



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

日本証券業協会の自主規制（３）－株式型クラウドファンディングの検討－

第１部「規制の概要と近年の改正」

第２部「株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制について」

2025年3月28日（金）15:00～16:58

大阪取引所５階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
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
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科名誉教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	追手門学院大学法学部教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行岡	睦彦	神戸大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

第1部「規制の概要と近年の改正」

同志社大学法学部教授

川 口 恭 弘

目 次

はじめに

I. 規制の沿革と概要

1. 制度の導入―留意点―

2. 制度の概要

(1) 「第一種少額電子募集取扱業務」
の定義

(2) 「仲介者によって参入が容易」な
制度設計

(3) 「発行者にとって負担の少ない」
制度設計

(4) 「投資者保護のための必要な措
置」

II. 改正の理由と内容

1. 金融審議会 WG 報告

(1) 市場制度 WG「資産運用に関するタ
スクフォース報告書」(2023 年 12 月
12 日)(WG①)

(2) 市場制度 WG「報告書―プロダクト
ガバナンスの確立等に向けて―」
(2024 年 7 月 2 日)(WG②)

2. 改正点(政令+内閣府令+監督指針) (2025 年 2 月 25 日施行)

(1) 少額要件

(2) 欧米との比較

(3) 勧誘方法

○川口 時間になりましたので、今月の金融商
品取引法研究会を始めたいと思います。

今月は、「日本証券業協会の自主規制(3)―
株式型クラウドファンディングの検討―」と題し
て研究を行います。2部制になっておりまして、
第1部は私の方から「規制の概要と近年の改正」
について報告をし、第2部は、日証協の松本様か
ら自主規制の内容についてお話しいただくという
ことになります。

それでは、私の方からご報告させていただき
たいと思います。

はじめに

まず、本研究会では、クラウドファンディング
については、レジュメに挙げていますような報
告・討論がなされています。以下では、これらの
ものとなるべく重複を避けて、金商法、政省令、
監督指針の中でも、特に投資家保護のための規制
を中心に報告をしたいと思います。

また、全体のテーマが「日本証券業協会の自主
規制」ですので、日証協による自主規制の対象で
ある「第一種少額電子募集取扱業務」を取り上げ
るということにいたします。

I. 規制の沿革と概要

1. 制度の導入―留意点―

レジューメ記載の金融審議会のWGでクラウドファンディングの制度整備が検討された際、仲介者によって参入が容易であるということ、発行者にとって負担が少ないということ、そして、投資者保護のための必要な措置を講じることが留意点でした。そのうえで、自主規制の充実も提言されています。

2. 制度の概要

(1) 「第一種少額電子募集取扱業務」の定義

まず、金商法において「第一種少額電子募集取扱業務」というものが定義されています。そこでは、「電子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って内閣府令で定めるもの」により行われる、「有価証券の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」を「電子募集取扱業務」と定義したうえで（金商法29条の2第1項6号）、非上場の株券又は新株予約権証券の「募集の取扱い」又は「私募の取扱い」であって、当該株券又は新株予約権証券の募集総額や投資者1人当たりの投資額が「政令で定める少額要件」を満たすものを「第一種少額電子募集取扱業務」と定義しています（金商法29条の4の2第9項）。

そこで、問題になりますのは、「政令で定める少額要件」というところです。改正前の金商令15条の10の3では、「発行総額が1億円未満で、取得者（特定投資家を除く）の払込額が50万円以下」ということが規定されていたわけです。

(2) 「仲介者にとって参入が容易」な制度設計

続きまして、「仲介者にとって参入が容易」については、本日は、時間の関係もあり、取り扱いませんが、第一種少額電子募集取扱業者については様々な規制緩和がなされています。規制緩和は、上記のような少額の投資という観点から実現したものです。

(3) 「発行者にとって負担の少ない」制度設計

発行者にとって負担が少ないという点については、前述のように発行総額が1億円未満ということになりました。そうすると、有価証券届出書を提出する義務がありませんし、その後の継続開示義務もなくなるということになります。

(4) 「投資者保護のための必要な措置」

クラウドファンディングは、インターネットを通じて手軽に多数の者から資金を調達できる仕組みですので、詐欺的な行為に悪用される危険があるため、これに対する対応が求められます。

まずは、必要な業務管理体制の整備の義務付けが法令で要求されています（金商法29条の2第2項）。また、日証協の自主規制においても、社内規則、その取扱要領、投資者から照会があったときに回答する体制の整備などが構築されています。この点は、松本報告に譲ります。

その上で、投資家への情報については、「重要な情報の開示義務」というのが金商法43条の5で規定されており、ここに列挙されているものについてインターネットで閲覧できるようにしておくことが要求されています。

協会の自主規制においても、ウェブサイトによる情報提供（規則9条）ですとか、確認書の徴求（規則11条）、そして勧誘手法併用の禁止（規則12条）が定められています。これは改正後の条文ですが、「会員等は、金商業等府令第6条の2各号に規定する方法以外の方法により、株式投資型クラウドファンディング業務に係る投資勧誘を行ってはならない。」ということになっています。

この金商業等府令第6条の2は一体何なのかということですが、先に述べたように、金商法29条の2第1項6号において、金融商品取引業の登録要件の中で「電子募集取扱業務」の定義が規定されています。そこで、「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

法であって内閣府令で定めるもの」が規定されており、この内閣府令が金商業等府令6条の2ということになります。これが、後で述べますとおり改正されたということです。

従前のものにつきましては、2つのものが掲げられていまして、「金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された情報の内容を電機通信回線を通じて相手方の閲覧に供する方法」（1号）、そして「前号に掲げる方法による場合において、金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機と相手方の使用に係る電子計算機とを接続する電気通信回線を通じて又はこれに類する方法により通信文その他の情報を送信する方法（音声の送受信による通話を伴う場合を除く。）」（2号）というものが規定されていました。

後述するように、日証協のルールによりまして、ここに挙げたものでしかやってはいけないということになりますので、結果としまして、株式型クラウドファンディングにおいて、勧誘方法は電磁的方法に限定されるということになっていました。

このような規定になった経緯ですけれども、株式型クラウドファンディング制度が創設されたときに、衆議院の財務金融委員会で附帯決議がなされ、「投資家が、新規・成長企業への投資に関するリスク等を十分に把握できないことにより不測の損害を被ることがないよう、……投資被害の多くが電話・訪問であることを踏まえ、投資型クラウドファンディングにおいては、電話・訪問を用いた勧誘ができないことを明確化すること」とされました。上記の規制は、これを受けたものと理解できます。

II. 改正の理由と内容

1. 金融審議会 WG 報告

（1）市場制度 WG「資産運用に関するタスクフォース報告書」（2023 年 12 月 12 日）（WG①）

投資型クラウドファンディングを活性化させるという議論の中で、発行可能な有価証券の総額を

拡大してはどうかということが言われました。

理由は、スタートアップ企業における資金調達需要の高まりがあるということと、諸外国では、その額が多いことが指摘されています。

具体的には、総額が1億円未満となっていたものを5億円未満に引き上げてはどうかということです。ただし、5億円未満に引き上げる前提として、1億円以上の資金調達を行う企業が必要な開示を行うことが前提となっています。

それともう一つは、投資家側の話ですが、1人当たりの上限額を引き上げてはどうかということです。

理由は、一律に幾らと決めるのではなくて、リスク許容度や投資余力に応じた投資を実現すべきということです。これも外国を参考した議論で、この点は、後で述べたいと思います。

それでは、具体的に投資家のリスク許容度や投資余力とは何なのかということですが、そこでは、年収とか純資産に応じて上限を定めるべきだと言っています。前述の発行総額の引上げと異なりまして、具体的な額はここでは提示されていません。

もう一つ、投資家への勧誘方法です。訪問・対面での勧誘というのは強圧性が生じるリスクが類型的に高いというので、この点は、引き続き慎重に対応すべきとされています。

他方で、投資家からの要請がある場合に限り、音声通話による商品説明を可能とすることが適当ではないかとされました。ただ、その場合も、あくまでも投資家間の情報格差が生じないように、提供できる情報というのは、ウェブサイトや電子メールで掲載される内容に基づくものでなければならぬとされているわけです。

（2）市場制度 WG「報告書—プロダクトガバナンスの確立等に向けて—」（2024 年 7 月 2 日）（WG②）

この WG では、一定の投資判断能力を有する特定投資家については、電磁的方法以外の勧誘方法を可能としてほしいというクラウドファンディン

グ業者からの希望があったという意見書が出されています（資料 5。第二種金融商品取引業協会「電子申込型電子募集取扱業務における訪問・電話勧誘の禁止の見直しに係る意見の提出について」（2024 年 5 月 24 日）（上記 WG 宛て）。

ではどうするかということですが、特定投資家のうち個人については、投資被害が依然として個人投資家に多い状況から考えると、電話・訪問勧誘を可能とすることは引き続き慎重に対応することが適当であるとしたうえで、特定投資家のうち法人については、勧誘方法を電磁的方法に制限する必要性は必ずしも高くないとして、電磁的方法以外の方法、電話・訪問等を可能にすることが考えられるとされました。ただ、その場合も、先ほどと同様に、電磁的方法による勧誘を行う投資家との間で情報格差が生じないように配慮すべきとされています。

また、日証協の規則で、第一種金融商品取引業者による株式投資型クラウドファンディングについては、勧誘方法を一定制限されているのですが、それ以外の投資型クラウドファンディングについては制限がありません。そこで、少なくとも社債に係る投資型クラウドファンディングについては、投資家保護の観点から株式の場合と同様の規制を設けることが適当とされています。

2. 改正点（政令＋内閣府令＋監督指針）（2025 年 2 月 25 日施行）

それでは、改正点を具体的に見ていこうと思います。改正は、パブリックコメントを終えて、2025 年 2 月 25 日に施行されています。

（1）少額要件

少額要件自体は、金商令 15 条の 10 の 3 で変わっていませんが、その中身が変わっています。ここでは、前述の WG①の提言に従い、発行上限が 1 億円未満から 5 億円未満に引き上げられています。

1 億円以上 5 億円未満のクラウドファンディングでは、1 億円以上の募集・売出しが行われるこ

とになりますが、そうすると、今度は有価証券届出書の提出義務が発生します。前述のように、発行者にとって負担の少ないことが留意点でしたが、この点で負担が増えてしまうことになります。

これも前述のように、発行額の上限を引き上げは、投資家に対する情報開示を前提とするものでした。その意味で、有価証券届出書の提出による開示義務が発生するというのは、情報開示が充実するという点で、当然かもしれません。他方で、発行者の負担増とどうバランスをとるかということです。この点、5 億円未満の募集・売出しであれば「少額募集」になりまして、有価証券届出書については簡素化されたものの提出が可能になりますので、負担はその分少し軽くなっています。

続いて、投資家側の規制です。取得上限の「50 万円以下」が、「200 万円を超えない範囲」ということになりまして、かつ、当該者の財産の状況に応じて「内閣府令で定める額」と規定されました。

この内閣府令が金商業等府令 16 条の 2 第 3 項ですが、そこでは、「純資産の 5 %」、「収入金額（年収）の 5 %」、「50 万円」の 3 つのうちの大きい額、しかし上限は 200 万円と規定されています。

個人と法人に分けて規定されていますが、5 %とか 50 万円、また上限も 200 万円が変わりません。恐らく、純資産の計算方法が異なるため、条文上は、分けて規定されているのかと思います。

この改正につきましても、WG①の提言どおりです。リスクの許容度、投資余力に応じた限度額、これは純資産と総収入を基準にするということで、内閣府令によって初めて 200 万円が上限として規定されることになったわけです。

（2）欧米との比較

以上の改正について、欧米との比較をしてみたいと思います。

・アメリカ

ご存じのように、アメリカでは、JOBS 法によりまして、株式型のクラウドファンディングが導入されました。SEC 規則の Regulation Crowdfunding (17 CFR 227) が詳細を定めています。Subpart A-General というところで、§ 227.100 という条文ですが、「Crowdfunding exemption and Requirements」というのがありまして、発行上限は500 万ドル。これは1ドル 150 円で計算しますと(以下、同様です) 7.5 億円で、1 年間の通算になります。この上限は 2021 年に現状の額に引き上げられています。

投資の上限につきましては、「適格投資家」、すなわち「accredited investor」以外の投資家について、投資総額が規制されています。これは年収あるいは純資産に12.4 万ドル(1,860 万円)という一つの基準を置きまして、これを下回るようなときには、2,500 ドル(37.5 万円)又は年収の5%もしくは純資産の5%を比較して大きい額ということになります。

また、年収又は純資産が12.4 万ドル以上の場合には、基準が変わりまして、年収の10%又は純資産の10%のうち大きい額ということになります。ただし、この場合であっても、上限が12.4 万ドル(1,860 万円)ということになっています。

SEC が出している Q&A で、以上のことを分かりやすく表した表がありましたので、参考までにレジュメに掲載しておきます。

例えば年収が3 万ドルで純資産が10 万5,000 ドルであれば、大きい方の10 万5,000 ドルの5%の5,250 ドルと2,500 ドルを比較し、当然5,250 ドルが投資上限になります。このように、どちらか大きい方をとっていくとこのような表になるということです。

3 番目を見ますと、年収15 万ドル、純資産が12.4 万ドルで、12.4 万ドル以上となりますので、年収の10%又は純資産の10%のうち大きい額ということで、年収15 万ドルの10%の1 万5,000 ドルが投資上限になります。

一番下を見ますと、これは私が付け加えたもの

ですが、年収が30 万ドルで純資産が250 万ドルということであると、250 万ドルの10%で25 万ドルが上限となるはずですが、上限が12.4 万ドルとなっていますので、12.4 万ドルが投資上限になります。

日本の場合はどうなるかということですが、50 万円と年収の5%又は純資産の5%のうち大きい額ということですから、例えば年収450 万円で純資産が1,500 万円であれば、1,500 万円の5%の75 万円が投資上限ということになります。

一番下にありますように、年収が2,000 万円で純資産が10 億円であれば、5%を掛けた100 万円か5,000 万円かということになりますが、上限が200 万円と決まっていますので、200 万円が投資上限となります。

アメリカと日本の比較ですけれども、年収と純資産を基準とする点は同じで、むしろ日本がアメリカの制度を参考にしたというふうにも言えると思います。アメリカは、一定額12.4 万ドル以上か下かで上限の算定方法を変えています。すなわち、年収・純資産が少ない投資家については、上限計算のパーセンテージを低く5%に設定しているわけです。この点だけを見ますと、年収・純資産が少ない投資家についてはより慎重にすべきと言っているように見えます。

日本はどうなっているかといいますと、この12.4 万ドルというような基準はありませんで、一律の規制になっていまして、年収・純資産の5%という設定にされています。ということは、結局アメリカの年収・純資産の少ない投資家のパーセンテージと同じということになりまして、年収・純資産の多い人においても5%に制限されることになるわけです。

つづいて、アメリカと日本は上限が規定されています。日本は200 万円、アメリカは12.4 万ドル(1,840 万円)となっていて、アメリカの方が上限が高いということになるのですが、実は日本の200 万円というのは1 件・1 社当たりの投資限度度として、アメリカは数社への投資総額の上限な

ので、比較がなかなか難しいところではあります。

このような日米の違いですが、簡易な方法で多数の小規模投資者から事業資金を集めるというクラウドファンディングの趣旨からすれば、1件当たりの上限を設定するというのが適切かと思います。他方で、投資者の投資受容能力を考慮するというのであれば、総額で上限を規定するのが合理的といえます。このような考え方から、日本とアメリカの規制が異なっているのではないかと思います。この辺についても、またご意見をいただければと思います。

・EU

Regulation (EU)2020/1503 of the European Parliament and of 7 October 2020 on European crowdfunding service providers for business, and amending Regulation (EU)2017/1129 and Directive (EU) 2019/1937

EUのレギュレーションの前注(46)では、「さらなる安全策がない限り、個々のプロジェクトに対して、非熟練投資家(non-sophisticated investors)が投資できる最高額(maximum amount)を設定することが適切」と言っています。しかし、条文を見る限り、具体的な最高額は規定されていないように思われます。これは顧客保護の方策(上記の「さらなる安全策」)が規定されているからなのではないかと推察しています。

EUの規制では、①非熟練投資家と取引をする際、プロバイダーは、取引開始前に、顧客の投資経験、目的、財産状況、リスクの理解度の評価(assessment)を行う必要があります(21条1項)。顧客に対しても、まずは純資産の「10%の損失」に自分たちが耐えることができるかということのシミュレーションをさせて、それを評価する(同条5項)ともされています。

そして、②一般投資家——非熟練投資家のことですが——が、「1,000 ユーロ〔16 万円(1ユーロ=160 円で計算)〕」又は「純資産の5%」

より多額の投資を実際にするといったときには、(a)リスク警告を発出し、(b)同意書の提供を求め、(c)投資リスクを理解していることを顧客側に証明させなければならないとされています(同条7項)。証明はどうするのかというと、①のアセスメントで足りるとされています。

このように、基準として、10%とか5%とか書かれていますが、根本的に違うのは、プロバイダーが警告し、同意書を取り、理解の証明ができれば、あとは自己責任で、上限は定めていないというところです。

このように、EUと日本とでは、投資者保護の在り方に大きな違いがあります。アメリカもそうなのですが、日本では、投資の上限を設定しています。これに対して、EUでは、警告を発したうえで、後は自己責任とされている点で大きな違いがあります。どちらが良いか、見解が分かれるところで、この点も、議論の素材として、後ほど、検討をお願いできればと思います。

それでは、日本では全く警告制度はないのかというと、そうではありませんで、日証協の規則によって、確認書の徴求制度は存在しています(規則11条)。

なお、私は世界のクラウドファンディング制度のすべてを調べることはできないのですが、日本の文献で、ニュージーランドの制度が紹介されており、投資額の上限はないとされています。そこでは、上限を低く設定した場合、多数の株主を抱えることになって、株主管理のコストが膨れ上がるというような問題提起がなされているところですね。

(3) 勧誘方法

・日本証券業協会の規則12条(勧誘手法併用の禁止)

さて、日証協の規制についてです。改正前は、「会員等は、電話又は訪問の方法等、金商業等府令第6条の2各号に規定する方法以外の方法により、株式投資型クラウドファンディング業務に係

る投資勧誘を行ってはならない。」となっていたところ、「電話又は訪問の方法等」の部分削除しています。

- ・金商業等府令 6 条の 2 各号に規定する方法以外の方法での投資勧誘を禁止

金商業等府令 6 条の 2 の 1 号および 2 号は先ほどご紹介したところですが、それに 3 号を追加しています。これは内閣府令の改正です。

これは、「第 1 号に掲げる方法による場合において、金融商品取引業者等が、一の相手方（……）に対し、当該相手方からの求めに応じ、音声の送受信による通話の方法により前 2 号に規定する情報（……）に係る事項について説明する方法」というもので、クラウドファンディングで認められる業務を追加するものです。すなわち、顧客からの要請があれば、音声通話による投資勧誘をここで解禁したということになるわけです。

改正の際のパブリックコメントで、相手方からの求めに応じてというのはどういう意味なのか、音声通話というのはどんなのか、上限をどうやって確認するのかといった意見が出され、これについて、金融庁からの見解が示されているところです。時間の関係で、この点は省略します。一点だけ触れておくと、音声通話での情報提供ができるということですが、やはりその範囲はウェブサイトや電子メールに掲載されている内容に基づくものに限るとされています。

今回追加されたものは、「音声通話」による勧誘です。訪問での勧誘は不可ということになりますが、電話勧誘はできるということになります。SNS による勧誘は許容されるかというのは、後でまたご議論があればお願いいたします。

WG②の報告では、特定投資家を個人と法人に分けて勧誘方法の規制を変えることが提案されました。「個人」については、電話・訪問勧誘を可能とすることは引き続き慎重に、というのに対して、「法人」はそのような保護は必要ないだろうというので、電話・訪問勧誘を可能にしてはどうかという提言でありました。

個人の場合には、適格機関投資家になりたいければ、選択によってなれます。そうすると特定投資家になります。それ以外の個人については、一般投資家に分類されたうえで、自分が希望すれば特定投資家に移行することができるというルールになっています。いずれにせよ、無理やり特定投資家になるということにはなりません。

特定投資家につきましては、金商法上の業者規制を一部適用除外しているというのは皆さんもご存じのところですが、そのときに、特定投資家について、個人の場合はより保護が厚いとか、法人だから保護が薄いとか、そういうような規制を金商法はとってないわけです。WG②の報告は、特定投資家を法人と個人に分けて規制するということが提案しているわけです。金商法は特定投資家は一律プロと割り切って、個人も法人も違いなく規制をしてきたようには思うのですが、今回提案されているものは、従来の特定投資家制度と異質なものになっているようにも思います。日証協では、現在規則の改正を検討中であると伺いましたが、もしよろしければ、その内容を後で教えていただければと思います。

私からの報告は以上です。

引き続きまして、松本様にご報告をお願いしたいと思います。

第2部「株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制について」

日本証券業協会常務執行役 自主規制本部長
松 本 昌 男

目 次

I. 非上場株式に係る自主規制	業務に関する規則」の概要
1. 非上場株式に係る規制の推移	III. 株式投資型クラウドファンディングの現 状
2. 非上場株式の投資勧誘の原則禁止	1. 取扱業者の一覧
3. 非上場株式の取引制度	2. 株式投資型クラウドファンディング制 度における取扱状況
II. 株式投資型クラウドファンディングに係 る自主規制規則	3. 取扱業者の取扱実績（株式）
1. クラウドファンディングとは	4. 取扱業者の取扱実績（新株予約権）
2. クラウドファンディングの類型	IV. 特定投資家制度について
3. クラウドファンディング制度創設の背 景	1. 特定投資家を対象とした制度
4. 日証協における自主規制規則制定の経 緯	2. 特定投資家の範囲
5. 「株式投資型クラウドファンディング 業務に関する規則」の骨格	3. 金融商品取引業等に関する Q&A【抜粋】 （金融庁）
6. 「株式投資型クラウドファンディング	討論

○松本 日本証券業協会の松本でございます。
前回に引き続き、報告をさせていただきます。本
日もよろしくお願いいたします。

I. 非上場株式に係る自主規制

クラウドファンディングについて説明させてい
ただく前に、まず非上場株式に係る自主規制につ
いて説明させていただきます。

1. 非上場株式に係る規制の推移

3 ページでは、非上場株式に係る規制の推移を
終戦直後から 1980 年代前半まで年表形式で示し
ています。

日証協において、1976 年 7 月に「公正慣習規則
第 1 号」という規則を制定し、証券局長通達を受
ける形で、この規則において「協会員は、店頭売
買銘柄については、顧客を一方的に誘引する投資
勧誘は行わないものとする」と規定しました。

また、1983 年 11 月に「公正慣習規則第 1 号」
を改正し、「協会員は、店頭登録銘柄以外の店頭
売買銘柄について、顧客に、投資勧誘は行わない
ものとする」と規定し、現在も続いている原則は
勧誘禁止で、例外的に勧誘を認めるという形とし
ました。

2. 非上場株式の投資勧誘の原則禁止

今説明させていただいたような変遷を経まして、日証協においては、現在、「店頭有価証券に関する規則」3条において、非上場の株券、新株予約権証券、新株予約権付社債を「店頭有価証券」と定義し、店頭有価証券については、顧客に対し投資勧誘を行うことは原則として禁止し、例外として、別途規則に定める非上場株式取引制度に基づくものに限り投資勧誘を認めるという規制になっています。

3. 非上場株式の取引制度

6ページで、例外として投資勧誘を行うことが認められている非上場株式の取引制度を一覧にしています。幾つか制度がありますが、代表的なものとしては、本日の議題となっている株式投資型クラウドファンディング、一般投資家も対象となる株主コミュニティ制度、特定投資家に対する投資勧誘制度であるJ-Shipsがあげられます。

7ページでは、これらの制度を比較表の形でまとめていますが、説明は省略させていただきます。

II. 株式投資型クラウドファンディングに係る自主規制規則

1. クラウドファンディングとは

クラウドファンディングは、一般的に、企業と出資者をインターネット上で結び付け、多数の出資者から少額ずつ資金を集める仕組みであると言われています。また、事業化あるいは事業拡大のために資金を必要とする事業者が、出資を募るプロジェクトの概要等をインターネットに掲載して、これに共感した個人が少額ずつ資金を拠出する形が一般的と言われています。

ただし、昨今では、法人の投資家も対象になりますし、必ずしも少額と言えない金額まで拠出が認められつつあるという状況と思います。

2. クラウドファンディングの類型

クラウドファンディングは、資金の出し手に対するリターンの形態により、「寄付型」「購入型」

「貸付型」「投資型」に分かれ、そのうち日証協の自主規制の対象となるのは、投資型のうち「有価証券型」のクラウドファンディングです。同じ投資型であっても、「ファンド型」については、第二種金融商品取引業協会の自主規制の対象となります。

また、日証協においては、有価証券型のクラウドファンディングのうち非上場の株券、新株予約権証券について、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」という固有の規則で規律しています。

3. クラウドファンディング制度創設の背景

クラウドファンディング制度創設の背景については、川口先生のご報告とも重なりますので、「③自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮」のみを説明させていただきます。

金融審の「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告書」(2013年12月)において、自主規制について、「投資型クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用されることや反社会的勢力に利用されること等を防止」して、「投資者が安心して投資できる環境を整備する」うえでは、「当局による規制・監督のみに依拠するのではなく、自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮を組み合わせることが重要」と提言され、自主規制機関において、投資型クラウドファンディングの適切な普及に向けて規則の整備に関する検討が進められることが期待される旨示されました。

4. 日証協における自主規制規則制定の経緯

・「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」における議論の整理(2013年6月)

日証協においては、金融庁においてクラウドファンディング等における資本調達を促す仕組みについて検討が行われる旨が表明されたことを受け、2013年4月に「新規・成長企業へのリスクマネー

供給に関する検討懇談会」を設置し、同年6月にその結果を「議論の整理」という形で取りまとめました。

「議論の整理」においては、クラウドファンディングの制度枠組みに関し、4点について論点整理を行っています。

1点目として、当時、投資型クラウドファンディングは匿名組合が中心でしたが、今後株式の利用がより図られるべきということで、株式形態も視野に入れた検討を進めるべきとされました。

2点目として、開示については、資本調達の対象となるプロジェクト推進に当たってのリスクや課題、また資金使途等についてはしっかり開示させることが必要である一方、財務情報については、会計監査まで求めると事業者の負担が大きくなり過ぎることから、どこまで開示を求めるかについては慎重な検討がなされるべきとされました。

3点目として、証券会社の関与に関し、非上場株式については、原則証券会社は取り扱えないこととされていましたが、クラウドファンディングの枠組みの整備に当たっては、むしろ積極的に証券会社が関与する形で自主規制ルールを整備を行い、それを最大限活用していくこととされました。

4点目として、投資者がクラウドファンディングにおける出資の性質や特徴を正しく理解して、自己責任に基づく行動がとれるよう促していくことが重要であること、また、クラウドファンディングにおける出資については、1人当たりの投資額や募集総額に一定の条件を設けてリスクの度合いを小さくすることによって、投資者保護を図っていくことが現実的と示されました。

・「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（2014年6月）

その後、日証協においては、「議論の整理」を受け、2013年5月に「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」を設置し、自主規制規則の在り方について検討を行い、2014年6月

にその検討結果を取りまとめた報告書を公表しました。

この報告書においては、クラウドファンディング専業者である第一種少額電子募集取扱業者に対する自主規制の在り方として、同じ株式を扱っている証券会社に対する規制と同じものとするを基本として、必要に応じて加減をしていくことが適当とされました。

一方、証券会社が行う株式投資型クラウドファンディングは法令上の少額要件は課されていませんが、自主規制規則において、「少額」の業務、すなわち「第一種少額電子募集取扱業務」に限ることが適当とされ、勧誘の方法もインターネットのみに限ることが適当とされました。

また、自主規制規則の具体的な内容としては、取り扱う銘柄について事前に一定の事項を確認すること、投資者のリスク等の認識を確認する方法として投資者から確認書を徴求すること、ウェブサイト上で投資者に情報提供を行うこと等々が必要とされました。

そして、この報告書を踏まえ、日証協において、株式投資型クラウドファンディング制度の創設にあわせ2015年5月に、自主規制規則として「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」を制定しました。なお、この規則は、先ほど川口先生からご紹介のありました法令等の改正を踏まえ、直近で今年の2月に改正を行っています。

5. 「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の骨格

規則の骨格として①から⑧まで記載していますが、前述のWG報告書の提言に沿った内容となっています。

- ①社内規則の制定、体制の整備、取扱要領の協会への提出・公表
- ②発行者についての審査、反社会的勢力の排除
- ③ウェブサイトにおける情報提供、勧誘手法併用の禁止

- ④契約締結前交付書面の交付、確認書の徴求、反社会的勢力の排除
- ⑤払込額が少額要件を満たしていることの確認、顧客資産の分別管理
- ⑥適正な配分
- ⑦発行者による事後の定期的な情報提供
- ⑧月間実績の報告・公表、本協会による照会等

また、※にありますように、日証協においては、規則のほか、Q&A、取扱要領の作成上の注意事項、契約締結前交付書面や確認書の参考様式も示しています。

6. 「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の概要

この資料に記載している規則の条文の内容は、必ずしも条文どおりではなく、適宜表現を丸める等の調整をしていますので、お含みおきいただければと思います。

・目的

まず、第1条の目的です。日証協の自主規制規則では、ほかの非上場株式関係の規則を含めまして、目的規定で投資者保護を究極的な目的としている規則が多いのですが、この規則では、株式投資型クラウドファンディングの適正な業務運営や投資者保護も挙げつつ、究極的な目的を「新規・成長企業に対するリスクマネーの円滑な供給に資する」としているところが特徴的です。

これから紹介する規則の条文の中では、投資者保護の視点の規定が多くなっていますが、先ほどの金融審の報告書にありましたとおり、当時、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進が大きな社会的課題となっていたことを反映していると考えられます。

・定義

第2条の定義です。まず、本規則の対象となる株式投資型クラウドファンディング業務ですが、

商品としては株券と新株予約権証券を対象としています。業務としては、金商法上の第一種少額電子募集取扱業務を対象としています。

また、本規則の名宛人ですが、会員と特定業務会員を「会員等」と定義し、これを名宛人としています。このうち、会員は通常の第一種金融商品取引業者で、特定業務会員は、定款第5条第2号ロに掲げる業務、これは第一種少額電子募集取扱業務ですが、この業務のみを行ういわゆるクラウドファンディング専門業者を指しています。

金商法上、第一種少額電子募集取扱業務のみを行う者として登録を受けた金商業者は、第一種少額電子募集取扱業者とされていますが、この規則においては、第一種少額電子募集取扱業者だけでなく、通常の第一種金融商品取引業者、すなわち証券会社も規制の対象としています。

- ・社内規則の制定、体制の整備、取扱要領の協会への提出・公表

規則第17条において、株式投資型クラウドファンディング業務を行おうとする会員等に対し、法令・規則を遵守して業務を行うために必要な事項について社内規則を制定すること、社内規則に定めた事項を適切に遂行するために体制を整備することを求めています。

また、社内規則に基づき取扱要領を作成し、日証協に提出するとともに、取扱要領をウェブサイトを通じて投資者に閲覧することを求めています。取扱要領には、こういった審査を行っているのか、取引を行う場合の一連の手続等が記載されており、これらの事項をウェブサイトで投資者に明らかにすることを目的とするものです。

規則第18条においては、投資者からの照会に対して回答するための体制を整備しなければならないとしています。投資者からの照会については、これまでウェブサイトや電子メールといった電子的方法のみで受付けや回答ができるとされていましたが、川口先生からのご報告にありましたとおり、金商業等府令が改正され、投資者からの要請

に基づき、電話等の音声通話の方法による説明も認められることになりました。

なお、この改正は2月に行われたものの、日証協で確認しているところでは、本日現在、音声通話の方法で説明を行っている会社はないと認識しています。

第20条は、反社会的勢力との関係遮断のための基本方針を策定し、その基本方針を社内に周知するとともに、基本方針又はその概要を公表しなければならないとしています。

本条の名宛人は「特定業務会員」となっており、「会員」は名宛人となっておりません。会員に対しては、「反社会的勢力との関係遮断に関する規則」という固有の自主規制規則で規制しており、当該規則において基本方針の策定や公表を規定しています。

第24条においては、反社会的勢力との関係を遮断するための管理体制の整備を規定しています。

・発行者についての審査、反社会的勢力の排除

第4条は、発行者についての審査です。クラウドファンディングを行う銘柄について、事前にこの10項目について審査を行うことを求めています。

- ①発行者及びその行う事業の実在性
- ②発行者の財務状況
- ③発行者の事業計画の妥当性
- ④発行者の法令遵守状況を含めた社会性
- ⑤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
- ⑥当該会員等と発行者との利害関係の状況
- ⑦当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク
- ⑧調達する資金の使途
- ⑨目標募集額が発行者の事業計画に照らして適当なものであること
- ⑩有価証券届出書を提出するものにあつては企

業内容等の適切な開示

このうち10号は今年2月に改正した箇所、金商法施行令の改正により、クラウドファンディングの発行上限額が1億円から5億円に引き上げられたことにより法定開示が必要なケースが出てきたことへの対応として新設しました。

発行者の審査ですが、株式投資型クラウドファンディングにおいては、創業間もない企業や赤字の企業が資金調達を行うことも想定されていますので、どの程度緻密に審査を行うかはなかなか難しいところです。この点、2号の「発行者の財務状況」については、貸借対照表や損益計算書もちろん確認していますが、新規企業あるいは成長企業が多いということに鑑みまして、特にキャッシュフローの状況に重点を置いて確認をしている例があるようです。また、「事業計画の妥当性」については、計画に合理的な根拠があるか、計画に見合った資金調達計画があるかといったことについて確認を行っているようです。

2013年の金融審の報告書において、クラウドファンディングが反社会的勢力に利用されることを防止すべきとされており、第5条において、発行者との契約により、発行者が反社会的勢力でないことの確認を得るとしています。

・ウェブサイトにおける情報提供、勧誘手法併用の禁止

規則第9条では、会員等がウェブサイトに掲載すべき事項を規定しています。クラウドファンディングにおいては、原則として、口頭や電話での情報提供はできませんので、投資家はウェブサイトを通じて情報を入手することになります。20ページと21ページにおいて、ウェブサイト上で情報提供すべき項目として23項目を挙げています。特に特徴的なのが3号でして、クラウドファンディングのコンセプトとも言えます、発行者及びその行う事業に対する共感又は支援が主な旨とされるべきことを挙げています。

また、これらの項目の中でも、通常の上場株式の投資と異なる点についての留意事項や投資に際してのリスク事項である 4 号から 11 号、14 号及び 20 号は特に重要と考えられるので、他の表示事項のうち最も大きな文字と著しく異ならない大ききさで表示しなければならないとしています。

第 12 条では、勧誘手法の併用禁止として、金商業等府令第 6 条の 2 各号に規定する方法以外の方法―すなわちウェブサイト、電子メール及び顧客からの要請に基づく音声通話の方法―以外の方法で投資勧誘を行うことを禁止しています。

なお、クラウドファンディング専業者である第一種少額電子募集取扱業者については、そもそも法令によって勧誘方法がこれらの方法に限定されていますので、本条において実質的に意味を持つのは、法令で勧誘方法が限定されていない通常の第一種金融商品取引業者が株式投資型クラウドファンディングを行う場合に限られます。

- ・ 契約締結前交付書面の交付、確認書の徴求、反社会的勢力の排除

規則第 10 条では、第 9 条におけるウェブサイトへの掲載事項について契約締結前交付書面に記載することを求めている。第 11 条では、前書面に記載されたリスクや手数料等に関して理解したことについて確認書を徴求するとしています。

また、第 21 条から 23 条では、顧客が反社会的勢力に該当しない旨の確約等について定めています。

- ・ 払込額が少額要件を満たしていることの確認、顧客資産の分別管理

規則第 13 条では、顧客からの払込金額が金商法施行令に定める投資上限額の要件を満たすことを確認することを求めています。この規定についても、法令において顧客の投資上限の制限を受けない通常の第一種金融商品取引業者に対して、第一種少額電子募集取扱業者と同様の制限を課すことに規定の意味があります。

第 14 条「顧客資産の分別管理」及び第 15 条「適切な配分」は省略させていただきます。

第 16 条では、募集金額が 1 億円未満のクラウドファンディングについては発行者に対して金商法上の継続開示義務は課されないことを踏まえ、顧客に対して事業の状況等について定期的に適切な情報を提供することについて発行者との間で契約を締結することを求めています。具体的には、事業の進捗内容や財務の状況等について情報提供することになります。

- ・ 月間実績の報告・公表、本協会による照会等

第 26 条では、取り扱った株式投資型クラウドファンディングの日証協への報告や、日証協における集計結果の公表等を規定しています。

- ・ 「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」

前回も報告しましたが、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」において、リスクの高い商品や取引について各社で取引開始基準を定めることを求めている。株式投資型クラウドファンディングに係る取引についても、リスクが高い取引であることから取引開始基準の対象としています。

- ・ 株主コミュニティとの連携

株式投資型クラウドファンディングは、主として新規・成長企業に対する資金調達場として利用されることを念頭に置いた制度ですので、資金調達時のプライマリー市場を対象とした制度となっています。株式投資型クラウドファンディングで顧客が株式を取得する際には、前書面等において流動性が乏しいことを説明し、それを理解したことの確認を得ることとしています。当初は長期保有目的で取得した顧客でも、事情の変化等により、M&A だとか IPO といったイグジットの前に換金したいというニーズが出てくることも考えられます。そういった場合、証券会社に売買の仲介を依頼することも想定されますが、証券会社は、

日証協の規則で原則として非上場株式の勧誘を行うことが禁止されていますので、こういったニーズを仲介するためには、例外として勧誘が認められている非上場株式の取引制度を利用する必要があります。

先ほど非上場株式の取引制度を幾つか紹介しましたが、この場合、買い手は必ずしもプロの投資家に限られないことから、株主コミュニティ制度を利用して売買の仲介を行うことが考えられます。ただし、ここで注意が必要なのは、この場合の株主コミュニティでの取引は、セカンダリー取引ですので、第一種少額電子募集取扱業務には該当しません。したがって、いわゆるクラウドファンディング専門業者は株主コミュニティでの取引の仲介を行うことはできず、通常の第一種金融商品取引業者のみが取り扱うことができるということになります。

現状、クラウドファンディング業者と言われる会社の中で、FUNDINNO が通常の第一種金融商品取引業者として登録を受けており、実際に株主コミュニティでの取引も行っています。

次のページでは株主コミュニティの概要を説明していますが、説明は省略いたします。

Ⅲ．株式投資型クラウドファンディングの現状

1．取扱業者の一覧

株式投資型クラウドファンディング取扱業者は、現在5社ありまして、繰り返しになりますが、このうち FUNDINNO のみが通常の第一種金融商品取引業者で、残りの4社は第一種少額電子募集取扱業者です。

2．株式投資型クラウドファンディング制度における取扱状況

株式投資型クラウドファンディングの調達金額は、累計で156億円、件数で729件となっています。過去3年を見ますと、年間の調達額は20億円前後で推移しています。

なお、アメリカの数値と比べますと、Regulati

on Crowdfundingの統計では、2023年の1年間で調達金額は約3億ドル、件数は737件となっており、アメリカの2023年の1年間の数字で、日本のこれまでの累計の金額・件数を超える規模になっています。

3．取扱業者別の取扱実績（株式）

株式の取扱業者別の取扱実績をみると FUNDINNO が大きなシェアを占めており、件数・金額ともに80%近いシェアを占めています。

4．取扱業者別の取扱実績（新株予約権）

新株予約権についても FUNDINNO が90%以上と大きなシェアを占めています。

Ⅳ．特定投資家制度について

川口先生のご報告でも特定投資家制度に触れていましたが、私からも簡単に特定投資家制度について報告させていただきます。

1．特定投資家を対象とした制度

特定投資家は、一般の投資家と比べて、情報収集力、分析能力、リスク管理能力が高いと考えられますので、金商法上の適合性の原則、前書面の交付、広告規制等の行為規制の適用が除外されています。

一方、特定投資家は、一般投資家が投資することができない特定投資家向けの商品に投資することができることから、多様な商品に投資できるというメリットがあります。

特定投資家が投資できる取引制度を記載していますが、令和6年度金商法改正により新しく制度整備された①の非上場有価証券特例仲介等業者の対象顧客は、原則として特定投資家に限定されています。本制度については本日政令が公布され、5月1日からの施行になります。

②の東証のTOKYO PRO Market も原則として投資家は特定投資家に限定されていますし、日証協の制度である③のJ-Ships と呼ばれる特定投資家向

けの私募・私売出し及び④の企業価値評価が可能な投資家への勧誘制度も特定投資家を対象とした制度です。

⑤の株式投資型クラウドファンディングにおける個別措置としては、特定投資家について年間の投資上限額が撤廃されています。また、川口先生のご報告にもありましたが、昨年7月の市場制度WGの報告書を受け、インターネットや電子メール等での電子的方法による勧誘に限定しているクラウドファンディングについて、法人の特定投資家に限り、対面の勧誘を可能とする規則改正について検討を行っているところです。この市場制度WGの報告書では、社債のクラウドファンディングについても同様の規制を課すべきとされています。今まで社債のクラウドファンディングについては勧誘方法については何も制限していなかったところ、新たに制限を加えることとなりますので、現在、慎重な検討を行っているところです。

2. 特定投資家の範囲

特定投資家の範囲を示しています(34頁)。このうち個人の投資家が特定投資家に移行できる要件が2022年に緩和されて、パターン2からパターン4の要件が追加されました。

3. 金融商品取引業等に関するQ&A【抜粋】(金融庁)

本年3月11日には、特定投資家への移行要件の一つである「特定の知識経験を有すること」について、その解釈を示すQ&Aが金融庁から発出されています。

このように、金融庁においても特定投資家の拡大を図る施策を講じており、今ほど説明したとおり、特定投資家を対象とした取引制度は複数ありますが、特定投資家制度が広く活用されているとは言えない状況と思います。

その理由としては、特定投資家を対象とした取引制度が残念ながら活発に取引されている状況とは言えず、特定投資家に移行するメリットが見え

にくいことがあります。また、特定投資家になると、金商法上の行為規制の適用が除外されることから、コンプライアンス上の観点で、特に個人の特定投資家への移行には慎重な証券会社も少ないことも挙げられると思います。

しかし、アメリカでは、先ほども紹介がありましたが、Accredited Investor 向けの取引制度が活発に利用されており、このような取引制度を利用した資金調達スタートアップ企業の成長にも大きく寄与していると言われていいますので、スタートアップ企業の育成が社会的課題となっているなか、我が国においても特定投資家を対象とした取引制度の活性化が望まれているところです。

最後は少しクラウドファンディングから離れてしまいましたが、私からの報告は以上となります。

~~~~~

## 【討 論】

○川口      ご報告、ありがとうございました。

それでは、討論に移りたいと思います。本日の報告は1部と2部に分かれています、重なる部分もありますので、区別せず、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見があれば頂戴したいと思います。

## 【株式型クラウドファンディングの性格】

○伊藤      株式投資型クラウドファンディングの性格付けに関連して、2つぐらい確認・質問をさせていただきたいと思います。

まず、今日ご報告いただいたように、協会規則の定めを見ますと、例えば9条1項の情報提供事項の3号では、先ほども特徴的だというご報告をされていた点ですけれども、「配当及び売却益等金銭的利益の追求よりむしろ、……発行者及びその行う事業に対する共感又は支援が主な旨とされるべきこと」というふうにされています。それから、規則の4条2項の協会の留意事項を見ますと、「発行者が将来にわたって投資者の期待に応



えられるか否か、当該株式投資型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」に特に留意するというふうにされています。こういった定めからしますと、協会としては、株式投資型クラウドファンディングというものを発行者及びその行う事業に対する共感又は支援を主な旨とする投資方法だというふうに性格付けられていて、発行者について審査をする際にも、そういった性格付けからして発行者が適切な者かどうかを審査するようにも読めるわけです。まず、こういう理解でよいのかということをお教えいただきたいのですが、いかがでしょうか。

○松本 先生のおっしゃったとおりかと思っています。利益の追求というよりも、その発行体や事業を応援するということがそのもののコンセプトでありまして、それを組み込むような形で、ご紹介いただきました規則第9条で、売却益等の金銭的利益の追求よりも、むしろ発行者及びその行う事業に対する共感又は支援を主な旨としています。

ただし、その点と審査の観点は必ずしもリンクしているとは言えず、発行者の財務状況は審査においてきちんと見ていかなければいけないことから、共感又は支援が主な旨であるからと言って、財務状況の審査がおろそかになるということではないと思います。

○伊藤 なるほど。

○松本 実際に、クラウドファンディングの投資家がどういう投資目的で投資をしたかという、やはり企業の成長を応援したいという目的を挙げている方が多いので、実際に投資家の方もそういった動機から投資されている方が多いと思っています。

○伊藤 ありがとうございます。それを前提に、もう1つ質問させていただきたいのは、今回の金商法のルール改正でそこに変化が生じるのかということです。仮に協会の基本的な立場が今説明いただいたとおりのようなものだとすると、今回の改正がどう影響するかです。

まず、1人当たり、1件当たりの取得上限が引き上げられていますね。ただ、これは引き上げられたとはいえ、なお200万円ですから、そこからしたら、共感に基づく資金提供とか、そういう側面は維持されていると言えるかもしれないなとは一方で思うのですが、他方で、調達額上限の引上げが私は気になっています。今回、調達額上限が5億円未満に引き上げられていまして、1億円以上から5億円未満までのゾーンは、少額募集として簡素化された有価証券届出書の提出義務は負わなければならないということになりますので、1億円以上から5億円未満のゾーンについては、株式投資型クラウドファンディングというものと通常の少額募集による有価証券の発行というものがあり得るわけですね。その限りで、株式投資型クラウドファンディングというのは、通常の有価証券発行に接近してきたようにも思われるわけです。そこをどう捉えるかです。

もともと金商法のルール自体は、別に共感に基づく資金提供などといったことは言っていないのですね。むしろ、クラウドファンディングというのはインターネットで完結する資金調達であるというのが金商法のルールです。しかも、共感に基づく資金提供かどうかというのは、正直、どうやって区別するのかはよく分からないところなので、今回のルールの変更で、共感に基づく資金提供という側面はなおさら薄れてきているのではないかと思われるのですね。

そこで、協会として、そのあたりについて、今回は特にルールの変更などは必要ないという判断だったのでしょうか。

○松本 今ご指摘のありました調達額が1億円未満から5億円未満に上がったこと、また、投資家の投資上限額が一定の要件のもと200万円までに上がったことに伴って、規則改正を行ったかという点につきましては、結論としては、ご認識のとおり規則改正は行っておりません。その理由とは、改正後の状況や実態がどのようになるかが現時点では不明確ですので、規則改正を検討する材

料がないためです。

今後、実態として発行金額が5億円に近い案件が増えた場合、当初の株式投資型クラウドファンディングあるいはクラウドファンディング全般のコンセプトが変わってくることもあると思います。そのようになれば、実態を踏まえて規則改正が必要か検討が必要になるかと思っています。ただ、今のところは、まだそういった状況にはないというところでございます。

○伊藤     ありがとうございました。

○梅本     コメントが1つと質問が1つあります。スライドの29で、クラウドファンディングの利用件数が増えているというお話でしたが、当初私はこれほど増えるとは予想していなかったの、いい意味で驚きでした。ただ、この件数の多さは、投資家数が増えているのか、1人当たりの投資件数が増えているのかというところは注意しておく必要があるのではないかと気はしています。

川口先生がレジュメ6ページでおっしゃった1件当たりの投資限度で規制するのか、あるいは総数の限度額で規制するのかという違いと関係するのではないかと気になります。先ほどの9条1項3号の新しいビジネスを応援したいという方々が共感して、複数の事業に投資しているんじゃないかなという気が個人的にはしています。事実関係を確認するのは難しいと思いますけれども、以上がコメントです。

もう1件、質問というかコメントのようなものですが、先ほどの9条1項3号の、「株式投資型クラウドファンディング業務において取り扱う店頭有価証券の取得に当たっては、配当及び売却益等金銭的利益の追求よりむしろ、当該店頭有価証券の発行者及びその行う事業に対する共感又は支援が主な旨とされるべきこと」というところは、先ほどの投資家の意向というのを考えると、恐らくそうなのだろうと思います。お金というよりも、ビジネスに共感する人たちが今のところ多く参加しているのだろうと思います。

ですから、この規定を批判するつもりはないのですが、ただ、最大手の業者のFUNDINNOさんのホームページのトップ画面を見ますと、「IPO前の急成長ベンチャーに投資できる」「売却リターン約2.8年で340%」ですとか、「成長率ランキング」のトップの会社は成長倍率1.601%ですとか、「投資家様のリターン事例」として340%、50%、60%と、とにかく成功事例、どれだけ儲けたかというケースをばんばん打ち出していて、「配当及び売却益等金銭的利益の追求」過度を煽っており、制度趣旨からすると違うんじゃないかなという気がします。

日本証券業協会の方々もこのあたりは気になっておられるのではないかと思います。このかなり思い切った広告については、「広告等の規制」の金商法37条2項の、利益の見込み等につき「著しく人を誤認させる」行為に当たるようにも思えます。もし何かコメントがありましたら、いただけると幸いです。

○松本     私どもも、FUNDINNOだけではなく、クラウドファンディング業者のウェブサイトを見ておりまして、今先生がおっしゃったような記載があることは承知していますが、この記載が広告規制上の違反に当たるかどうかにつきましては、金商法の事項であり、日証協では解釈権限がありませんので、コメントするのが難しいところです。

ただし、先ほどの御指摘とも関係しますが、投資家の投資上限額が上がり200万円になり、今後クラウドファンディングの件数が増えてくると、日本では1社当たりの年間の額で投資上限額を計算しますので、個人の投資家がかなりの金額の投資をできるようになります。実際にそのようになったときに、クラウドファンディングの性格が今のまま保てるのかということは検討しなければいけないと思っています。

一方、これは残念ながら言うべきなのかもしれませんが、今のところまだ件数もそこまで多くなく、また、実際には50万円を超える金額の案件も出てきていないので、繰り返しになりますが、実態

を見てきちんとした対応をしていくということになるかと思います。今は過渡期なのかもしれないと思っています。

○梅本     ありがとうございます。

○川口     今の話ですけれども、クラウドファンディングにどのような人が投資をしているのか、何か投資家の属性みたいなものは、協会として把握されていますでしょうか。

○松本     詳しいデータはないのですが、お聞きしたところでは、年齢層としては 30 代から 40 代の方が多いということですので、一般の証券投資と比べると若い方が多いと思います。

また、どういう動機で取引をしたかについては、先ほど紹介しましたように、企業を応援したいということで取引される方が多いということです。もちろん株式投資ですので、その企業を応援するという面は上場株式にもありますが、やはりクラウドファンディングにおいてはそういった方が多いということは特徴的だと思います。

○川口     ありがとうございました。

#### 【勧誘方法の変更と日証協の規則改正】

○黒沼     川口先生がご報告された勧誘方法の変更と、松本様ご紹介された協会の規則の改正との関係について、よく分からなかったので教えていただきたいのですが、協会の規則の 12 条は、「電話又は訪問の方法等」という部分を削除する形で改正されていて、さらに特定投資家のうち個人と法人を分けて規定をするかどうか現在検討しているという、そういうご趣旨でいらっしゃるのでしょうか。それとも、改正後の 12 条はこのとおりで、さらに改正は考えておられないということなのでしょうか。

○松本     前者でして、今後改正を予定していません。

川口先生のレジュメの 7 ページに新旧の条文を並べていただいているのですが、改正前に「電話又は訪問の方法等」と規定していた個所を削除しました。この削除の意図は、改正前 12 条の「電話又

は訪問の方法等」が「金商業等府令第 6 条の 2 各号に掲げる方法」に係るのか、「以外の方法」に係るのかという点が不明確であったことから、これを明確にすることにあります。今回素直に改正するのであれば「電話又は」を削除して「訪問の方法等」を残すということになると思いますが、今申し上げましたように「電話又は訪問の方法等」がどこまで係るのか不明確であり、規則の書きぶりとしては、「金商法業等府令第 6 条の 2 各号に規定する方法以外の方法」で投資勧誘を行ってはいならないとすれば、今のところは良いだろうということで、こういった改正を行った次第です。

今後、法人の特定投資家について訪問等を認めるに当たっては、改正後 12 条のさらなる改正を行っていくということになります。

○黒沼     そうすると、次に行う改正では、現行法の規制を強化するということになるのではないかと思ったのですが。現行法では、顧客からの要請に基づく音声通話による投資勧誘は解禁するのですが、そのうち法人である特定投資家以外の者については、それを認めないことになるのですか。

○松本     法人の特定投資家については、顧客からの要請がなくても、訪問等による勧誘が認められることになります。

○黒沼     その部分の改正をさらに検討しているということですか。

○松本     はい。ただ、もう少し申し上げますと、その改正で恩恵を受けるのは、第一種金融商品取引業者だけとなります。

○黒沼     なるほど。

○松本     少額電子募集取扱業者は、金商業等府令第 6 条の 2 各号の方法でしか勧誘できないということが金商法で規制されていますので、規則改正をしても、第一種金融商品取引業者だけが、法人の特定投資家に対して訪問や電話による勧誘ができるようになります。

もともとこの要望は第二種金融商品取引業者から出ておりまして、第二種金融商品取引業者も少額電子募集取扱業者という概念はありますが、そ

もそも第二種金融商品取引業自体の登録要件が、第一種金融商品取引業に比べて緩和されているので、第二種金融商品取引業については少額業者がおらず、緩和の恩恵を受ける業者が多いのですが、第一種金融商品取引業では恩恵を受ける業者はあまり存在しません。

複雑というか分かりづらい説明で申し訳ありません。

○黒沼 分かりました。ようやく理解できました。

そのうえで、もう1点だけ質問したいのですが、電話・訪問による勧誘を第一種だけかもしれないけれども許容することになったときに、これは法人である特定投資家のみだとすると、実際には、特定投資家に移行できるけれども、移行していない法人もたくさんあるわけなので、あまり効果はないように思えるのですが、クラウドファンディングの裾野を広げるという意味で効果はあると考えておられるのでしょうか。

○松本 正直申し上げて、株式投資型クラウドファンディングにおいて強い要望があるということでもないのですが、あまり効果はないと思っています。

繰り返しになりますが、この要望は第二種金商業者から出てきたもので、二種業の方では、効果があると思いますが、株式投資型クラウドファンディングについてはあまり効果はないと思っています。ある意味、第一種金商業と第二種金商業の整合性の観点から、今後、規則改正を行っていくことになります。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。

○川口 最後の点ですけれども、報告でも申し上げたのですが、特定投資家を個人と法人に分けるということですが、法人であれ、個人であれ、特定投資家はプロということで金商法のルールができていと思うのです。それを、個人の方は保護を厚くするという点、WG報告の提言でそうになっているから、協会としてはそうせざるを得ないというところがあるのかもしれませんが、なにか、

感想などあれば、お聞かせください。

○松本 確かに、金商法の建前からすると、川口先生のおっしゃるとおりと思っています。ただ、あまりはっきりしたことは言えませんが、特定投資家の中でも個人投資家については心配される方が多いというのも実態だと思います。

○川口 ありがとうございます。私自身、個人であっても、自ら率先して特定投資家になっているのだから、そこまで保護する必要があるのか、と思った次第です。

【クラウドファンディングを行った会社のその後】

○片木 ご報告ありがとうございました。ご報告の直接対象になっていないので、情報がもしあればということでお聞きしたいのですが、現段階でクラウドファンディングの投資対象になっている会社が、イグジットといいますか、どういう状態になっているかということについて大まかな形でも傾向が分かればということで質問させていただきたいと思います。

イグジットの形態としては、一番本式は上場なのだろうと思いますが、近年の傾向であれば、どこか大きな会社が会社の株式を買い取るような形もあるのかと思います。クラウドファンディングの契約を見ていましたら、オーナーさんの方で株式の売却という形で企業を譲渡するということになったときには、一般投資家も当然に会社側に株を売却して、同じ条件で必ず株を売却するようにするというふうな売却条項があらかじめ入っていることが多いのではないかと思いますけれども。それと、残念ながらイグジットとして結局破綻しちゃいましたというのものもあるのだろうと思うのですが、傾向として、イグジットとしては今現在どういうふうになっているかというのが分かればと思うのですが、いかがでしょう。

○松本 イグジットをしている例はあまり多くないと認識しています。イグジットの例としては、ご質問にありましたとおり、TOKYO PRO Market に上場した会社がありますし、M&A、ファンドや事

業会社による買付けといった方法でのイグジットが確認されていますが、繰り返しになりますけれども、数はさほど多くないと認識しています。

○片木     ということは、つぶれているわけではないけれども、クラウドファンディングの非上場会社のままで何とか続いているというのが現状というふうに、多くの場合はそういう現状だというふうに理解してよろしいでしょうか。

○松本     倒産や解散した会社の数が FUNDINNO のホームページに出ておりまして、それを見ますと、2023 年が 6 件で、2024 年は 4 件ですので、倒産や解散している会社はそこまで多くないという印象です。

○片木     ありがとうございます。

○行澤     今の片木先生のご質問に関連して、イグジットの方法としては、例えばクラウドファンディングで株式を発行した会社の株式を取り扱う第一種金融商品取引業者が株主コミュニティを組成して、それを通じて株式を販売するというケースはあんまりないのでしょうか。

○松本     株主コミュニティについては、通常の第一種金融商品取引業者しか取り扱うことができないことから、FUNDINNO しか業法上取り扱うことができないのですが、FUNDINNO はこれまで 15 銘柄について株主コミュニティを組成しています。株主コミュニティにおいて、全銘柄ではありませんがセカンダリーの取引が行われており、売買高を見ますと、銘柄によって異なりますが、少ない銘柄ですと累計で数百万円単位、多い銘柄ですと、これはかなり特殊かもしれませんが、数億円単位になっています。

ただし、株主コミュニティについては、別の自主規制規則で、発行会社に対して一定の情報開示や証券会社との契約締結を求めていますので、発行会社が株主コミュニティを使いたいという希望がないと、株主コミュニティでの取扱いもできないというのが現状です。

○行澤     関連してもう 1 点、先ほどの梅本先生のご質問の中で、非常に高利回りというかパフォ

ーマンスがいいということを攻めて広告しているというお話があったんですけども、それは、例えばイグジットとして未公開株の上場とか、あるいは発行企業に対する M&A 等を含めたものなのでしょうか。

○松本     私の方にその点についての情報がないのですが、FUNDINNO は株式投資型クラウドファンディング以外にも業務を行っていますので、先ほどおっしゃった Web 広告がどういった手段での資金調達かという点はあると思います。いずれにしても、申し訳ありませんが、ご質問に対する知識がない状況です。

○行澤     分かりました。感想としては、例えば上場という形でイグジットすることを謳うのであれば、結局、未公開株を、これが上場したら大化けしますと言って勧誘することとあんまり変わらないことになるので、ちょっとその点はどうかかなという気がしたものですから、質問しました。どうもありがとうございました。

○梅本     たしか FUNDINNO の例は株式を発行していた企業が他の企業に買収されて、株主らは保有株を売却できたというケースだったと記憶しております。

○川口     ありがとうございます。ほかにいかがでしょうか。

#### 【FINMAC への苦情相談】

○加藤     貸付型のクラウドファンディングについては、多くの投資家保護上の問題が生じているということは広く知られています。株式投資型のクラウドファンディングについても、例えば FINMAC に様々な苦情やあっせんの依頼はあるのでしょうか。

○松本     先ほど申し上げましたとおり、数はそう多くありませんが倒産や解散した会社がありますので、そのような会社に投資した方から FINMAC に苦情が来るということも想定されますが、苦情はゼロではないのですが、あまり寄せられていません。投資家がそういうものと納得されている

のかかもしれませんが、実態として FINMAC への苦情相談はあまりありません。

○加藤 苦情相談の数の少なさをどのように評価するかは難しいですね。ありがとうございます。

○川口 これまで、50 万円未満の投資でしたので、コストから考えたら、面倒くさいというものもあるのかもしれないですね（笑）。今後、投資額が増えると、苦情の回数も増えるかもしれませんね。

## 【株式型クラウドファンディングの性格（その 2）】

○松井 話が戻ってしまうのですが、今回の制度の変更等を考えるに当たって、伊藤先生が冒頭におっしゃっていた、この株式投資型クラウドファンディングのイメージのようなものがやはり制度の在り方と非常に結び付いているというところがあるだろうと思います。

それで、これは川口先生にお伺いできればと思うのですが、日本では、ある程度事業に対する証券業協会の支援というものが前提にあって、こじんまりした制度が出来上がっているわけです。これに対して川口先生がお調べになった米国の例であるとか、欧州の例であるとか、そこでは前提となっている投資のイメージとか、あるいは制度運用のイメージみたいなものはあるのでしょうか。もし、何かお分かりになるものがありましたら、教えていただけませんか。日本の制度を相対化するうえでこの点は結構重要ではないかと思ったもので、お伺いする次第です。よろしくお願いします。

○川口 ご質問の趣旨を十分に理解できていないところがあるのですが、海外でも、投資家保護が必要という点は変わらず、インターネットを使った簡易な資金調達方法であることとのバランスをどのようにとるのが論点になっていると思います。

もっとも、企業を応援するというところもあるの

で、投資の額も大きくなっていますので、性格としても、すこし変わりつつあるというのは間違いないところかと思います。お答えになっていないので恐縮です。

○松井 ありがとうございます。リターンをある程度考えて投資が入ってくる。ただ、少額なので、それに相応した制度を作っているのだけれども、それゆえ、投資家保護というところを焦点にして制度を作らなければいけないし、その分だけ額も大きくなるということはあるのだろうという気がしたのです。

今の川口先生のお話を伺って、私も何となく感じていたことがしっくり腑に落ちてきたので、ありがたかったです。そうすると、やはり日本の事業に対する協会の支援は、先ほど随分議論になったところですが、かなり特殊というか、要は少額の資金を呼び込むための、ちょっと言葉は悪いのですが、一つの方便のようなところがあるようにも思われます。リターンがないかもしれないけれども投資をしてみませんかという集め方というのは、何とも不思議な集め方のような気がするのですが、先ほど伊藤先生もおっしゃったように、それはやはり変わってきたのではないか。このあたりの日本の制度の設計だとか前提の置き方というのは今後も維持し得るものなのかどうかという点について、これは感触のような議論で恐縮ですが、もし松本様の方で何かお持ちのお考えがあれば、お教えいただけませんか。

○松本 株式投資型に限らずクラウドファンディング一般として、企業を応援するとか共感するという点が大きく変わることはないと思います。ただ、今の日証協の規則のように、共感や支援が主な旨であることを前書面に記載することやそのことについて顧客に確認を求めることを続けるべきかについては、そのことが訴訟でどのように考慮されるのかという観点も含め将来の検討課題と思っております。

○松井 ありがとうございます。ここは、記録に残さない方がいいのかもしれないですね（笑）。

私もちょっと似たようなことを感じておりまして、リターンが十分でないとか何か問題が起こったときにこれが免罪符のように機能してしまうと、本来の理念的に入ってきたものとはかえって違う使われ方をしてしまうので、諸刃の剣だなと思いました。この点について、松本様から相応の問題意識があるということを教えていただいたのは、大変勉強になりました。

○松尾 コメントと質問です。コメントは、今まさに議論されていた部分ですけれども、WGのときに、1人当たりの投資上限の引上げが議論されたきっかけといいますか背景としては、投資家の方にもっと1件当たりたくさん投資したいという人がかなりいるという説明がされていまして、どうもいわゆるエンジェル投資家的な人たちがスタートアップにお金を出す方法としてもクラウドファンディングを使っているようであると。そうであればということで、投資上限の引上げですとか調達額の引上げもしていって、スタートアップの支援ないしは資金の供給につなげようということがあったと理解しています。あくまで私の個人的な理解ですけれども。

他方で、同時に特定投資家私募の方もかなり拡充していまして、特定投資家の要件を緩和したりですとか、私募の要件を緩和したりですとかということで、本来エンジェル投資家的な人たちはそちらを使ってもら方がいいのではないかな。そうだとすると、クラウドファンディングの方は、1人当たりの投資額は少額で多数の人からという形ですみ分けでもよかったのではないのかなと個人的には考えていたのですが、その境目がどんどん分からなくなっていって、冒頭の伊藤先生のご発言につながっているのだと理解しています。これがコメントです。

#### 【株主一元化ファンド】

○松尾 つぎに、質問ですけれども、川口先生のご報告の中でも触れておられたように、投資上限を引き上げないと、投資家が多数になって、そ

れが株主になって入ってくると、株主管理コストがすごく多額になるので何とかならないかというご要望があって、それに対応するために株主一元化ファンドスキームというのを認めまして、要するに、あくまで募集するのはファンドの持分であって、一旦そこで名寄せというか、ファンドに資金を集めたうえで、それを資金調達先の企業に株式として供給する。だから、調達先の企業としては、株主はそのファンドのみであるという形を作りました。これはファンド持分の募集になるので、二種の方になるという理解をしております。

ただ、実態は株式投資型と何ら変わらない、ファンドは1社だけにしか投資しないというのが条件です。今後もし株式投資型の主流が株主一元化スキームに行くとすると、せっかくいろいろ自主規制とかを考えていただいても、二種業協会の方に全部行ってしまうのかと。それを見越してというか、二種業協会と、今回ご報告いただいたような自主規制を制定するに当たって連絡といいますか、協議といいますかをされているのかということをお尋ねしたいと思います。

○松本 株主一元化スキームが利用しやすくなって、そのスキームを使ってファンド形態で非上場株式に投資することが増えていく可能性はあると思います。

株主一元化スキームに係る自主規制に関しては、日証協は二種業協会と連携しており、二種業協会が規則改正をして、日証協の「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」と同等の規制を株主一元化スキームに対して課すこととされていますので、自主規制規則のレベルでは平仄が取れることになると思います。

#### 【投資上限額の決め方】

○石田 細かい話ですが、川口先生が最後に問題提起をされていました1件当たり50万円にするのか、それとも総額の方がよいのかという点です。世界の法規制を見ても分かれているということで、日本では、例えば「銀行等の株式等の保有

の制限に関する法律」で手当てがなされた状況とちょっと似ているのかなと思いました。1件50万円というのを数件重ねていくと、かなり金額が大きくなっていく。それだったら、アメリカのように合計で幾らというような方がよいのかなと。ただ、このよいのかなというのが、一体何のためによいのかというのが分からなくなってきたので、その点を確認させていただきたいと思います。結局、個人の総額にキャップをはめるということは、そもそもどういう意味合いがあるのか、もう一度確認させていただきたいです。

あと、アメリカのような総額のやり方でいくと、どういうふうにそれを把握していくのかという2点、お教えいただけたらと思います。

○川口 クラウドファンディング制度を作ったときに、少額ずつ集めて事業を応援するシステムということで、まずは、50万円という上限を決めたうえで、様々な規制緩和をすることにしました。言葉は適切であるかどうか分かりませんが、「損失は被っても最大50万円」というように割り切った制度ではないかと思います。以前に本研究会で、保険でも少額のものがあり、それとよく似た話であるといった議論もありました。

しかし、50万円の投資をいろいろとすれば、合計でアメリカよりもたくさんの投資ができる可能性もあるわけですので、投資者保護の観点から問題があり得ると言われれば、そうなのかもしれません。

規制の在り方として、1件当たりを制限してさらに総額も規制するという方法もある得ると思います。いまのところ、本日、取り上げた国では、どちらかの制度を採用しているということですね。

○石田 計算する場合、アメリカのような方法だと自己申告がベースになるのでしょうか。

○松尾 たしか協会が何かで、特定の投資家がどれだけクラウドファンディングを通じて投資しているかを把握する仕組みをつくっていたと思います。

○石田 ありがとうございます。

## 【SNSによる勧誘】

○高橋 川口先生のレジュメの8ページで、「SNSによる勧誘は許容されるか」という問題が提起されていて、後ほど議論していただければということでしたので、せっかくですので取り上げさせていただきます。

金商業等府令第6条の2の1号、2号、3号のいずれかに当たる必要があるところ、恐らく2号で捉えることが一応できるのではないかと思います。

2号は、川口先生のレジュメの3ページの真ん中ぐらいにいろいろとテクニカルなことが書かれています。が、「通信文その他の情報を送信する方法（音声の送受信による通話を伴う場合を除く）」ということになっていて、通信文その他の情報を送信する方法に広く当たってくるのではないのかなと思いました。

そもそも、SNSにも様々なタイプがあって、不特定多数の者が見れるようなタイプであれば、勧誘ではなくて広告なのではないのかという話もあるかと思います。他方、特定のユーザーに対してダイレクトメールを送るようなタイプであれば、さすがに勧誘になると思うのですが、そうだとすると、やはり「通信文その他の情報を送信する方法」に当たるのではないかと思います。送るものが画像や動画であっても、「その他の情報」に広く含まれるという気がいたします。

当然、立法論的にはちょっと制限すべきということはあるかもしれませんが、個人的にはそのように感じました。

○川口 今回、音声通話が認められたので、電話での勧誘が可能になったわけですね。電話での勧誘とSNSによる勧誘は何か違うのでしょうかね。消費者取引の世界の話ですが、例えば、特定商取引法では電話勧誘の規制があります。その上で、SNSによる勧誘を認めるかが議論されています。そこでの議論を見てみると、SNSによる勧誘も電話勧誘と同じような密室性がある、不意打ち性が



ある、コストも安く、頻繁な勧誘が可能、といったことから、同じように規制すべきではないかという議論があるようです。

回りくどい言い方をしましたが、金商法の世界で、電話勧誘が解禁されたということで、では、先の消費者庁での議論と同じように、同じ性質を有する勧誘ならば、SNS の勧誘も許容されるべきかという論点があるかと思い、ここに挙げさせていただきました。

では、おまえはどのように考えるのか、ということですが、先ほど指摘された金商業等府令第6条の2については、高橋先生が言われた2号のほか、1号の適用もあるでしょうか。「金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された情報の内容を電気通信回線を通じて相手方の閲覧に供する方法」にも当たり得る場合があるようにも思います。どちらに該当するにせよ、これはできるということになりそうですね。逆に言うと、従来からできていたのではないかともいえるのです。すなわち、電話勧誘だけが禁止されていたとも考えられるのです。

○松本 SNS を通じたものが「金融商品取引業者等の使用に係る」に当たるかということがポイントになると思います。

〔川口追記〕クラウドファンディングに関する内閣府令の改正に関するパブリックコメントで、つぎのようなやり取りが残されている。

「コメントの概要及びコメントに関する金融庁の考え方」（平成27年2月13日）25

【コメントの概要】改正金商業等府令第6条の2第1号に掲げる「金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された情報の内容を電気通信回線を通じて相手方の閲覧に供する方法」とは、具体的にウェブサイトを利用する方法のほかに、例えば、フェイスブック、ミクシイ、LINE 等の SNS（ソーシャル・ネットワーク・サービス）、ツイッター等のマイクロブログ、YouTube 等の動画・写真共有サイト及びブログといった各種のシャ

ールメディアによるものも含まれると理解して良いか。

#### 【金融庁の考え方】

改正金商業等府令第6条の2第1号においては、ウェブサイト等のサーバーに記録された情報を閲覧させる方法を想定しています。ご指摘の SNS 等については、その機能に応じて個別に判断する必要がありますが、サーバーに記録された情報の閲覧による方法又はこれに関連するインターネットを介したメッセージの授受に係るサービスの場合、同条第1号又は第2号に該当すると思います。

#### 【電子募集取扱業務の定義と勧誘規制】

○川口 先ほどの黒沼先生のご質問に関連してなのですが、日証協の規則12条で、金商業等府令第6条の2を引いているわけですね。

この金商業等府令第6条の2というのは、金商法第29条の2第1項6号で、いわゆる電子募集取扱業務の定義を定めているものです。電子募集取扱業務の定義は定義として、その業者の業務規制の在り方は別に考えることはできませんか。すなわち、電子募集取扱業務の勧誘については、別の規定を設けて規制をすることが可能で、日証協の規則は、そういったものを定めるという理解はできませんか。法令上の業務の定義に含まれないものであっても、勧誘について別に考えることができないかということなのですが。

○松本 第一種少額電子募集取扱業者については、勧誘の方法が法令上、金商業等府令第6条の2の方法に限定されていると理解をしています。一方、通常の第一種金融商品取引業者は法令上、勧誘の方法が限定されていないので、その部分について日証協の自主規制で規制していると理解しています。

○川口 分かりました。その勧誘の方法が限定されているというのは、どこで読むのですか。

○松本 そもそもこういう業務のみを行う業者として、第一種少額電子募集取扱業者として認め

られているという理解です。

○川口 確かに業者としての定義はそうのように規定されているのですが、勧誘は別な方法でもやれるのではないかと。定義はあくまで定義として・・・。

○松尾 それをすると、通常の募集の取扱いとかがなくなってしまうので、一種の登録が必要になると思います。

○川口 そう読むことになるということなのですね・・・。

○松尾 そうだと思います。

#### 【総額規制の必要性】

○飯田 伊藤先生と松井先生、松尾先生、石田先生と既に指摘されていることではあるのですが、伺いたいたいのは、今回、総額の発行上限が5億円未満になった場合に、有価証券届出書が出る場合があるという世界に変わったと思います。そうすると、そもそも個別の投資家の上限額は必要なのではないかという問題もあるように思いますが、いかがでしょうか。

つまり、情報が開示されないという世界で一般の投資家がこういう株式に投資するということを認めるための仕組みとして上限額を定めるという話から出発していたと思いますので、届出書を出す場合については、もう上限額なんて要らないのではないかとも思えたのですが、違うでしょうか。

特にアメリカも、投資上限は定めていますが、あれもたしか33年法の届出書は免除のままなのではないかと思うので、日本で今回1億円以上のところを解禁したという新しい世界のところでは、やや状況が変わったのではないかなと思ったのですが、そのあたりはいかがでしょうか。

○川口 今言われて、確かにそうだなという気もいたしました。幾ら簡素化されているとはいえ、届出書によって情報開示は一応なされるのですからね。本日は投資家保護の視点と言いながら、その保護の必要性が薄れているのではないかということですね。もう少し深く考えてみます。

○飯田 分かりました。現状としては、何となく一種業の業者の範囲と少額電子募集取扱業者の線引きとしてこういうところに線を引いたということであって、投資家保護とかという話の論理的な説明は難しい世界に入ったかなというふうに思いましたという感想です。

○川口 ほかにいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、本日の研究会はこれで終了いたします。

松本様、毎回ご丁寧なご報告、ありがとうございました。最後に、あと一回お願いすることになりますけれども、よろしく願いいたします。