

わが国のクラウドファンディング規制の現状

松尾 順介

はじめに

二〇一三年六月に政府が日本再興戦略を閣議決定し、その中でクラウドファンディングが成長戦略のひとつとして位置づけられたことから、政策論議のひとつとしてクラウドファンディングが取り上げられるようになり、金融審議会において「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」において検討が重ねられた。その結果、昨年五月には金融商品取引法が改正され、投資型クラウドファンディングに関する規制が緩和された。しかし、改正金融商品取引法では、細目について、政令および内閣府令に委ねられるとともに、具体的な運用については自主規制に委ねられたことから、これらの規制がどのような内容を含むものか、注目されていた。同法は、一年以内の施行が予定されていたことから、五月末までには政令および内閣府令が公表されるとともに、自主規制も公表されることになっていた。なかでも注目されるのは、第二種金融商品取引業協会の自主規制である。というのは、投資型クラウドファンディングの大半は、匿名出資組合型であり、これらのファンド運用は、第二種金融商品取引業に該当するからである。したがって、同協会の規則は、わが国の投資型クラウドファンディングの運用上のガイドラインとして、重要な意味を持っている。

そこで、本稿では、本年五月末に公表された第二種金融商品取引業協会による「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」（以下、二種協会規則）を取り上げ、その内容について重要と思われる項目を取り上げ、検討

する。

1 金融商品取引法改正の要点

二〇一四年五月三〇日付けで、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が公布され、投資型クラウドファンディングの利用促進等について、制度整備が行われた。

同法改正において投資型クラウドファンディングに関連する点は、以下の通りである。

まず、少額の有価証券の募集等の要件として、第一種少額電子募集取扱業務及び第二種少額電子募集取扱業務における少額の募集の取扱い等の要件として、発行価額の総額は、合計額一億円未満かつ有価証券を取得する者が払い込む額五〇万円以下とする。

次に、当該業務を行う業者の最低資本金等については、第一種少額電子募集取扱業者及び第二種少額電子募集取扱業者についての最低資本金は、第一種少額電子募集取扱業者一〇〇〇万円（従来五〇〇〇万円）、第二種少額電子募集取扱業者五〇〇万円（従来一〇〇〇万円）に引き下げ、第一種金融商品取引業者である第一種少額電子募集取扱業者については、自己資本規制を課さず、兼業自由とし、投資者保護基金への加入義務も課さないこととする。

さらに、株式投資型クラウドファンディングとの関連では、新たな非上場株式の取引制度に関する制度として、「投資グループ」制度が導入された。この制度では、非上場株式について証券会社は同グループメンバーに限り、投資勧誘が可能となる。

ただし、同法の施行に伴い、金融商品取引業等に関する内閣府令を改正し、電子募集取扱業務等に係る規制等

の整備として、以下について定めることも明記された。①金融商品取引業者の業務管理体制の整備義務に関して、その業務内容に応じた業務管理体制の具体的内容を規定する。②電子募集取扱業務を行う際の重要情報提供義務に関して、契約締結前交付書面に追加的に記載する事項並びに情報通信の技術を利用する方法で公表しなければならぬ事項及び公表の方法を規定する。

したがって、金融商品取引法およびそれに関連する内閣府令の改正を踏まえて、第二種金融商品取引業協会による「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」（以下、二種協会規則）が策定され、今後投資型クラウドファンディングに取り組む際には、これが基本的なガイドラインとなる。そこで、これについて以下で検討する。

2 二種協会規則の「目的」と「定義」

まず、同規則の目的として、第一条に「この規則は、正会員及び電子募集会員が行う電子申込型電子募集取扱業務等について、ホームページ等による表示、取引、業務管理体制の整備、募集又は私募の取扱いに関する社内体制の整備、審査、情報開示、内部管理体制、顧客管理体制などについて遵守すべき事項等を定めることにより、業務の適正化を図り、もって投資者の保護に資すること」としている。ここで、注目されるのは、規制対象を二種協会の正会員のみならず、「電子募集会員」としていることである。同協会では、金商法改正によって少額電子募集取扱業者が導入されたことに伴い、これを専業とする会員を新たに電子募集会員とした^①。その背景には、従来第一種金融商品取引業に比べ、第二種の場合、協会の加入率は三％程度にとどまっており、自主規制機関として加入率を高めることが課題とされてきたことが挙げられる。つまり、この状況で、クラウドファンディング

専業者が参入した場合、これらの業者が非加入のままにとどまることが懸念されたため、新たに「電子募集会員」という枠組みが設けられたものと考えられる。

次に、同規則で対象となる業務や事業者に関する定義が定められている。主なものは以下の通りである。

- ① 電子募集取扱業務：「金商法第二九条の二第一項第六号に規定する電子募集取扱業務をいい、金商法第三条各号に掲げる有価証券又は金融商品取引所に上場されていない有価証券（金商法第二条第二項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利に限り、金融商品取引法施行令第一五条の四の二各号に規定されるものを除く。）を対象とするものに限る」と定義されている。これは非上場有価証券（継続開示会社を除く）または集团的投資スキーム持分（有価証券投資ファンド及び貸付金ファンドを除く）の募集・売出または私募の取扱でインターネットを通じて募集を行う業務を指しており、投資型クラウドファンディング全般を含むものと考えられる。

- ② 電子申込型電子募集取扱業務：「電子募集取扱業務のうち、金融商品取引業等に関する内閣府令第七〇条の二第七項第一号及び第二号に掲げる方法により顧客に有価証券の取得の申込みをさせる業務」と定義されている。これは、電子募集取扱業務のうち、ホームページ及び電子メールによって顧客に有価証券の取得の申込をさせる業務を指している。なお、ここで、電子申込型と限定しているのは、電子申込ではない類型を想定しているからであろう。例えば、投資型クラウドファンディングのファンド運用会社が投資家向けの説明会を開催し、その場で紙媒体により募集の取扱を行うような場合が考えられる。実態として、電子申込と紙媒体の申込が混在するような場合が存在しているかどうかは明らかでないが、インターネットでの取扱と対面とを截然と区別することが求められているといえる。

③ 第二種少額電子募集取扱業務：「金商法第二九条の四の三第四項に規定する第二種少額電子募集取扱業務」と定義されている。これは、電子募集取扱業務のうち、集団投資スキーム持分（有価証券投資ファンド及び貸付金ファンドを除く）の募集・売出又は私募の取扱で、一ファンドあたり一年以内に一億円未満かつ投資家一人あたり五〇万円以下のものを指している。なお、ここでは触れられていないが、金商法では、株式に関して同様の取扱を行う場合を第一種少額電子募集取扱業務としている。

④ 電子申込型電子募集取扱業務等：「電子申込型電子募集取扱業務及び当該業務において取り扱う有価証券に係る金商法第二条第八項第九号に掲げる行為（電子申込型電子募集取扱業務に該当するものを除く。）並びに電子募集会員による第二種少額電子募集取扱業務」と定義されている。ここで「等」としているのは、（a）電子申込型電子募集取扱業務のほか（b）電子申込型でない電子募集取扱業務、（c）電子募集会員による第二種少額電子募集取扱業務を含むことが意味されていると思われる。つまり、上述のように、説明会のようなネット空間でなく、対面の状況で募集が行われることに關しても規制が課されると解される。

さらに、細かいことであるが、「ホームページ」については、「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投資者の閲覧に供する方法をいう」と定義され、また、「電子メール等」については、「ホームページの方法による募集又は私募の取扱いを行う場合において、金融商品取引業者等の使用に係る電子計算機と投資者の使用に係る電子計算機とを接続する電子通信回線を通じて通信文その他の情報を送信する方法その他これに類する方法（他人に委託して行う場合を含み、音声の送受信による通話を伴う場合を含まないものとする。）をいう」と定義されている。なお、ここで「音声の送受信による通話を伴う場合」とは、スカイプのようなネット上の通話手段を指していると解される。したがって、ホ

ホームページ上の情報提供による投資勧誘とスカイプのような双方向性のある通信手段とが截然と区別されていることは注目される点であろう。

3 同規則における「一般規定」と「禁止規定」

同規則では、一般規定として、正会員及び電子募集会員の①情報開示、②募集又は私募の取扱期間中の閲覧、③募集取扱業務についての情報提供、④契約締結前交付書面の交付などを規定している。

まず、情報開示については「投資者が適正かつ円滑に取引を行うために必要と認められる情報を、当該正会員及び電子募集会員の運営するホームページ等を用いて表示し、その情報の周知に努めなければならない」とされている。

次に、募集又は私募の取扱中の閲覧については、「運営するホームページにおいて、当該募集又は私募の取扱の内容を投資者が閲覧できる状態におかなければならない」とされ、クラウドファンディングの運営業者にとって自明の内容となっている。

第三に、募集取扱業務についての情報提供については、「金商法第四三条の五に規定する措置を講ずるに当たっては、金商業等府令第一四六条の二の規定を遵守するもの」とされている。これは、集団的投資スキーム持分（有価証券投資ファンド及び貸付金ファンドを除く）又は非上場株式（継続開示会社を除く）について電子募集取扱業務を行うときは、契約締結前交付書面に記載する事項のうち、相手方の判断に重要な影響を与えるものとして内閣府令で定める事項について、ホームページ及び電子メールによって、電子募集取扱業務を行う期間中、相手方が閲覧することができる状態に置かなければならないという内容であり、その際、内閣府令は、「電子募

集取扱業務の相手方の使用に係る電子計算機の映像面において、当該者にとって見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示されるようにしなければならない」としている。これもクラウドファンディング運用業者にとっては自明のものであろう。

さらに、情報提供について、正会員及び電子募集会員は、電子申込型電子募集取扱業務等を行うに当たっては、次の各号に掲げる事項について、情報開示が求められる。

- ① 電子申込型電子募集取扱業務等として行う旨
- ② 電子申込型電子募集取扱業務において取り扱う有価証券について金商法第二条第八項第九号に掲げる行為（電子申込型電子募集取扱業務に該当するものを除く。）を自ら行う場合にはその旨
- ③ 電子申込型電子募集取扱業務において取り扱う有価証券について第一八条の規定に基づき他の金融商品取引業者又は登録金融機関に募集又は私募の取扱いを委託する場合にはその旨
- ④ 電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券に関して、金融商品取引法上の開示は義務付けられていない旨
- ⑤ 事業者が作成する第三六条第一項及び第二項に掲げる書類（「発行者による情報提供、閲覧」による規定を参照）について、公認会計士又は監査法人による外部監査を受けていない場合にはその旨
- ⑥ 分配金の一部又は全てが元本の一部払戻しに相当することがある場合にはその旨
この項目は、出資対象事業者が目標金額を調達できなかった場合、事業を断念し、出資金を返還する場合はあることを指しているものと思われる。
- ⑦ 電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券について、その換金性が著しく乏しい場合などの

場合にはその旨

⑧ 出資対象事業の終了までの間、出資対象事業の持分に係る契約の中途での解約が禁止又は制限されている場合には、その旨及びその制限の内容

⑨ 電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券について、当該有価証券の売買を行ったとしても、その権利の移転が事業者に認められない可能性がある場合にはその旨

⑩ 顧客が取得する有価証券の価値が消失する等、その価値が大きく失われるリスクがあること

⑪ 正会員は、電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券及びその発行者に関する投資者からの照会に対して、電話又は訪問の方法により回答することができないこと。

⑫ 電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業務において取り扱う有価証券及びその発行者に関する投資者からの照会に対して、金商業等府令第六条の二各号に規定する方法以外の方法で回答することができない旨

この⑪と⑫の項目は、いずれも電話又は訪問での対応を禁じており、すべてホームページ上での情報交換に限定されると解される。

⑬ 顧客が電子申込型電子募集取扱業務等に関して正会員又は電子募集会員に照会する場合の連絡方法

⑭ 第三三条第二項の規定（「目標募集額に達していない場合であっても、出資対象事業の持分に係る契約により事業者の出資対象事業が開始される場合には、正会員及び電子募集会員は、当該事業者に募集申込金を支払うこととする」）により、正会員及び電子募集会員が事業者に募集申込金を支払う場合にはその旨

⑮ 正会員及び電子募集会員は、事業者の作成する第三六条第一項及び第二項に掲げる書類について、当該正会員及び電子募集会員の運営するホームページ等の顧客専用画面において顧客に提供を行う旨

⑯ 事業者と正会員及び電子募集会員との間で利害関係が認められる場合にはその内容

⑰ 第二〇条の適用がある場合にはその旨

⑱ 第三条に基づく出資対象事業の持分に係る契約の申込みの撤回又は契約の解除の方法及びその場合の返金方法

⑲ 電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券に投資するに当たってのリスク

⑳ 電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業務を行うに当たり、顧客が取得する有価証券の個別払込額は、金商法施行令第一五条の一〇の三第二号に掲げる要件を満たすものに限られること

3 正会員及び電子募集会員は、前項第四号から第一〇号まで、第一四号及び第一九号に掲げる事項については、金商業等府令第一四六条の二第二項に規定する措置と同様の措置を講じなければならない。

なお、一般規定としては、上記以外にも、締結前交付書面の交付、標識の掲示、広告塔規制の遵守が定められているが、これらは自明の内容であるので、省略する。

他方、禁止等規定として注目されるのは、訪問又は電話の禁止である。同規則では、「正会員は、電子申込型電子募集取扱業務等において取り扱う有価証券について、顧客に対し、訪問し又は電話をかけて、金商法第二条第八項第九号に掲げる行為を行ってはならない」と定め、直接訪問や電話での募集・売出又は私募の取扱を禁止している。また、「電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業務以外の方法で募集の取扱い又は私募の取扱いを行ってはならない」とされ、上記と同様に、訪問又は電話での募集・売出又は私募の取扱が禁止されている。したがって、投資型クラウドファンディングの取扱業者は、ホームページ及び電子メールでの勧誘に限定されることになる。

4 同規則における「取引」と「反社会的勢力の排除」に係る規定

同規則では、取引について、①顧客の適合性、②取引開始基準、③自己責任原則の徹底の表示、④第二種少額電子募集取扱業務における募集金額の上限、⑤中途での解約禁止又は制限についての表示、⑥禁止行為、⑦名義貸しの禁止、⑧電子申込型電子募集取扱業務等の他の正会員等への募集又は私募の取扱いの委託、⑨正会員及び電子募集会員の役職者等による購入条件及びその開示、⑩特定のみなし有価証券を推奨するための募集又は私募の取扱いのホームページ等での手数料等の表示について定めている。

このうち顧客の適合性、取引開始基準、自己責任原則の徹底の表示については、自明の内容であるため、ここでは触れないが、第二種少額電子募集取扱業務における募集金額の上限については、次のように定められている。

まず、「電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業務において、金商業等府令第一六条の三第一項に規定する算定方法による一の事業者の募集又は私募に係るのみなし有価証券の発行価額の総額を、一億円未満としなければならぬ」と定められた⁽²⁾。

次に、「電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業務において、金商業等府令第一六条の三第二項に規定する算定方法による一の事業者の募集又は私募の取扱いに係るのみなし有価証券に対する一顧客当たりの個別払込額を、五〇万円以下としなければならない」ことも定められた。なお、この府令では、「募集又は私募に係る有価証券の発行価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算した金額。）に、当該有価証券の募集又は私募を開始する日前一年以内に同一の発行者により行われた募集又は私募に係る当該有価証券と同一の種類の有価証券の発行価額の総額を合算する方法」と規定されている（なお、ここで同一の有価証券とは、

株式、新株予約権および集团的投資スキーム持分を指している)。

したがって、一年以内の発行総額一億円未満、一顧客あたり五〇万円未満とすることが明確に規定された。

さらに、「電子募集会員は、前二項の規定を遵守するため、当該一の事業者への事前確認を行うこと等の必要かつ適切な措置を取るために、社内体制を整備しなければならない」とされ、これらの規定についての遵守に関して、クラウドファンディングのファンド運営者は、事業者への事前確認とともに、自らの社内体制整備も求められる⁽³⁾。

さらに、この後には、中途での解約の禁止又は制限についての表示、禁止行為、名義貸しの禁止、電子申込型電子募集取扱業務等の他の正会員等への募集又は私募の取扱いの委託、正会員及び電子募集会員の役職者等による購入条件及びその開示、特定のみなし有価証券を推奨するための募集又は私募の取扱いのホームページ等での手数料等の表示、および反社会的勢力の排除と続くが、いずれも自明の内容であると思われる。

5 同規則における「募集又は私募の取扱いに関する体制整備」に係る規定

同規則では、募集又は私募の取扱いに関する体制整備として、①募集又は私募の取扱いに関する審査の独立性の確保、②審査に係る社内規則及び社内マニュアルの整備、③社内規則等の充実について定められている。

特に注目されるのは、募集又は私募の取扱いに関する審査の独立性の確保である。ここでは、まず「正会員及び電子募集会員は、電子申込型電子募集取扱業務等を的確に遂行することができる人的構成を確保するとともに、次に掲げるすべての要件を満たさなければならない」とした上で、**(a)** 専門の審査部門を設置すること、**(b)** 審査業務を遂行する担当者は、募集又は私募の取扱いを推進する業務(営業業務)に携わらないこと、**(c)** 審査部門を担

当する責任者は、募集又は私募の取扱いを推進する部門（営業部門）を担当する責任者とならないことが定められている。

次に、「正会員及び電子募集会員は、次に掲げるすべての要件を満たしている場合は、前項に規定する要件を満たしているものとみなす」とした上で、**①** 審査担当者は、当該審査案件に係る募集又は私募の取扱いを推進する業務（営業業務）に携わらないこと、**②** すべての審査案件について、電子募集業内部管理統括責任者を含む複数の責任者等から構成される会議体により、募集又は私募の取扱いを行うかの判断を行うこと、**③** 電子募集業内部管理統括責任者が、募集又は私募の取扱いの判断に係る資料及び情報の重要性について分析及び評価を行い、募集又は私募の取扱いを行うかの判断について、その過程の適正性を確認することと定めている。

したがって、投資型クラウドファンディングのファンド運用者は、営業部門から独立した専門の審査担当者を設置するとともに、投資審査を行う会議体を設置する必要がある。

6 同規則における「適切な募集又は私募の取扱いに関する審査の実施」に係る規定

ここでは、「正会員及び電子募集会員の審査担当者は、電子申込型電子募集取扱業務等を行うに当たっては、審査項目について、適切に募集又は私募の取扱いに関する審査を行わなければならない」とした上で、集团的投資スキーム持分の場合、**①** 資金調達者としての適格性、**②** 財政状態及び経営成績、**③** 事業の計画及び見通し、**④** 事業のリスクに関する検討、**⑤** 調達資金の額、その使途、**⑥** 事業者と正会員又は電子募集会員との間の利害関係の状況、**⑦** 経理の状況（分別管理の状況を含む）、**⑧** 過去一年以内にみなし有価証券の発行により資金調達をしてきた場合のその後の状況、**⑨** 適切な情報提供を行う体制、**⑩** その他必要と認める事項である。

ただし、これらの審査項目については、「細則」でその細目を定めるものとされており、集团的投資スキーム持分の場合、その内容は以下である。

① 資金調達者としての適格性…①事業の適法性及び社会性、②事業者の経営理念、③経営者の法令遵守やリスク管理等に対する意識、④反社会的勢力への該当性及び反社会的勢力との関係の有無並びに反社会的勢力との関係排除への仕組み及びその運用状況

② 財政状態及び経営成績…①a財政状態及び資金繰りの状況、②b財政状態及び経営成績の変動理由の分析

③ 事業の計画及びその見通し…①a事業計画の策定根拠の妥当性、②b事業を巡る経営環境、③c利益計画とその進捗状況

④ 事業のリスクに関する検討…事業のリスクについての分析と評価

⑤ 調達資金の額、その用途…調達する資金の調達額及びその用途の妥当性（事業計画との整合性）

⑥ 事業者と正会員又は電子募集会員との間の利害関係の状況…出資関係、役員派遣、取引等の関係の状況

⑦ 経理の状況（分別管理の状況を含む）…①a経理処理の適正性、②b帳簿、伝票などの管理状況、領収書などの原始書類の保存状況、③c会計専門家（公認会計士、公認会計士補、税理士、監査法人、税理士法人等）からの指摘事項の有無、指摘事項があればその対応状況

⑧ 過去一年以内にみなし有価証券の発行により資金調達をしていた場合のその後の状況…①a資金調達の額及びその用途の状況、②b事業計画との整合性

⑨ 適切な情報提供を行う体制…①a情報提供への適応力、②b事業のリスクに関する情報提供の妥当性

⑩ その他必要と認める事項

また、これらの審査項目を審査するため、審査担当者は「事業者に対して確認すべき内容を書面により送付し、その内容を書面により受領するよう努め、必要に応じて、当該事業者との間で面談を行うものとする」と定めている。

さらに、この後、分別管理の徹底と金銭の流用が行われている場合の電子申込型電子募集取扱業務等の禁止についての規定があるが、これらはいずれも自明の内容である。

7 同規則における「顧客への情報提供」に係る規定

顧客への情報提供としては、「発行者からの情報提供、閲覧」として、「正会員及び電子募集会員は、業務委託等の契約及び出資対象事業の持分に係る契約において、事業者が出資を行った顧客に対し、以下の各号の情報について、出資対象事業の計算期間の終了毎（当該事業の計算期間が一年を超えるものにあつては少なくとも年に一回とし、これらの契約において分配が行われるとされているときを含むものとする。）に適切に提供する旨が規定されていることを確認しなければならない」としている。

- ① 計算期間の出資対象事業の概況及び出資金の用途並びに売上状況その他のキャッシュ・フローの状況
- ② 計算期間における分配金及び償還金に関する次の事項
 - Ⓐ 計算期間における分配金及び償還金の有無
 - Ⓑ 計算期間における分配金及び償還金の金額
 - Ⓒ 計算期間における一口当たりの分配金及び償還金の金額
- ③ 出資対象事業に関する売上に関する帳簿及び入金に関する確認（公認会計士、公認会計士補又は税理士によ

り行われるものに限る。)が行われる旨

次に、「正会員及び電子募集会員は、次項に掲げる事由に該当する場合には、業務委託等の契約及び出資対象事業の持分に係る契約において、事業者が出資を行った顧客に対し、以下の各号の情報について、出資対象事業の計算期間の終了毎(当該事業の計算期間が一年を超えるものにあつては少なくとも年に一回とする。)に適切に提供する旨が規定されていることを確認しなければならない」として、以下を定めている。

- ① 前項各号に掲げる情報
 - ② 計算期間の末日における出資金の額及び一口当たりの出資金の額
 - ③ 事業者の貸借対照表及び損益計算書又はこれに代わる書類
 - ④ 前号に規定する書類が公認会計士又は監査法人の監査を受けた場合は、その旨及びその範囲並びに当該公認会計士又は監査法人の氏名又は名称(前号に規定する書面に公認会計士又は監査法人の監査に係る書類が添付されており、かつ、当該書類に監査を受けた範囲が明記されている場合を除く。)
 - ⑤ 第三号に規定する書類が公認会計士又は監査法人の監査を受けたものでない場合には、その旨
- 第三に、「前項本文に規定する事由とは、次の各号のいずれかに掲げるものとする」として、以下を挙げている。
- ① 金商業等府令第一六条の三第一項に規定する算定方法による一の事業者の募集又は私募に係るみなし有価証券の発行価額の総額が一億円以上となる場合。
 - ② 金商業等府令第一六条の三第二項に規定する算定方法による一の事業者の募集又は私募に係るみなし有価証券に対する一顧客当たりの個別払込額が五〇〇万円以上となる場合。

第四に、「正会員及び電子募集会員は、前項第一号の発行価額の総額が五億円以上又は前項第二号の一顧客当たりの個別払込額が五〇〇万円以上のいずれかに該当する場合には、業務委託等の契約及び出資対象事業の持分に係る契約において、事業者は、第二項第三号に規定する書類について、公認会計士又は監査法人の外部監査を受ける旨が規定されていることを確認しなければならない」としている。

8 同規則における「内部管理」に係る規定

内部管理に係る規定として注目されるのは、「電子募集業内部管理統括責任者の登録」として、「正会員及び電子募集会員は、電子申込型電子募集取扱業務等において、電子募集業内部管理統括責任者一名を定め、所定の様式による届出書を遅滞なく、本協会に提出しなければならない」とされている点である。この電子募集業内部管理統括責任者は、その責務として、以下が定められている。

- ① 自ら法令等を遵守するとともに、当該正会員及び電子募集会員の役員又は従業員に対し、法令等を遵守した営業姿勢を徹底させ、投資勧誘等の営業活動及び顧客管理が適正に行われるように、内部管理態勢の整備に努めなければならない。
- ② 電子募集業内部管理統括責任者は、正会員及び電子募集会員における投資勧誘等の営業活動が法令等を遵守し適正に行われるよう、当該正会員及び電子募集会員の役員又は従業員において、法令等に違反する事案が生じた場合には、法令等に照らし、適正に処理しなければならない。
- ③ 電子募集業内部管理統括責任者は、正会員及び電子募集会員の投資勧誘等の営業活動における法令等の遵守に関し、行政官庁及び本協会その他の自主規制機関との適切な連絡及び調整を行わなければならない。

④ 電子募集業内部管理統括責任者は、正会員及び電子募集会員の投資勧誘等の営業活動及び顧客管理に関し、重大な事案が生じた場合には、速やかにその内容を会員代表者又は会員代表者代理人に報告しなければならない。

まとめ

以上、第二種協会の規則について、重要と思われる個所を検討したが、その特徴として、以下の点を挙げることができる。

まず、規則の内容がかなり複雑で、煩瑣なものとなっており、その内容や趣旨を理解することは必ずしも容易でない。昨年の金融商品取引法改正の目的は、投資型クラウドファンディングへの参入規制を引き下げ、新規参入を促す狙いがあるとされているが、この規則の内容を正確に理解することは、少なくとも金融・証券業以外の新規参入者にとっては、かなりな困難なものと思われる。少なくともより理解しやすいマニュアル等を作成し、新規参入者の理解を促す必要がある。

次に、本規則では、電話・対面による募集の取扱いを禁止している。これは、未公開株詐欺が電話・対面によって被害者にアプローチしたことを踏まえたものと考えられ、これについては、本規則制定に先立って募集されたパブリック・コメントでも、支持する意見が見られた。確かに詐欺的な行為を排除することは、クラウドファンディングの健全な発展にとって不可欠な要素であり、周到な配慮が求められることは言うまでもない。しかし、今後もIT技術の発展・多様化が進展することを考えると、電話・対面型の募集の取扱いとインターネットでのそれとを截然と区別できるかどうかについては、疑問が残る。さらに、クラウドファンディングにおいても、資

金調達者と資金提供者との間での信頼関係や親近感が重要な要素であり、そのためにはフェイス・ツー・フェイスな関係の形成も重要な要素であるという見方もあることを考えると、電話・対面を禁止することが、クラウドファンディングの発展にとって、どのような影響をもたらすのか、懸念される面もある。

最後に、この規則では、クラウドファンディングの運用業者に、相当の内部体制整備など相当の負担を要求している。これは、不適切な業者や悪質な業者の参入を防ぐ目的があると考えられる反面、ファンド運用業者のコスト要因にもなると思われる。これが過剰規制なのかどうか、あるいは適切な業者規制となっているのかについては、今後の市場参加の動向に委ねるべきことであろうと考えられる。今後この規制がどのような影響をもたらすか、注目されることである。

* 本稿を執筆するに際し、梅本剛正氏（甲南大学法科大学院）、島村昌征氏（第二種金融商品取引業協会）および出縄良人氏（株式会社出縄&カンパニー、出縄国際公認会計士事務所）からご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

(1) 第二種金融商品取引業協会の定款では、「電子募集会員は、第二種少額電子募集取扱業者であって第十九条の承認を受けた者とする」となっており、この承認とは、同協会の理事会決議となっている。また、正会員の有する議決権は二個であるのに対し、電子募集会員の議決権は一個となっている。なお、同協会の規則では、入会金は、正会員一〇〇万円に対し、電子募集会員五〇万円、会費は、正会員五〇万円に対し、電子募集会員三〇万円となっている。

(2) なお、この府令では、「募集又は私募に係る有価証券が新株予約権証券である場合には、当該新株予約権証券の発行価

額に当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額の合計額を合算する方法」とされているが、第二種の場合、株式型クラウドファンディングは対象とならないため、この府令が該当するケースはないと考えられる。

(3) なお、正会員に関しては、少額要件を満たす必要がないため、このような確認のための体制整備義務も不要となると解される。

(4) 例えば、海外の研究「Agrawal, Ajay, Christian Catalini, and Avi Goldfarb. 2011. "The Geography of Crowdfunding", NBER Working paper number 16820, Feb.など」のような資金調達者と提供者の関係について示唆している。 <http://www.nber.org/papers/w16820> 参照。

なお、この研究については、拙稿「クラウドファンディングの投資家と地理的分散」『証研レポート』二〇一四年八月、一六八五号、において紹介・検討した。 http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1685/1685_01.pdf 参照。さらに、必ずしもクラウドファンディングの事例ではないが、わが国の資金出資型再生可能エネルギーファンドでも、資金提供者と調達者の間で直接的な関係が重視されていることが示唆される。拙稿「クラウドファンディングと証券業」(証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』公益財団法人日本証券経済研究所、二〇一五年三月、所収)、参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)