

「米国におけるクラウドファンディングに関する議論について」

第4期 客員研究員

首都大学東京 都市教養学部法学系 准教授

尾崎 悠一

要約

本稿は、米国において2012年に制定されたJOBS法(Jumpstart Our Business Startups Act)において設けられたクラウドファンディング(インターネット等を通じて公衆から小口の資金を調達する手法)に関する規律とその前後の議論状況を紹介するものである。クラウドファンディングは従来型の資金調達手段では必ずしも資金が得られない事業・企業に資金調達の機会を与えるものとして注目され、わが国でも、金融審議会の「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」において検討の対象とされている(同ワーキング・グループの報告書は、平成25年12月25日に発表されているが、執筆時期との関係でワーキング・グループにおける議論については、検討の対象には含まれていない)。

JOBS法におけるクラウドファンディングに関する規律は、連邦証券法・州証券法による規律のもとでクラウドファンディングを行う場合、開示規制等のためにコストが大きくなってしまい資金調達が実現できないという問題意識のもとで設けられたものである。規律内容は、発行者に対する開示規制と、仲介者(ブローカー又はファンディング・ポータルと呼ばれる新たな仲介業)に対する規制を中心とする。従来の証券法制は、投資者への情報開示と市場における詐欺の防止が投資者保護の中心であったところ、クラウドファンディングにおいては、発行者資金調達総額に上限を設けることにより資金調達全体のもたらす損失を抑制し、資本市場全体への悪影響を防ぐとともに、個々の投資者の出資額に上限を設けることにより、各投資家に壊滅的な損失が発生することを防ぎ、各投資家の損失を負担可能な範囲内にとどめようとするものである。このような考え方が従来の投資者保護のための規制を緩和する根拠になるかについては争いがあるところであり、新しいテクノロジーの利用および資金調達の小口化は詐欺の危険性を高めるものであるとの指摘もなされている(なお、詐欺行為の抑止には、発行者や仲介者の責任規定が一定の意義を有すると思われるが、JOBS法には責任に関するルールが設けられているが、仲介者が責任を負うのか否かが必ずしも明らかでないなど、責任法制には不明確な点もあり、また、奨学資金調達におけるエンフォースメントの困難さも指摘されている)。また、小規模な資金調達とはいえ、発行者は100万ドルまで調達することができることとされているため、開示の緩和は徹底されておらず、必ずしも使い勝手がよくないのではないかという指摘もある。JOBS法は、規制内容をSEC規則に委任している部分も多く、規律の全体像はSEC規則を踏まえて検討する必要がある(本稿執筆時点では、規則案は公開されていなかった)が、小規模な資金調達という限られた場面ではあるものの、開示を

(注)1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用(転用・複製等)及び改変を行うことはできません。

2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。

中心とした従来の証券法制に対する疑問が立法につながっており、理論的にも重要な意味を持ちうる。

本稿は米国の議論状況の紹介にすぎず、わが国のクラウドファンディングを巡る法制については検討が及ばない。もっとも、米国における議論には、連邦証券法と各州の証券法の調整の問題など米国固有の前提があり、また、JOBS 法において資金調達コストが小規模資金調達を可能にする水準まで引き下げられたか、投資リスクの限定と仲介者に対する規律を中心とする投資者保護が十分かは米国においても疑問の余地があることから、わが国において米国の議論を参照する際には一定の注意が必要であろう。

(掲載誌；尾崎悠一「企業法制の将来展望——資本市場制度の改革への提言——2014年度版」神作裕之責任編集・公益財団法人資本市場研究会編（財経詳報社）（2013年12月）209-244頁）

- (注)1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用(転用・複製等)及び改変を行うことはできません。
- 2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。