

「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

2014年（平成26年）2月20日

日本弁護士連合会

第1 はじめに

金融審議会は、2013年（平成25年）12月25日、「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」（以下「WG報告」という。）を公表した。

WG報告では、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策、上場企業の資金調達の円滑化及び近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備について提案がなされており、同提案に基づいた関係法令の改正が予定されている。

新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策については、事業化段階等におけるリスクマネーの供給促進策の一つとして、投資型クラウドファンディングに係る制度整備が提案されている。「クラウドファンディング¹」とは、「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結びつけ、多数の資金供給者から少額ずつ資金を集める仕組み」（「WG報告」）であるが、非上場株式やファンドへの出資等、投資の形で資金を集め投資型クラウドファンディングが金融商品取引法（以下「金商法」という。）の規制対象となるところ、WG報告では、ウェブサイトを開設する仲介者²の参入を容易にするなどの観点から、金融商品取引業者の参入要件を緩和するなどの制度整備が提案されている。

また、近年の金融資本市場の状況を踏まえたその他の制度整備の一つとして、流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任について、現行の無過失責任を過失責任とすることが提案されている。

当連合会は、投資者保護の観点から、資本市場法制やその規制のあり方につい

¹ クラウドファンディングには、リターンのない「寄付型」、商品等金銭以外のリターンがある「購入型」、金銭によるリターンのある「投資型」があるといわれる。WG報告は「投資型」クラウドファンディングの制度整備を提案するものである。なお、「購入型」クラウドファンディングは、特定商取引に関する法律の規制対象となる。

² WG報告では、資金需要者である新規・成長企業等を「発行者」、インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う事業者を「仲介者」と呼んでいるところ、本意見書においても、これと同じ用語を用いる。また、本意見書では、特段の断りがない限り、非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行うものを「クラウドファンディング」と称する。

て既に意見を表明しているところであるが、WG報告の提案を踏まえ、WG報告において提案されているクラウドファンディング及び流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任の見直しについて、意見を述べる。

第2 意見の趣旨

1 クラウドファンディングについて

- (1) ①非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を「特例第一種金融商品取引業者」、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を「特例第二種金融商品取引業者」として、金融商品取引業者としての登録要件（財産規制等、金商法第29条の4及び第46条の6等）を緩和する旨の提案、及び②日本証券業協会の自主規制規則を緩和し、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうち、インターネットを通じて行われる少額のものについて禁止措置を解除する旨の提案について、規制緩和の必要性や合理性、規制緩和に当たって必要と考えられる前提条件（事業型ファンドへの適切な規制、第二種金融商品取引業者への規制の実効、海外の仲介者に対する規制の実効等）につき、慎重な検討を行うべきである。
- (2) 特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者の制度を導入する場合には、クラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用されたり、事業の継続や成長が見込まれず社会的な意義も認められない事業者への不適切な資金提供の場となることがないよう、特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者について、次の点に配慮した制度整備を求める。
 - ① 特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者の参入要件については、金融商品取引業者としての専門性の確保、ウェブサイトで提供する情報の適切な確認・調査の体制、システム管理体制等、クラウドファンディングの仲介者の業態の特性に応じた登録要件を整備すべきである。
 - ② 特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者に「少額」の募集又は私募の取扱いとして認められる「発行総額1億円未満かつ一人当たり投資額50万円以下」の要件については、形式的な判断でなく、実質的な評価によることとすべきである。また、特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者が、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なども検討すべきである。

- ③ 特例第一種金融商品取引業者については、投資者が事業化段階等における非上場株式を引き受けることの意義とリスク等について注意喚起を行うとともに、投資者が理解していることを確認する義務を課すべきである。特例第二種金融商品取引業者については、投資者が事業化段階等における事業に投資をするファンドに投資を行うことの意義とリスク、ファンドの仕組みなどについて注意喚起を行うとともに、投資者が理解していることを確認する義務を課すべきである。
- ④ 特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者がウェブサイト上で提供すべき情報（発行者の財務状況・事業計画の内容・資金使途等及び仲介者についての情報）について、具体的に定めるべきである。また、特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者が、発行者の財務状況・事業計画の内容・資金使途等について、適切な確認を行うべき義務を負うことを明確化するとともに、かかる義務の具体的な内容についてガイドラインを定めるなどの方法により具体化すべきである。
- さらに、ウェブサイト上で提供された情報に誤りがあった場合における特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者の損害賠償責任に関する規定を置き、上記確認が適切に行われた旨の主張立証責任を特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者に課すとともに、情報の正確性の裏付けとなる合理的根拠を特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者仲介者に提出させる義務を課し、根拠を提出できない場合は情報が誤りであることを推定するなどの制度を検討すべきである。
- ⑤ 特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者には、自主規制機関である金融商品取引業協会（金商法第67条及び第78条）への加入を義務付けるべきである。
- ⑥ 特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者は、電話や対面による勧誘が認められないことを明確化すべきである。
- ⑦ ウェブサイト上における掲示板の扱い（開設の是非、開設を認める場合には投資者への注意喚起、問題情報の判断や削除等）、行動ターゲティング広告（その是非、規制のあり方等）、システム障害（システム障害防止のための措置やシステム障害が生じた場合の責任のあり方等）、紛争に際しての証拠の確保のためのデータの保持等について、適切な規制を整備すべきである。

- (3) (2)の規制は、特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者だけでなく、第一種金融商品取引業者及び第二種金融商品取引業者が、インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う場合にも適用すべきである。なお、第一種金融商品取引業者による非上場株式の取扱いは、インターネットを通じた取引に限定し、(2)②と同様の上限規制を設けるべきである。また、第二種金融商品取引業者については、(2)②について現在の事業者の事業の実情に配慮した規制とすべきである。
- 2 流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任の制度について、同制度を無過失責任から過失責任に改めることに反対する。

第3 意見の理由

1 クラウドファンディングについて

(1) クラウドファンディングに関する現行の金商法上の規制

現行の金商法上、非上場株式の募集又は私募の取扱いを行うには、第一種金融商品取引業者の登録が必要であり（金商法第28条第1項第1号及び第29条），かつ、金商法は、認可金融商品取引業協会が勧誘を禁止していない非上場株式（取扱有価証券）のみ募集又は私募の取扱いを認める制度枠組みとなっており（金商法第67条の18以下），これを受けて認可金融商品取引業協会である日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、非上場株式の一般の投資者への募集又は私募の取扱いを原則として禁止している（日証協「店頭有価証券に関する規則」）。このため、現在、証券会社等による非上場株式の募集又は私募の取扱いは原則として行われておらず、したがって、非上場株式のクラウドファンディングも行われていない。

これに対して、ファンド持分の募集又は私募の取扱いは、第二種金融商品取引業者の登録を行えば、これを行うことができ（金商法第28条第2項第2号及び第29条），ファンド持分の募集又は私募の取扱いの形によるクラウドファンディングは、第二種金融商品取引業者により、実際に行われている。

(2) WG報告の提案内容

現行の金商法の規制を踏まえ、リスクマネーの供給促進という観点から、資金需要者である新規成長企業（発行者）と投資者をインターネット上で結びつけるウェブサイト開設者（仲介者）の参入を容易にするとともに、発行者にとって負担が少ない制度とし、併せて投資者保護のための必要な措置を

講じるとして、クラウドファンディングについて以下の提案が行われている。

① 仲介者の参入要件の緩和

上記のとおり、現行法上クラウドファンディングを行うには、第一種金融商品取引業者ないし第二種金融商品取引業者としての登録が必要であるが、WG報告では、一人あたりの投資額の上限（50万円以下）及び発行総額の上限（1億円未満）を設け、仲介者が有価証券の売買や引受け等の業務を行わないことなどを条件として、非上場株式の募集又は私募の取扱い又はファンド持分の募集又は私募の取扱いについて、インターネットを通じて少額のもののみを行う者の金融商品取引業者としての登録要件を緩和することが提案されている（特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者）。併せて、日本証券業協会の自主規制規則において、非上場株式の募集又は私募の取扱いのうちインターネットを通じて行われる少額のものについて、禁止措置を解除することが提案されている。

② 投資者保護のための措置

WG報告では、クラウドファンディングが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あることを踏まえ、同制度が詐欺的な行為に悪用されがないようにする必要があること、及び現行法上はインターネットを通じた募集又は私募の取扱いについて、その特質を踏まえた規制は特段設けられていないとして、インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う仲介者に、発行者に関する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を求め、インターネットを通じた発行者や仲介者自身に関する情報の提供を義務付けるとともに、当該情報の提供を怠った場合等における罰則を整備することが提案されている。他方、インターネットを通じてのファンド持分の募集又は私募の取扱いについては、契約締結前交付書面の簡素化が併せて提案されている。

③ 自主規制機関

WG報告では、投資者が安心して投資できる環境を整備するためには、自主規制機関による自主規制機能の発揮が重要であるとして、自主規制機関である金融商品取引業協会への加入促進を図る措置が提案されている。

(3) クラウドファンディングの問題点

① 非上場株式の募集又は私募の取扱いに関する問題

非上場株式は、基本的に取引市場が存せず、上場株式と異なって一般に換価が困難であり、市場価格がないために経済的な価値の把握も困難であり、グリーンシート銘柄などごく一部のものを除き、一般の投資者の投資対象としては、基本的に適格を認め難い。

非上場株式は、一般に、発行者の役員やその関係者等、基本的に発行者を営む者やその支援者により引き受けられる場合が多く、投資によるリターンを目的として株式を取得する一般の投資者とは、株式取得の動機を基本的に異にする。

一般的な投資者が投資の対象として非上場株式の取得を検討する際には、換価が困難であることや、経済的価値の把握が困難であることが十分に理解される必要があり、このような理解なくして一般の投資者が非上場株式を取得するときには、投資者は不測の損害を被ることになる。

② 詐欺（詐欺的行為）が行われるおそれ

現状、未公開株をはじめとする詐欺（詐欺的行為）による被害が広がりを見せている。

この間、悪質業者・詐欺グループ等は、規制のない分野、規制の緩い分野、規制の実効が図られていない分野に進出し、被害を拡大してきた。株式・社債等については、未公開株や社債を使った詐欺が多数発生している³。ファンド形態による投資詐欺についても、匿名組合契約等を利用した詐欺が発生しており、悪質業者・詐欺グループ等の中には、規制の緩い適格機関投資家等特例業務を利用しているものもみられる。

この間、継続的に詐欺（詐欺的行為）が行われてきたことにより、悪質業者・詐欺グループ等は組織的に、専門的な知見や経験を相当程度蓄積してきており、クラウドファンディングの制度整備に際して相応の報道が行われ、同制度が一定程度社会の耳目を集めよう状況となったときには、クラウドファンディングに関する新たな規制緩和策の下で、悪質業者・詐欺グループがかかる制度を悪用することは必至である。

³ 国民生活センターは、この間多数の注意喚起を行っている（「投資経験の乏しい者に『プロ向けファンド』を販売する業者にご注意！－高齢者を中心にトラブルが増加、劇場型勧誘もみられる」（2013年12月19日）、「複雑・巧妙化するファンドへの出資トラブル」（2011年2月24日）、「絶対に耳を貸さない、手を出さない！未公開株や社債の怪しい儲け話」（2011年2月17日）、「未公開株の詐欺的商法」（2009年5月）等多数）。

また、警察庁生活安全局生活経済対策管理官は、半期ごとに「主な生活経済事犯の検挙状況等」を公表しているが、同報告によると、検挙事案だけでも被害額は、2010年で180億3955万円、2011年で590億7191万円、2012年で245億3818万円、2013年では上半期だけで102億3439万円に上る。

まず、悪質業者・詐欺グループ等が、仲介者として参入することが懸念される。また、悪質業者・詐欺グループ等が、発行者として制度を悪用することも考えられる。クラウドファンディングのウェブサイト上に虚偽の事業内容・事業計画を掲げて、資金を集めるなどがその典型である。

さらに、仲介者と発行者に役割分担をして被害を及ぼすことや、当初の段階で両者に密接な関係がなくとも、仲介者の詐欺（詐欺的行為）に発行者が協力するに至る場合、発行者の詐欺（詐欺的行為）に仲介者が協力するに至る場合も十分にありうる。

③ 制度の不適切な利用や濫用

悪質業者・詐欺グループ等でなくとも、制度が適切に設計されないときには、経営体制や運営体制が十分でない事業者によりクラウドファンディングが利用され、こうした事業者に資金が提供された結果、投資者が損失を被るという事態も懸念される。本来資金が提供されることが相当とみられるまでに事業や企業が成熟していないにもかかわらず、安い資金の流れにより資金提供されることになれば、社会的な資金の適切な配分という観点からも、問題が生じる。

WG報告が目指している新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進は、起業や新規ビジネスの創出を活性化させていくことを旨としていることに鑑みれば、事業の継続や成長が見込まれる資金需要者や社会的に意義のある事業を行う資金需要者への資金提供が促進される必要があるところ、そのような趣旨に沿った資金の流れができるよう適切な制度設計が求められる。

(4) クラウドファンディングのための規制緩和の必要性や前提条件の検討

クラウドファンディングは、一人当たり少額の投資を集めるものとはいえ、インターネットを通じて不特定多数の者に投資を呼び掛けるものである。上記の様々な懸念に鑑みれば、そもそも、クラウドファンディングのための規制緩和が必要か否かは、慎重に検討すべきである。

その際には、非上場株式によるクラウドファンディングについては、非上場株式が上記のような特性を持つことに鑑み、非上場株式を一般の投資者の投資対象とするとの経済的合理性を慎重に検討すべきである。

ファンド持分によるクラウドファンディングについても、ファンドの法的枠組みとして利用される匿名組合契約等が、クラウドファンディングによる資金集めを認めるにあたって、十分な制度枠組みとなっているのか否かを、

慎重に検討すべきである。特に、匿名組合契約や民法上の組合契約は、運用の適正を確保するための制度が脆弱である⁴。有価証券又はデリバティブ取引で運用を行うファンドについては、運用を行う者に金商法における投資運用業の規制が課されるが（金商法第42条ないし第42条の8），それ以外のファンドにはこうした規制は課されていない。クラウドファンディングのための規制緩和の前に、このような制度整備の検討が必要である。匿名組合契約や民法上の組合契約によるファンドで投資運用業の規制が課されないものについては、クラウドファンディングを認める契約内容に一定の要件（投資契約に則した計算書類等の作成や報告・情報提供に関する適切な定めを置くことや、会計監査等）を課すことなども検討すべきである。

また、第二種金融商品取引業者において、巨額の投資被害を及ぼす事件が発生していることや、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率が約2.6%と極めて低いことなどに鑑みると、第二種金融商品取引業者について、規制の実効が図られているのか、十分な検証が必要である。

さらに、クラウドファンディングについては海外に所在する事業者がこれを行うことも予想される。現行の規制上、外国において開設したウェブサイトが日本国内の投資者に向けられたものであるときには、外国の仲介者は我が国の金商法の規制を受けると解されるが（金商法第58条の2），執行管轄権を外国領土内で行使するには、被執行国の同意が必要であるところ、執行体制が国際的に確立されているか否かは、十分に検討する必要がある。

（5）制度の具体的な内容について

クラウドファンディングの制度を検討するにあたっては、インターネットを通じて不特定多数の者に投資を呼び掛けるという特質や、詐欺的な行為に悪用される可能性が極めて高いことを踏まえ、事業の継続や成長が見込まれる資金需要者や社会的に意義のある事業を行う資金需要者への資金提供の促進という目的に適うものとすることが求められる。そのためには、インターネット上に投資判断のために必要不可欠な情報が提供され、かつ、提供される情報が信頼できることが重要である。また、クラウドファンディングによ

⁴匿名組合契約による投資者は、商法上、匿名組合員として、営業年度の終了時に営業の時間内に貸借対照表の閲覧謄写等の請求又は営業者の業務及び財産の状況を検査でき、それ以外の時期において裁判所の許可を得て営業者の業務及び財産の状況を検査できると定められるのみである（商法第539条）。また、民法上の組合契約による投資者は、民法上、請求により事務処理の状況の報告を受けること、組合契約終了後経過及び結果の報告を受けること、業務及び組合財産の状況を検査できると定められている（民法第645条及び第671条、第673条）。いずれも、投資契約に則した計算書類等の作成や報告・情報提供に関する具体的定めは置かれておらず、また、営業者ないし業務執行組合員に会計監査が義務付けられているわけでもない。

り勧誘される投資が、非上場株式や新規事業に投資するファンドであること等、上場株式や投資信託等一般の金融商品とは相当程度性格を異にする特質を持つものであることについて、投資者が十分に理解をした上で、取引の判断を行うことが必要である。

このような趣旨に適ったものとするためには、以下の諸点を具体的な制度内容とすることが必要である。

① 登録要件のあり方について

クラウドファンディングに関する業務を行う事業者は、当該事業を行うのに適した資質を備える必要がある。WG報告は、仲介者の新規参入を促進することを旨としているところ、クラウドファンディングへ新規参入する者としては、これまで必ずしもインターネット関連の事業を本格的に行っていなかった金融商品取引業者、これまで金融商品取引業を行っていなかったインターネット関連事業者、あるいは、登録要件が緩和されれば全く新規の事業者が参入することも考えられる。このような事態を踏まえ、クラウドファンディングを行う事業者の登録要件については、慎重に検討すべきである。

クラウドファンディングを行う事業者の登録要件としては、金融商品取引業者としての専門性の確保、ウェブサイト上で提供する情報の適切な確認・調査の体制の確保、システム管理体制の確保等の観点から、登録要件を整備することが必要である。

② クラウドファンディングのあり方について

WG報告では、特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者に認められるインターネットを通じた非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いは「発行総額1億円未満かつ一人当たり50万円以下」とすることが提案されているが、こうした発行総額や一人あたりの投資額の上限規制については、脱法的な利用が許されることがないよう、厳正な規律が必要である。こうした観点から、上限規制が遵守されているか否かは、形式的に判断すべきでなく、実質的に評価されるべきである。また、仲介者が、一人の投資者に行うことができる募集又は私募の取扱いについて件数や金額に上限を設けることなども検討されるべきである。

③ 資金提供の意義・リスクについての的確な理解

非上場株式のクラウドファンディングでは、投資者が、新規・成長企業

の非上場株式を引き受けることの意義、特に、そのリスクを的確に理解することが不可欠の前提である。この点についての的確な理解を欠いたまま投資者が非上場株式を購入する事態が生じるときには、クラウドファンディングを通じて、未公開株詐欺と同様の被害が投資者にもたらされることになってしまう。この点については、十分な注意喚起を行うとともに、投資者が理解していることの確認の義務を、仲介者に課すべきである。

また、ファンド持分のクラウドファンディングについては、事業化段階における事業に投資をするファンドの意義とリスク、ファンドの仕組みなどについて、十分な注意喚起を行うとともに、投資者が理解していることの確認の義務を、仲介者に課すべきである。

④ 仲介者による発行者に関する情報の提供と適切な確認

WG報告の提案では、投資者の投資判断のための情報は、仲介者により提供されることとなる。仲介者により提供される情報は、投資者の投資判断のために必要なものが適切に提供される必要がある。非上場株式とファンド持分とで提供されるべき情報の性質や重点はやや異なると考えられるが、いずれにおいても、発行者の財務状況・事業計画・資金使途等については、具体的かつ正確な情報が提供される必要がある。また、情報提供に責任を負う仲介者に関する情報の提供も重要である。上記の点に関する具体的かつ正確な情報提供を仲介者に義務付ける規定を具体的に整備すべきである。

クラウドファンディングはウェブサイトを通じて不特定多数の者に投資を呼び掛けるものであるところ、仲介者は情報の正確性について責任を負うものであるし、また、反社会的勢力等による違法な資金集めに用いられることなどがないよう管理を行うことも期待される。WG報告は、仲介者による発行者のデューデリジェンスの体制整備を求めているところであるが、仲介者による発行者の財務状況・事業計画の内容・資金使途等の確認は慎重かつ適切に行われる必要があるところ、仲介者は上記について適切な確認を行うべき義務を負うことを明確化するとともに、仲介者に求められるデューデリジェンスの内容についてガイドラインを定めるなどの方法により具体化すべきである。

⑤ 仲介者の責任

仲介者による情報提供の正確性の確保と、仲介者による発行者の財務状況・事業計画・資金使途等についての確認ないしデューデリジェンスの適

正確保のため、仲介者には、適切な民事・刑事の責任が課されるべきである。

民事責任については、ウェブサイト上に提供される情報に誤りがあった場合における仲介者の損害賠償責任の規定を置き、発行者の財務状況・事業計画・資金使途等の確認ないしデューデリジェンスを適切に行つた旨の主張立証責任を仲介者に課すとともに、情報の正確性の裏付けとなる合理的根拠を仲介者に提出させる義務を課し、合理的根拠を提出できない場合は情報が誤りであることを推定することなどの制度を検討すべきである。

上場株式等については、企業情報等の開示制度が整備され、開示を行う発行者等に開示情報の正確性を確保するための厳格な責任が課されているが（金商法第18条及び第21条等）、クラウドファンディングにおいては、不特定多数の者に投資を呼び掛ける情報提供を行うのは仲介者であるところ、仲介者において適切な確認に基づいた適切な情報提供を行うことは制度の根幹をなすものであり、極めて重要である。

⑥ 適切な行政機関による監督と仲介者の自主規制機関への加入

我が国の現状に鑑みると、クラウドファンディングが悪用される危険は極めて高い。このような実情に鑑みると、証券取引等監視委員会・金融庁や各地の財務局による規制・監督の実行を図ることは極めて重要である。

さらに、自主規制機関である金融商品取引業協会（金商法第67条及び第78条）による規制・監督の実効を図る観点からは、仲介者の自主規制機関への加入促進にとどまらず、加入を義務付けるべきである。特に、第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入率が極めて低いことに鑑みると、特例第二種金融商品取引業者（及び第二種金融商品取引業者）の自主規制機関への加入を義務付けることは極めて重要である。

⑦ 電話や対面による勧誘の禁止

悪質業者・詐欺グループ等による制度の悪用については、インターネット上のやりとりのみによる投資詐欺の他、電話・訪問勧誘においてウェブサイトの存在やその内容を投資詐欺を信用させる手段・方法として用いたり、電話・訪問勧誘によってクラウドファンディング上の投資詐欺取引を行わせるなど、電話・訪問勧誘を伴つて行われることが強く懸念される。悪質業者・詐欺グループ等によるクラウドファンディングの悪用を防ぐ観点から、クラウドファンディングに関して電話や対面による勧誘を禁止することは必要不可欠である。

⑧ その他

電子商取引においては、掲示板が開設されている場合の管理（問題情報の判断や削除等）、行動ターゲティング広告、システム障害、紛争に際しての証拠の確保のためのデータの保持等、様々な点が問題となっている。クラウドファンディングに関する制度整備にあたっては、こうした電子商取引特有の問題についても、金融商品取引としての特質を踏まえて、適切な規制を整備すべきである。ウェブサイト上における掲示板の開設については、いわゆるステルスマーケティングの問題点が指摘されているほか、未公開株詐欺の分野において複数の者が役割分担をして働きかけを行う「劇場型」の手口が横行していることに鑑み、クラウドファンディングにおいて掲示板の開設を認めるか否かについて、慎重な検討を行うべきである。もし、これを認める場合には、投資者への注意喚起や、問題情報の判断や削除等について規制を整備する必要がある。いわゆる行動ターゲティング広告についても、金融商品取引としての特質を踏まえて、その是非、規制のあり方を慎重に検討する必要がある。

(6) 第一種金融商品取引業者及び第二種金融商品取引業者がインターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集又は私募の取扱いを行う場合の規制について

上記(5)の各項の規制は、特例第一種金融商品取引業者及び特例第二種金融商品取引業者だけでなく、第一種金融商品取引業者及び第二種金融商品取引業者が、インターネットを通じて非上場株式又はファンド持分の募集、私募の取扱いを行う場合にも必要である。

第一種金融商品取引業者による非上場株式の募集又は私募の取扱いについては、上記の非上場株式の特質に鑑みれば、グリーンシート銘柄等以外の非上場株式については、インターネットを通じた取引以外の募集又は私募の取扱いを認めるべきでなく、また、クラウドファンディングと同様に発行総額と一人あたりの投資額と同内容の上限規制を行う前提とすべきである。

また、第二種金融商品取引業者については、上限規制について現在の事業者の事業に配慮した規制を検討すべきである。

2 流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償の見直しについて

(1) WG報告では、流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償の見直しについて、有価証券報告書等の提出会社が自己の無過失の立証責任を負うことを前提として、同制度を無過失責任から過失責任に改めることを提案している。

しかし、このような制度の見直しは、投資者の損害賠償請求訴訟における負担を増大させるものであり、また、投資者に損害賠償請求訴訟の提起を躊躇させる要因となって民事訴訟による責任追及を通じた提出会社の違法行為への抑止効果を後退させるものであって、投資者の保護ないし証券市場の公正という金商法の目的に沿わないものである。

また、かかる見直しは証券市場の公正を支える制度の一つを後退させるものであるところ、証券市場（投資家）にその旨のメッセージを与えて、市場への信頼を減退させ、我が国の証券市場における投資の活性化を阻害することにもなりかねない。

(2) WG報告が提案する流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任の見直しは、金商法の改正経緯を軽視するものであり、また、その実質的な必要性も認め難い。

すなわち、流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任の制度は、経済社会における流通市場の役割が重要性を増し、流通市場における価格の公正を図る重要性が増大してきたことを背景に、2004年の証券取引法改正により、投資者の保護の充実を図るとともに、証券市場の公正を支える制度の一つとして導入されたものである。かかる責任の性質が無過失責任とされたのは、上記の投資者保護と証券市場の公正確保の趣旨に基づくものである。

経済社会における流通市場の役割と流通市場における価格の公正の重要性は、2004年の証券取引法改正当時に比べて増しており、かつ今後もその重要性は増していくものと考えられるところ、証券市場の公正を支える制度を後退させるべき理由は存在しない。

証券市場の公正を支える必要が増大しているが故に、この間、課徴金制度の整備や内部統制体制構築の定着が図られてきたのであって、これらの制度や施策を理由に流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償責任の制度を後退させることは、証券市場の公正の要請を軽視しているとの批判を免れない。

また、WG報告は、提出会社に自己の無過失の立証責任を負わせた上での過失責任への見直しであるから、投資者の訴訟負担は過大にならないと指摘している。しかし、このように過失に関する立証責任を提出会社側に転換させたとしても、損害賠償請求訴訟において過失の有無が争点になりうることに変わりはなく、その攻防により訴訟が長期化することになりかねない。かかる訴訟の長期化は、投資者にとっては負担であるし、投資者に提訴を躊躇させる重大な要因となりうる。もとより、会社内部で何が行われたかは投資

家側に不明であることが多いことに鑑みると、提出会社側の主張立証によつては、投資家側の主張立証の負担が重くなり、あるいは、主張立証が困難となる事態すらも懸念されるところである。

2004年の証券取引法改正において、流通市場における虚偽記載等の損害賠償責任が無過失責任とされた意義は、このような観点からも確認されるべきものである。

提出会社に過酷な責任を課すこととならないようするために、金商法上の損害賠償責任の発生が「重要事項」の虚偽記載に限定されていることも併せ鑑みれば、現時点において流通市場における虚偽記載等の損害賠償責任が無過失責任である点について見直しを行う理由は存在しない。

- (3) よって、流通市場における虚偽記載等に係る損害賠償の見直しについて、同制度を無過失責任から過失責任に改めることについては反対である。

以上