

「平成26年金融商品取引法等改正（1年以内施行）等に係る政令・内閣府令案等」に関する意見書

2015年（平成27年）3月12日

日本弁護士連合会

はじめに

平成26年金融商品取引法等改正により、クラウドファンディングに関する制度整備が行われたが、金融庁は、同改正に伴う金融商品取引法施行令（以下「施行令」という。）・金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）・金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（以下「監督指針」という。）等の改正案を公表した。

当連合会は、2014年2月20日付けで『金融審議会 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』に関する意見書（以下「日弁連意見書」という。）を公表し、クラウドファンディングについての意見表明を行ったが、同意見に基づき、施行令・金商業等府令・監督指針等の改正案について、以下のとおり意見を述べる。

第1 意見の趣旨

1 電子募集取扱業務における映像面上の表示等について（金商業等府令第146条の2）

- (1) 投資者に見やすい重要事項の表示等を求める金商業等府令第146条の2第1項ないし第4項の定めに賛成する。ただし、同条の2第2項において「最も大きなものと著しく異なる大きさで表示するものとする」との定めを、「最も大きなものと著しく異なる大きさで、映像面において特に見やすい箇所に表示するものとする」とすべきである。
- (2) 同条において、表示を求める金商業等府令第83条第1項第6号トの「顧客の注意を喚起すべき事項」の具体的内容として、非上場株式及びファンドの投資商品としての特性及びリスクの具体的内容を金商業等府令又は監督指針において定めるべきである。
- (3) 金融商品取引業者は、電子募集取扱業務において有価証券の取得の申込みを受ける前に、投資者が金融商品取引法第37条の3第1項第5号、金商業等府令第82条第3号及び第5号並びに第83条第1項第6号トに定める事

項について理解していることを確認すべき旨の定めを、金商業等府令第146条の2の第5項として置くべきである。

2 発行者の財務状況、事業計画等の審査等について（金商業等府令第70条の2第2項）

(1) 電子募集取扱業務を行う者等の体制整備を求める金商業等府令第70条の2第2項の定めを賛成する（ただし、(3)に述べる点を除く。）。特に、同項第2号において、「発行者の財務状況、事業計画の内容及び資金使途その他電子申込型電子募集取扱業務等の対象とすることの適否の判断に資する事項の適切な審査（…応募額の目標として設定した金額…が発行者の事業計画に照らして適当なものであることを確認することを含む。）を行うための措置」を求める定めは、政府案の定めが維持されるべきである。

(2) 発行者の財務状況、事業計画等の審査については、ガイドラインを定めるなどの方法により、その内容を具体化すべきである。

(3) 応募代金の払込み後の発行者の顧客に対する情報提供を確保するための措置（金商業等府令第70条の2第2項第6号）としては、金融商品取引業者のウェブサイト上に、当該情報を掲載することを求めるべきである。

3 発行者の財務状況等の審査に関する記録及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存等について（金商業等府令第157条及び第181条）

(1) 帳簿書類について、発行者の財務状況等の審査に関する記録及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存を求める金商業等府令第157条第1項第18号及び第181条第1項第5号に賛成する。ただし、各「ロ」の定めにおいて「…事項を記載した書面」との定めは、「…事項が記載されたものとして電子募集取扱業務の相手方に表示された映像面の記録」とすべきである。

(2) 金商業等府令第157条第1項第18号及び第181条第1項第5号の書類の保存期間は、10年とすべきである（金商業等府令第157条第2項及び第181条第2項）。

(3) 帳簿書類の国内での保存等を求める金商業等府令第157条第3項及び第181条第4項に賛成する。

(4) 金商業等府令第157条第1項第18号及び第181条第1項第5号の書

面については、投資者による閲覧謄写を認める定めを、金商業等府令第157条第4項及び第181条第5項として設けるべきである。

- 4 電話や対面による勧誘の禁止について(金商業等府令第117条第1項関連)
 - (1) 第1種少額電子募集取扱業者及び第2種少額電子募集取扱業者には、電話や対面による勧誘が認められないこと、及び電話や対面により取得の申込みを受けることが認められないことを金商業等府令第117条第1項の禁止行為として定めることにより、明確化すべきである。
 - (2) 第1種金融商品取引業者及び第2種金融商品取引業者についても、金融商品取引法第29条の2第1項第6号に該当する電子募集取扱業務については、金商業等府令の規定において電話や対面による勧誘を禁止すべきであるが、少なくとも監督指針において、自主規制や社内規定に電話や対面による勧誘の禁止について適切な定めを置くことを求めるべきである。
- 5 投資者が払い込む額の算定方法について(金商業等府令第16条の3)
 - (1) 金商業等府令第16条の3第2項第4号として「同一の種類の有価証券で二組以上の募集又は私募が同一の発行者により並行して行われ、かつ当該有価証券の募集又は私募を開始する日前1年以内に同一の発行者により当該有価証券と同一の種類の有価証券の募集又は私募が行われた場合において、これらの募集又は私募に係る有価証券に対する個別払込額を合算する方法」を付加すべきである。また、発行価額の総額の算定方法についての同条の3第1項にも同様の規定を付加すべきである。
 - (2) 一人の投資者に募集又は私募の取扱いができる件数や金額に、上限を設けることを検討すべきである。

第2 意見の理由

- 1 2014年金融商品取引法改正によるクラウドファンディングに関する規制の整備と政省令案の位置付けについて

2014年金融商品取引法改正により、投資型クラウドファンディングに関する規制が整備された。

投資型クラウドファンディングは、新規・成長企業へのリスクマネーの供給としての役割が期待される反面、悪質な業者等の悪用・濫用による投資者被害の懸念や、投資先の審査や選別が適切に行われないことにより、効率性や社会

的意義の認められない企業への不適切な資金供給が行われる懸念が存する。

投資者被害を防止し、適切な資金供給を実現するためには、参入規制において適切な審査を行うことを前提として、投資型クラウドファンディングの運用において、金融商品取引業者により発行者の財務状況や事業計画等に関する適切な審査が行われること、かかる審査を前提として投資判断に必要な情報がウェブサイト上に適切に提供されること、投資者においてかかる情報を得て非上場株式やファンドの特性を踏まえた適切な投資判断が可能となることが必要である。また、かかる審査・情報提供・投資判断を可能とする環境を確保するために、民事・行政・刑事のエンフォースメントの実効を図ることも重要である。

2014年金融商品取引法改正における投資型クラウドファンディングの規制整備では、金融商品取引業者による発行者や事業等に関する適切な審査、ウェブサイトにおいて提供される情報、投資者の適切な投資判断のための規制等については、詳細な規定は設けられず、その多くは政省令（及び監督指針）や金融商品取引業協会による自主規制に委ねられた。また、上記規制整備では、非上場株式の投資型クラウドファンディングが解禁されたが、取り扱われる非上場株式の範囲等については、日本証券業協会の自主規制に委ねられている。

したがって、今回意見募集が行われている政省令（及び監督指針）案は、投資型クラウドファンディングの制度の具体化を図るものであるとともに、政省令確定後に行われる日本証券業協会や第2種金融商品取引業協会の自主規制の前提となり、また、同自主規制の方向付けを行うものとなる。

なお、日本証券業協会は、証券会社が行うことができる非上場株式の電子募集取扱業務は「第1種少額電子募集取扱業務」に限ること（及び「少額」以外の取扱いは「投資グループ」による新たな非上場株式取引制度によること）を明らかにしている¹。

以下、日弁連意見書に基づいて、今般の政省令（及び監督指針）案に意見を述べる。

2 政省令（及び監督指針）案への意見

(1) コンピューター等の映像面上の表示と理解の確認等について（金商業等府令第146条の2）

① コンピューター等の映像面上の表示

クラウドファンディングでは、投資者は、インターネットに接続されたコンピューター等の映像面上にて、投資に関する情報を得ることになる。

ここにおいて、投資者が適切に情報を得て、適切な投資判断を行うことができるためには、コンピューター等の映像面上に、投資判断を適切に行うための情報が、適切に提供されなければならない。

提供されるべき情報の内容については、第一に、投資型クラウドファンディングにおいて募集又は私募の取扱いが行われる非上場株式やファンドの投資商品としての特殊性（特に特殊なリスクがあり、リスクが高いこと。）が投資者に十分理解される必要があり、そのための注意を喚起する情報の提供が必要である。第二に、投資者が投資判断を適切に行うためには、発行者の財務状況や発行者の事業計画等に関する情報が不足なく提供されなければならない。第三に、ファンドの権利内容は投資契約の定めによるところ、当該ファンドのリターンの条件や内容、換価の可否や方法についての情報が明確に提供される必要がある。

次に、情報提供の形態について、コンピューター等の映像面は、ウェブサイトを開いた際に、映像面に表示される部分は投資者の目に触れやすいが、スクロールをしなければ表示されない部分は投資者の閲覧が限定されるおそれがあること等、表示上の特性に留意が必要である。かかる観点から、投資判断に必要な情報は、コンピューター等の映像面上の見えやすい位置に表示される必要があり、また、特に投資者に注意を喚起すべき情報は、映像面上特に見えやすい形で表示される必要がある。

以上の観点から、電子募集取扱業務において、手数料、損失のおそれ、市場リスク、信用リスク、発行者情報、当該有価証券に係る業務内容・計画・資金使途、売買の機会に関する事項その他の顧客の注意を喚起すべき事項等について、コンピューター等の映像面上の「見やすい箇所に明瞭かつ正確に表示」されることを求める金商業等府令第146条の2第1項の定め、及びリスク情報に関して「当該事項以外の事項の文字又は数字のうち最も大きなものと著しく異ならない大きさで表示」することを求める同条の2第2項の定めは、維持されるべきである。もともと、リスク情報については、文字の大きさのみならず、映像面上の位置においても、特に見やすい箇所への表示を求めるべきである。

② 顧客への注意喚起

非上場株式やファンドの募集又は私募の取扱いについては、「顧客の注意を喚起すべき事項」（金商業等府令第83条第1項第6号ト）として、これらの投資の特有のリスクのうちの主なものを政省令又は監督指針に

において具体的に定めるべきである。衆議院財務金融委員会の附帯決議（2014年5月9日）では、「投資者が、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、投資者に対する注意喚起及び理解啓発に努める」ことが求められている。なお、同日の衆議院財務金融委員会において、桑原茂裕政府参考人（金融庁監督局長）は、非上場企業に投資をした場合のリスクの内容について答弁し、かつ投資家が特有のリスクを十分に理解することが重要であると答弁している。

非上場株式については、投資目的よりも企業への支援を趣旨とすべきこと、償還や利息がないこと、発行者に利益が生じなければ一般に配当は行われにくいこと、発行者自身又は周辺の状態により株式の価値が大きく失われるリスクがあること、上場株式と異なり換金性が著しく乏しいこと、経済的価値の把握が困難であること、会社法上の譲渡制限が付されている際に発行者が譲渡承認しない場合があることなどを定めるべきである。

ファンドについては、投資対象、配当・償還等の内容、費用負担、投資者が得ることができる情報や行使できる権利等は、出資契約の条件によること、配当・償還等の存否や額は投資対象事業の成否によること、新規事業は継続性や収益性などの点においてリスクが高いこと、発行者自身又は周辺の状態により価値が大きく失われるリスクがあること、原則として権利の譲渡や途中換金ができないこと、経済的価値の把握が困難であることなどを定めるべきである。

③ 投資者の理解の確認

非上場株式やファンドは、特有のリスクを有するものであることから、取引を行うに当たっては、かかる特有のリスクについて投資者の理解を確保する必要がある。かかる理解は、投資者被害防止の前提となるものであるとともに、投資者による適切な資金提供先の選択の前提ともなるものであり、投資型クラウドファンディングによる資金提供の適正を図る上で極めて重要である。この点、日本証券業協会も非上場株式を取得する投資者から「確認書」を徴求することにより、非上場株式への投資に特有のリスク等の認識を確認することが適当であるとしている²。

そこで、金融商品取引業者は、電子募集取扱業務を行うに際し、取得の申込みを受ける前に、投資者が金融商品取引法第37条の3第1項第5号、金商業等府令第82条第3号及び第5号並びに第83条第1項第6号ト

に定める事項について理解していることの確認を行うことを金商業等府令第157条第4項及び第181条第5項として、義務付けるべきである。

(2) 発行者の財務状況等の審査等について(金商業等府令第70条の2第2項)

① 適切な確認・審査(金商業等府令第70条の2第2項第2号)

投資型クラウドファンディングでは、投資者は、発行者の財務状況、事業計画の内容及び資金使途等に関するウェブサイト上の情報提供が正確なものであることを信頼して、投資先の選択を行い、資金提供を行う。ここにおいて、ウェブサイト上に提供される情報が信頼できないものであるときには、投資者被害が生じることになりかねず、投資型クラウドファンディングに対する信頼を損ない、同制度を通じた資金供給に大きな支障を生じることになりかねない。特に、ウェブサイト上に、事業実体がない企業・事業実現が見込めない企業や反社会的勢力の関係企業への資金提供案件が存在するような場合には、およそ投資者が安心して投資を行うことはできない。この点、衆議院財務金融委員会の前掲附帯決議においても、「新規・成長企業への適切な資金の流れを確保し、制度に対する投資者の信頼を確保するとともに、悪質業者による資金集めの場となることを防止するため、投資型クラウドファンディング業者による、発行者に対する財務状況・事業計画の内容・資金使途等の適切な確認等のデューデリジェンス及びインターネットを通じた適切な情報提供等のための体制整備について適確に監督を行う」ことを求めている(なお、参議院財務金融委員会の附帯決議(2014年5月20日)においても同様の趣旨が求められている。)

このような観点から、金商業等府令第70条の2第2項第2号に定めるとおり、金融商品取引業者によって、発行者の財務状況、事業計画の内容及び資金使途等について、適切な確認・審査を行うことは極めて重要である。また、かかる確認・審査を充実し、その実効を図る観点から、金融商品取引業者において、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を確認することも必要である。

発行者の財務状況等の審査については、ガイドラインを定めるなどの方法により、その内容を具体化すべきである。

② 業務の適正確保(金商業等府令第70条の2第2項各号)

上記の点のみならず、電子募集取扱業務を行う金融商品取引業者等において、標識に表示されるべき事項のウェブサイト上の表示、目標募集額に

達しない場合の取扱方法，目標募集額に達した時のみ発行をする場合の体制，クーリングオフに関する措置，資金提供後の発行者の事業情報の提供，及び少額要件の確保等について，業務の適正を確保する体制が整えられることは，投資者保護及び資金供給の適正の観点から，必要かつ重要である。

③ 資金提供後の事業情報のウェブサイトへの掲載（金商業等府令第70条の2第2項第6号）

投資者にとっては，応募代金の払込み後の発行者の事業状況を適切に把握できる必要がある。また，金融商品取引業者においても，自らが募集又は私募の取扱いを行った企業の事業の帰趨を把握することは，金融商品取引業者が行った発行者の財務状況や事業計画等の確認・審査の適正を，事後的に確認するためにも必要である。さらに，金融商品取引業者が募集又は私募の取扱いを行った企業がその後成功しているか否かは，投資者が投資型クラウドファンディングを行う業者の信頼性を知る上でも，重要な情報となる。かかる観点からは，応募代金の払込み後の発行者の事業状況に関する情報は，金融商品取引業者により取得され，金融商品取引業者から投資者に提供される途を確保することが重要である。金融商品取引業者によりかかる情報がウェブサイト上に提供されることは，投資者の情報取得の便宜にもかなう。この点，衆議院財務金融委員会の前掲附帯決議においても，「資金受入れ後の企業の事業状況等についても，適時適切に情報提供されるよう配慮する」ことが求められている（参議院財務金融委員会の前掲附帯決議においても同様の趣旨が求められている。）。

そこで，「発行者が顧客に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することを確保するための措置」（金商業等府令第70条の2第2項第6号）として，金融商品取引業者のウェブサイト上に，当該情報を掲載する方法等を求めるべきである。

(3) 記録の保存等について（金商業等府令第157条及び第181条）

① 発行者の財務状況等の審査に関する記録，投資者に表示される事項を記載した書面の作成・保存（金商業等府令第157条第1項第18号及び第181条第1項第5号）

金融商品取引業者による発行者の財務状況等の確認・審査が不適切であったことにより投資者被害が生じた場合や，ウェブサイト上の表示が不適切であったことにより投資者被害が生じた場合には，事後的に，行政や投資者等において，その事実を確認することが必要となる。

そこで、金融商品取引業者による発行者の財務状況等の確認・審査の記録や、金融商品取引業者がウェブサイト上に表示をした映像面に関する記録が、適切に作成・保存される必要がある。

かかる観点から、業務に関する帳簿書類について、発行者の財務状況等の審査に関する記録、及び電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面の作成及び保存を求める金商業等府令第157条第1項第18号及び第181条第1項第5号に賛成する。もっとも、電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面については、映像面の記録の作成及び保存を求めるべきである。

② 記録の保存期間(金商業等府令第157条第2項及び第181条第3項)

新規・成長企業の事業は、5年・10年単位の継続のうちに、その成長や成否が見えてくるものも少なくないことに鑑みると、投資者の出資の後相応の期間を経て紛争となることも考えられる。このような点に鑑みると、金商業等府令第157条第1項第18号及び第181条第1項第5号の書面の保存期間を5年とするのは短すぎ、少なくとも10年の保存を求めるべきである。

③ 帳簿書類の国内での保存等(金商業等府令第157条第3項及び第181条第4項)

投資型クラウドファンディングを行う金融商品取引業者が海外に所在してウェブサイトを開設することも考えられる。このような場合にも、行政規制や民事責任追及等の実効を確保するためには、国内において、帳簿書類等の閲覧ができる必要がある。特に、近時、海外の無登録業者によるバイナリーオプション等の金融商品取引法違反事例や、業務内容が海外に関連する第2種金融商品取引業者の金融商品取引法違反事例が目立ってきていることに鑑みると、海外関連事案において規制の実効を確保するための制度整備は極めて重要である。

④ 発行者の財務状況等の審査に関する記録、投資者に表示される事項を記載した書面の閲覧・謄写

現行法上、投資者には、帳簿書類の閲覧・謄写の請求権が必ずしも十分認められていない。金融商品取引業者による発行者の財務状況等の確認・審査が不適切であったことにより投資者被害が生じた場合や、ウェブサイト上の表示が不適切であったことにより投資者被害が生じた場合には、金融商品取引業者の帳簿書類の中で、発行者の財務状況等の審査に関する記

録や、電子募集取扱業務において投資者に表示される事項を記載した書面は、民事責任を追及する上でも重要な証拠資料となる。民事責任の追及によるエンフォースメント確保の観点からも、金商業等府令第157条第1項第18号及び第181条第1項第5号の書類については、投資者の閲覧・謄写を認める規定を置くべきである。

(4) 電話や対面による勧誘の禁止について（金商業等府令第117条第1項関連）

① 第1種少額電子募集取扱業者及び第2種少額電子募集取扱業者

第1種少額電子募集取扱業者及び第2種少額電子募集取扱業者は、電子募集取扱業務のみにより募集又は私募が認められており、電話や対面による勧誘は認められない（金融商品取引法第29条の4の2第1項及び第29条の4の3第1項）。この点、衆議院財務金融委員会の前掲附帯決議においても、「投資被害の多くが電話・訪問によるもの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」とされているところである。

電話や対面による勧誘により多くの投資者被害が生じていることや第1種少額電子募集取扱業者及び第2種少額電子募集取扱業者の参入規制が緩和されていることに鑑み、念のため、電話や対面による勧誘が認められないことを金商業等府令第117条第1項の禁止行為として定め、明確化すべきである。

また、第1種少額電子募集取扱業者及び第2種少額電子募集取扱業者が電話による取得の申込みを受けることを認められない点について、金商業等府令第117条第1項の禁止行為として定めることにより、明確化すべきである。特に、ウェブサイトを開覧した投資者からの問合せがあった場合、事務手続やシステムの説明を行うこと、クレーム対応を行うことなどは考えられるが、投資案件の内容に関して電話により情報提供を行うことは、厳に禁止される必要がある。

② 第1種金融商品取引業者及び第2種金融商品取引業者

第1種金融商品取引業者においても、非上場株式の電話や対面による勧誘等は禁止されるべきところ、上記に述べたところと同様に、金商業等府令において禁止を明確に定めるべきであり、少なくとも自主規制において、禁止を明確化する定めを置くことを求めるべきである。

第2種金融商品取引業者について、現行法ではファンドの電話や対面に

よる勧誘が認められているが、ファンドへの投資の特殊性や衆議院財務金融委員会の前掲附帯決議に鑑みると、金融商品取引法第29条の2第1項第6号に該当する電子募集取扱業務については、金商業等府令の規定において電話や対面による勧誘を禁止すべきであり、少なくとも自主規制や社内規定において、適切な定めを置くことを求めるべきである。

(5) 投資者が払い込む額の算定方法等について（金商業等府令第16条の3）

① 投資者が払い込む額の算定方法等の意義

投資者の払込額及び発行価額の総額が「少額」（施行令第15条の10の3）であることは、参入要件の緩和等の要件となり、また、第1種少額電子募集取扱業者及び第2種少額電子募集取扱業者が行う募集又は私募の取扱いの限界を画することになる。

また、日本証券業協会は、自主規制において、非上場株式の電子募集取扱業務を「第1種少額電子募集取扱業務」に限ることとしていることから、投資者の払込額及び発行価額の総額が「少額」（施行令第15条の10の3）であることは、第1種金融商品取引業者が行う非上場株式の募集又は私募の限界を画することにもなる。

上記の「少額」の要件について、施行令第15条の10の3は、発行価額の総額を1億円未満、投資者が払い込む額を50万円以下としている。

投資型クラウドファンディングにおける上記の「少額」の要件は、投資者保護の観点から設定されているものであり、その実質を確保することが求められる。

② 算定方法について

第1種少額電子募集取扱業務及び第2種少額電子募集取扱業務において、投資者が払い込む額及び発行価額の総額の算定は、形式的な基準ではなく、実質的な観点から行うべきである。悪質な業者は、複数のファンドを組成するなどして、形式的な基準の潜脱を図ろうとするからである。

かかる観点から、金商業等府令第16条の3が、実質的な観点から算定方法を定めていることは妥当である。

もっとも、金商業等府令第16条の3第1項第2号及び第2項第2号は募集又は私募の開始日前1年以内に同一発行者から同一種類（株券等と集団投資スキーム持分の別）の有価証券の募集又は私募が行われた場合について定め、同条の3第1項第3号及び第2項第3号は同一発行者により同一種類の有価証券の募集又は私募が並行して行われた場合について定め

るが、実質的な観点からは、同一発行者により同一種類の有価証券の募集又は私募が並行して行われ、かつ募集又は私募の開始日前1年以内に同一発行者から同一種類（株券等と集団投資スキーム持分の別）の有価証券の募集又は私募が行われた場合についても規定を置くべきであり、かかる場合は、発行価額ないし個別払込額について、これらをすべて合算した額を算定の基礎とすべきである。

なお、発行価額の総額の算定方法も同様の方法によるべきである。

③ 一人の投資者についての件数や金額の上限について

上記の方法により、投資者が同一発行者による複数の募集又は私募により多額の投資をしてしまう弊害を除くことができるが、投資者が複数の発行者による募集又は私募に応じることにより多額の投資をしてしまうおそれは、払拭することができない。

そこで、一人の投資者に対して募集又は私募の取扱いができる件数や金額について、上限を設けることを検討すべきである。

¹日本証券業協会非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」（2014年6月17日）

²日本証券業協会非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」17頁（2014年6月17日）