

## 要旨

論文題目：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

—中国法の分析を中心として

学籍番号：ID13L009

氏名：毛 智琪

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限界を超え、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、クラウドファンディング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。ところが、法律の発達には常に社会の発展に遅れ、中国では、エクイティ・クラウドファンディングについて規制する法律が未だ存在しない。その上、行政中心主義の下で、中国法における証券の概念は厳格に限定されており、利益分配契約など様々なエクイティは現行法の規制対象とならず、エクイティ・クラウドファンディングは法律上の合法的な地位を有さない。更に資金調達者とプラットフォームの経営者を困惑させるのは、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行為は刑法上の違法集資に該当する可能性がある点である。実務では、プラットフォームは実名認証、組織変更等方法で公開発行等規定の規制対象となることを回避するが、このような方法の合法性について未だ論争が続き、監督部門も明確な意見を下していない。これまでの事例から見ると、このような資金調達行為について、相応の法規制がないため、監督部門は結果だけで、つまり、投資者の投資が無事に回収可能であるかどうかによってその違法性を判断する。このような法的リスクはエクイティ・クラウドファンディングの健全な発展を深刻に脅かしている。

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益々曖昧なものとしている。ベンチャー企業の資本形成と投

投資者權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るべきか、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、投資者の適合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、投資者の合法的權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年の法改正を通して、小額証券発行免除制度を導入し、且つ自主規制を通し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の仕組みを構築し、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。

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、種類などを整理し、インターネット利用、開放性、低コストと高効率、創意性と広告性、参加者の規模性、分散性と多様性の特徴明確にした。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に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。

クラウドファンディングの種類から見ると、今までの研究によって、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寄付型、報酬型、貸付型、エクイティ型という四種類に分ける方法が最も普及している。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すため、本稿もこの分類型を採用した。寄付型クラウドファンディングの本質は無償の贈与寄付行為であり、報酬型クラウドファンディングは商品又はサービスの予約購入行為である。貸付型クラウドファンディングは従来の銀行貸付と異なり、債権の分散化と少額化を通して、融資の時間を短縮し、融資の困難を大幅に減少させるが、出資者と資金調達者の関係は相変わらず債権債務関係であり、収益が事前に約束され、且つ抵当物の提供等手段も利用されており、エクイティ・クラウドファンディングに比べて、リスクが比較的に低い。これとは対照的に、エクイティ・クラウドファンディングは通常の詐欺、経営失敗等リスク以外に、また流動性、利益分配の確保と株主権の行使等問題があり、各国の金融・投資法制の規制対象である。特に中国の法律環境の下で、エクイティ・クラウドファンディングは証券詐欺等のリスク以外に、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問題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に焦点を当てて、その問題点と解決策を検討する。

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にする。

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ている。しかし、不均衡な金融システムの下で、資金調達構造の不均衡問題が深刻であり、経済発展と雇用吸収で重要な役割を果たしている中小企業は資金調達困難の問題に直面しており、その発展が制約されている。これと同時に、民間資本の投資ニーズが高まっており、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、地域制限の打破、投資者と企業の関係強化などの長所を有し、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

まず注目されてきた。中国の法律環境、多様化の投資ニーズ及び各プラットフォームの特徴に応じて、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。異なる業務内容は異なる法律関係に対応しており、投資者への保護策も異なる。本稿は代表的な4つのモデルを分析し、それぞれの法律関係を分析した。

まずは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—中証衆創である。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与人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。この推薦人である仲介機構は保証推薦人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の中国エクイティ・クラウドファンディングに対して、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の発揮が期待されている。

次に、天使匯、原始会の場合には、専門投資者の導入によってリスクを抑制する手法を採用した。この種類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導入し、専門投資者であるリード・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、設定した金額に到達後、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。ここは更に華生基因の実例を紹介し、このモデルの運用過程と各主体の法律関係を分析した。ここは主として以下4つの法律関係がある。プラットフォームと投資者及び資金調達者の間の委託代理関係と仲介契約関係、リード・インベスターと一般投資者の間のパートナー関係、有限責任組合と資金調達者の間の株式投資関係がある。

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は天使匯、原始会より低く、一般大衆に向けてエクイティ・クラウドファンディングのサービスを提供する。また、大家投の特徴としては、リスク補償金制度を通して、投資者により全面的な保護を提供している。法律関係から見ると、天使匯、原始会と類似している。

貸帮網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を採用した。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。

中国において、エクイティ・クラウドファンディングは多様化し、迅速な発展を実現したが、投資者が様々なリスクに直面している。資金調達者の面から見ると、通常の詐欺リスク、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、経営失敗リスク以外に、エクイティ・クラウドファンディングの投資者のうち、多数の一般投資者があり、投資経験と専門知識が欠如している彼らは専門投資者のように投資前、資金調達者と支配権及び保護協議等相談を通して投資後の利益配当、持分の稀釈化等を予防することができず、自らを保護する能力が弱い。また、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、購入した株式等を売却する機会が与えられない可能性がある。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。

その他、投資者はプラットフォームの道德リスク、経営失敗リスクと開示する情報の真実性、完全性が確保できなく、個人情報漏洩等リスクにも直面している。

更に大きな問題は、規制法の欠如と監督の不明確による法的リスクである。本稿は美微伝媒事件からインターネット時代における違法集資の変容問題を抽出し、エクイティ・クラウドファンディングについて未だ対応する法規制が欠如しているため、司法実践では、このような資金調達の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。中国では、監督部門は主として「事後さかのぼり」の監督手法を採用し、多数の投資者の収益または元本の未払いという結果を合法または違法の判断標準とする。募集中監督者の沈黙は法律の予測可能性、安定性を損害し、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区別の明確化が必要である。

本節はまず該当する可能性がある違法集資類の罪名を整理した。違法集資は集金に関する罪の包括的罪であり、エクイティ・クラウドファンディングに係る罪としては、公衆預金不法集金罪、株式会社債無断発行罪、集資詐欺罪、違法経営罪が取り上げられる。違法性・公開性・利益誘導性・社会性等の構成要件を分析すると、エクイティ・クラウドファンディングに関する明確な規制がなく、違法な目的がない限り、違法性の要件に該当しない。株式等の投資であるため、エクイティ・クラウドファンディングの場合には、通常一定期限内に元利償還または収益の支払が約束されず、利益誘導性も該当しない。問題としては公開性と社会性の認定である。この2点について、議論が今までも続いており、実名認証による公開発行規制の回避、200人の計算方法などは現在にも明確な答えがない。社会性について、ポイントは不特定概念である。高銘暄、陳興良、劉憲権など学者の解釈から見ると、公衆が不特定対象に等しい場合、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。これを参考とし、少人数の場合には、一般的な証券法違反と認定すべき。その上、不特定の属性、

判例の意見、法規制の目的及び実務運用の角度からこの概念の認定を分析し、以下の結論を下した。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。この問題を更に明確にするために、本節は代表的なE租宝事件の分析を行った。

株式会社債無断発行罪について、証券法上の証券の概念が狭いため、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が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。その他、不法目的がなく、許可の内容が不明であるため、集資詐欺罪と違法経営罪にも該当しないと考えている。

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た疑問である。例え証券法上の証券に該当する場合であっても、200人以上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、エクイティ・クラウドファンディングのメリットがなくなる問題も生じる。本節はこの二つの問題について分析を展開する。

まず、証券法上の証券の概念の制定を遡ると、90年代証券市場の未熟と監督経験の欠如によって、立法者は証券の概念を制限したが、補充性規範の制定を通してこの概念を拡大する余地を残した。しかし、その後の改正が不十分であり、証券に属すべき多くの対象は現在規制対象外である。本稿は日米の証券概念の変遷を考察し、迅速に発展している金融商品と金融取引に対応するため、証券の概念を拡大する必要性を論じた。この部分は更に証券法改正を通して、証券概念の拡大する立法の動きを紹介した。

次に、本節は規制緩和の適用というエクイティ・クラウドファンディングの利点の所在、少額の特徴から公開発行規制が適用されないことの合理性を分析した。また、証券法の改正草案、米国の経験を参考とし、少額発行免除制度の導入を利用して、この問題を解決する可能性を検討した。さらに、本節は美微伝媒事件と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事件この二つの判例を分析し、証券法違反リスクを検討した。

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、公開発行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、投資ファンドの名義で投資する手法を採用している。しかし、この場合には、会社法と有限責任組合

法上の人数制限に違反する可能性も生じる。また、投資者は株主と同時に発起人の身分を取得する場合には、会社法上の 200 人の制限もある。

その他、エクイティ・クラウドファンディングはまた知的財産権、商業秘密と個人情報の保護規制が欠如しているリスク法規制の欠如による責任の不明確等リスクも直面している。

このような問題を解決するため、まず、エクイティ・クラウドファンディングの各主体を明確にする必要があり、本節は米国、イタリア、カナダ、英国等国の経験を参考とし、資金調達者、投資者とプラットフォームの役割に基づき、それぞれの法的地位を分析した。

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を紹介した。その内、最も重要なのは証券業協会が 2014 年に公布した「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）と 2015 年に人民銀行等十部門が連合して公布した「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」（以下は指導意見という）である。残念ながら、前者は今までも意見募集中であり、後者は抽象的で指針的な規定しか定めておらず、特に核心とするプラットフォームの参入基準、責任と義務等が全て明確化されておらず、これは投資者の保護に非常に不利な影響を与えた。そのため、本稿は日米英等代表的な国の立法例と実務経験を参考とし、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。本稿は米国、日本及び EU における英国、フランス、イタリアのエクイティ・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。

小規模のスタートアップ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。JOBS 法は、既存の証券法制度の下で、スタートアップ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して、スタートアップ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。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 と RegulationD144A 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、その内核心とするのは第三編のクラウドファンディングの規定である。その後、SEC が 2013 年 10 月 23 日に第三編に関する細則案を提示し、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（SEC

Rel. No. 33-9470) 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。

本節は JOBS 法の立法経緯を整理し、本法が制定する前に、エクイティ・クラウドファンディングに係る証券法の Regulation A と Regulation D の利用可能性と問題点を明らかにし、JOBS 法の必要性を分析した。その後、Kassan petition の提案、北米証券管理者協会の総裁 Jack Herstein、SEC の元主席 Arthur Levitt、ハーバード大学の John Coates 教授、フロリダ大学の Jay Ritter 教授等方々の意見を紹介し、立法過程における監督部門、学界、実務界の論争と各論点を整理した。

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。具体的な制度設計を分析すると、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を保護し、本稿もこの 3 つの主体に関する規制の角度から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を分析する。

まずは資金調達者の規制による投資者保護策の策定である。日本、英国、フランスなど国と比べ、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。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。エクイティ・クラウドファンディングを濫用し、投資者の利益を侵害することを防止するため、資金調達者がエクイティ・クラウドファンディングを利用する時、年間募集資金の上限が制定された。情報開示は投資者保護の重要な手段であり、米国は資金調達者に対して、会社の基本状況・事業の内容及び事業計画・発行目的・公募価格又はその決定方法等一般情報の開示を要求すると同時に、具体的な募集金額によって、異なる財務情報を求める。その他、募集する時だけではなく、投資者の利益を確実に保護するため、資金調達者に対して、継続開示義務が課せられる。

投資者への規制は主として投資限度額の制限である。米国は投資者が被る可能性がある損失を彼らが負担できる範囲内に抑制するため、投資者の年収と純資産を基準として、それぞれの投資限度額を設ける。本節はこの制度に関する学説をまとめ、実務運用中の金額計算方法を分析した。

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において、核心となるのはプラットフォームへの規制である。米国では、クラウドファンディングの仲介者であるプラットフォームはブローカーディーラーとファンディング・ポータル 2 つの形態から選択することができる。後者はこの資金調達の新手法に対応して、新たに創設された組織形態であり、伝統的なブローカーデ



ディーラーより緩和された設立基準と経営規則を通して、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。本節はファンディング・ポータル制度を中心として、プラットフォームへの規制を分析した。組織及び行為の規制以外に、詐欺リスクを低減するため、JOBS 法及び関連規則はプラットフォームに対して、相応の措置の採用を求める(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)。主として資金調達者のコンプライアンスへの監督、資金調達者の情報を正確かつ全面的に開示する義務の2つの面からこのリスクを抑制する。その他、投資者教育、投資者資格の確認など理性的な投資を確保する関連措置を取ることが要求される。その上、米国は、プラットフォームに対する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、記録の作成と保存、プロジェクトへの監督と管理、資金の管理及び送金制度の規定を通して投資者を全面的に保護する。上述のブローカーディーラーとファンディング・ポータルの共通規定以外に、米国はファンディング・ポータルについて、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し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。

このような制度上の投資者保護策以外に、実務では、投資契約による保護手法などがある。

日本は新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進、発行者の負担の軽減、業者である仲介者すなわちクラウドファンディングを運営するプラットフォームの参入の容易化などを図っていくため、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に関する法改正も行った。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。その後、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。

日本はエクイティ・クラウドファンディングについて、少額電子募集取扱い業者を新設して、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と、日本の最低資本金の要求であろうと、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。それを通して、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であると言える。

その他、米国の規制を参考にして、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。

本節はまた EU レベルでのエクイティ・クラウドファンディング規制と代表的な英国、イタリアとフランスの制度について分析を行った。日米と異なり、英国は統一な金額の制限を設けず、投資者のリスク認識能力とリスク負担能力等状況に応じて、投資者を適格投資者と一般投資者に分け、異なる投資制限を設ける。イタリアは最初にエクイティ・クラウドファンディングの資金調達者をイノベティブ・スタートアップ企業に限定したが、調達の業績が期待に沿えず、2015年に「イノベティブ中小企業」という概念を導入し、認定基準を下げた。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葉)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。

このような立法例と実務の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制度の構築に良い参考を提供し、第四章で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として、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。

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。日米等の経験を参考とし、規制を緩和し、エクイティ・クラウドファンディングの発展を促進する一方で、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ることは我々の目標である。

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。これについて、本節はエクイティ・クラウドファンディングと違法集資の限界認定、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の3つの側面からその合法性問題を分析した。このようにエクイティ・クラウドファンディングの合法性を解決する目標と方法を明確にした上で、本稿は資金調達者、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。

まずは資金調達者に対する規制監督である。エクイティ・クラウドファンディングは直接金融の一種として、ハイリスクの金融属性を有すると同時に、イ

インターネットの介入によって、仮想性・伝導性（リスクの蔓延速度は早い、伝染範囲が広い）とシステムティック・リスクの特徴がより顕著であり、情報の非対称性など問題が通常より深刻であり、リスクも多様性・複雑性・規模性の特徴を表している。そのため、強制的な情報開示制度の適用が非常に重要である。しかし、エクイティ・クラウドファンディングの利点と目的を考えると、厳格な情報開示制度は過剰な資金調達コストによる資金調達者の利用困難及び投資者の投資ニーズに応えず、投資者の保護収益が顕著ではない問題（エクイティ・クラウドファンディングの募集規模が通常小さいため、専門機構等がその開示内容について解説・分析を行うことが少ない。その上、多くの一般投資者は専門的な財務諸表に対する関心度が低い。そのため、厳格な開示規制によって、投資者を保護する目的は通常実現しにくい）、また、知的財産権の侵害、商業秘密と個人情報の漏洩等問題もある。これに対して、米国の経験を参考とし、レベル分け開示制度を導入し、異なる募集金額によって、異なる情報開示要求を定め、且つ情報開示手続きの簡略化等手段を利用して、適切・効果的な情報開示を通して、資本形成の促進と投資者保護の合理的なバランスを取る。

次はプラットフォームに対する規制である。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、各国におけるエクイティ・クラウドファンディング規制の核心である。実務から見ると、エクイティ・クラウドファンディングの調達金額が通常小額であり、元来利幅が薄いため、プラットフォームを運営する会社は証券会社等伝統的な金融機構ではなく、関連するインターネット技術、ネットワークメディアなどの分野から新規参入するケースが多く、会社の規模も大きくない。この点を考慮し、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、日米等の経験を参考とし、規制緩和の観点を取り、参入基準を下げるのが合理である。この問題について、本節はまず各国の立法経験を参考とし、中国の法律環境の下で、プラットフォームの法的地位を分析し、それを証券会社、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、証券会社の設立と運営のコストが高すぎるため、新規参入が困難である。これに対して、同じプラットフォームをブローカーディーラーとして認定する日米はエクイティ・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置し、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。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した。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。その他、プラットフォームの投資中と投資後の管理と監督機能を強化し、資金調達者とプロジェクトへの審査、投資者教育、商業秘密と個人

情報安全の確保等面の監督を明確する必要がある。それに応じて、プラットフォームの情報開示義務、行為規制、資金の分別管理義務、クーリングオフ制度の導入を利用して投資者保護を強化することが考えられる。

最後は投資者に対する規制である。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、英国の経験を参考とし、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合理的である。適格投資者に対して、私募型な管理手法を採用し、投資者の自己責任原則を強調する。リスクの判断と負担能力が低い一般投資者に対して、その財産状況に基づき、投資金額の制限を設け、エクイティ・クラウドファンディングの資本形成の促進機能を実現すると同時に、投資者のニーズを満たし、投資リスクを彼らが負担できる範囲内に抑制することも可能である。