

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

IPO 以外の資金調達手段に関する研究 —米国におけるクラウドファンディング規制—

2016 年 5 月 27 日（金）15:00～17:01

大阪取引所 5 階取締役会議室及び東京証券取引所 4 階 402 会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

IPO 以外の資金調達手段に関する研究

—米国におけるクラウドファンディング規制—

大阪大学大学院法学研究科准教授

松 尾 健 一

目 次

I. 米国（北米）におけるクラウドファンディングの現状	3. フォームCの新設
II. CF に関する法制度の整備	4. 発行者の民事責任
1. JOBS 法以前の関連する制度	5. 広告規制
2. JOBS 法制定後の法整備	6. 募集をプロモートしたものへの報酬の支払い
III. 発行登録義務の適用除外——クラウドファンディングの特例	V. 仲介業者に対する規制
1. 序	1. 定義
2. 資金調達額（募集総額）の制限	2. 仲介業者に対する規制（ブローカー及びFP 共通）
3. 投資家1人当たりの投資額の制限	3. FP にのみ課される規制
4. 仲介業者を通じて取引されること	VI. CF に関するその他の規制
5. CF 特例を利用できない発行者	1. 証券の転売制限
IV. 発行者に関する規制	2. 欠格事由
1. 募集における情報開示	討論
2. 継続開示義務	

○黒沼 それでは、そろそろ時間ですので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、大阪大学の松尾健一先生に、「IPO 以外の資金調達手段に関する研究 —米国におけるクラウドファンディング規制—」というテーマでご報告をお願いすることになっております。

それでは、松尾先生、よろしくお願いいたします。

○松尾 大阪大学の松尾です。よろしくお願いいたします。

いたします。

本日は、米国のクラウドファンディング規制についての報告をさせていただきます。昨年に SEC 規則が出てきましたので、そちらを見ることにしました。米国のことを細かく見ることにどれだけ意義があるかというのは難しいところもありますが、まだ現時点では、規則まで含めて検討したものはないようですので、どこかで誰かがやってもいいのかなと思ひまして、本日ここで報告させていただきます。

分量が多くなっていますので、適宜省略しながら、お手元のレジュメに従って進めてまいります。

I. 米国（北米）におけるクラウドファンディングの現状

まず、米国——これはカナダも含む北米ですけれども——のクラウドファンディングの現状を書いています。クラウドファンディングにもいろいろなタイプがありますが、ここで主に問題にしているのは、エクイティ型、すなわちファンド持分ですとか株式を発行するタイプのクラウドファンディング（以下「CF」という）でして、2014年の統計によりますと8億ドル弱と、まだまだ貸付型、ローンのタイプに比べますと非常に規模は小さいのですが、前年比 182%とかなり急速に伸びています。それから、投資先がいわゆるスタートアップ企業となっていますので、そういう企業にとっては重要な資金供給源となっている、あるいはこれからなり得るという認識が持たれています。

クラウドファンディングを扱うインターネット上のプラットフォームと呼ばれるものの数は、北米で 375 ほどあります。これはエクイティ型に限らず、貸付型なども全て含む数です。世界全体では 1,250 あります。世界全体の統計ですと、1,250 のうちエクイティ型は 19%、236 という数字が出ていましたが、北米の 375 のうちエクイティ型がどのくらいあるかというのは、調べた限りでは見つけられませんでした。

II. CF に関する法制度の整備

1. JOBS 法以前の関連する制度

法制度のほうはどうであったかといいますと、JOBS 法（Jumpstart Our Business Startups Act）以前には、少額免除（レギュレーション A）の特例ですとか、あるいは適格投資家向けの私募というようなものを利用すれば、発行登録義務を免れることになっていました。しかし、いずれも州法の規制に服する可能性があるとか、そもそもイン

ターネットを通じて不特定多数の者に対して勧誘したり広告したりすることができないとか、あるいは最終的に取得する人が適格投資家と洗練された投資家に限られるということで、いずれも一般的に想定されているようなクラウドファンディングに用いるのは難しいと認識されていました。

2. JOBS 法制定後の法整備

2012 年 4 月 5 日に JOBS 法ができて、その第 3 章（Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012: CROWDFUND Act）で CF について定めています。それによりまして、証券法（Securities Act of 1933）あるいは証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）が改正されて、CF のための規制が新たに設けられたわけです。

しかし、実質的には SEC のルールの方で定められるという部分が多かったわけですが、このルールの制定が難航しまして、翌 2013 年 10 月 23 日に Proposed Rule（以下「PR」という）（SEC Rel. No. 33-9470）が出ました。それに対して 485 件の意見が寄せられたということです。

また、昨年、2015 年 10 月 30 日によく Final Rule（以下「FR」という）（SEC Rel. No. 33-9974（以下「リリース」という））が出まして、これは PR からかなり変わっている部分もあります。それが一部を除き 2016 年 5 月 16 日から施行され実際に運用が始まりまして、既にこの新しい制度のもとでの資金調達も幾つか事例が出ているようです。

Regulation Crowdfunding（17 C.F.R. 227. 以下、レギュレーション CF）が新たに創設されたので、本日はこのレギュレーション CF の中身を見ていながら、一体米国では CF としてどのような仕組みが想定されていて、それに対してどのような規制がかかっているのかということを明らかにしていきたいと思います。

III. 発行登録義務の適用除外——クラウドファン

ディングの特例

1. 序

発行登録義務の適用除外が一つのネックだったわけですが、JOBS 法 302 条により証券法 4 条(a) 項(6)が追加されました。

以下に挙げている要件を全て満たすものを特例として発行登録義務の適用除外に新たに追加したということです。

(A) 発行者が 12 か月間に投資家から調達する金額が 100 万ドルを超えない。

(B) 発行者が 1 人の投資家から 12 か月間に調達する金額が、

(i) 投資家の年収もしくは純資産の額が 10 万ドル未満の場合には、年収もしくは純資産の 5 %相当額または 2,000 ドルのいずれか大きいほうの額。

(ii) 投資家の年収もしくは純資産の額が 10 万ドル以上の場合には、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) を超えない。

(C) 証券法 4 A 条(a)項に基づき登録を受けたブローカーまたは「ファンディング・ポータル」を通じて取引が実行される。

(D) 発行者が証券法 4 A 条(b)項を遵守する。

2. 資金調達額（募集総額）の制限

1 つ目の (A) の要件ですが、これは募集に係る資金調達額総額の制限です。これが証券法 4 条では 12 か月通算で 100 万ドルを超えないということになっていました。PR のほうも、同じ 12 か月通算で 100 万ドルを上限に設定していました。寄せられた意見の中には、上限が低過ぎるという意見が多かったようですけれども、最終的に 100 万ドルの上限は維持されたということです。

なお、発行登録義務の適用除外を定める先ほどのレギュレーション D 等を用いて調達した資金の額は、ここでいう 100 万ドルの上限額の算定の際には合算されないとか、発行者という場合には、その支配下にある者等を含むというようなことが書かれています。

3. 投資家 1 人当たりの投資額の制限

これが CF では特徴的だと思いますけれども、(B) の発行者が 1 人の投資家から 12 か月間に調達する金額が、投資家の年収・純資産額が 10 万ドル以上の場合にはその 10%相当額、ただし、最も高くとも 10 万ドルを超えてはならないという規制になっていたわけです。ただ、この文言ですと、年収か純資産のいずれか一方のみが 10 万ドル以上の場合にはどちらの基準になるのかということが必ずしも明らかではない。あるいは、それぞれ適用される場合に、年収と純資産いずれの 5 %あるいは 10%が投資上限の基準になるのかがわからないということが言われていました。

それで、PR では、年収と純資産額がいずれも 10 万ドル未満の場合には、ですからどちらかが超えていれば(ii)の高いほうの基準に移るということになっていまして、いずれも 10 万ドル未満の場合には、2,000 ドルか年収の 5 %相当額、あるいは純資産額の 5 %相当額のうち最も高いものが投資上限となり、年収と純資産額のいずれかが 10 万ドル以上の場合には、それぞれ年収あるいは純資産額の 10%相当額のいずれか高いほうが上限となることになっていました。

これが FR では、年収もしくは純資産のいずれかが 10 万ドル未満の場合であれば、低いほうの基準が適用されることになりました。このときの調査によりますと、年収と純資産の両方が 10 万ドルを超えている家計は 17%、いずれかが 10 万ドル以上という要件ですと 39%ということで、結構大きな開きがあるということのようです。最も厳しいといえますか、投資可能額が低くなるような基準を採用したということかと思います。

もう一つ、FR では、投資上限というのが、一発行者につき 1 人の投資家が投資できる金額なのか、1 人の投資家が CF 特例を通じていろいろな発行者に投資する場合の投資上限なのかということについては、後者であることが明確にされました。つまり、A 社、B 社、C 社について 3 万ドルずつ

投資するのはいいけれども、5万ドルずつ投資すると合計15万ドルになるので、上限を超えることになるということを明らかにしました。

そうしますと、投資家がこの特例を通じて複数の投資先に投資している場合に、合計でどのぐらい投資しているかというのがわからないといけないうことになりますので、どのようにこの上限を守らせるかということが問題になるわけですが、これについては後ほど出てきます。

今申し上げたことと少し関係しますが、発行者は、投資家が投資額の上限を超えて投資しようとしていることを知っているのではない限り、投資額の上限を超えて投資しないよう、仲介機関が適切な措置を講じるものと信頼してよい（レギュレーションCF Instruction 3 to 100(a)(2)）ということで、ここでは仲介機関の役割が重要になってくるということになります。

それから、意見の中には、機関投資家ですとか適格投資家については、投資上限を設けない、あるいはもう少し高い1人当たりの投資上限額を設けてはどうかという提案もあったようですが、これについては、そういう特例は設けないこととされました。CFというのは、多数の者から少額の出資を募るという制度であるという理解に基づくものです。しかも、適格投資家とか機関投資家というのは、別の発行登録の適用除外となる規定、レギュレーションD等を使うことができるから、あえてこちらで特例を認める必要はないということのようです。

4. 仲介業者を通じて取引されること

それから、もう一つ特例を受けるための要件として、仲介業者を通じて取引されることというのがあります。

FRでは、この特例を利用する場合には、証券法の規定を遵守した一つの仲介業者を通じて行われなければならない。しかも、その仲介業者のプラットフォームにおいてのみ行われなければならないというふうになっています。

プラットフォームというのが何度か出てきましたけれども、基本的には、インターネット上のウェブサイトでのやりとりが想定されていると言ってよいと思います。ただ、今後どういう技術が出てくるかわからないので、インターネットには限っていませんが、現状動いているのはインターネット上の資金調達の仲介ということです。

この提案に対しては、1回の募集について複数の仲介業者を利用することも認めたほうがよいのではないかという意見もあったようですが、CFというのは、投資しようとする多数の投資家が同じ情報を共有して、群衆の英知というのですか、そういうものを結集して投資案件を絞り込んでいくことが望ましい、そういうことが期待されているので、利用できる仲介業者を1社のみに限って、そこにたくさんの人が集まって情報交換をしたほうがよからうということが一つと、それから、複数の仲介業者の利用を認めますと、資金調達額の上限規制を潜脱しやすくなってしまうというようなことがあって、1回の募集につき1社の仲介機関というルールが設けられたということです。

それから、仲介業者のプラットフォームにおいてのみ取引を行わなければならないという点については、これ以外のコミュニケーション、例えば発行者の代表者と投資家が個別に会うことを認めてはどうかというような意見もあったようですが、透明性ですとか、一部の投資家のみが特別な情報を持っているようなことはよくないということを考慮して、全てプラットフォームを通じたやりとりでやってくださいということになったようです。

5. CF 特例を利用できない発行者

（証券法4A条(f)項）

- ①米国州法に基づいて設立されたものでない者
 - ②証券取引所法13条または15条(d)項に基づく報告義務を負っている者
 - ③1940年投資会社法3条にいう投資会社
 - ④SECの規則・レギュレーションに定められた者
- レギュレーションCF規則100(b)は、上記①～

③に加えて、

⑤レギュレーションCF規則503の定める特例利用の欠格事由に該当する発行者

⑥発行の直前2年の間に、レギュレーションCF規則202条及び203条(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（レギュレーションCF Instruction 1 to 100(b)(5)）

⑦具体的なビジネスプランを持っていない者——プロジェクトの説明、明確に示された事業のアイデア、ビジネスモデル等を幅広く含む

4条の特例を利用できない発行者は、上記に挙げた、米国州法に基づいて設立されたものでない者、あるいは②の既に継続開示義務を負っている者、投資会社等で、そういう発行者はCF特例を設けた趣旨にそぐわない。つまり、他に資金調達手段を持たない、いわゆるアーリーステージの会社の資金調達を容認するということが大きな趣旨です。そういう趣旨からしますと、②とか③というのはちょっと合わないですねということのようです。

以上が証券法のほうで規定された利用できない不適格者ですけれども、これに加えて、レギュレーションのほうでは適格事由を定めました。適格事由に該当する者、それから、これもすぐ後で出てきますが、発行者にはいわゆる継続開示義務を負わせているのですけれども、その継続開示義務に違反している間は、2回目のCFを通じた資金調達にはストップをかけますよというのが⑥。それから、⑦は具体的なビジネスプランを持っていない者。これは解釈の仕方によっては非常に制限的になってしまうのですが、そもそもCFというのは、具体的なビジネスプランを見て、それに対して投資をするかどうかを判断するというものです。ビジネスプランが全くないというのは、ふさわしくない、かえって詐欺等のおそれが強くなるということのようです。

そのかわり、どこまでビジネスプランが具体的にないといけないのかということですが、

例えばこういうプロジェクトがありますとか、事業のアイデアですとか、ビジネスモデルが完全に確立されていなくても構わない、アイデアの段階でよろしいということのようです。

以上の要件を満たしますと、CF特例を受けることができ、発行登録の義務については適用除外となるということです。

IV. 発行者に関する規制

1. 募集における情報開示

次に、発行者が負う開示の義務ですが、ここに書いてありますように、証券法4A条というのが新たにできまして、情報開示義務について定めています。

(A) 発行者の名称、法形態、住所及びウェブサイトのアドレス

(B) 発行者の取締役、役員及び発行者の株式の20%超を保有する者の氏名・名称

(C) 発行者の事業内容及び事業計画

(D) 発行者の財務状態（目標とする募集金額に対応した開示内容は次のとおり）

(i) 10万ドル以下：直近の所得税申告書及びCEOによる証明付きの財務書類

(ii) 10万ドル超 50万ドル以下：独立の公認会計士によるレビューを受けた財務書類

(iii) 50万ドル超：監査を受けた財務書類

(E) 募集の目的及び手取金の使途

(F) 目標募集金額、募集の期限、及び募集の進捗状況の定期的な更新

(G) 募集する証券の発行価額またはその算定方法

(H) 発行者の株主及び資本構成の状況

(i) 募集に係る証券及び発行者の他の種類の証券の内容。内容の変更が可能である場合にはその方法、それらの証券の違い（募集に係る証券の権利が、他の種類の証券の権利によって実質的に変更、希釈化され得る場合にはどのようにして変更・希釈化が生じるか）

(ii) 発行者の主要株主の権利行使によって募集に係る証券の取得者に不利な影響が及ぶ可能性

がある場合には、どのようにしてその不利益が生じるか

(iii) 発行者の各種類の証券の 20%以上を保有している株主の氏名・名称

(iv) 募集に係る証券の評価の方法、及び将来の株式発行等の際に用いられ得る評価方法

(v) 証券の購入者が発行者の少数株主となることによるリスク、追加的な株式の発行、買収、資産の売却、関係当事者との取引等の会社の行為によって生じるリスク

(I) SEC 規則により定めるその他の情報

(1) 発行者及び募集に関する情報

発行者と募集に関する情報としましては、まず発行者自身、あるいは役員、取締役、さらには一定の株主に関する情報を開示せよとしています。具体的には、発行者の役員・取締役の過去3年間の職業経験、どういう会社でどういう役職にあったかというようなことを書くことになっています。これは、CF では経営陣のスキルが投資案件を選ぶ際の非常に重要な要素になることを踏まえたものです。それから、詐欺を防止するという意味から、一応そういうスキルがあり、きちんとしたことをやっていた人間ですということを開示させましょうということです。一定の株主、議決権総数の20%以上に相当する発行者の株式を保有する者については、その氏名等を開示させましょうということになっています。

発行者の事業に関する開示につきましては、事業内容ですとか、事業計画を開示しなさいということです。

それから、手取り金の使途についても開示しなさいということで、これも投資先を選定する際には非常に重要になりますので、どういうビジネスプランがあって、そのビジネスプランを実現するために、どういうところにどのぐらいのお金がかかるかということを詳細に開示させて、投資判断に役立つ情報を提供しましょうということのようです。

募集に関する事項としましては、目標調達金額と募集の期限というのがあります。米国の特徴としまして、募集期限までにあらかじめ定められた目標調達金額を調達できなかった、それに達する申込みがなかったという場合には、証券は発行されない。それまでに申し込んでいた投資家からの申込みは全てキャンセルされて、資金は返還される。いわゆるオール・オア・ナッシング方式をとることが義務づけられています。5万ドルを目標にしている4万ドルまで賛同者がいたので、4万ドルだけ調達しますということはできません。5万ドルに達しなかったら、全部返しなさいということになっています。

それから、投資の申込みにつきましては、募集期限の48時間前まで無条件にキャンセルできることになっています。日本でもクーリングオフの適用があることとなっています。米国では、期限が来るまでに投資の申込みがあって、刻々とどのぐらいの申込みがあるかということが開示されているのが通常ですけれども、申込みを撤回することもできることとされています。その情報のやりとり等を見ていて、やはりここはだめかもしれないと思ったら、申込みをキャンセルできるという仕組みになっているということです。

発行価格等は、レジュメ7ページの⑤に書いたとおりです。

株式保有の状況等ですけれども、発行される証券及びそれ以外の種類の証券の内容、発行者がどういう証券を発行しているかということ、その発行する証券あるいは既発行の証券等の議決権の制限の有無等を書きなさいということになっています。株式が主に念頭に置かれているのですが、債務証券の募集も可能であると、リリースでは書かれていました。

それから、先ほど述べた議決権ベースで20%以上に相当する株式を保有している大株主はここに書きなさいですとか、譲渡制限に関する事項も開示せよということになっています。

さらに、規則のほうで追加的に開示が求められ

る事項としまして、発行者の従業員の数ですとか、発行者に対する投資を投機的またはリスクの高いものに行っている重要な要因に関する議論も開示されます。この後も出てきますけれども、リスクに関しては開示を徹底させていまして、とりわけスタートアップ企業が主に利用することが想定されていますので、一般の上場会社の株式を買うのとは全く違う大きなリスクがあるということを周知させるための仕組みがこの後もたくさん出てきます。これもその内の一つというふうに言えるかと思います。

そのほか、仲介業者の名称ですとか、あるいは仲介業者が発行者に関して有する利害関係等を書きなさいとか、やはりスタートアップ企業ですので倒産の可能性が高いということで、負債に関する事項も開示されます。ただし、財務書類から明らかになるものは改めて書く必要はないということです。それから、過去3年間に発行登録義務の適用除外を受けて行った証券の募集についても全部開示しなさいとか、関連当事者との取引とか、継続開示に係る年次報告というのはどこで入手できるかといったことを開示せよということになっています。

（2）発行者の財務情報

もう一つ規則をつくる際に議論があったのが、発行者の財務情報をどこまで、どのように開示させるかということです。①発行者の財務状態に関する議論については、流動性ですとか、資金の供給源、事業の経過に関するものを開示させることとしました。

問題は②財務書類だったわけですが、資金調達額に応じて要件が違ってきます。まず、対象となる財務書類というのは、貸借対照表、包括利益計算書等で、直近2会計年度分ということになっています。2会計年度分の財務書類について監査をどこまで要求するかというのが議論としては一番大きかったようでして、調達金額に応じて要求するものを変えるという仕組みになっています。

資金調達の総額が10万ドル以下の場合には、基本的には、税務上の所得申告書の写しと、その内容が真実であるということのCEOの証明がついた計算書類、調達額が10万ドル超かつ50万ドル未満の場合には、独立の会計士のレビューを受けた財務書類、資金調達額が50万ドル超で初めて特例を利用する場合はレビューを受けた財務書類、2回目以降の利用の場合は監査を受けた財務書類を出しなさいということになりました。

監査等にかかるコストが非常に気になる場所ですけれども、これにつきましては、資料として別途お配りしている表のとおり、リリースの中でも、この規制を遵守するためにかかるコストの見積もりがされていまして、監査を受けることになりますと、それなりの金額、最高で3万ドルほどかかるとされています。あるいは、財務報告に係る書類をつくるにも数万ドル単位のお金がかかるということですが、SECの見積もりによれば、例えば50万ドル超を調達して3万7,000ドルから5万6,000ドルでおさまるなら、費用倒れといえますか、それほど過重な負担にはならないだろうということで、こういったルールになったようです。

逆に言いますと、10万ドルそこそこで3万ドルもかかるようなことではいけないということで、緩やかな要件にしたということのようです。

（3）資金調達の進捗状況の更新

現在動いているCFを見ますと、仲介業者のプラットフォームのところで、この案件については今これぐらい申込みが来ています、目標額の90%ぐらいまで来ていますとか、あるいは既に目標額を超えていますというようなことが時々刻々わかるようになっているのが通常です。そういう措置がとられていない場合も、目標調達額の50%に達した時点と100%に達した時点で、フォームCというのを使って開示せよということになっています。これも投資家にとっては非常に重要な情報のようで、基本的には時々刻々更新されているものだと

いうふうに考えてよいかと思います。

2. 継続開示義務

①頻度は年1回、事業年度の末日から120日以内ということになっています（レギュレーションCF規則202(a)）。

②開示の方法につきましては、SECに提出するとともに、発行者の自社のウェブサイトでの開示で足りるということになっていまして、紙媒体での開示等は不要であるとされています。仲介業者も、継続開示には基本的には関与しないということになっています（レギュレーションCF規則202(a)）。

③財務書類につきましては、PRでは、会計士によるレビュー・監査を受けた財務書類の提出を求めているのですが、反対意見が強力でしたので、CEOの証明で足りるということになっています。

④その他の継続開示事項としましては、募集の際に開示が要求されていた事項の大半が継続開示の事項にもなっています（レギュレーションCF規則202(a)）。

⑤継続開示義務がいつ消滅するかということにつきましては、以下のいずれかの場合ということです（レギュレーションCF規則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回レギュレーションCF202(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回レギュレーションCF202(a)の年次報告を提出した会社であって、総資産の額が1,000万ドルを超えていない場合
- (4) CF特例によって発行した証券の全てを発行者が買い戻し、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

3. フォームCの新設

募集の際の開示も継続開示も全て、新たにつくられましたフォームCというのを利用して、その

書類の空欄を埋めてSECと仲介業者に提出すれば、法の要件を満たしたことになるということになっています。

フォームCにつきましても、ご参考までに、20ページほどあったものの一部を抜粋したものを資料としてつけています。ざっとごらんになっていただくとわかると思いますけれども、書類を一からつくる必要はなくて、空欄を埋めればよいことになっています。しかも、インストラクションを見るとどう書けばいいかということも書いてありまして、初めての人でも利用しやすいように工夫されています。特に監査等を受けなくてもいいという場合がありますので、そういう場合に、それほどコストをかけずに作成できるように配慮をしたというふうにSECは言っています。

4. 発行者の民事責任

発行者の民事責任については、証券法4A条(c)項が設けられました。これは一般の開示に係る虚偽記載等をした場合の民事責任とほぼ同様の内容のものが書かれていると言ってよいかと思います。

5. 広告規制

基本的に、発行者は募集の条件について広告をしてはならないということになっています。ただ、例外的に通知というのが許されていまして、通知の中には、次の(1)～(3)のようなことを書いてよいとされています。これはいわゆるトゥームストーン・アド（墓石広告）と呼ばれる広告、通常の募集の際に許されている範囲のものと同等のものをCFについても認める趣旨のようです。

- (1) 発行者が募集を行なっている旨、募集が行われている仲介業者の名称、その仲介業者のプラットフォームへのリンク
- (2) 募集の条件（募集金額、発行する証券の性質、発行価額、募集が終了する日、レギュレーションCF Instruction to 204）
- (3) 発行者の名称、住所、電話番号、ウェブサイト、電子メールアドレス、事業に関する簡単な記

述

6. 募集をプロモートしたものへの報酬の支払い
これは後でまとめて扱いたいと思います。

以上が発行者に対する規制でありまして、続いて仲介業者に対する規制ということになります。

V. 仲介業者に対する規制

1. 定義

まず、仲介業者とは何かということですが、これは通常の証券取引所法 15 条(b)項の登録を受けたブローカーと、CF に特化したものとして、レギュレーションに基づく登録を受けたファンディング・ポータル（以下「FP」という）というのを新たに設けました。この FP は CF に特有の仲介業者ということです。

FP は、CF 特例の利用に特化した仲介業者でありまして、投資助言・投資推奨をしてはならないとされています。また、証券の取得、買付けの勧誘をしてはならず、証券の取得の勧誘をした者に報酬を支払ってはならないとされています。さらに、投資者からの資金の預託を受けたり、あるいは投資者に代わって発行された証券を保有・管理したりすることも予定されていません。基本的には、顧客の資産は預からないということになっています。これについては、後でもう少し詳しく見ていきます。

2. 仲介業者に対する規制（ブローカー及び FP 共通）

ブローカーと FP に共通する規制としまして、以下のようなものがあります。

（1）登録及び自主規制機関への加盟

一つは、自主規制機関として、証券取引所法の登録を受けた証券業協会のメンバーにならなければならないとされています。これについては FINRA のほうで CF に特化したルールが定められていま

して、自主規制機関からの監督も受けるということになっています。

（2）発行者に対する経済的利害関係の規制

仲介業者は発行者に対して経済的な利害関係を持つてはならないということになっています。その例外としては、仲介業者が CF 特例の利用に関して、発行者に提供したサービスの対価を得ることは許容されます。それ以外はだめということになっています。これは利益相反の防止のための措置ということです。

（3）詐欺のリスクを低減するための措置

これも CF に特有のものかと思います。CF は、さまざまな理由から詐欺のリスクが一般の投資に比べて高いと言われているので、特に詐欺のリスクの低減に向けた特別の規定が置かれています。その際には非常に仲介業者の役割が重視されていると言ってよいかと思います。

具体的には、①発行者が関連法令を遵守していることを確認せよということです。確認に際して基本的には仲介業者は発行者が表明した者を信頼してよいことになっています。ただし、その発行者が要件を遵守しているということについて合理的な根拠を有するものでなければならない。また、②証券保有者の履歴の確認として、発行者が発行した証券について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確認しなければならないとされています。株主名簿のようなものを整備して、誰がどれだけの証券を持っているかを管理していることを確認しなければなりません。さらに、③プラットフォームへのアクセスの拒絶です。まず、発行者が後で出てきます欠格事由に該当すると信ずるについて合理的な根拠を有する場合には、そのプラットフォームの利用を拒絶しなければならないとされています。つまり、非適格者を選別しなさいということになっていまして、そのために、少なくとも発行者自身、その役員等、あるいは主要株主の履歴、あるいは証券規制違反の違反

歴を調査し、欠格事由が認められた場合には、アクセスを拒絶しなければならないことになっています。

さらに、仲介業者は、発行者または募集行為について詐欺またはその他投資者保護に懸念を生じさせる事由が見られると信じるに足る合理的な根拠を有する場合には、そういった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ことになっていまして、この要件を満たすための実効的な措置をとらないといけないうことになっています。募集の途中でそういうことが明らかになった場合には、直ちにその募集を中止して、それまでに申し込まれていたものについては全てキャンセルして資金を返還しなければならないとされており、これが詐欺防止のために特に課される規制です。

（４）口座開設時の義務

そのほか、①口座開設時の義務としましては、投資家へのリスク周知の徹底が大きいかと思えます。口座開設時には、投資家に対する一定の情報開示義務が課されていまして、投資家教育のための資料を作成して、提供しなければならないことになっています。②投資家教育の資料としては、特にリスクに関する事項、しかも希釈化のリスクとか、売却が制限されているという流動性のリスクですとか、あるいは情報提供義務が必ずしも十分ではないので、発行後、発行者から情報がとれなくなる可能性もあるというようなこと、それから、先ほど出てきました投資者１人当たりの投資額の制限があるとか、投資者は申込みをキャンセルできること、さらに、適合性評価に必要な事項ですとか、そういったことを記載した資料を必ず提供しなければならず、それを常にバージョンアップしたものをプラットフォームで利用可能にしておかなければならないことになっています。

③プロモーターに対する報酬の開示です。CFでは、投資家がプラットフォームの中に設けられた

コミュニケーション・チャネル、掲示板のようなものを利用してお互いに意見を発信し交換し合っ、それを見ながら、良い案件と良くない案件が選別されることが期待されているようです。そこで、そこにサクラですとか、ステルスマーケティングというのですか、お金をもらっておいて、それを隠して、これはいいとか、こんないいことをやっているみたいだとか、あいつは信頼できるというようなことを書くと、投資家間の情報共有での選別がうまく働かなくなってしまうおそれがあります。そこで、報酬を得ても構わないのですが、得ている場合には、報酬をもらっているということを開示した上でその意見を書かせる、仲介業者はそのような措置をとらなければならないことになっています。

④報酬の開示は、仲介業者自身が募集に関して受け取る報酬について明確に開示しなければならないとされています。先ほどの資料にも出ていましたけれども、調達金額の何%という形で報酬が決められていることが多いようです。

（５）取引時における義務

発行者が負っている情報開示義務を通じて、発行者から開示される情報が投資者に利用可能な状態になるようにしておかなければならないとされています。また、投資者の資格の確認、先ほどの投資家１人当たりの投資額の制限ですが、これについてレギュレーションCF規則303(b)(1)というのがあり、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、その投資者が投資額の制限を遵守していると信じるに足る合理的な根拠を有するものでなければならないとなっています。

仲介業者は、その投資者が投資額の制限を遵守していることに、年収、純資産、その他のCF特例を用いた募集に投資している額について、投資者の表明を信頼することができることになっています。これが無条件に信頼できるということであると、全く意味がないということで非常に強い反

対意見もあったようですが、原則は投資者の表明を信頼することができ、ただし、仲介業者が発行者の表明の信頼性を疑うべき根拠を有している場合はこの限りではないということになっています。

さらにリリースを見ますと、現時点であるのか、ないのかちょっと確認できなかったのですが、CF特例を通じて投資している投資額と投資家の情報を集約するデータベースみたいなものができるだろうとされています。それに依拠して、この投資者はまだ上限まで幾らか余裕があるというようなことを判断することが許されるとリリースには書いてありました。これはそういうものをつくりなさいということなのだと思います。

(ii)はリスク認識の確認で、これも投資家に対するリスク周知の徹底の一環です。先ほど出てきた投資家教育のための情報をレビューしたことを確認しなければならないですとか、投資額の全額を失う可能性があることについて理解していることを、黙示ではなく、積極的に明示的に認めていることを確認しなければならないとされています。さらに、Q&A方式で、スタートアップ企業特有のリスクがあることや、流動性リスクとか、そういったものも理解していることを確認しなければならないことになっています。

また、レギュレーションのほうでは、これに追加して、募集における投資者の権利として、申込みをキャンセルしたり、CFの場合は、取得した証券を売却するのは非常に難しいということを許容したりしているのではない限り、投資してはならないということ、これを投資家のほうから表明を受けなければならないというようなことが書かれています。

③コミュニケーション・チャネルの設置・管理についてですが、コミュニケーション・チャネルの中での投資家間の意見交換が非常に重視されています。そのために、FPについては、うそを書かないといったことを定めたコミュニケーションに係るガイドラインを設けなければならないとされています。濫用的または詐欺のおそれのあるコミ

ュニケーションを削除する義務をFPに負わせています。それ以外のことについては、関与してはならないとされています。FPが自分たちで意見を表明することや、投資者を一定の方向に誘導することをしてはならないとされています。

しかも、このコミュニケーション・チャネルにおける議論というのは、書き込んだ人とか一定のメンバー登録をした人だけではなくて、パブリックにアクセス可能な状態にしなければならないとされています。これはおそらく、公衆の目にさらして、おかしいことが書かれていないか、あるいは一方に偏っていないかというようなことをチェックさせる趣旨かと思います。

それから、一たん口座を開設しますと、投資者にもバイアスがかかりますので、口座を開設した投資者はコメントができなくなるということのようです。口座を開設するということは投資しようとしていることなので、投資しようと思った人が書き込むとバイアスがかかるということのようです。

(4)は、先ほど述べたプロモーションに対する報酬の開示です。

それから、④申込みに係る通知については、次に書いてあることを通知しなければならないとされています。

- (1) 申込みに係る投資金額
- (2) 証券の発行価額（わかる場合のみ）
- (3) 発行者の名称
- (4) 申込みをキャンセルすることができる期限

⑤は、顧客の資金や証券の管理ですが、登録を受けたブローカーの場合には、一般の証券取引と同じように分別管理等の義務を負い、預託を受けられるが、顧客資産を分別して管理しなければならないことになっています。

これに対し、FPというCF特有の仲介業者は、投資者から金銭等の預託を受けることは予定していません。預託を受けてはならないとなっていますので、別途、適格の第三者、証券会社であったり信託銀行であったり、カストディ業務のような

ことをやる者を定めて、そこに送金するように投資者に指示することになっているようです。証券と金銭との決済といいますか受渡しも、そのような第三者を通じて行うこととされ、FP自身はそこには一切手を出さないことになっているようです。

⑥取引内容の確認は、一般の証券取引の際と同様に取引の内容を知らせなさいということかと思えます。

(6) 募集の完了、中止、再確認

これは投資家は投資の申込みをキャンセルできるということを確実に、実効性あるものにしないということです。募集期限の48時間前までは無条件にキャンセルが可能です。

(7) 第三者へ報酬の支払い

これは投資家の個人情報の提供に対して報酬を支払ってはならないということです。

以上が、FPとブローカー、いずれについても仲介業者である限りは課される共通の規制ということです。

3. FPにのみ課される規制

(1) 登録に関する規制

FPは、取引所法のブローカー・ディーラーとしての登録を受けなくてよいかわりに、以下のレギュレーションに基づく登録を受けなければならないことになっています。

(レギュレーションCF規則400)

(a) FPは、フォーム・ファンディング・ポータルによってSECに登録をしなければならず、証券取引所法15A条の登録を受けた証券業協会に加盟しなければならない。

(b) 登録情報の修正

(c) 登録の承継

(d) 登録の撤回

(e) 登録の申請等の方法

(f) 非居住者たるFPの登録

(2) セーフハーバールール

FPは、投資助言・投資推奨、証券の取得、買付けの勧誘など、以下のことをしてはならないこととされています。

(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、買付けの勧誘

(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、あるいはその証券の売付けを基礎として、報酬を支払うこと

(D) 投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手にすること

(E) その他SEC規則で定める行為

他方で、セーフハーバールール(レギュレーションCF規則402)がありまして、FPがしてよいことが列挙されています。

1つは、募集案件の選定です。たくさんのところからCFで資金調達したいという希望があり、FPのほうに申込みがあっても、その全部を受け入れるわけではなく、その中から選定することになります。

その募集を認めた案件のうち、幾つかのものを自分のところのウェブサイトで、うちはこんなのを扱っていますよというハイライトをすることも許されています。ただし、どの案件をハイライトするかについて客観的な基準を設けなければならないことになっています。また、ハイライトすることについて、掲載企業から追加の報酬を受け取ることは禁止されています。

それから、検索・分類ツールを提供することも許されています。つまりこういう業種で資金調達額はこの範囲でというような検索を可能にしておくとか、コミュニケーション・チャネルを提供するといったことです。コミュニケーション・チャネルの管理については、前述したような行為規制といいますか、濫用・詐欺的なものは削除しないとか、そういったことが定められているという

ことです。

発行者に対してアドバイスを提供することも許されています。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してもよいということになっていますし、募集に係る文書の作成の補助をしてもよいということになっています。

それから、FPを参照先として指示した第三者に報酬を支払うことも許されています。これは、恐らく、どこかのホームページから、CFだったらこのFPがいいとして、直接リンクが張ってあり、そこを経由して投資者が飛んできてくれた場合に、そのリンクを張っていたものにそれに応じて報酬を支払うということのようです。

あとは、ブローカー・ディーラーとのやりとりがあった場合に、そこに報酬を支払ったり、あるいはそちらから報酬を受け取ったりということは構わないということです。

広告に関しては、特定の募集要件をFPとしての広告に掲載することは認められるけれども、どの案件を選ぶかということは客観的な基準に基づいていなければならないとされています。さらに、特定の募集案件がほかよりいいとか、この案件は安全だというようなことを書くことは、投資推奨に当たることとなり、禁止されると書かれています。

それから、先ほど出てきましたプラットフォームの利用拒絶、あとは投資申込みの受付ですとか、先ほど出てきました適格の第三者に対する送金の指示等をしなければならないことになっています。

そのほか、コンプライアンス・ポリシーを定めなければならないとか、投資者のプライバシー保護に関する事項を定めなければならないとか、取引の記録を作成して保存しなければならないというようなことが定められています。

以上がFPに対する規制です。

VI. CFに関するその他の規制

1. 証券の転売制限

最後に、CFに関するその他の規制として、証券の転売制限が法令上かけられており、取得日から1年間は売却してはならないとされています。適格投資家への譲渡とか、規制の潜脱にならない範囲のものは認められますが、一般の投資家に自由に譲渡を認めてしまうと、発行登録義務の適用除外としたことが問題になりますので、譲渡制限が課されるということのようです。

2. 欠格事由

発行者に関する欠格事由としまして、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、特に詐欺的なことをやっていると、特例の利用が禁止されるということになります。

仲介業者に関する欠格事由としましては、取引所法で定めている一般的な欠格事由に該当する者は仲介業者にはなれないということになっているようです。

以上、やや早口でしたけれども、報告を終えさせていただきます。よろしくお願いいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○黒沼 松尾先生、ありがとうございました。

ただいまのご報告は、大きく分けると、発行者に対する規制と仲介業者に対する規制に分かれると思います。そこでまず、発行者に対する規制、レジュメで言いますと1～12ページまでの部分についてご意見やご質問をお願いしたいと思います。

### 【クラウドファインディングの理念と規制の在り方】

○小出 ご報告、ありがとうございました。すごく勉強になりました。

黒沼先生は2つに分けてとおっしゃいましたが、ちょっと全体に関係してコメントといいますか、

質問をさせていただければと思います。

1つは質問で、2つはそれに関するコメントですが、質問としては、クラウドファンディングに関する新しいルールは、情報開示に関して基本的に緩和したというふうに考えてよいのかということです。

見ていますと、クラウドファンディングであっても、相当程度情報開示は要求されているなあという印象を受けまして、このフォームCは確かにわかりやすいのかもしれませんが、それでも20ページぐらいは準備しなければいけないということだと思うのですが、果たしてこれはクラウドファンディングをやろうとしている者にとって十分に緩和されたというふうに評価されているのかという質問です。

それに関しての1つ目のコメントというか私の感想ですが、話を伺っていると、情報開示に関する規制にせよ、FPに関する規制にせよ、恐らく伝統的な証券の発行ないしはその仲介に対する規制の延長線上にクラウドファンディングの規制が続いているように見えました。ただ、クラウドファンディングについて、果たしてその伝統的な資金調達の延長線上にあるというふうに見るのが妥当かどうかよくわからないのですが、確かに今現実に行われているクラウドファンディングはそういうものが多いと思います。要は、単純に小規模な証券発行であるというふうに見ていいと思いますが、理念的ないし理想的なクラウドファンディングのモデルというのは、一種の集合知といいですか、発行者と資金調達者が直接リンクされていて、その間には情報の非対称性があまりないとか、あってもそれはインターネット上の集合知などによって緩和されていくというシステムだと思うのです。そういう理念型を考えますと、情報開示の義務を発行者に対して課して、それで情報の非対称性を緩和しようという考え方は、クラウドファンディングの理想とはちょっとやはりずれているような気がしています。

また、クラウドファンディングで出資をする投

資家がこのような詳細な情報を本当に求めているのかということを考えると、こんなものをわざわざ見るか、必要としているかどうかというのはよくわからない部分がありまして、その意味では、米国といえども、クラウドファンディングに対する規制のあり方というものについては、なおまだ整理できていないのではないかというふうに思いました。

2つ目のコメントとして、同じことは、FPに関しても言えるような気がいたします。これはFPを、一種の証券会社とは言いませんが、その延長線上に位置づけようとしている。そこで、一種のゲートキーパーとしての義務を課して役割を期待している。だからこそ、さまざまな厳しい規制を課しているのだと思いますが、恐らくこれも理念的なクラウドファンディングの世界では、FPはただの箱といいますか、情報の通り道にすぎないわけですし、FPにさまざまな情報の非対称性などを緩和するような機能を期待するということは、本来のクラウドファンディングのあり方と違うような気がしています。

そうしますと、FPに対して規制を敷くことの意味というのは、本当はないのかもしれないというふうにも思っています。

最後の2つのコメントは、現状に比して言えば、まだまだ理想論にすぎないとは思いますが、でも、ですので、もしもご感想があればと思いますが、そもそもこれは、米国においては規制を緩和したというふうに思われているのでしょうか。教えていただければと思います。

○松尾 規制が緩和されたかという点については、今まで発行登録義務が課されていて、そこでは、例えば会計士の監査を受けた財務書類等を出さなければならないということになっていたのが、一部はそういうことをしなくてよろしいということになったわけですから、緩和されたと言えるかと思います。

ただ、クラウドファンディングについて、どういものを理想にするかにもよりますけれども、

小出先生のおっしゃるような理想からすると随分と違ったものになっているかもしれません。今回の規制はあくまで株式を発行して募集に該当する行為をするのだから、証券規制の対象になりますということで、伝統的な規制の延長上の規制だということは、おっしゃるとおりかと思います。そういうこともあってか、PRが出たときには非常に反対意見も多く、厳し過ぎるという意見も多かったのですけれども、やはり SEC としては、詐欺的なことに濫用されることを非常に恐れているのかなという印象はあります。

この規制の下でクラウドファンディングがうまくいくようになれば、ひょっとするとまた緩和されることもあるかもしれませんが、全体的なトーンとしては、やはり非常にリスクのあるものに簡単に投資することを認めることになるから、詐欺まがいのものに利用されるおそれも高いという認識があって、今回の規制がぎりぎりの範囲ですというのが SEC の回答なのかなというふうに思います。

#### 【クラウドファンディングにおける「募集」】

○森田 クラウドファンディングの規制緩和をする理由として、今松尾先生は、募集するけれどもおっしゃったのですが、勧誘はするのですか。

○松尾 発行会社が勧誘しているという理解だと思います。自己募集のような形です。

○森田 自己募集ですかね。

○松尾 FP のところにいきますと、プラットフォームにロードショーと言われる動画がありまして、我々の事業はこういうものですよ、非常に有望ですよと PR するために発行会社がつくった動画をそこに載せているので、発行会社は募集、取得勧誘をしているという理解なのだと思います。

○森田 募集をしているのか、宣伝をしているのか、よくわかりませんね。

○松尾 そうですね、同時だと思いますけれども。

○森田 募集といえば、例えば何人以上といっ

た要件があったでしょう。この場合は、そういう人数要件は全然……。

○松尾 インターネットですから、載せた瞬間に不特定多数が対象となりますので、人数制限が効かないということかと思います。

○森田 そういう意味では、募集の概念から外れられないのですか。

○松尾 外れられなかったということです。

#### 【クラウドファンディングの類型】

○龍田 以前に伺ったところによりますと、クラウドファンディングによって調達するのは事業資金だけに限らず、緑化地帯の増加に必要な資金を集めるような場合も含めて、広くクラウドファンディングが利用できるということではなかったかと思います。本日のご報告は、SEC が規制しようという分野ですから、事業資金の調達に限るわけですね。事業資金の調達以外の場合でも、不正に対処するための規制は必要でしょうね。ご報告の範囲からは外れますが、規制当局が連携して対処するような仕組みがあるのかどうか、お教えいただけますと幸いです。

もう一つは、幾つかプラットフォームがあるというお話を伺ったときに、エクイティ型とそうでないものがあるということでした。債務証券の募集などはエクイティ型ではありませんが、事業資金の調達という点では共通しますね。その中でエクイティ型を分ける理由は何かあるのでしょうか。債務証券の場合でも、発行体が倒産すれば投資者はやはり損害を受けますね。エクイティ型をとくに区別するのはなぜでしょうか。

○松尾 まず、後者のご質問ですが、エクイティ型というのは、ちょっと不正確なところもありまして、区別する上では、ドネーション（寄附型）、投資先企業の商品等が得られるリワード型、それから、レンディング型と呼ばれる貸し付けのタイプ、それ以外の、持分ですとか証券発行を伴うエクイティ型というふうに分けられているようです。ですので、債務証券は、恐らく本来は、



証券発行型ということでエクイティ型に入れて…  
…。

○龍田 そちらに入るのですね。

○松尾 はい。債務証券であっても、スタートアップ企業ですので、エクイティへの転換権がついたようなものが多いということもありまして、恐らく分類の上ではエクイティ型になるのではないかと思います。

また、おっしゃるように、詐欺のリスクは全類型共通のものでありますので、本来はそういうのは、日本で言えば、消費者保護の問題として横断的に規制してしかるべきものだと思います。SECが規制の対象としたのは証券に該当するものだけということとして、見た限りでは、省庁横断的といいますか、そのような取組みがされているというようなことはないようです。消費者保護という観点からは、恐らく全て同じ扱いにすべきではないかと思えますけれども。

○龍田 ありがとうございます。

#### 【発行会社の調達可能金額に上限を設ける意味】

○前田 発行登録義務を適用除外とする見返りとして、投資上限額が設けられているというお話がありました。これは恐らくクラウドファンディングでは、投資者はインターネットを通じて安易に投資判断をしてしまいやすい、主にそういう危険から、金額に上限を設けることで投資者を保護しようという考え方によるのだと思います。そうしますと、投資者1人当たりの投資額を制限しておけば十分なような気がするのですね。しかも、複数の投資をする場合でも全部合算するというお話でした。それに加えて、さらに発行会社にとっての資金調達額総額についてまで制限を設けるというのは、どういう考え方に基づいているのでしょうか。

○松尾 これは恐らく、それだけ大規模な資金を調達するのならば、正規の発行登録義務を負うべきだということかと思えます。費用対効果の面からも、たくさん調達できるのだから、それなり

の費用を支払ってもいいでしょうという考え方かと思えます。逆に言うと、発行登録義務が免除されるのは、調達額が少ないから、費用対効果で見ると釣り合わないおそれがあるから、軽くしてあげようということなのかというふうに理解しております。

○前田 ありがとうございます。

#### 【我が国のクラウドファンディング規制との比較】

○洲崎 私は、昨年9月に日本のクラウドファンディングについて報告したのですが、本日のご報告を拝聴し、米国のクラウドファンディング規制は日本法とは随分違うなというイメージを持ちました。

日本法では開示規制の緩和は基本的に行われなかったと思いますが、クラウドファンディングで集める資金は有価証券届出書の対象となる1億円には満たないだろうということが恐らく想定されていたのかなと思います。だから、開示規制を緩和する必要は特になく考えられたのかなと。これに対して、米国の場合は、100万ドルとか500万ドルという基準は一応あるけれども、不特定多数の者に対する勧誘・広告をすると発行登録が必要になるので、開示規制を特に緩和する必要があった、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○松尾 100万ドルを超えない、あるいは500万ドルを超えない場合には、連邦証券法の正規の規制はかからないのですけれども、州法の規制がかかるとか、募集回状を作成、交付しなければならないとか、そういうものがあって、もちろんこれらの例外規定を利用してやっていた例もあるので、できないわけではないのですけれども、なお負担が重いという理解だったのだと思います。

ただ、出てきたクラウドファンディング規制を見ると、どちらが重いのかというのは、正直、一概に言えないと思うのですけれども。

○洲崎 日本では、発行開示規制は原則としてかからないけれども、かわりに業者にデューデリジェンスのようなものを課して業者に審査させ

るというルールになりましたが、そういうところが米国とは違うのかなという感じがしますね。

○松尾　あと、日本は継続開示義務を結局設けなかったのも、その点、米国は……。

○洲崎　そこは違いますね。日本の場合は、会社の株主になるのだから、会社法の規定に基づいて事業報告等が送られるだろうと考えられたのかなと思います。

#### 【投資家へのリターン】

○森田　投資家の皆さんは、見返りはどういう形で得られるのですか。

○松尾　まだそれほど例はないみたいですが、他社に買収されたケースがあるようです。IPO の例はないと思うのですが、いわゆるイグジットですね、投資回収に成功した例もあるようでして、そうすると投資額の数倍とか、かなりの倍率のリターンが得られるようです。

○森田　ベンチャーの初期の段階で投資している人のメリットが得られるかもしれないと思っているのですか。

○松尾　はい。

○森田　成熟期と違うから、リスクはより大きいですね。

○松尾　そうですね。ですから投資額全額を失うリスクがあるとか、簡単に投資回収できないといったことを周知徹底せよということかだと思います。

○森田　そうすると、パチンコに行くような気持ちで買ってもらうというか（笑）、それぐらいの軽い気持ちのものなのですかね。

○松尾　金額の上限からしてどうなのかわかりませんが、森田先生なら、パチンコにこれぐらい使われるのかもしれませんが。（笑）

○久保　大体スタートアップのどの時期でこういうものを使うのが多いかということはおわかりですか。

○松尾　かなり早い段階、いわゆるシードと言われる段階で、エンジェル投資家が出てくる前ぐ

らいですね。今までだと、友人とか家族とか、そういういったところに頼っていたようなものを、そこは「死の谷」と言われるらしくて、その調達がうまくいくかいかないかで随分違うらしいのですが、主にそこを補完するものとしてクラウドファンディングが位置づけられているようではあります。ただ、実際にそのように機能しているかどうかというのはまだちょっと……。

○久保　エンジェルよりも前となると、かなり早い時期ですね。

○松尾　そうですね。まだ何ともわからない、海のものと山のものとも……。

○久保　そんなところに素人さんが入っていくのですかという感じがしなくもないのですが……。

○森田　でも、世の中の人には宝くじでも買いますからね。（笑）

○小出　もともとクラウドファンディングというものは、友達の代わりなのですね。ですから、投資というよりは、応援をするというような気持ちでお金を出すというものなのだと思います。なので、投資の回収とかはあまり考えなくてもいいというのが理念なのですが、ただ、現実にはなかなかそうは使われていないようですけれども、見返りということをそれほど考えていない、応援のつもりでお金を出しているというのがもともとのモデルだと思います。

○松尾　別の研究会で EU の状況を調べまして、そのときの調査結果を見ますと、投資家は、案外シビアに投資案件として見ているという調査結果も出ていました。それ以前に全然コネクションがなかった投資先に対して投資する際に、何を見て投資先を選んだかということ、事業計画を見ました、あるいは経営陣の経営能力を見ましたというような調査結果が出ていたりしまして、必ずしも応援の気持ちでとかではなく、投資したら返ってこない可能性があるというのはわかっているけれども、ある程度は投資商品としてシビアに見ているところもあるようでした。

そのあたりのデータが米国のほうでもとれるとよかったのですが、今のところ入手できませんでしたので、投資家が主にどういう目的で投資しているのかというようなことは今後調べてみたいと思います。

#### 【投資制限額を超えて投資した場合の効果】

○行澤　まず、細かい点をお聞きしたいのですが、投資制限額を超えた場合の私法上の効果についてです。本当はそこまで投資できないのに、資産とか収入に比べて過大な投資をしてしまったが発行者もそれを知らないし、FP も特に合理的に疑うべきこともなかったというような状況で、後で実はそれは投資制限額を超える過大な投資になってしまっていたという場合、それは特に私法的な効果が生じるということはないのですか。

○松尾　そういうことは特に書かれていませんでした。

○行澤　つまり、過大な投資をして、後で投資が失敗したところ、実は過大な投資だったということで、特に何か救済を与えるという話では全くないのですよね。

○松尾　そのようですね。

○行澤　ただ、そのときに、FP が合理的な疑いがあるのに確認しなかったということになると、それは確認義務違反ということで、FP の私法上の責任というのは生じ得ますか。

○松尾　投資家に対する責任ですか。どうでしょうね、投資家自身は超えていることはわかっているはずなので……。

○行澤　わかっていなくても、不注意とか、ちょっと調べたけれども考え方が間違っていたという場合ですね。

○松尾　ちょっと難しいのではないのでしょうか。

○行澤　なるほど、難しいですかね。

#### 【仲介業者の調査義務等】

○行澤　もう一点。FP が詐欺を抑止するための一つの大きな働きを持っているというのはそのと

おりだと思いますが、今お聞きしている限りでは、FP は、一応表明されたことについては信頼できるということですね。例えば投資家になろうとする者の表明したこと、あるいは発行者の開示情報とかについても一応信頼できる。ただ、レッドフラッグといいですか、疑うべきことがあった場合には積極的な調査に乗り出せ、という構造のようですがそういう理解でよろしいでしょうか。

○松尾　そうですね。ただ、例えばどういう履歴を持った経営者であるとか、証券規制違反歴がないかというようなことは、疑うべき事実の有無にかかわらずやらなければならないことになっていますので、全く言ってきたことを信頼してよいということでもないと思います。

○行澤　なるほど。その点に関して日本の場合と比べてみると、先ほど洲崎先生が指摘されたところですが、なぜアメリカではデューディリジェンスという考え方がとられなかったのかなということをお伺いしたいと存じます。日本におけるデューディリジェンスの適用については、表記されたもの自体についての調査義務があるということで、今ご教示いただいた米国の FP に関する責任の在り方とどのように違いが出てくるのでしょうか。

日本と米国の法規制を比較してどちらが軽いか重いかは簡単に言えないと思うのですが、詐欺防止という点でどこまで仲介業者に防波堤の役目を期待するかという点で違いがあるのかなと思ったものですからお伺いするような次第です。

○松尾　日本のデューディリジェンスというのがどのぐらいのことまでやらないといけないのかというのも、ちょっとまだ十分に把握しておりませんので難しいところもありますけれども、米国は、基本的には FP は勧誘しない存在で、先ほど小出先生がおっしゃったように、本来は無色透明のはずなのですね。ですから、デューディリジェンスなどしなくてよいということかと思います。財務情報の正確性については、会計士のレビュー

等、担保するものを別途やりましょうと。

ただ、詐欺を働いたような人がもう一回利用しているといったことはないようにしなければならないということと、コミュニケーション・チャネルの投資家間のやりとりで不適切なものは削除しなければならないとされているのは、日本にはない義務かと思います。日本はどうなのでしょう。投資者が書き込んだりしたものの正確性ということ、仲介業者自身が発信した情報とされ、それがミスリーディングだったりすると民事責任等が発生するのかなというのは、ちょっとわからないのですけれども。

そういうことで、別に財務情報等については信頼性を担保する措置をとりつつ、基本的には、FPは関与もしないし、単に発行者からの情報を流すだけですというスタンスなのだと思います。

○行澤 わかりました。

#### 【発行者の継続開示義務】

○飯田 継続開示義務のところについて伺いたいのですけれども、クラウドファンディングで発行された株式については、1年間は転売もできないというわけですから、流通市場が基本的にはない世界だと思うのですけれども、そうだとすると、米国における継続開示規制の、基本的に流通市場があるから継続開示義務を課すという発想とは大きく異なっているという理解でよろしいですか。

○松尾 そうですね。継続開示があっても、その情報をもとに投資家が何をできますか、できることは限られますねということもあるかと思います。結局これは、詐欺ではなかったということを事後的に確認する、実際に事業にお金が使われていますということを確認することぐらいしかできないのではないかと思います。流通市場のための情報開示ということではないので、そういう意味では従来と大きく趣旨が違うというのはご指摘のとおりかと思います。

○洲崎 米国では、やはり州会社法に任せておく心配なので（笑）、証券規制のほうで継続開

示を課したのかなと。想像ですけれども。

○飯田 そうだとすると、継続開示義務の消滅のところの要件についての理解が難しく、例えば証券保有者が300名未満となった場合というときが一つの例だと思うのですが、これが例えば証券保有者200名ですというときには、一回は報告しなければいけないけれども、その後は何もしなくてよいという条文に読めるのですが、そういうことですよね。

○松尾 そうなると思うのですけれども。200名の場合は、1回目は出さないといけないということだと思います。

○飯田 けれども、1回出せばその後は何もしなくていいということですから、集めたお金による事業について、とりあえず1年間は報告するけれども、その後は何もわからないという世界が待っているという話ですね。

○松尾 そうですね。

○飯田 また、総資産額が1,000万ドルを超えていない場合は3回出さないといけないことになっているのですが、3回と1回に分かれていることには何か意味があるのか、よくわかりません。もしご存じであったら教えてください。

○松尾 リリースのほうでもあまり説明は見つからないのですが、継続開示義務を課す意味は、詐欺の防止にあるのかなと思いますので、1回出さないといけないとなると、おっしゃったように、1年分は何となく事業をやっているようには見せかけないといけないわけですね。3回出させるということは、3年は事業をしている外観を継続する必要があります。1,000万ドルを超えていない場合にはすぐに継続開示義務が消滅するということになりますと、投資したけれども失敗してしまいましたと説明して、実際には投資された資金を持ち逃げするということが可能になってしまうわけですね。なので、そういうタイプの詐欺的なものを防止するには、3回は出させましょうということかだと思います。その間に何かおかしいことがあれば、手おくれかもしれませんが、詐欺的な

ものとして別途救済を考えましょうということなのかと思いますが、かなり憶測が入っていますので、正確ではないかもしれません。

【クラウドファンディング特例を利用できない者】

○黒沼 二、三質問させていただきたいのですが、第1は、クラウドファンディング特例を利用できない発行者について SEC 規則に委任がされていて、SEC 規則では、具体的なビジネスプランを持っていない者というのが挙がっています。これは、SEC がクラウドファンディングを認めるかどうか、発行者について実質審査をするということの意味しているのでしょうか。そうすると、従来の考え方とかなり違ってくる。いわゆるメリットレギュレーションになっているというようにも思うのですが、この点について何か議論、あるいは松尾先生のご意見があったら伺いたいと思います。

○松尾 おっしゃった点は、SEC も随分ナーバスにリリースの中で書いていまして、実質審査をするということにはならないように、全くアイデアがないような状態の発行者の利用を認めないという趣旨であると説明しています。ですから、何かしらビジネスプランでもアイデアでもあればいいということになるかと思います。一見ただけで何をやるかわからないようなところは、そもそもクラウドファンディングの趣旨（プロジェクトにお金を出しましょうというのが本来の趣旨）に合わないから、そういうところには利用させないということかだと思います。例えばアイデアの実現可能性ですとか、そういうのは問われません。SEC の立場としては、実質審査するものではないと説明しています。ビジネスプランというのは広い概念で、何かしらあればいいというようなことがリリースには書かれておりました。

【発行者の民事責任】

○黒沼 第2点は、民事責任の規定なのですが、ちょっとこの民事責任の証券法4A条(c)項を読

んでもよくわからないところがあるのですがけれども、発行開示については、フォームCを出させるけれども、それについては証券法11条の責任は発生しないということを言っていると理解していいのか。それから、継続開示については、証券法4A条(c)項で何か適用される場面があるのかどうかがよくわからないので、教えていただければと思います。

また、継続開示については、法定の他の民事責任規定は適用されないかもしれませんが、SEC 規則10b-5は適用されるというふうに考えてよろしいのでしょうか。

以上、教えてください。

○松尾 フォームCについて証券法11条の責任が発生しないというのは、おっしゃる通りだと思います。

あと、継続開示は、記憶にある限りでは特に議論されていなかったのですが、どこかで規則10b-5が出てきたように思いますので、その適用はあるということではないかと思います（報告者注：PRおよびリリースをチェックしましたが、規則10b-5の適用について書かれたものは見つけれませんでした）。

○黒沼 そうすると、証券法4A条(c)項は継続開示には適用されない、発行開示の文脈についてのみ適用される規定だというふうに理解したほうがよろしいのですかね。

○松尾 ではないかと理解しておりました。

○黒沼 わかりました。ありがとうございます。

【仲介業者の報酬と顧客資産の管理】

○川口 全然違う話ですがけれども、仲介業者であるFPの利益というのはどこから来るのでしょうか。まず、発行会社がFPに情報を載せてもらうときに手数料を得るということになるのか。あるいは、売買が成立したら投資家のほうから手数料が支払われるのでしょうか。そこでは、日本でいうと媒介にあたる業務を行っているように思えますので、利益というか手数料というのは一体どの

ようになっているのでしょうか。

もう一つは、仲介業者としては、投資家の間の売買に関して、お金を扱わないのですね。ご報告では、仲介業者に口座を開設するといった文言がたくさん出てくるのですけれども、その際のお金の管理はどのようにになっているのでしょうか。

○松尾　　まず、手数料ですけれども、多くは成功報酬のような形がとられ、調達に成功した金額の何%かを発行者から得ているものがほとんどかと思います。一部、投資家からも手数料を取るものもあるようですけれども、ほとんどは成功報酬で発行者から取っているようです。

それから、顧客の資産ですけれども、仲介業者のうちブローカー・ディーラーとして登録した者は、一般の証券会社と同じように、顧客の資産を受け入れます。FPは、預託を受けてはならないということになっておりますので、その場合の口座というのは、確かに何かよくわからないところもありますけれども、要するにその申込みを受け付けて、あるいは申込みをキャンセルしましたとか、そういう情報のやりとりのためだけの口座ということになるかなと思います。FPを通じて募集案件に申し込むためだけの口座というか、アカウントかなというふうに思います。

FPの場合は、第三者に決済は委ねていますので、投資家にはそちらに送金するよう指示し、証券もその第三者を通じて受渡しがされるということのようです。

○川口　　日本では、投資者保護基金への加入問題が議論になったのですが、米国では問題にならないということでしょうかね。

○松尾　　FPについては、ならないということではないかと思います。

○川口　　わかりました。

#### 【オール・オア・ナッシング方式を義務づける意義】

○石田　　オール・オア・ナッシングのお話がありましたけれども、これは単に応募して集まった

分が手取り金になる、そうではなくて、到達しなければ、もう全てがなくなるということですね。これはどういう理由なのですか。プロジェクトに対応した資金調達方法だから、それに見合った金額が集まらない限りは資金調達として認めないと。かなり厳しいような気がするのですけれども。

○松尾　　おっしゃるとおりですけれども、これも詐欺防止の一環というふうに説明されます。こういうビジネスプランだから5万ドル必要ですよと言っているのに、3万ドルしか集まらなかったらその事業はできないのに、3万ドルでいいからお金が欲しいというのはどういうことかとなります。5万ドル出してくれるよう投資家を説得できるようなものでないと認められないということにしておいたほうが、一部だまされた人だけが投資した資金をまきあげられるということはないでしょうと、そういう判断なのだと思います。

○石田　　別の方法で追加して資金調達をして、継ぎ足していけば、プロジェクトは完遂できそうな、必要な資金が集まりそうな気がするのですけれども、一度で集めないとだめだというので、厳しいルールだなと思いました。

○松尾　　日本もEUも、調べた限りでは、オール・オア・ナッシング方式をとっている場合はその旨を開示しなさいというルールはありますけれども、オール・オア・ナッシング方式でないといけないというルールは米国だけではないかと思います。

○石田　　ありがとうございます。

○舩津　　今の点ですが、私が別の方から聞いたお話では、まさに小出先生の考え方になるのか、松尾先生の考え方になるのかというところだと思いますが、松尾先生は詐欺防止で説明されたのですけれども、小出先生的な考え方からすると、集合知を集めて、投票して、まともにいきそうなやつだけを選別するというのがオール・オア・ナッシング規制にあるのだというふうな説明を少なくとも当初はしていたということを聞いたことがあります。考え方は両方あると思うのですけれども

も。

○伊藤　今の2つは、結局は同じになると思います。集合知云々の話からして、特別の規制緩和を許しているのであると。そして、そのような理由によって規制緩和が許されている以上、集合知による投票の結果十分な支持を集められなかったものについては資金調達を許さないと。そのようなルールは、一貫しているし、詐欺防止のやり方として簡易でいいと思います。

#### 【投資家間のコミュニケーションの効用】

○森田　時代遅れの人間からの質問ですが、この場合に、皆書込みをして、お互いに情報交換して、従来、発行会社側からの情報とか仲介業者からの情報で投資家は判断していたのですが、ディスカッションというか、民主主義というか、投資者のほうからの議論が証券の募集の中に入ってきて、ある種の機能を果たすというようなことがある程度評価されているのですか。

○松尾　実証研究のようなものもぼちぼち出てきているのですけれども、一応それなりに機能していると評価するものが多いと思います。いわゆる専門的な知識を持っていない投資家であっても、集合知という形をとると、それなりの選別機能を発揮して、プロが投資した案件とクラウドファンディングを通じて投資した案件を比べたときに、必ずしもクラウドファンディングのほうのリターンが低いというようなことはなかったというような結果が出ています。むしろプロと同じような形で選別できているというような結果も出ておりますので、そういう意味では、おっしゃるように投資家間の議論、ディスカッションをある程度信頼できるという判断があったのかと思います。

○森田　だから、要件としては、プラットフォームのところでオープンに書込みができるということが必須の条件になっているわけですね。

○松尾　そうですね。

○森田　ただ、行き過ぎたときは消せるということですか。

○松尾　濫用とか詐欺的な場合には……。

○森田　その判断は難しいね。

○洲崎　日本のクラウドファンディング規制における仲介業者の役割と米国の仲介業者の役割が全然違うので驚いているのですが、米国では、そもそも自己勧誘、自己募集が中心で、それをサポートするのがFPの役割であるということですね。しかも、投資勧誘プラス投資家間のコミュニケーションによって情報を共有し投資を促すということで、日本では全く考えられていなかったような話が米国では進んでいるのかなと思いました。ただ、コミュニケーションに参加する人が、ステルスマーケティング的なことをすると、つまり発行者の関係者が一般投資家を装って発行者を応援するようなことを書いたりすると、まずいですね。それを防止するような仕組みができていますのかどうかがよくわからなかったのですが。

○森田　ディスクロージャーさせるのですかね。

○洲崎　正直にディスクローズすればいいのですが、一般の投資家ですと名乗って、実は関係者が書き込んでいる場合が問題ですね。

○川口　何か登録してとかではなくて、全くの匿名なのですか。

○松尾　そうですね、少なくとも実名であるということは確認できないと思います。申し込むときは当然本人確認はしますが、書き込む段階では……。ただ、ネットの人たちはそういう変な人を特定するのも得意ですので……。 (笑)

○洲崎　そういうこともあり得るということを知った上で、こういう情報をうまく使うということが最近のネット社会なのかもしれません。

○松尾　まさにそれも集合知の一部なのだと思います。

○久保　ただ、レジュメの15~16ページにありましたけれども、仲介業者は書込みをする人が報酬をもらっているかどうかということについて、コミュニケーションする際に報酬を得ていることを明示することを確保する合理的な措置を講じないといけないというようなことがありますよね。

集合知であぶり出せばいいですというのは、多分合理的な措置にはならないかと思いますので、具体的には、仲介業者はどういうことをやらなければいけないのか。例えばチェックボックスみたいなものを入れて、チェックボックスで「私は報酬を得ていません」みたいなことを入れるというようなことでいいのですか。

○松尾 そのぐらいのことしかやっていないと思います。もちろん、会社関係者はある程度はわかるでしょうから、そのチェックはやっているかもしれません。ただ、別のアカウントとか、そういう形でやられるとわからないかもしれませんけれども……。

#### 【投資をプロモートする者の意義】

○黒沼 実質的にもう議論は移っていますけれども、どうぞ仲介業者に対する規制も含めてご発言ください。

○船津 よくわからない存在としてプロモーターというのがあるのですが、確認させていただきたいのですけれども、広告自体をするコミュニケーション・チャネル外での広告のようなものは、発行者以外は——発行者自体もできないのでしたっけ。

○松尾 そうですね。墓石広告しかできない。

○船津 いわんやプロモーターもできないということでもいいですね。

○松尾 そうです。

○船津 その場合に、集合知という話の理念で突き進んでいくと、プロモーターといった人たちに、有料・有償で書き込ませる必要は全くないような気がするのです。それなのに手数料を開示すれば書き込んでいいというふうになっているのはなぜなのかというのがよくわからないところです。プロモーターというのは一体どういう人であることを想定しているのか。それこそ専門のエージェントのような人を想定しているのか、あるいは一般的に創業者に近い人たちがお金をもらって書き込んでいる、そういう人たちを捕捉する概念とし

て使われているのか。そういった規制の対応によって、プロモーターが書き込んでいいよという規律が理論的に説明できるのか、あるいは何か政治的なものなのかというのがよくわからないのですが、いかがでしょうか。

○松尾 プロモーターの適切な訳語が見つからなかったのですが、少なくとも業者的なものが想定されているわけではなくて、勧誘した人は全てプロモートしたことになり、この規制の対象になります。したがって、友人なども含まれるかと思っています。専門でやっている人ももちろんいるかもしれませんが、そういう人には限られないということです。

確かに報酬をもらった人は一切書き込んではいけないというルールもあり得たのかもしれませんが、お金をもらって書いていますということを開示しさえすれば、有益な情報の提供者にもなり得るという理解なのかもしれませんね。でも、見る限り、あまり書込みはないですね。（笑）機能しているとは……。

EUのほうの調査結果を見ると、あまり他人の書込みは信頼していないということもあって、本当にどこまで集合知が形成されていると言えるのか疑問もあります。もちろん、コミュニケーションがあるケースもありますし、ピア・ツー・ピアでの貸付けですとか、マイクロファイナンスなどのほうでは優良な貸付先を選別するために投資家間のコミュニケーションが機能しているという研究結果もあります。しかし、証券発行型のクラウドファンディングについては、どこまでコミュニケーション・チャネルが機能しているかというのはまだちょっとわからないところもあります。そういうこともあって、一切禁止はせずに、お金をもらっていますということさえ開示すれば、書き込んでもよろしいということにしたのかなと思います。これも推測ですけども。

○川口 日本の場合、発行者などから対価を受けて、投資判断に関する意見を新聞や雑誌に掲載するには、対価を受けていることを表示しなけれ



ばならないという規制がありますね（金融商品取引法（以下「金商法」という）169条）。そこでは、特定の投資物件について意見を述べることは許されるけれども、そのときに報酬をもらっているときは開示しなさいというやり方をしているわけですね。先ほどのことは、これとよく似たやり方なのかなという気がします。報酬をもらっていたら意見の表示を禁止するというのではなくて、もらっていたらそのことを書きなさいという方法は、あり得るということですね。

#### 【コミュニケーション・チャンネルへの書込みの制限】

○久保 18 ページに、口座を開設した人がコミュニケーション・チャンネルにコメントを投稿することを制限しなければならないというふうにしていて、これはバイアスがかかるからだというお話だったのですが、口座を開設した者というのは、例えば仲介業者のところにアカウントを持っていたら、そのアカウントを持っている人は仲介業者のところに乗っかっている案件については全てコメントを書き込むことはできませんという趣旨なのか、あるいは、登録するときはこれを入力してくださいねという ID は持っているけれども、コミットしていない案件には書き込むことができるという趣旨なのか、どちらなのでしょう。

というのは、もし、単にアカウントを持っていたらもう何も書き込めませんというと、業者が大きくなれば大きくなるほど集合知を生かせなくなるという問題が出てきますね。そうすると、バイアスがかかるからといっても、まだ投資にコミットしていない段階ではバイアスはいらないだろうという気がします。口座を開設しているというのは、先ほど川口先生からもたしかお話があったと思いますけれども、どういう状態を指しているのですか。

○松尾 ちょっと不注意で読みとばしてしまいましたが、リリースで説明されていたのは、その投資に申し込んだ人はバイアスがかかるという

説明だったので、恐らく特定の案件に申込みをした場合が想定されているのだと思います。もっとも、おっしゃるように文言は「口座の開設」なので、ほかの投資案件に投資するために口座を持っているような人も含まれてくる可能性もあります。これはまた後日、確認をさせていただいて、そちらで補足させていただきます。

趣旨としては、ある案件に投資することを申し込んだ人を排除するという趣旨であったように記憶しています。

（報告者注：この部分はレギュレーション CF 規則 303(c)(3)を完全に読み違えておりました。正しくは、仲介業者は、その業者に口座を開設した投資家のみがコミュニケーション・チャンネルに書き込めるものとしなければならないということです。口座を開設していない者にも書込みを認めるとステルスマーケティングのようなものが増えるという判断のようです。お詫びして訂正させていただきます。）

#### 【フォームCにおける不実開示の責任】

○黒沼 ほかにどの点でも構いませんので、いかがでしょうか。

○行澤 発行者の情報開示規制で RISK FACTORS というのがありまして、添付していただいたフォームCの資料の8ページでご紹介いただいているとおりわかりやすいのですが、先ほどのお話のとおり規則 10b-5 の適用があるということを前提にしてお伺いしたいと存じます。例えば非常に重要なリスクファクターを議論の中で意図的に落としている場合というのは、本来、重要な事実の不実開示責任が問われるケースだろうと思うのですが、「全てのことについて自分で調査したことのみ信頼しなければならない」という文言がわざわざ置かれてありまして、どうも今のご議論を伺っている限りでは、リスクの説明というのは参考の資料というか参考の情報にすぎないというような印象です。つまり、たとえ RISK FACTORS に関する説明部分に重要な事実が意図的に落とされて

いたとしても、それは投資しようと思う者の文字どおり自己責任でやらないといけないというようなことになるのでしょうか。

○松尾 レジュメの8ページの真ん中あたり、発行者の情報開示義務のところ、レギュレーションCFは、開示した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も書くことを要求しているので、おっしゃったような状態ではないとは思いますが。

○行澤 なるほど。投資に必要な基本的な情報については、当然そのことをよくわかっているべきだということが一応制度の前提にはあるのだけれども、しかし意図的に重要なリスク要因を落としたようなときには、場合によっては規則 10b-5 等が適用されることもあり得るということですね。

○松尾 そうだと思います。

○行澤 わかりました。

#### 【会計士による監査とレビュー】

○岸田 8ページと9ページに書いていますレビューと監査について、大分区別していると思うのですが、その区別がどうなっているのか、ご存じだったら教えてほしいのですが。日本の方はきちんと監査省令で区別しますが、米国についてはよく知らないのも、もしご存じだったら教えてください。

○松尾 具体的にどう違うかはわかりません。ただ、お配りした資料を見ていただくとかなり費用が違うので、作業量としては随分違うのだと思います。表がついているほうを見ていただきますと、費用で言うと5倍から10倍ぐらいは違うとされているので、レビューというのはそのぐらいのものだというふうに認識しております。

#### 【複数のプラットフォームの利用禁止と投資額上限規制のエンフォースメント】

○加藤 プラットフォームと発行者の関係について質問いたします。レジュメの4ページで、1回の募集については1つのプラットフォームしか

使っていないという規定になっているのですけれども、例えば1回募集をして3か月後にまた募集をするというときに、別のプラットフォームを使用することは妨げられるのでしょうか。すなわち、規定の意味は、同時に2個以上のプラットフォームを使ってはいけないということなのかということです。あと、17ページでご指摘いただいた投資額の制限の遵守のところ、将来つくられるであろう投資者情報を集約したデータというのは、自主規制機関などがつくることが想定されているという理解でよいのでしょうか。あわせて2点についてお答えいただければと思います。

○松尾 まず、後者の点については、そのとおりだと思います。こういうデータベースをつくって管理するのは自主規制機関ということが想定されているようです。

前者についても、おっしゃるような一つの募集について設定された募集期間中に複数の仲介業者を使ってはならないということで、1回の募集期間が終了して、その後別の募集を行うときには、違う仲介業者を使うということは可能なのだと思います。

趣旨からしても、募集についてはできるだけ集合知を集約させたいので、分散させるよりも、一つの仲介業者のところにまとめて書込み等をさせたほうがいだろうと、そういう趣旨かと思います。

○小出 今の点に関連して質問ですが、プラットフォーム外のコミュニケーションを認めてはならないということらしいのですが、これはしかし、投資家が勝手にやる分にはとめられないということでしょうか。例えば2ちゃんねる的なものに書込みをしても（笑）、それはもう含まれないということなのではないでしょうか。

○松尾 そうなるかと思います。これに関しては、仲介業者がローンチパーティーを開きたいとか、事業者が直接投資家にアピールする場を設けたいとか、そういうことが意見としては出ていたのですが、そういうのも認めないというこ

とでしたので、投資家が別のところに書いてしまうというのは、ちょっととめようがないのかなと思います。

○加藤 関連するのですが、例えばプラットフォームと発行者の関係というのは1回限りなのか、それとも継続的な関係が想定されているのでしょうか。ただ今の小出先生のご質問と関連するのですが、募集期間中に発行者と投資家の間でコミュニケーションをすることが趣旨に反するというのは、恐らく SEC のルールの話だと思うのですが、例えば募集が終わった後に投資家を集めて何かパーティーを開くといったこともやってはいけないということでしょうか。つまり、その後、同じプラットフォームで募集をすることを想定した上で投資家とのコミュニケーションをとっておきたいという行動も規律されるのかということです。

○松尾 あまり考えていませんでしたが、一応1回限りの関係で、継続開示義務にも基本的には仲介業者は関与しないということなのですが、何回か同じところを利用している例もないわけではないので、そうすると、おっしゃったような問題はあり得るかと思います。禁止されているのは特定の募集に関連してコミュニケーションをとることなので、既に投資してもらった人との間のコミュニケーションというのは、特に制限はされないのだろうとは思いますが。

#### 【クラウドファンディングと金商法上の「募集」】

○黒沼 ほかはいかがでしょうか。

○伊藤 全体的な規制の話ですが、クラウドファンディングに金商法で規制をかけるというこの話が、私はずっとわかりにくいなと思っていました。というのは、クラウドファンディングはITとともに自生的に発達してきたやり方で、金商法の規制対象とは必ずしも重ならないからです。金商法の規制として考えていくのであれば、クラウドファンディングについても、金商法の規制対象の色を帯びたものについて規制をかけていこう

という話になりますので、要は、証券の募集に当たるものを規制しようという関係なのかなと思うのです。

それで、先ほど、金商法で規制をするのは事業資金の調達なのでは、といった話が出てきたのですが、正確には、証券の募集に当たるものに金商法が規制をかける。ただ、証券の募集ということは、通常は事業資金の調達なのだろう、という関係なのかなということをまず確認したいです。

それから、クラウドファンディングの中でも金商法の規制対象の色彩を帯びるものについてだけ規制をしようとか、その金商法の規制を緩和しようという話なのであれば、クラウドファンディング規制の内容というのは、あくまで既存の金商法規制をスタートにして、それをどこまでどう緩和するかということを考えざるを得ないと思います。

しかも、米国の場合、日本とは仲介業者の役割が全然違うというところからもわかるように、かなりクラウドファンディングの理念型には配慮していると思います。金商法の規制がクラウドファンディングの理念型には最後まで寄り添えないとしても、もうそれはしょうがないといいますが、なぜなら、クラウドファンディングの理念型を本当に追求したいのだったら、ドネーションであるとか、証券の募集に該当しない形でやればいいのですよね。今申し上げたような理解が間違っているかどうかを確認させていただければと思います。

○松尾 クラウドファンディング規制というふうにくくってしまったので、ちょっと問題があったかと思いますが、あくまで証券、投資契約に該当するようなものを利用して資金調達する場合が対象ですので、寄附型ですとか貸付型というのは今日の報告の規制対象には入ってきません。

一方で、事業資金に限らず、自然環境に優しい何かをつくろうとか、そういうものであっても、何かリターンを約束していれば、規制の対象になります。共同事業の要件などが問題になるかとは思いますが、ですので、証券の募集に該当

するものだけが金商法的規制の対象になります。だからこそ、どうしてもほかの証券の発行の場合と比較して外せないといえますか変えられない部分があるので、クラウドファンディングの理念型とは最後まで合わないところがあるというのも、おっしゃるとおりかと思います。

○黒沼　今の伊藤先生のご発言に関連して、ちょっと伊藤先生のご趣旨とは違うかもしれませんが、日本では、まず募集に当たるかどうかという点、これはやはり人数基準がありますので、募集に当たる場合もある。ただ、少額免除で、1億円を超えないときは有価証券届出書も提出が求められない結果、発行開示が要らないというだけで、形式的には募集に当たるのです。だから、クラウドファンディングが募集に当たる場合もあるし、私募の場合もある。それから、私募の場合であっても、日本では勧誘があるというふうに考えられているのです。プラットフォームの運営者は勧誘をしている。だから、募集の取扱いとか私募の取扱いに当たるので、これは本来は金融商品取引業の登録が必要だと、そういう発想に立っているのだと思います。

本日の話を伺っていて、米国では、発行者についての規制緩和に関しては、やはり募集に当たる場合であっても発行開示を緩和するという点に意味があって、ただ、FP 専業業者については、米国の証券法上、本来なら規制対象にならないというのであれば、規制強化になっていて、なぜそういう規制の強化をしたのかという点にややわかりにくいところがあるように感じました。

○松尾　米国では、FP 自体は勧誘はしていないということになっているので、おっしゃるように、これに対する規制は一体何なのかという問題はあると思います。これもやはり詐欺防止というか、そういうことのために特に規制を課す必要があったということなのかと思います。

○森田　セーフハーバーではないのですか。だから、それをしなければ大丈夫ですよということだけの話と。

○松尾　そうですね。きわどいことをやると勧誘しているということになるので、安全にやりたければこの要件を満たしなさいという意味もあるかと思います。

○森田　それぐらいの問題でしょうね。

○伊藤　今の黒沼先生のお話を推し進めると、もう FP の規制の一部は SEC の規制権限を超えることになってしまうのではないのでしょうか。そこまで言う人はいないと思いますけど。

○松尾　確かにそうですね。

○黒沼　ただ、本日のお話を聞いていると、米国の勧誘規制ってこんなに狭い概念だったかなという印象も受けて、証券の取得とか買付けの勧誘をしてはならないと言いながら、実際にはそれに近いことをやっているようにも感じたのですけれども。

○松尾　そうすると、やはりセーフハーバーを設けて、安全にできるようにしてあげたということに意味があるのかもしれませんが、実質勧誘しているけれども、半分目をつぶっているということなのかもしれません。

○黒沼　まだまだ議論は尽きないと思いますけれども、ほぼ時間になりました。もしよろしければ、本日の金融商品取引法研究会を終わりたいと思います。

松尾先生、どうもありがとうございました。