促進及び新興企業と小企業の資金調達の容易化の目的に反する。また、エクイティ・クラウドファンディングの場合には募集金額が通常少額であり、証券アナリストと専門機構がこれについて分析・解説することが少なく、一般投資者也専門的な財務諸表を理解する能力を有せず、関心も薄い。高い開示コストと投資者保護収益は比例していない<sup>328</sup>。そのために、エクイティ・クラウドファンディングの特徴に応じて規定することが大事である。

まずは投資者のニーズに応じて適切に開示することである。エクイティ・クラウドファンディングの投資者に対して、重要なのは企業の営業能力、ビジネスプランの実現可能性と執行状況、管理者の質と役員の報酬等である。そのため、募集する時の静止情報ではなく、プロジェクトの進捗情報、資金の用途等投資者の利益に重大な影響を与える可能性がある情報を継続的に開示する以外に、企業の経営状況等情報も開示する必要がある。

次に、募集金額によって、異なる開示要求を制定することである。金額の大きさによって、投資者と公共利益に与える影響が異なるため、米国のように募集金額によって柔軟に異なる開示要求を制定することが合理的である。

また、少額発行免除の場合に、資金調達者の募集金額が制限されている。エクイティ・クラウドファンディングが伝統の証券公开发行と相違するのは、調達金額が少額である点である。多くの国は資金調達者が一年以内に調達する金額を制限する。例えば、米国では、資金調達者がエクイティ・クラウドファンディングで調達する場合には、12ヶ月間以内の資金調達額が100万ドルを超えてはいけない。カナダにおいては、発行人、発行人の関連会社及び発行人とその関連会社のいずれかと共同事業を行う者が形成した発行人グループの調達上

---

<sup>328</sup> 雷華順、「クラウドファンディング情報開示問題の検討と分析」、開放導報 179 期、2015 年 4 月、p50。

限は、12 か月内で 150 万カナダドルである。中国にもこの制限を採用してリスクを抑制することが考えられ、資金調達者の資格、投資者の参入基準及び個人投資者の投資制限に基づき、募集総額の制限を規定することができる。

## 2. プラットフォームの責任と義務

エクイティ・クラウドファンディングの投資者は様々なリスクに直面しており、エクイティ・クラウドファンディングの構造の中で、プラットフォームは資金調達する企業と投資者をつなぐ仲介として、エクイティ・クラウドファンディングにおいて中心的な地位を有し、エクイティ・クラウドファンディングの核心である。エクイティ・クラウドファンディングが少額発行免除制度を導入し、資金調達者に対する情報開示の要求を下げるが、仲介者であるプラットフォームの責任と義務の明確化を通じて、資金調達の効率を保障しながら、投資者に正確・適時・必要な情報提供を確保する。各国はプラットフォームの審査・監督機能の強化を通じて、詐欺行為を防止し、投資者保護を図っている。資金調達者と投資者の結節点とするプラットフォームはエクイティ・クラウドファンディング規制の問題であり、資本形成と投資者保護のバランスをとることの鍵である。

中国における証券市場の形成は 1990 年代であり、計画経済から市場経済に転換する特殊な時期の産物である。証券監督管理機構は相変わらず証券市場監督の主役であり、各証券市場の仲介機構は証券監督管理機構の補佐であり、市場化環境下の核心主体ではない<sup>329</sup>。しかし、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、証券監督部門の登録と審査が免除され、証券発行の公正・中立・合法性の確保、資金調達者の選別と監督などは全て仲介者であるプラットフォームの機能の発揮を期待することになる。エクイティ・クラウドファンディング、プラットフォームの良好な発展はエクイティ・クラウドファンディングの発展の最も重要な要因となった。

---

<sup>329</sup> 楊宗威、「我国保証推薦人制度の経路選択-許可制の下での制度の再構築」、金融法苑、2012 年 2 期、p207。

日米等国の立法例と実務経験を参考にし、主としては以下の面からプラットフォームの規制を検討し、資金調達の効率と投資者保護を保障する。

## 2.1 プラットフォームの参入基準

エクイティ・クラウドファンディングはプラットフォームを通じて行い、プラットフォームは資金調達者と投資者の適格性及び情報等を審査した上で、資金調達の過程を監督し、資金調達の効果を確保する存在である。エクイティ・クラウドファンディングの新規参入を促進するため、日米等は規制緩和の観点を取り、参入基準を下げる。しかし、投資者と資金調達者への監督・審査及びプロジェクトへの監督等面で期待に応えず、中立性を確保できず、プロジェクト選別能力や情報審査能力を有さないようなプラットフォームを排除するため、プラットフォームは一定の条件を満たす必要がある。また、法的形態が異なる場合に、その規制方法が異なり、参入基準も異なる。従って、この参入基準を検討する前に、まずプラットフォームの法的地位を明確にする必要がある。

プラットフォームの役割から見ると、基本的な役割は取引を完成させること、プロジェクト選別、情報提供と取引場の提供であるが、実務ではその機能が更に拡大し、中国の大家投、天使匯はオンラインの資金募集の部分に参加することだけではなく、その後のファンドの設立、運営管理、プロジェクト全体の監督と管理にも参加する実例がある。このような場合には、プラットフォームはただの情報媒介ではなく、更に複雑な役割を果たすため、その義務と責任も変わっていく。

第2節で論じたように、プラットフォームの法的地位について、各国の立法例から見ると、取引所、ブローカーディーラー、金融サービスまたは投資サービスの提供者、投資顧問と認定される可能性がある。中国では、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームには投資者と資金調達者を繋ぐ仲介であるという意見があり<sup>330</sup>、また、エクイティ・クラウドファンディングのプラ

---

<sup>330</sup> 樊雲慧、「エクイティ・クラウドファンディング監督管理の国際比較」、法学 2015 年 4 期、p85。

ットフォームは証券監督機関と証券取引所の二重役割を果たしていると主張する学者もいる<sup>331</sup>。実務には、さらに貸帮網のような保証付きモデル、中証衆創のような保証推薦人の機能を果たしている実例などもある。このような様々なやり方は利用者がエクイティ・クラウドファンディングへの認識及び規制監督に困難をもたらし、市場に混乱をもたらした。そのため、まずプラットフォームの法的地位を明確にする必要がある。

まず、ブローカーディーラーとして認定する可能性を分析する。中国では、ブローカーディーラーについて、明確な法律上の定義がない。1999 年「証券法」第 137 条は初めて法人のブローカーについて定義した<sup>332</sup>が、2005 年「証券法」はこの規定を削除した。2008 年 6 月 1 日から施行された「証券会社監督管理条例」第 38 条では、「証券会社はブローカー業務に従事し、あるいは証券会社以外の人員をブローカーとして委託し、証券会社を代理して顧客を勧誘させ、顧客サービスなどの活動を行わせることができる」と規定する。これによれば、中国において、ブローカー業務を行うことが可能な主体は証券会社であり、個人が証券会社の委託があれば、ブローカー業務を行うことができる。「証券法」第 123 条によれば、証券会社とは、会社法と証券法に基づいて設立する証券業務を営営する有限責任会社または株式会社である。また、第 125 条に規定する証券会社の業務内容から見ると、証券会社はブローカーディーラー業務を行うことが可能である<sup>333</sup>。つまり、中国では、証券会社はブローカーディーラーの役

---

<sup>331</sup> 呂金蓮、「我が国エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームの法律リスク及び対策」、法制と社会 2015 年第 7 期、p110。

<sup>332</sup> 証券取引中、顧客を代理して証券を売買し、仲介業務に従事する証券会社は法人資格を有するブローカーである。

<sup>333</sup> 証券法 125 条（業務内容）：国务院証券監督管理機構の認可を得て、証券界者は次の各号の一部又は全部の業務を営むことができる。

- (1) 証券取次
- (2) 証券投資コンサルティング
- (3) 証券取引、証券投資活動と関連する財務顧問
- (4) 証券元引受及び保証推薦
- (5) 証券自己取引

割を有し、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは証券会社としてクラウドファンディング業務を展開するが可能である。また、125 条に規定する証券会社の業務内容から見ると、ブローカーディーラーの業務だけではなく、証券会社は同時に投資コンサルティング、証券の保証推薦、自己取引など幅広い業務を行うことができるため、証券会社として登録すると、プラットフォームは関連業務を展開することも可能である。

次に、投資顧問とする可能性について、中国では、2010 年 10 月 12 日中国证券监督管理委员会が公布した「証券投資顧問業務暫定規定」によると、投資顧問業務とは、証券会社、証券投資コンサルティング会社が顧客の委託を受け、約束に基づき、顧客に証券及び証券に関する商品の投資アドバイスを提供し、且つ直接または間接に経済利益を獲得する活動である。投資アドバイスの内容は投資品種の選択、投資組合及び資産運用計画などに関するアドバイスである。投資顧問は、証券会社または証券投資コンサルティング会社で証券投資コンサルティング業務に従事する従業員である。エクイティ・クラウドファンディングの場合には、情報はウェブサイト上の開示によって、平等に各投資者に伝え、個人投資家に対して個性的なプロジェクトの推薦、投資商品の組合などを行わない限り、投資アドバイスとはいえないと考えている。実務では、36kr のような積極的にプロジェクトを推薦するケースは確かにあるが、個別の投資者を対象とすることではなく、宣伝の問題である。そのため、中国では、投資アドバイスを提供しない限り、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームは投資顧問として扱われることができない。

また、プラットフォームは取引所と認定できるかどうか。中国証券法第 102 条 1 項によると、取引所とは、証券の集中取引に場所と設備を提供し、証券取引を組織・監督し、自律管理を行う法人である。この定義から見ると、エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームと類似している。また、証券取引所管理弁法第 11 条が規定する証券取引所の職能からみると、証券取引の

- 
- (6) 証券資産管理
  - (7) その他の証券業務

場所と設備の提供、取引所の業務規則の制定、上場申込を受け、証券の上場の手配、証券取引の組織と監督、会員に対する監督、市場情報の管理と公布、という役割もエクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームの役割と類似している。ところが、同条第2項が証券取引所の設立と解散が国务院に決定されなければならないと規定した。つまり、中国における取引所は政府が主導し、国家信用に依存している。エクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは市場化の産物であり、資本金と会社の信用などで取引の安全を確保し、規模と実力が取引所と比べられない。取引所の補充として、現時点で取引所を利用できないベンチャー企業など中小企業に資金調達サービスを提供する。その他、証券取引所管理弁法第3条によって、証券取引所は非営利目的の法人であり、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームは本条に該当しない。この面で見ると、中国では、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームは取引所ではない。しかし、注意すべきなのは非営利性目的と国务院により設立又は解散するという規定はあくまでも制度の設計であり、それは証券取引市場の安定のために制定された。中国の上海証券取引所と深圳証券取引所は元来企業であるが、90年代の末から、市場の主体が一定規模に達した後、市場の日常運営のコストが日々増加し、取引決済システムと情報公布システムの精緻化と複雑化は民営主体に対して、過大な負担になった。同時に、市場の負の外部性<sup>334</sup>は次第に現れ、公共的な属性が与えられていた。政府はこの問題を解決するために、この二つの取引所を企業から事業單位法人与轉換した<sup>335</sup>。しかし、取引所は一つの市場主体として、その利益追求の性質がまだ存在しており、取引所の間も投資者と優良会社を巡り競争をしている。この面では、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームと類似してい

---

<sup>334</sup>証券市場では、資本取引が純粋な金融取引となり、取引のスピードが非常に早く、取引価格の変動も早い。取引者は短い時間内で大規模な価値譲渡を実現でき、巨大な利益または損失がこれとともに生じる。このような証券市場のハイリスクがさらに通貨、外貨等他の金融市場に蔓延し、社会経済の発展に巨大な影響を与える。

<sup>335</sup>于緒剛、「取引所の非互助化及びそれが自律に対する影響」、北京大学出版社 2001 年版、p15。

る。中国において、プラットフォームは法的側面で取引所ではないが、取引所の一部の機能を有することは否定できない。

最後に、金融サービスまたは投資サービスの提供者と規制する可能性について、中国では、このような規定がないため、認定することができない。

今までの規制の探索からみると、指導意見にはプラットフォームに関する規定が曖昧で、適用できない。管理弁法によれば、プラットフォームとは、インターネットプラットフォーム（インターネットウェブサイトまたはその他の類似している電子媒介）を通じてエクイティ・クラウドファンディングの投資者と資金調達者に情報発表、ニーズのマッチング、資金の振替への協力など関連サービスを提供する仲介機構である。つまり、資金調達者の委託をうけ、投資プロジェクトの情報を開示し、投資者に伝える。同時に、投資者の委託をうけ、投資機会を探し、エクイティ購入に関するサービスを提供し、一定の手数料を獲得する。つまり、ブローカーディーラーの役割を果たしており、証券会社として認定することができる。管理弁法に関する議論がまだ完了せず、効力が発生していないが、中国証券業協会がエクイティ・クラウドファンディングの自主規制機関としてエクイティ・クラウドファンディングを規制しようとする方向性が窺える。

上述の分析によって、中国では、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームは証券会社、つまりブローカーディーラーとして規制することが可能である。しかし、証券会社の設立要件は高く、ブローカー業務、投資コンサルティング、証券取引、証券投資活動と関連する財務顧問を経営する場合には、最低5千万人民元の登録資本金が要求される。証券元引受及び保証推薦、証券自己取引、証券資産管理など場合には更に基準を上がり、最低1億人民元の登録資本金を準備しなければならない。2つ以上の業務を営む場合には金額が更に5億人民元になる。登録資本金以外に、主たる株主の持続的な利益計上能力、良好な信用、2億人民元以上の純資産、完備されたリスク管理制度及び内部コントロール制度なども要求された。その他、証券会社は証券業協会と証券監督管理委員会の監督を受け、設立時の審査を受けるだけでなく、持続的な

情報開示も要求された<sup>336</sup>。このような規定は新興産業であるエクイティ・クラウドファンディングについて、負担が重すぎ、基本的に手数料だけを取得する少額のプロジェクトをメインとして経営するプラットフォームに対して、決して現実とはいえない。米国と日本も同じようにブローカーディーラーの観点を採用した。そして上述の問題について、エクイティ・クラウドファンディングの少額・高効率など特徴に応じて、業務内容によって異なる参入基準を設け、新たな組織形態の創設によってこの問題を解決する。これは中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法制度設計に非常に良い参考になる。

米国のファンディング・ポータルであろうと、日本の少額電子募集取扱い業者であろうと、エクイティ・クラウドファンディングの利用を拡大させ、プラットフォームがエクイティ・クラウドファンディングへの新規参入を促進するため、参入基準を緩和し、伝統の仲介形態ブローカーのように監督部門の厳格な審査を受け、登録する義務を免除し、公開発行のコストを減少させる。しかし、それは登録せず、監督を受けないというわけではない。立法者は業務範囲の制限と勧誘等行為制限、投資者教育とコミュニケーション・チャネルの提供、または自主規制機関の加入等制度設計を利用して、投資者の投資リスクを抑制し、彼らの利益を保護する。

中国証券業協会の「意見募集稿」は日米の経験を吸収し、エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームという法的形態を新設し、業務内容によって異なる参入基準を制定する。エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームとして登録する場合には、その資産への要求は5000万人民币元から500万人民币元に削減し、監督の面も証券業協会での届出だけを要求する。しかし、同時に、投資者保護の観点から、エクイティ・クラウドファンディングに関する知識と経験を有する従業員と高級管理者が要求され、また、インター

---

<sup>336</sup> 2000年11月証券監督管理委員会「証券を公開発行する会社の情報開示編報規則第5号と第6号」、2004年証券業協会「イノベーションに関する活動に従事する証券会社が情報開示義務を履行することに関する公告」、2005年証券業協会「類証券会社の評価・審査を規制する暫行弁法」、2006年7月証券監督管理委員会「証券会社情報公示の関連事項に関する通知」参照。

ネットなど IT 技術と設備、整備した業務管理制度が求められる。これはまだ意見募集稿であるが、その制度理念は将来の正式方案の制定に向けて優れた基礎を打ち立てた。

## 2.2 プラットフォームの情報開示義務

前述のように、エクイティ・クラウドファンディングは本質から見ると、公衆に向けて証券を発行する行為であり、証券法の規制対象である。そのため、エクイティ・クラウドファンディングへの監督の核心は強制的な情報開示制度である。この開示主体は資金調達者だけではなく、プラットフォームも含まれる。

プラットフォームの開示内容は主として二つの面がある。

一つはリスク開示義務である。エクイティ・クラウドファンディングの投資者のうち、関連知識と経験を有さない、分散的な一般投資者が多い。クラウドファンディングの独特な資金調達構造の下で、高額な情報コスト、投資者の投資経験の欠如及び集団心理がもたらした常軌を逸した判断は、投資者に伝統的な投資手法と比べて特殊かつ大きなリスクをもたらす。そのため、各国の立法者はエクイティ・クラウドファンディングにおける投資者教育の重要性を認識し、プラットフォームに事前のリスク提示資料等教育資料の提供を要求する。

もう一つの面はプロジェクトの関連情報の開示である。プラットフォームは投資者の重要な情報取得の源であり、プロジェクトと資金調達者（役員、主要株主等も含む）の基本状況、重大な情勢の変更等重要な情報を適時に投資者と監督部門に開示する義務がある。ここでよく取り上げられる問題は、プラットフォームの審査程度である。プロジェクトと資金調達者の情報について、形式的な審査によってその真実性を確保するだけで良いか？あるいは英国で要求するように厳格な審査を行い、ビジネスプランの実現可能性、対価の妥当性等詳細な部分まで審査し、実質的な審査を要求するべきであるか？実務では、天使街、大家投、Grow 等プラットフォームは責任を回避するため、資金調達者が提供する情報について、真実性の審査を行わない、且つかいかなる保証もないという免責条項を契約に入れる。そのため、投資者は自ら調査し、契約における各

条項について交渉しなければならない。しかし、一般投資者は調査と交渉の能力が欠如しているため、プラットフォームの専門性に依存する状況が多い。エクイティ・クラウドファンディングは事前の監督部門の審査を受けず公衆に向けて証券を発行するため、詐欺発行と不実記載等が生じる可能性が高い。一般投資者はこのようなリスクから自らを保護する力がない。そのため、日本は資金調達者及びその行う事業の実在性、資金調達者の財務状況等通常情報以外に、資金調達者の事業計画の妥当性に対する厳正な審査も要求し、投資者保護を強化する。米国も履歴調査、発行者の資本取引の記録の精確さの確認など手段によって資金調達者の情報の真実性の確保を要求する。中国はまだ対応する法制度がないが、諾米多の判例では、裁判官は、プラットフォームがプロジェクトの情報の真実性について審査義務を負うと述べ、厳格な審査基準によって投資者保護を図る傾向が分かる。しかし、今まで、エクイティ・クラウドファンディングの判例はまだ少なく、これが唯一の個別判断であるが、一般的な基準になるかはまだ正式な立法を待つ必要がある。

また、投資者が利用しやすいように、上述の情報を利用可能な状態に置くことも求められる。ここでまた資金調達者の商業秘密の保持、知的財産権の保護と投資者の個人情報の安全問題がある。プラットフォームは効果的な措置を採用し、これらの情報を保護する必要がある、権利者の許可を得ずに使用することができない<sup>337</sup>。

### 2.3 プラットフォームの行為規制

プラットフォームの客観性、中立性を維持し、その道徳リスク及び詐欺リスクを抑制するため、多くの国はプラットフォームに対して、資金調達者と投資者の取引に介入しないように要求する。具体的にいうと、投資のアドバイスとコンサルを提供すること、勧誘行為、証券の販売に係る行為に基づき第三者に報酬を支払うこと等が禁止される。また、詐欺の多発、投資者の特殊性を考慮

---

<sup>337</sup> 安邦坤, 阮金陽, 「インターネットファイナンス: 監督と法律準則」、金融監管研究、2014年3期、p66-67。

し、プラットフォームは内部統制システム、紛争解決システム、責任追及制度などを含む整備した業務管理制度を有する必要がある。

## 2.4 資金の分別管理義務

エクイティ・クラウドファンディングのもう一つの問題は投資者の資金安全問題である。投資者の資金の安全を確保するため、日米等の立法者は資金の管理と移転について適格の第三者の介入を要求する。中国では、エクイティ・クラウドファンディングに関する規制がまだ明確ではないが、インターネットを利用して貸付業務を行う仲介業者について、その資金保管業務に関する規制が既に公布され、それを参考にすることができる。銀行業監督管理委員会は 2017 年 2 月「インターネット貸付資金保管業務ガイドライン」を公布し、インターネットを利用して貸付を行う場合には、仲介業者は資金調達の活動によって形成する資金の保管・決済等一連の業務を商業銀行に委託しなければならない、と規定した。このような適格第三者の導入によって、資金の流れは全て独立の第三者に委託し、プラットフォームは介入しない。無論、プラットフォームは、資金を無断で使用するができず、中立な仲介の本質に戻ることができる。こうして、プラットフォームの道德リスクと違法集資が生じる可能性を下げ、将来エクイティ・クラウドファンディングの規制にも良い参考になる。

その他、情報交換の適時性と自由性を確保するコミュニケーション・チャネルの設置管理義務、適格投資者制度の下で投資者資格の確認等義務の制定とクーリングオフ制度の導入も考えられる。

## 3. 投資者への規制

エクイティ・クラウドファンディングは投資者に直接に新興企業と小企業の成長に参加しする機会を与え、投資の選択肢を増加させる反面、投資リスクも増加させる。投資者の個人状況がそれぞれ異なり、投資の目的と投資判断能力なども異なるため、同一の規制基準を適用するのは合理的ではない。従って、投資者の投資経験、リスク傾向及びリスク負担能力等の基準に基づき投資者を分類し、異なる規制を定めることにより、投資者の多様な投資目的を満足させ、

適切な保護を提供し、資金調達の効率を向上させることができる。具体的な例は英国である。英国は投資者の財産能力、投資経験、専門知識等に基づき、投資者を適格投資者<sup>338</sup>と一般投資者に分類し、適格投資者は投資金額を制限せず自由にエクイティ・クラウドファンディングで発行された証券を購入することができるが、一般投資者は純資産の 10%を投資上限として、その投資行為を制限されている。

適合性原則によって投資者を分類した後で、次の問題は一般投資者の投資資格の制限、つまり具体的にどのような手段を利用して投資者の投資行為を制限し、投資リスクを抑制することである。これについて、第2節で論じたように、各国は投資者の年間投資総額、各プロジェクトに対する投資額、年収と純資産等資産能力によって年間投資額の上限を決定する等方法<sup>339</sup>で、投資者の投資資格を制限する。例えば、米国は年収または純資産が 10 万ドル以下のときは、エクイティ・クラウドファンディングへの年間投資総額が 2000 ドルあるいは年収または純資産の 5%を超えてはいけない。年収または純資産が 10 万ドルを超える場合には、10 万ドルを上限として、エクイティ・クラウドファンディングへの年間投資総額が年収の 10%を超えてはいけない、と規定した。米国では、この投資上限制度を巡る論争が非常に激しかった。一部の学者が、年収と純資産に基づき投資上限の制定は投資者の損失を投資者が負担できる範囲内に抑制できるので、この制度を支持するが、<sup>340</sup>一部の学者以下のように批判した<sup>341</sup>。この制度がただ投資者の損失を減少させるにすぎず、積極的な保護ではない。同時に、こ

---

<sup>338</sup>適格投資者とは、具体的にプロ投資者、洗練された投資者（主としては機関投資者）相当の財産能力を有する富裕層（年収は 10 万英ポンド以上である又は純資産は 25 万英ポンド以上であり、且つ認証された）相応の投資に関する知識・経験を有する投資者（専門投資機構等の助言を受ける者）である。

<sup>339</sup> 具体的な分析は p147-148 を参照する。

<sup>340</sup> John P. Fargnoli, the Growth Andimportance of Compliance in Financial Firms: Meaning and Implications: Note: the Jobs Act: Investor Protection, Capital Formation, and Employment in an Increasingly Political Economy, 8 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.134, Fall, 2013.

<sup>341</sup> Hazen, supra note 181,at1735.

のように投資損失を投資者が気にしない範囲内に下げるとは投資者が自分の利益を保護するインセンティブを失わせることになった。米国の投資上限制度の設計は適合性原則を基礎として定め、投資者の投資能力に基づき投資制限を規定することである。確かに消極的な面があるが、まだ若いエクイティ・クラウドファンディング市場に対して、投資者の損失を抑制し、適切に資本形成と投資者保護の衝突を対応し、市場全体な安定且つ持続的な発展を促進することができ、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法規制に導入することが考えられる。しかし、年収と純資産で投資上限を決める場合には一つの問題がある。中国では、統一的なデータベースが存在せず、個人情報法が欠如している現在、民間の機構間、政府部門の間、民間と政府の間の情報の流れが遮断されている。従って、プラットフォームは投資者の年収と純資産等財産状況を確認することが非常に困難であり、基本的に投資者の自己申告によって決める。しかし、実務では、財産証明資料などを提出する投資者は殆どないため、この制度が現実には執行不能の状態である。これに対して、全国的な信用システムの整備を通じてこの問題を解決することが期待される。

その他、適格投資者に対するエクイティ・クラウドファンディングで取得した証券の譲渡制限期間の規定、強制的な買戻し制度等規則の導入を利用して、一般投資者を保護する提言もある<sup>342</sup>。

#### 四、小括

エクイティ・クラウドファンディングに対して、資本形成の促進と投資者保護の衝突が適切な法制度の構築に解決難い問題をもたらした。金融イノベーションと資本形成を促進し、ベンチャー企業等の資金調達困難を解決するために規制緩和を求め、一方、金融安全と投資者利益を保護するために規制強化を要求する。そのバランスをうまく調整できないと、エクイティ・クラウドファンディングがそのあるべき機能を発揮できず、金融市場全体の安定にも不利な影響

---

<sup>342</sup>盛学軍等、前掲注 316、p95。

を与える可能性がある。そのため、規制緩和をしながら、プラットフォームへの規制の強化等を通じて詐欺等リスクの発生を防止し、投資者の利益を効果的に保護することはエクイティ・クラウドファンディング法規制の方針である。

エクイティ・クラウドファンディングの法制度の構築を検討する前に、まずこの新たな資金調達手法の合法性問題を解決する必要がある。これについて、エクイティ・クラウドファンディングと違法集資の区別、エクイティ・クラウドファンディングの証券法属性と少額発行免除制度の導入可能性、この3つの面の分析を通じて明確することができる。具体的な制度設計について、日米等海外の経験を参考にし、資金調達者、プラットフォーム、投資者この3つの主体の角度から中国におけるエクイティ・クラウドファンディングの法規制を検討する。

まず、資金調達者に対して、日米の経験を参考にし、情報開示と資金調達の高コストの矛盾について、資金調達者の組織形態、調達金額等具体的な状況に応じて、異なる開示の要求を規定する。そして、投資者の実際ニーズに基づき、開示の内容を調整する。

次に、エクイティ・クラウドファンディングの新規参入を促進するため、日米等国は規制緩和の観点を取り、参入基準を下げるが、プラットフォームの情報開示と審査機能の強化、投資者教育の提供等制度の設計を通じて、資本形成の促進と投資者保護のバランスを調整する。

最後に、投資者について、適合性原則を導入し、投資経験・財産能力等基準に基づき投資者を適格投資者と一般投資者に分け、異なる規制要求を設け、投資者の合理的利益を保護する前提で、投資者の様々な投資ニーズに対応する。

## おわりに

情報化の発展と金融イノベーションの推進に伴い、クラウドファンディングは新たなインターネットファイナンスのモデルとして、伝統の資金調達モデルと金融法制に深刻な衝撃を与え、既にオンラインの多層的資本市場を形成し、中国の監督部門に新しい挑戦をもたらした。特にエクイティ・クラウドファンディングは旺盛な市場ニーズを示し、ベンチャー企業の資金調達ルートを拡大し、効率を高め、既存の資本市場の有力な補充となり、これがアイデアとイノベーションの産業化への支持はオフラインの資本市場では代わることができない存在である。エクイティ・クラウドファンディングは起業家精神の民主化（Democratize Entrepreneurship）を実現した。金融の角度から見ると、これは民間の預金資源を効率的に整合し、プロジェクトのリスクを分散させ、より多くの人をイノベーションに参加させることができる。

しかし、このような新たな資金調達手法は既存の法律構造と監督の枠組みを超え、制度上の対応がまだ実現せず、利用者に多くの不確定性とリスクをもたらした。現在、中国におけるエクイティ・クラウドファンディングに対する制度供給が欠如しているため、市場が乱暴な成長状態を表し、エクイティ・クラウドファンディング産業の持続的な発展に深刻に脅かしている。

従って、エクイティ・クラウドファンディングの各主体の法的地位の明確、この行為の合法性の確認、資本形成と投資者保護のバランスの調整等問題は立法者が直面している喫緊な課題になった。

各国の経験を参考にし、エクイティ・クラウドファンディングの合法性について既に共通認識が形成した。中国の法制度環境の下で、プラットフォームの合法性を検討する前に、まず、その法的地位を明確する必要がある。これについて、各国の立法例を参考にし、ブローカーディーラー、取引所、金融サービスまたは投資サービスの提供者、投資顧問と認定する可能性があり、更に実務上の運用例を見ると、中証衆創など保証推薦人のように信用担保機能を果たしている事例もある。エクイティ・クラウドファンディングは様々な可能性を表している。しかし、中国の現行法の枠組みに基づき分析すると、プラットフォ

ームはブローカーディーラーとして規制することが最も合理である。ブローカーディーラー登録と業務展開する場合に高コストに対して、エクイティ・クラウドファンディングの特徴を考慮し、少額発行免除制度の導入を通じて、日米の経験を参考にし、クラウドファンディング・プラットフォームという新たな組織形態を創設し、規制緩和を行うことが考えられる。

また、参入基準の緩和など法改正を利用して、ベンチャー企業の資金調達の効率を高める対価として、投資者の投資リスクを増やし、彼らを危険な状態に置かせる懸念が生じる。これに対して、規制緩和と同時に、プラットフォームの審査機能と監督機能を強化し、情報開示義務、投資者教育等制度設計を通じて投資者保護を強化する。

エクイティ・クラウドファンディングは新しい資金調達の手法として、オンラインとオフラインの二つの段階に分けられる。本稿は、この段階に現れる情報の開示と審査、投資者の適格性確認、価格決定、投資契約の交渉など投資者保護問題に焦点を当てて、中国の状況を踏まえ、法制度の構築によって解決策を検討する。しかし、オフラインの部分もかなり重要であり、持分の希釈化の防止、株主権の効果的な行使、退出ルートの確保など問題について、研究がまだ極めて少ない。本稿完成した後、オフラインの段階における投資者保護問題をさらに研究したいと考えている。

## 参考文献

### 〈中国語文献〉

1. 于緒剛、「取引所の非互助化及びそれが自律に対する影響」、北京大学出版社 2001 年版
2. 劉遠、「金融詐欺罪研究」、中国檢察出版社 2002 年版。
3. 孫国祥、魏昌東「經濟刑法研究」、法律出版社 2005 年版。
4. 彭冰、「中国証券法学」[M]、高等教育出版社、2007 年版。
5. 高銘暄、馬克昌主編「刑法学」、中国法制出版社 2007 年版。
6. 張明楷、「刑法学」、法律出版社 2007 年版。
7. 葉林、「証券法」（第三版）、中国人民大学出版社 2008 年版。
8. 陳興良主編、「罪名指南」、中国人民大学出版社 2008 年版。
9. IMF「中国金融体系穩定評価報告」、中国人民銀行訳、中国金融出版社、2012 年版。
10. 世界銀行「中国金融部門評価報告」、中国人民銀行訳、中国金融出版社、2012 年版。
11. 劉憲樞主編、「刑法学研究—吳英案の罪と罰の研究專題」、上海人民出版社 2012 年版。
12. 劉憲樞、「中国刑法学講演録」人民出版社 2012 年版
13. 楊東・文誠公「INTERNET+FINANCE=WE FINANCE」、人民出版社 2015 年版。
14. 李飛「どのように証券法の調整範囲を確定することに関する問題」、「中国法学」1999 年第 2 期
15. 董春華、「米国証券法の投資契約の法律分析」、証券市場導報 2003 年第 4 期。
16. 吳志攀、「「証券法」適用範囲の反思と展望」、「法商研究」2003 年第 6 期
17. 吳昊、「違法集資あるいは証券発行：「長城機電」資金調達案が引き起こす思考」、金融法苑、2003 年 6 期。
18. 曹乃婷、「証券監督の角度から再び「果園開発熱」の往事を検討する」、金融法苑、2003 年 6 期

19. 彭冰、「証券公開発行の研究」[J]、月旦民商法、2006 年 11 期
20. 彭冰、「違法集資活動規制研究」、中国法学、2008 年 4 期。
21. 彭冰、「違法集資活動の刑法規制」、清華法学、2009 年 3 期
22. 洪錦、「我が国少額発行免除法律制度の建立-米国少額発行免除を例として」、湖北社会科学、2009 年 4 期
23. 李有星、「違法集資の証券化傾向と新たな調整方案を論じる」、政法論叢、2011 年 2 期
24. 彭冰、「違法集資行為の画定-最高人民法院が違法集資に関する司法解釈を評する」、法学家、2011年6期
25. 宋征、「私募投資基金監督管理体制に関する思考」、「証券市場導報」、2011 年 11 期
26. 楊宗威、「我国保証推薦人制度の経路選択-許可制の下の制度の再構築」、金融法苑、2012 年 2 期
27. 姚海放、「証券概念の拡大及び金管監督への意義を論じる」、政治と法律 2012 年第 8 期。
28. 「汎衆型経済犯罪問題研究」課題組、「公衆預金違法集金罪の構成要件の解釈と認定」、政治と法律、2012 年 11 期
29. 劉偉、「公衆預金違法集金罪の拡張と限縮」、政治と法律、2012年11期
30. 吳貴森、「刑法上「公共」の概念の分析」、「法学評論」2013年第1期
31. 袁康、「インターネット時代における少額集資の構造と監督-米国 JOBS 方案を参考にする」、証券市場導報、2013 年 06 期
32. 羅東・史小兵「朱江：タオバオで株式を売る」、21世紀商業評論、2013年09期。
33. 胡吉祥・吳穎萌、「クラウドファンディングの発展と監督」、証券市場導報、2013 年 12 月
34. 黄飆・屈俊、 国外 P2P とクラウドファンディングの発展[J]、中国外匯、2013 年 12 月。
35. 安邦坤、阮金陽、「インターネットファイナンス：監督と法律準則」、金融監管研究、2014 年 3 期
36. 彭冰、「P2P ネット貸付と違法集資」、金融監管研究、2014 年 6 期

37. 柴珂楠、「EUクラウドファンディング監督法律枠組み及びその評価と分析」、南方金融、455期、2014年。
38. 馮果・袁康、「海外資本市場エクイティ・クラウドファンディング立法の動きの評価」、金融法苑、第89期、2014年。
39. 顧晨訳、「フランス「参与性資金調達法令」」、「金融サービス法評論」、2015 年 00 期。
40. 劉明、「米国「クラウドファンディング法案」におけるファンディング・ポータル法の制度の構築及びその啓示」、現代法学、第 37 卷第 1 期、2015 年 1 月、p153。
41. 劉新民、「公衆預金不法集金罪の証券法規制研究」、華東師範大学学報（社会哲学版）、2015年3期。
42. 盛学軍・劉志偉、「エクイティ・クラウドファンディング：監督傾向と法律の進路」、北方法学、2015 年 4 期
43. 樊雲慧、「エクイティ・クラウドファンディング監督管理の国際比較」、法学 2015 年 4 期
44. 雷華順、「クラウドファンディング情報開示問題の検討と分析」、開放導報 179 期、2015 年 4 月
45. 劉明、「私募型エクイティ・クラウドファンディングにおける公開宣伝規則の調整ルートを論じる—「私募型エクイティ・クラウドファンディング資金調達管理弁法（試行）」を評する」、法学家、2015 年第 5 期。
46. 賀紹奇、「クラウドファンディングの法律苦境と解決構想」、中国市場、2015 年 5 期。
47. 呂金蓮、「我が国エクイティ・クラウドファンディング・プラットフォームの法律リスク及び対策」、法制と社会 2015 年第 7 期。
48. 羅至晔・单穎輝、「クラウドファンディングと違法集資の本質区分」、中国檢察官、2015年8期、総225期
49. 万国華・王才偉、「我国エクイティ・クラウドファンディングの証券法属性を論じる」、理論月刊、2016 年 01 期。
50. 韓丹、「インターネットファイナンス資産運用法律監督管理問題探析」、武漢金融、2016 年第 6 期。

51. 彭冰、「違法集資の治理の道は法律の外である」、財経、2012 年 6 期
52. 明叔亮など、「華為株式の虚実」、財経、2012 年第 16 期
53. 謝平、「インターネットファイナンスモデルの機会と挑戦」、「21 世紀経済報道」2012 年 9 月 3 日、第 016 版
54. 楊東、「エクイティ・クラウドファンディングは中国多層的資本市場の重要な一部である」、中国証券報、2014. 3. 31
55. 海南日報「創新創業が民間投資の快速上昇を推進する」、2015. 8. 10.
56. 「最も成熟なエクイティ・クラウドファンディング市場の発展経緯の詳細な解説」、東方財経、2015 年 9 月 18 日
57. 于瑛琪、「中国のクラウドファンディング市場が急伸中～「インターネット＋金融」におけるもう一つの試み」BTMU (China) 経済週報、2016 年 4 月 19 日 第 298 期
58. 中国電子商務研究中心、「私募型エクイティ・クラウドファンディングの適格投資者制度考察」、<http://b2b.toocle.com/detail--6245365.html>
59. 中国証券網「「私募型エクイティ・クラウドファンディング資金調達弁法」発出 適格投資者の参入基準が議論の焦点になる」、  
[http://news.cnstock.com/news/sns\\_yw/201511/3634156.htm](http://news.cnstock.com/news/sns_yw/201511/3634156.htm)
60. 中国証券網、「エクイティ・クラウドファンディングはクラウドファンディングの未来発展の重要な方向」、  
[http://news.cnstock.com/news/sns\\_yw/201511/3634156.htm](http://news.cnstock.com/news/sns_yw/201511/3634156.htm)
61. 山東宏力熱泵能源株式会社メディア事件の補充説明、  
<http://cmspdf.cnfol.com/data/pdfs/201607/06/1467796501817226.pdf>
62. 中国電子商務研究センター、「2014 年インターネットエクイティ・クラウドファンディング総括報告」
63. インターネット金融創新及び監督四川省共同創新センター・衆籌網「2015 年中国公益クラウドファンディングの発展報告」
64. 上海交通大学インターネット金融研究所と京北智庫が共同に発表した「2015 中国エクイティ・クラウドファンディング業界発展報告」

65. 零壹財經,「中国インターネットクラウドファンディングの年度レポート(2015)」
66. 清科研究センターの「2015 年クラウドファンディングの業界レポート」により
67. 中国インターネット情報センター「第 37 回中国インターネット発展状況統計報告」(2016)

#### <日本語文献>

1. 民法(債権法)改正検討委員会編『債権法改正の基本方針』、商事法務, 2009 年 5 月。
2. 赤井厚雄・小松真実・松尾順介、「ふるさと投資のすべて—金融システムを変える地域活性化小口投資入門」、株式会社きんざい、2013 年版。
3. 尾崎悠一、「米国におけるクラウドファンディングに関する議論について」、企業法制的将来展望—資本市場制度の改革への提言—2014 年版、公益財団法人資本市場研究会、2014 年。
4. 川上清市、「事例でわかる!クラウドファンディング成功の秘訣」、秀和システム、2015 年版。
5. 高橋正彦、「有価証券概念の変遷と問題点」、横浜経営研究 第 30 巻 第 1 号、2009。
6. 金融商品取引法研究会、「米国 JOBS 法による証券規制の変革」、金融商品取引法研究会研究記録第 40 号、2013 年 1 月。
7. 有吉尚哉、「クラウドファンディングの類型と規制の適用関係」、NBL No. 1009(2013 年 9 月 15 日号)。
8. 松尾順介、「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」、証研レポート 1682 号、2014 年 2 月。
9. 大崎貞和、「クラウドファンディングの規制を緩和する金商法改正案」、内外資本市場動向メモ 245 号、2014 年 3 月 26 日
10. 雨宮卓史、「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.)

11. 松尾順介、「海外におけるクラウドファンディングの現状」、証研レポート 1683号、2014年4月。
12. 千田雅彦、「クラウドファンディング実現に向けて大きな一歩—ジョブズ法の施行規則・細則案が発表される」、月刊資本市場、2014.4 (No. 344)。
13. 松尾順介、「クラウドファンディング投資家と地理的分散」、証研レポート、1685号、2014年8月。
14. 荻野昭一、「投資型クラウドファンディング規制」、企業会計、66号、2014年9月。
15. 仁瓶善太郎、「急成長する資金調達手法—クラウドファンディングの最新事情」、ビジネス法務、2014.10。
16. 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—株式投資方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、No 2005, 2014.11.10。
17. 松尾順介、「クラウドファンディングと地域再生」、証券経済研究、第88号、2014年12月。
18. 松尾順介、「クラウドファンディングの可能性」、証研レポート、1687号、2014年12月。
19. 松尾順介、「わが国のクラウドファンディング規制の現状」、証研レポート、1690号、2015年6月。
20. 田中智之・小川恵輔・善家啓文・林雄亮・塚本晃浩、「金融商品取引法施行令等改正についての解説—平成二六年金商法等改正（一年以内施行部分）関連—」、商事法務 2071号、2015.6.25。
21. 竹内信紀・小川周哉、「ベンチャー・ファイナンスの新手法：日米における投資型クラウドファンディングの現在とその展望」、旬刊商事法務 2072号、2015.07.05。
22. 湯原心一、「米国の証券登録義務」、WIAS Discussion Paper No. 2015-005
23. 松尾順介・梅本剛正、「投資型クラウドファンディングに関する規制について」、証券経済研究第91号、2015年9月。

24. 松尾順介、「英国の投資型クラウドファンディング規制」、証研レポート、1692号、2015年10月。
25. 森本健一、「新たな非上場株式の制度について～「株式投資型クラウドファンディング」及び「株主コミュニティ」～」、月刊資本市場、362号、2015年10月。
26. 松尾順介、「投資型クラウドファンディングの世界的拡大と規制の関与」、証券レビュー 55 (12)、2015年12月。
27. 松尾順介、「クラウドファンディングの世界的趨勢」、証研レポート、1693号、2015年12月。
28. 松尾順介、「クラウドファンディングの拡大と多様化」、証研レポート、1695号、2016年4月。
29. 松尾順介、「クラウドファンディングと地域金融機関」、月刊金融ジャーナル 57 (5)、2016年5月。
30. 松尾健一、「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」、金融商品取引法研究会研究記録第 56 号、2016. 5. 11
31. 本柳祐介、「株式投資型クラウドファンディング業者に関する法的論点と実務」、商事法務 No. 2112、2016. 9. 25。
32. 松尾健一、「英国のクラウドファンディング市場-FCAによる新規制導入後の市場動向-」、証券経済研究、第 96 号、2016年12月。
33. 佐藤大和「みずほ FG, NY 上場へ一試される国際戦略, 攻めのスピード焦点に(アングル)」日経金融新聞, 2006 年 11 月 2 日。
34. 「『クラウド』で株募集」『日本経済新聞』2013年8月29日朝刊。
35. 「山中教授、ノーベル賞受賞！応援ありがとうございます！（京都マラソン 2012）」, <https://japangiving.jp/fundraisings/17882>
36. 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」事務局説明資料
37. 金融庁「金融商品取引法の一を改正する法律に係る説明資料」、2014年5月
38. 日証協「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」報告書

〈英語文献〉

1. Jeff Howe, Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business, Three Rivers Press, 2008.
2. David M. Freedman, Matthew R. Nutting, Equity Crowdfunding for Investors: A Guide to Risks, Returns, Regulations, Funding Portals, Due Diligence, and Deal Terms, Wiley, 2015.
3. C. Steven Bradford, Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis, Emory L.J. Vol.45, 591, 1996
4. John C. Coffee, Brave New World? The Impacts of the Internet on Modern Securities Regulation, Business Lawyer, Vol. 52, 1159, 1997.
5. Bernard S. Black, Information Asymmetry, the Internet, and Securities Offerings, J. SMALL & EMERGING BUS. L. Vol.2, 91, 1998.
6. William K. Sjostrom, Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies? FLA. L. REV., Vol.53, 529, 2001.
7. Jeffrey E Sohl, The U.S. Angel and Venture Capital Markets: Recent Trends and Developments, Journal of Private Equity 6(2) ,7, 2003.
8. Tim Kappel, Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.? 29, Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review, 375, 2009.
9. Susanna Khavul, Microfinance: Creating Opportunities for the Poor, Academy of Management Perspectives, Vol.24, 58, 2010.
10. Kevin E. Davis, Anna Gelpern, Peer-to-Peer Financing for Development: Regulating the Intermediaries, N.Y.U. J. Int'l L. & Pol. Vol.42, 1209, 2010.
11. Andrew Verstein, The Misregulation of Person-to-Person Lending, 45 U.C. Davis L. REV. 445, 2011.
12. Joan MacLeod Heminway, Shelden Ryan Hoffman, Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933, 78 Tenn. L. Rev. 879, 2011.
13. Chertok Seth, Theoretical Assessment of Private Placements under Rule 506, New York University Journal of Law and Business 8, 77, Fall, 2011.

14. Edan Burkett, A Crowdfunding Exemption Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation, 13 Transactions Tenn. J. Bus. L. 63,2011.
15. Thomas Lee Hazen, Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks, and the Securities Laws – Why any Specially Tailored Exemption Should be Conditioned on Meaningful Disclosure, 90 N.C. L. Rev. 1735,2012.
16. Karina Sigar, FretNo More: Inapplicabilityof Crowdfunding Concerns in the Internet Age and the JOBS Act's Safeguards, 64 ADMIN. L. REV.473, 2012.
17. Stuart R. Cohn, The New Crowdfunding Registration Exemption: Good Idea, Bad Execution,64 FLA.L.REV. 1433,2012.
18. Alan R. Palmiter, Pricing Disclosure: Crowdfunding's Curious Conundrum, 7 Ohio State Entrep. Bus. L. J.373, 2012.
19. Andrew A. Schwartz, Crowdfunding Securities,88 Notre Dame L. Rev. 1457, 2013.
20. Venkat Kuppuswamy,Barry L Bayus.Crowdfunding Creative Ideas:The Dynamics of Project Backers in Kickstarter [R]. UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-15,2013
21. John P. Fagnoli, the Growth Andimportance of Compliance in Financial Firms: Meaning and Implications: Note: the Jobs Act: Investor Protection, Capital Formation, and Employment in an Increasingly Political Economy,8 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 134,Fall, 2013
22. Giovanni Caeotenuto,Consob Regulation on Equity Crowdfunding,Orrick Corporate Law Alert,July 2013.
23. Douglas S. Ellenoff. Roundtable: Making Crowdfunding Credible 66 VAND. L. REV.19, 2013.
24. Lina Jasinskaite, The JOBS Act: Does Income Cap Really ProtectInvestors?, 90 DENV.U. L. REV. ONLINE ,2013.
25. The IP issues of crowdfunding, Citation: 229 Managing Intell.,2013
26. Eleanor Kirby, Shane Worner, Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast, Staff Working Paper of IOSCO Research Department, 2014.

27. Joan MacLeod Heminway, the Disclosure Debates: the regulatory Power of an Informed Public: Vermont Law Review Thirteenth Annual Symposium Vermont Law School—September 27, 2013: Investor and Market Protection in the Crowdfunding Era: Disclosing to and for the “Crowd”, 38 Vt. L. Rev. 827, Summer, 2014.
28. Joseph J. Dehner, Jin Kong. Equity-Based Crowdfunding outside the USA, 83 U. Cin. L. Rev. 413, 2014.
29. Edmund W. Kitch. Crowdfunding and an Innovator's Access to Capital, 21 Geo. Mason L. Rev. 887, 2014.
30. Shekhar Darke. To Be or Not to Be a Funding Portal: Why Crowdfunding Platforms Will Become Broker-Dealers. 10 Hastings Bus. L.J. 183, 2014.
31. Uriel S. Carni, Protecting the Crowd Through Escrow: Three Ways that the SEC Can Protect Crowdfunding Investors, 19 Fordham J. Corp. & Fin. L. 681, 2014.
32. Ethan Mollick . “The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study,” Journal of Business Venturing, 29, 1-16, 2014.
33. Christopher H. Pierce-Wright, State Equity Crowdfunding and Investor Protection, 91 Wash. L. Rev. 847, 2016.
34. David Groshoff. Equity Crowdfunding as Economic Development? 38 Campbell L. Rev. 317, 2016.
35. Andrew A. Schwartz. Inclusive Crowdfunding, 2016 Utah L. Rev. 661, 2016.
36. Christian W. Borek. regulation a+: navigating equity-based crowdfunding under title iv of the JOBS Act, 47 Cumb. L. Rev. 143, 2016.
37. PwC, Considering an IPO? The Costs of Going and Being Public May Surprise You, <http://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-cost-of-ipo.pdf>.
38. Letter from Jenny Kassan, Sustainable Economies Law Center, To Elizabeth M Murphy, Office of the Secretary, SEC, July 1, 2010 <https://www.sec.gov/rules/petitions/2010/petn4-605.pdf>.
39. Is ProFounder in Violation of Any Securities Laws with Their Crowdsourced Model for Funding Startups?, QuORA (November 30, 2010),

- <http://www.quora.com/ProFounder/Is-ProFounder-in-violation-of-any-securities-laws-with-their-crowdsourced-model-for-funding-startups>
40. Armin Schwienbacher & Benjamin Larralde. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures, *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, Forthcoming, 2010, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1699183](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183)
  41. Matt Ferner, Financing for Ecommerce: ProFounder.com Can Help Ecommerce Merchants Raise Money, *PRACTICAL COMMERCE* (December 27, 2010), <http://www.practicalecommerce.com/articles/2478-Financing-for-Ecommerce-ProFounder-com-Can-Help-Ecommerce-Merchants-Raise-Money>
  42. Ajay K. Agrawal, Christian Catalini, Avi Goldfarb. The Geography of Crowdfunding, NBER Working Paper No. 16820, February 2011. <http://www.nber.org/papers/w16820.pdf>
  43. Paul Belleflamme, Thomas Lambert & Armin Schwienbacher, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, Center for Operations Discussion and Research, Discussion Paper No. 2011/32, 2011, available at <http://ssrn.com/abstract=1836873>.
  44. Chad Bray, Huge Beer Run Halted by Those No Fun D.C. Regulators, *WALL ST. J. L. BLOG*, <http://blogs.wsj.com/law/2011/06/08/huge-beer-run-halted-by-those-no-fun-d-c-regulators/?mod=WSJBlog>.
  45. ProFounder Fin., Inc., Cal. Bus., Transp. & Hous. Agency Dep't of Corps. Consent Order to Desist and Refrain (Aug. 31, 2011), available at [www.corp.ca.gov/ENF/pdf/2011/ProFounderCO.pdf](http://www.corp.ca.gov/ENF/pdf/2011/ProFounderCO.pdf).
  46. Small Business, CreditAccess, and a Lingering Recession, NAT'L FED. OF INDEP. Bus., Research Foundation, 31 (Jan. 2012), <http://www.nfib.com/Portals/0/PDF/AllUsers/research/studies/small-business-credit-study-nfib-2012.pdf>.
  47. The JOBS Act: An Investor Protection Disaster Waiting to Happen, March 26, 2012, <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/03/26/the-jobs-act-an-investor-protection-disaster-waiting-to-happen/>

48. Statement of CFA Director of Investor Protection Barbara Roper In Response to House Passage of Anti-Investor, Anti-Jobs JOBS Act, March 8, 2012,  
[http://consumerfed.org/press\\_release/statement-of-cfa-director-of-investor-protection-barbara-roper-in-response-to-house-passage-of-anti-investor-anti-jobs-jobs-act/](http://consumerfed.org/press_release/statement-of-cfa-director-of-investor-protection-barbara-roper-in-response-to-house-passage-of-anti-investor-anti-jobs-jobs-act/)
49. John Wasik, JOBS Act Will Open Door to Investment Scams, March 14, 2012,  
<https://www.swissamerica.com/article.php?art=03-2012/201203141008ex.txt>
50. Luis A. Aguilar, Public Statement by Commissioner: Investor Protection is Needed for True Capital Formation: Views on the JOBS Act, March 16, 2012,  
<https://www.sec.gov/news/public-statement/2012-spch031612laahtm>
51. Prepared statement of Arthur Levitt, former Chairman, Securities and Exchange Commission Before the Public Company Accounting Oversight Board, March 21, 2012,  
[https://pcaobus.org/Rulemaking/Docket037/ps\\_Levitt.pdf](https://pcaobus.org/Rulemaking/Docket037/ps_Levitt.pdf).
52. Gijbert Koren, Crowdfunding, microfinance and peer to peer lending, available at  
<http://www.smartermoney.nl/?p=73>, 2012-11-27.
53. Andrew C. Fink, Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2046051> or  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2046051>, 2012-11-27.
54. Ethan R. Mollick. Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs (March 25, 2013). Available at SSRN:  
<https://ssrn.com/abstract=2239204>
55. European Crowdfunding Network, Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel, 2014  
[http://www.osborneclarke.com/media/filer\\_public/61/fe/61fe40e6-5790-41d0-b181-bb2065bca9a8/ecn-review of crowdfunding regulation 2014 3.pdf](http://www.osborneclarke.com/media/filer_public/61/fe/61fe40e6-5790-41d0-b181-bb2065bca9a8/ecn-review_of_crowdfunding_regulation_2014_3.pdf).
56. Venkat Kuppuswamy and Barry L. Bayus, Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter (November 2, 2015). UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-15. <https://ssrn.com/abstract=2234765>

57. The History of Crowdfunding,  
<http://crowdfundingwebsites.co.uk/2015/06/22/the-history-of-crowdfunding/>
58. A HISTORY OF CROWDFUNDING,  
<https://www.syndicateroom.com/blog/a-history-of-crowdfunding>
59. Juanijuan Zhang, The wisdom of crowdfunding,  
[http://jjzhang.scripts.mit.edu/docs/Wisdom\\_of\\_Crowdfunding.pdf](http://jjzhang.scripts.mit.edu/docs/Wisdom_of_Crowdfunding.pdf)
60. TAHMAN BRADLEY. Final Fundraising Figure, Obama's \$750M, ABC NEWS, 2008, <http://abcnews.go.com/Politics/Vote2008/Story?id=6397572&page=1>
61. Italy opens up equity crowdfunding to all kind of SMEs, European crowdfunding network, <http://eurocrowd.org/2016/12/13/italy-opens-equity-crowdfunding-kind-smes/>
62. SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)
63. SEC. & Exch. Comm'n v. Ralston Purina Co. 346 U.S. 119 (1953)
64. SEC V. C.M Joiner Leasing Corporation, 320 U.S. 344 (1943).
65. White, M., SEC Budget Hearing Before the Subcomm. on Financial Services and General Government of the S. Comm on Appropriations, 113<sup>th</sup> Congress, 2013.
66. Michael Miglioni II, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, Securities Act Release No. 9216 (June 8, 2011), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9216.pdf>
67. ACMAC, Crowd Sourced Equity Funding, Discussion Paper of Australia Corporations and Markets Advisory Committee, September 2013.
68. European Commission, Communication: Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union, COM(2014)172 final.
69. European Commission Directorate General Internal Market and Services, "Summary: Responses to the Public Consultation on Crowdfunding in the EU," (Mar. 11, 2014).
70. Jouko Ahvenainen, Crowdfunding for startups: Idea behind this emerging model is to fix the current inefficiencies of private seed funding for firms, BUS. TIMES, May 3, 2010, available at 2010 WLNR 9097842.

71. Thomas Lin, Scientists Turn to Crowds on the Web to Finance Their Projects, N.Y. TIMES, July 11, 2011, at D3.
72. Matt Villano, Small Donations In Large Numbers, With Online Help, N.Y. TIMES, Mar. 18, 2010, at F31
73. Massolution.The Crowdfunding Industry Report(2013), (2014) ,(2015)
74. World Bank Report, Crowdfunding's Potential for the Developing World, 2013.

## 謝辞

本研究を進めるにあたり終始懇切なご指導と激励を賜った指導教官布井千博教授に心から感謝の意を表する。先生からいつも温かいお心遣いや応援を頂いたお陰様でこの論文が完成できたと言っても言い過ぎではない。厚く御礼を申し上げます。

また、宍戸善一教授を始めとする国際企業戦略研究科経営法務コースの多くの先生方々、中国人民大学の楊東教授、中央大学の福原紀彦教授、片岡法律事務所の片岡義広先生に節目毎に貴重なアドバイスとご指導を頂き、深く感謝を申し上げます。

そして、本論文の執筆の過程で、布井ゼミの皆様に変にお世話になった。ご支援とご協力を頂き、感謝の意を表したい。

その他、貴重な情報、示唆を頂いた 36kr、天使街、中関村エクイティ・クラウドファンディング連盟等企業の方々に感謝する。

最後に、本論文執筆にあたって、ご指導を頂いた全ての方々に、ここに紙面を借りて厚く御礼を申し上げます。

平成 29 年 7 月

毛 智琪