

「非公開会社による株式投資型クラウドファンディングの利用と非公開会社向け規律の再区分の必要—オーストラリア会社法を参考に—」

早稲田大学商学大学院教授

中村信男

1 本研究の問題意識

⇒1 株式投資型クラウドファンディングの導入

(I)クラウドファンディング：インターネット等を使い、資金調達ニーズのある新規・成長企業が多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み¹。

(II)平成 26(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円滑化・促進に向けた法制整備

(i)アメリカ：2012 年 4 月に **Jumpstart Our Business Startups Act(JOBS Act)**が成立。

一定の要件を満たす証券募集を届出の適用除外とすることで、投資型クラウドファンディングによる資金調達の道を開くことに。→わが国の平成 26(2014)年改正に繋がる²。

(ii)株式投資型クラウドファンディングの利用に向けたハードルの引き下げ

ア)改正前：匿名組合型のクラウドファンディング（第 2 種金融商品取引業の登録を受けた業者により行われる）のみ

Rea. 株式投資型クラウドファンディングの利用に対する高いハードル：事業者と投資家を結ぶプラットフォーム運業者の行為が株式の募集の取扱いまたは私募の取扱いに該当するため、参入要件が厳格な第 1 種金融商品取引業の登録が必要であったから³。

イ)改正法：非上場の株券・新株予約権の募集・私募に係る株式投資型クラウドファンディングのみを扱う少額電子募集取扱業務のみの登録を受けた第 1 種少額電子募集取扱業者（備えるべき資本金・純資産の額が 1000 万円（施行令 15 条の 7 第 1 項 6 号）につき兼業規制・自己資本比率規制等の適用免除（金商法 29 条の 4 の 2 第 3 項乃至第 8 項）等による仲介業者の参入ハードルの引下げ、クラウドファンディングの募集総額を 1 億円未満とすることで発行者の有価証券届出書の提出義務・その後の継続開示義務を免除し、発行者の負担軽減。同時に、詐欺的な資金調達の防止・抑制の観点から、仲介業者による発行者に対する DD、発行者および仲介業者に関する情報の提供を義務化⁴。

1 松岡[2023]41 頁～42 頁、黒沼[2020]646 頁～647 頁。

2 黒沼[2020]647 頁。

3 黒沼[2020]647 頁。

4 松岡[2023]42 頁、黒沼[2020]647 頁。

⇒2 日本政府による株式投資型クラウドファンディングの利用促進策

(I)令和 4 (2022) 年 11 月 28 日:「新しい資本主義実現会議」による「スタートアップ 5 年計画」の公表

(i)当該計画実現のための柱となる施策の一つとしての「スタートアップのための資金供給の強化と出口戦略の多様化」⁵。

(ii)具体的取組みの一つ:株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備。

→インターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金を調達する株式投資型クラウドファンディングにつき、現在の発行総額上限(1 億円)を超える資金をプロ投資家から調達することを可能にするための検討等、必要な見直しを図ることが目標⁶。

(II)金融審議会市場制度 WG 令和 5 年 9 月 15 日開催第 24 回会合:株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備を、スタートアップ育成 5 年計画を実行に移す柱となる施策の一つに掲げる⁷。

⇒3 本研究の問題意識

(I)現状認識:株式投資型クラウドファンディングを利用する非上場会社には、会社法上の公開会社でない株式会社(以下、「非公開会社」という。)が少なくないと見られる⁸。

rf.会社法 200 条(非公開会社の募集株式の発行等に係る募集事項の決定(同法 199 条 2 項)を株主総会の特別決議により取締役または取締役会に委任することを認める特則)はこうした場面を想定?

⁵ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/sdfyplan2022.pdf

⁶ 「スタートアップ 5 年計画」5. (11)。

⁷ 第 24 回市場制度 WG 資料[2023]2 頁参照。

⁸ 仲介業者である Fundinno のウェブサイトで紹介されている投資案件を参照。

<https://fundinno.com/projects>。同社が株式投資型クラウドファンディングを仲介した WICKS 株式会社、株式会社トルビズオン、株式会社 CoLab、株式会社コノミー、株式会社やさしいビジネスラボ、株式会社 shabell 等は、非公開会社(全株式譲渡制限会社)であるようである。なお、わが国では、特定の株式会社が公開会社であるか非公開会社であるかが会社の商号からは判定できない上に、非上場会社の株式に譲渡制限が付されているかどうかを確認するための手段である商業登記簿の閲覧が有料サービスとされ、情報収集が必ずしも簡単ではない。これに対し、イギリスでは、特定の株式会社が、公開会社(public company)と私会社(private company)のいずれであるかが、会社の商号の記載から判明する上に(公開会社は末尾に plc.、私会社は末尾に Ltd.を付す)、Companies House が、登記されている会社の基本情報や定款等を無償で公開している。<https://find-and-update.company-information.service.gov.uk/>。オーストラリアでも、提供情報にやや差はあるものの、類似の ABR(Australian Business Register)という登記情報公開サービスがある。<https://abr.business.gov.au/>

(II)閉鎖的性質を有する非公開会社が、調達金額に一定の上限が設けられるとはいえ、一般投資家から資金調達を行う公募を行うことは、非公開会社の閉鎖性との関係はもとより、比較的緩やかな会社法上の規律との関係でも、問題はないか⁹。

(III)発行者の負担軽減措置とはいえ、クラウドファンディングを利用する非上場会社の計算書類につき会計監査が要求されないことに、問題はないか。

(IV)上記(I)の実態との関係で、会社法における非公開会社の規律（特にガバナンス・会計監査・計算公開）を、クラウドファンディング利用非公開会社（以下、CF 非公開会社）とそれ以外の非公開会社とで再区分する必要はないか。

* 現行会社法：公開会社に係る規律を、上場会社かどうか、有報提出義務の有無の観点から区分¹⁰。

* オーストラリア会社法：株式会社を公開会社(public company)と私会社(proprietary company)に区分し、会社法上の規律を差別化する一方、株式・社債の公募を禁止される私会社につき株式投資型クラウドファンディングの利用を認めた上で、クラウドファンディングを利用する私会社(Crowd-sourced funding proprietary company)とそれ以外の私会社に関する規律をガバナンス・開示・会計監査等の点で区別。

→非上場会社による株式投資型クラウドファンディングの利用が今後拡大されることを想定し、当該非上場会社、とりわけ株式投資型クラウドファンディングを利用する会社法上の非公開会社について、広く投資家から資金調達をするに相応しいガバナンスおよび会計監査の体制が会社法上も確保されているのかという点を課題として取り上げ、この面で必要な法的取組みを既に行っているオーストラリア会社法を参照しつつ、当該課題の解決の方向性を探る。

2 問題の所在

⇒1 非上場の新規・成長企業が成長資金の調達を円滑に行えるようにする制度整備の必要
(I)創業間もないシードステージまたはアーリーステージ期のベンチャー企業：非上場会社であることが一般的。

→成長資金の調達を円滑に行えることが、その後の事業の発展の前提条件となる。そのため、これら非上場会社が比較的広範な投資家から自己資本を調達することを可能にする

⁹ 江頭[2021]743 頁・767 頁～769 頁は、非公開会社による募集株式の発行方法につき、株主割当てを中心的なものとして位置づけた上で、それ以外の方法として第三者割当に言及するのみである。

¹⁰ 川島[2022]20 頁～26 頁。

株式投資型クラウドファンディングを現に活用している実態がある¹¹。こうした実情を踏まえると、非上場会社による株式投資型クラウドファンディングの利用可能性を拡大し利便性を高めることは、新規・成長企業の発展を促す観点からは、必要な施策であると考えられる。

(Ⅱ)投資家保護の確保も併せ必要：株式投資型クラウドファンディングの利用可能性の拡大・利用促進を図る以上、同時に、投資家保護を図ることが求められることはいうまでもない。政府方針でも、この点は明示。

(Ⅲ)検討課題

(i)株式投資型クラウドファンディングを利用して一般投資家からも事業資金を調達する非上場会社の中に、定款により株式の譲渡による取得につき会社の承認を要する旨を定める「公開会社でない株式会社」（以下、「非公開会社」という。）が一定数含まれているところ、会社法では、こうした非公開会社が株式投資型クラウドファンディングを利用して投資家から資金調達をするに相応しいガバナンスおよび会計監査の体制について十分に規律しているのか。

(ii)上記の通り、非公開会社は、もともと不特定多数の投資家からの資金調達を予定していないと考えられるので、そもそも、一定の制約があるとはいえ、非公開会社が比較的広範な投資家を相手に募集株式の発行等を行う株式投資型クラウドファンディングを利用すること自体について議論の余地があるのではないか。

(iii)上記(ii)はひとまず措くとしても、非公開会社が株式投資型クラウドファンディングを利用して資金調達を行う以上は、相応のコーポレート・ガバナンス体制を構築する必要があるとともに、投資家の投資判断の基礎の一つとなる計算書類ないし財務諸表等の開示書類の信頼性確保措置として会計監査を経る必要があると考えられる。

→(ア)非公開会社が株式投資型クラウドファンディングを利用する場合でも、50名未満の一般投資家を相手にする少人数向け勧誘のケースでは、有価証券届出書の届出を通じた発行開示が免除され、財務諸表等に係る会計監査を受けないことがない。(イ)当該非公開会社が50名以上の投資家を対象に発行する株式の引受を勧誘しても、発行総額が1億円未満であるケースでは、同様（金融商品取引法4条1項5号、企業内容等の開示に関する内閣府令2条5項）。

→現在、一般投資家向けの株式投資型クラウドファンディングは、発行会社が破綻した場合等に損害を被る投資家の数および損失額を限定すること等の観点から、投資家1

¹¹ 第6回市場制度WG資料[2021]10頁によれば、投資型クラウドファンディングを利用する企業はシード・アーリーステージの企業が9割以上を占める。

名当たりの投資額を 50 万円以下にするのみならず、発行価額の総額を 1 億円未満としているところ、発行価額総額基準は金商法上の発行開示免除の要件とも合致するため、金融商品取引法上の発行開示規制の適用を受けない形で、株式投資型クラウドファンディングが利用されているのが実情。

(iv)株式投資型クラウドファンディングを利用する株式会社が会社法上の非公開会社である場合(CF 非公開会社)は、取締役会の設置はもとより独立性のある社外役員の選任も求められず、大会社基準(会社法 2 条 6 号)に該当しない限り、監査役・会計監査人の設置も強制されない。CF 非公開会社が大会社に該当する場合は、会計監査人と監査役の設置は必要とされるが(会社法 327 条 3 項、328 条 2 項)、社外役員の選任は義務付けられていない。

⇒不特定多数とまでいえなくとも少なくない数の投資家¹²から資金を調達する非公開会社に関して、経営および財務の健全性を確保し財務報告の信頼性を担保する制度的フレームワークが不十分であり、株式投資型クラウドファンディングに応じる投資家が比較的大きなリスクを負担しているものと思われる。こうしたリスクを踏まえ、株式投資型クラウドファンディングを仲介する第 1 種少額電子募集取扱業者に、契約締結前交付書面の記載事項のうち内閣府令(金融商品取引業等に関する内閣府令 146 条の 2 第 3 項)に定める事項につきインターネットを通じて情報提供すべき義務が課され(金商法 43 条の 5)、同義務の違反に対し罰則が用意されている(同法 205 条 14 号)。当該情報は発行者の情報を含むため、仲介業者に発行者情報の真実性を確保させ、以て、投資家保護を図る措置は一応講じられている。しかし、契約締結前交付書面の虚偽記載については特別の民事責任が法定されていないため、こうした業者規制を以てディスクロージャー規制に代替させることにより、十分な投資家保護が図られるのかに、疑問が提起されている¹³。

→制度的課題が残されているところ、適切な法的手当てを講じる必要がある。政府が株式投資型クラウドファンディングの利用拡大を図ろうとしているだけに、なおさら、投資家保護に向けた制度の拡充も併せ必要。以下では、こうした制度的課題に対しどのような手立てを講じる必要があるかを検討。その前に、現在、当局が予定している株式投資型クラウドファンディングの利用拡大に向けた取組みについて確認する。

¹² 金融庁によれば、株式投資型クラウドファンディングの 2017 年度から 2020 年度までの利用実績として、平均投資家数は約 198 人とされている。第 6 回市場制度 WG 資料[2021]9 頁。

¹³ 黒沼[2020]648 頁～649 頁。

3 非上場会社による株式投資型クラウドファンディングの利用拡大に向けた取組み

⇒1 現行の投資上限額規制・発行価額総額規制の概要と趣旨

(Ⅰ)投資上限額規制：株式投資型クラウドファンディングは、発行会社の破綻時における投資家の被害を限定する観点から、特定投資家を除く投資家 1 名当たりの投資上限額が 50 万円以下に制限される（金商法 29 条の 4 の 2 第 10 項、金融商品取引法施行令 15 条の 10 の 3 第 2 号参照。日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」13 条）。

(Ⅱ)発行価額総額規制：上記(Ⅰ)と同様の趣旨で、株式投資型クラウドファンディングは、発行価額総額が 1 億円未満であることとされる（、金商法 29 条の 4 の 2 第 10 項、金融商品取引法施行令 15 条の 10 の 3 第 1 号）。

*発行価額総額は、1 億円未満の株式投資型クラウドファンディングを複数回繰り返すことで発行価額規制を回避する潜脱行為を防止する観点から、投資型クラウドファンディングで発行する有価証券の総額に、当該クラウドファンディング開始前 1 年以内に発行した有価証券の総額および当該クラウドファンディング募集の申込期間中に発行する有価証券の総額を合算して算定される¹⁴。

⇒2 上記規制に対する見直しニーズ

(Ⅰ)投資上限額規制：従来の投資家の投資状況は全体の 70%程度が 10 万円台に集中しているものの、投資型クラウドファンディング仲介業者によれば、一部の投資家において 50 万円超の投資を行うことのニーズがあるとされる。英米では、画一的な投資上限額規制ではなく、投資家の年収や純資産を基準に年間通算の投資上限額が定められていることが知られている¹⁵。

(Ⅱ)発行価額総額規制：合算の対象を株式投資型クラウドファンディングで調達した金額に限定していないため、ベンチャーキャピタル等に対する第三者割当により調達した金額まで加算されることから、株式投資型クラウドファンディングだけで発行価額総額基準の 1 億円までの資金調達を行えないとの問題が指摘されている¹⁶。

⇒3 第 24 回金融審議会市場制度ワーキング・グループにおける事務局提案：金融庁事務

¹⁴ 第 6 回市場制度 WG 資料[2021]11 頁。

¹⁵ アメリカでは、一般投資家に関しては、年収または純資産が基準額（10.7 万ドル）未満の場合は、年収または純資産のいずれか大きい方の額の 5%が上限とされ、基準額以上の投資家の場合は年収または純資産のいずれか大きい方の額の 10%が上限とされている（年間通算）。イギリスは、純資産の 10%を上限とする。第 6 回市場制度 WG 資料[2021]16 頁。

¹⁶ 第 6 回市場制度 WG 資料[2021]13 頁。

局から、株式投資型クラウドファンディング活用に向けた環境整備のための具体的施策として、投資上限額規制について、現行の 50 万円を 100 万円に引き上げ 100 万円までの投資を可能とする等、年収や資産に応じた投資上限額へと見直すことを検討する旨が示され、発行価額総額規制についても、開示等の必要な投資家保護策と併せ、現行の 1 億円を 5 億円に引き上げる等の拡充策が提示されている¹⁷。

4 投資家保護のための対応

(1) 投資家保護の拡充の必要性

⇒1 株式投資型クラウドファンディングに応じる投資家数の増加の可能性：金融審議会市場制度ワーキング・グループは、上記 3 に指摘した見直し事項について 2024 年末までに結論を得るとしているため、現時点では、同グループの提示する方向での制度改正が実現するかどうかは明らかでない。しかし、仮に同ワーキング・グループの提案通り株式投資型クラウドファンディングの利用拡大が行われたとすると、これまでよりも多くの投資家が株式投資型クラウドファンディングに応じることとなると想定される。

⇒2 株式投資型クラウドファンディングの利用者投資家の拡大に伴う投資家保護の制度的手当への拡充の必要：投資家保護のための制度的手当でも、CF 利用投資者の利用拡大に対応して拡充する必要がある。

(I)発行価額総額規制の上限額引上げとの関係：発行価額総額規制を 5 億円に引き上げることについては、現行金融商品取引法上の発行開示規制の免除措置（同法 4 条 1 項 5 号）の範囲が発行総額 1 億円以上・5 億円未満のものに拡大されない限り、クラウドファンディングに応じる一般投資家の数が 50 名以上である株式投資型クラウドファンディングは、現行の発行開示規制の適用を受けるため、開示および会計監査に関しては、一定の投資家保護の措置が講じられる。

(II)発行価額総額 1 億円未満の株式投資型クラウドファンディングは、開示・監査が必ずしも十分でないことになるが、金融商品取引法自体が、株式投資型クラウドファンディングに限らず、これを発行開示の対象から除外するため、致し方ない面もある。

→非公開会社が株式投資型クラウドファンディングを利用する場合は、発行会社のガバナンスの強化が図られる必要がある。そのことは、程度の差こそあれ、株式投資型クラウドファンディングを利用する非公開会社が発行開示の対象となる場合にも当てはまる。

¹⁷ 第 24 回市場制度 WG 資料[2023]1 頁。

(2) 株式投資型クラウドファンディング利用非公開会社のガバナンス等の強化

①オーストラリア会社法の規律

⇒1 先行立法としてのオーストラリア会社法：クラウドファンディングを利用する非公開会社のガバナンス・会計監査について先行立法として参考になるのが、2018 年改正によりクラウドファンディングの利用を私会社に解禁しつつクラウドファンディング利用私会社の規律をそれ以外の私会社と差別化し、ガバナンス・開示・監査の面で私会社向け規制を強化したオーストラリア会社法 (Corporations Act 2001)。

⇒2 私会社による株式投資型クラウドファンディングの利用解禁

(I)オーストラリア会社法における株式会社の区分←1896 年会社法で導入

(i)公開会社(public company)：私会社以外の株式会社 (2001 年会社法 9 条)

(ii)私会社(proprietary company)：株式資本を有する有限責任会社または株式資本を有する無限責任会社のいずれかであって、株主数が従業員株主 (employee shareholder) を除き 50 人以下であるもの (同法 112 条 1 項)。

(II)2018 年改正前会社法：私会社による株式投資型クラウドファンディングの利用を禁止。

(i)私会社規制：私会社を大規模私会社(large proprietary company)と小規模私会社(small proprietary company)に区分し、財務諸表の作成・提出および公開・監査の面で規制を差別化して、前者につき公開会社並みに規制を強化 (同法 292 条 1 項 c 号、301 条 1 項、319 条 1 項)。

(ii)私会社一般に対する証券公募の禁止：投資家向けの開示義務を生じさせる一切の活動に関与することを禁止され (同法 113 条 3 項本文)、株式・社債を多数の者に対し公募し資金調達を行うことができなかった。また、非従業員株主の数が 50 人を超えると、公開会社への転換を強制されたため、非従業員株主数 50 人以下という私会社の株主数規制も、私会社のままで行う多数の投資家を相手にする株式発行のボトルネックになっていた。そのため、私会社は、株式発行による資金調達が、株主割当てまたは従業員向けの発行に限定されていた¹⁸。

(III)2018 年改正会社法による私会社へのクラウドファンディングの利用許容

(i)オーストラリア政府は、オーストラリアの株式会社の圧倒的多数を占める私会社 (大部分は小規模といわれている) における成長資金の調達を容易化し、以て経済の活性化を図る観点から、私会社による株式投資型クラウドファンディングの利用解禁に向けた

¹⁸ Ford et al[2015]para.22.100, Discussion Paper[2014]para.1.4(p.5), Consultation Pape[2015]para.59(p.13).

会社法改正を検討¹⁹。

(ii)2018 年会社法改正：2018 年改正会社法 (the Corporation Amendment (Crowd-sourced Funding for Proprietary Companies) Act 2018) (2018 年 10 月 19 日施行) が、2001 年会社法の規律を見直し、非従業員株主の数が 50 名以下とされ株式・社債の公募を禁止される私会社 (proprietary company) (オーストラリア会社法 113 条 1 項・3 項本文) のうち、適格私会社 (eligible proprietary company) (有限責任私会社であること、主たる営業所がオーストラリア国内にあること、取締役の過半数がオーストラリアに通常居住していること、連結総資産・連結収入がそれぞれ 2,500 万豪ドル未満であること、非上場会社であること、他の会社・投資スキームへの投資を目的としていないこと²⁰) については、非従業員株主の数が 50 人超となる場合でも、公開会社に会社の種類を変更することなく (=公開会社となることによる負担増を避ける)、株式投資型クラウドファンディングを利用することを認める (同項但書)。これにより、オーストラリア会社法では、私会社が、クラウドファンディング利用私会社 (crowd-sourced funding proprietary company/CSF proprietary company) とその他の私会社に区分されるに至る。

(iii)従来の私会社の証券公募の禁止が公開会社に比べて緩やかであったガバナンス・開示・監査を背景にしていたことを踏まえ、オーストラリア政府は、クラウドファンディング利用私会社について、公開会社と全く同様でないもののガバナンス・開示・監査の面での規制強化の必要性を指摘²¹。

(iv)現行規制の概要

ア)オーストラリア会社法は、クラウドファンディング利用私会社に関し、私会社において 50 名を超えることができない非従業員株主の数にクラウドファンディング株主 (CSF shareholder) を算入しないものとし、私会社の株主数制限の特例を認める (2001 年会社法 113 条 2 項)。

イ)オーストラリア会社法は、第 2 に、投資家保護の観点から、クラウドファンディング利用私会社に係る規律を、以下の点で強化する。

a)小規模私会社は年次財務報告書および取締役報告書の作成が免除される (同法 292 条 2 項)、小規模私会社でもクラウドファンディング株主がある場合は、年次財務報告書・取締役報告書の作成が義務付けられる (同項 c 号)。

b)大規模私会社はもともと会計監査役の選任および計算書類に対する会計監査役監査が強制される (同法 301 条 1 項) のに対し、小規模私会社は計算書類に係る会計監査

¹⁹ Discussion Paper[2014], Consultation Paper[2015].

²⁰ 加納[2019]229 頁。

²¹ Consultation Paper[2015]paras.71,72.RG 261[2020] at RG 261.272 (pp.81-82).

役監査の選任義務が免除されるが（同条 2 項）、小規模私会社であっても、クラウドファンディングにより 300 万オーストラリアドル以上の資金を調達する場合は、クラウドファンディング株主が存在する限り、計算書類につき会計監査役監査を受けなければならない（同法 325 条 2 項）。

c) 私会社は、3 人以上の取締役の選任を強制される公開会社（オーストラリア会社法 201A 条 2 項）と異なり、取締役の員数が 1 人で足りるとされているが（同条 1 項）、クラウドファンディング利用私会社は、2 人以上の取締役の選任を義務付けられるとともに、取締役が 2 人であるときは、少なくともそのうちの一人がオーストラリアに居住することを要するとされ、取締役が 3 人以上であるときは、過半数の取締役がオーストラリア居住者でなければならないとされる（同条 1A 項）。

d) オーストラリア会社法は、公開会社に関して関連当事者取引規制（関連当事者（支配株主、取締役・支配会社の取締役・その配偶者・親・子等）に対する経済的利益の提供に対し株主総会の承認を要する旨の規律）を規定するため、私会社は同規制の適用対象とされていないが（同法 207 条以下参照）、クラウドファンディング株主がある私会社は、公開会社と同様の関連当事者取引規制の適用を受け、この面での規制が強化される（同法 738ZK 条）。

②わが国の会社法上の非公開会社規制の区分の必要

⇒1 現状：わが国の会社法は、非公開会社はその性質上、不特定多数の投資家に対し株式を発行することを予定していない²²ことを踏まえ、わずかに規模の基準による会計監査人監査の強制とそれに伴う監査役選任の義務化を規定するにとどまる（会社法 327 条 3 項・328 条 2 項参照）。

⇒2 クラウドファンディング利用非公開会社の存在と増加の可能性：現実の問題として、スタートアップ企業を中心に、会社法上は比較的緩やかな規律の適用を受けるに過ぎない非公開会社が、株式投資型クラウドファンディングを使って比較的広い範囲の投資家から資金調達をしている実態と、今後それが拡大する可能性が高いことを踏まえると、わが国の会社法性も、オーストラリア会社法のように、非公開会社を株式投資型クラウドファンディング利用非公開会社とそれ以外の非公開会社に再区分し、前者については、公開会社並みにまたはそれに近いレベルに会社法の規律を厳格化する必要がある。

²² 江頭[2021] 743 頁・767 頁～769 頁。

rf. 近時の会社法改正による公開会社の再区分²³：公開会社（会社法 2 条 5 号）に関しては、近時の改正で、一定の機関設計を採用するものについて、社外取締役の選任強制や取締役報酬規制の強化等のように、証券市場との繋がりのあるものに対する会社法上の規制を強化することで、それ以外のものとコーポレート・ガバナンス関連の規律を差別化する措置が、わが国の現行会社法の下でも講じられている（会社法 327 条の 2、361 条 7 項 1 号等）。

⇒3 制度見直しの方向性：近時のわが国の会社法の規律の進展を参考にすると、株式投資型クラウドファンディングを利用し多数の投資家からの資金調達を行う非公開会社について、経営・財務の健全性確保等の面で、それ以外の非公開会社と規律を区分し、強化することが合理的である。問題は、そのための具体的な改善策であるところ、オーストリア会社法を参考にわが国における立法論を探ると、取締役会の設置（これにより株主総会の権限の限定（会社法 295 条 2 項））、社外取締役または社外監査役の選任の強制のほか、広範な定款自治（会社法 108 条 1 項 9 号、109 条 2 項等参照）に対する一定の制約の設定も検討されて良いのではないかと。

5 おわりに

⇒1 非上場会社が一般投資家を対象として株式投資型クラウドファンディングを利用する場合、現在、発行開示規制の適用を受けない範囲でこれを行うのが一般的であるため、開示・監査の面で投資家保護が十分とはいえない。当該非上場会社が会社法上の非公開会社である場合は、ガバナンスの面でも問題なしとしない。

→そのことを踏まえてか、株式投資型クラウドファンディングを仲介する仲介業者が、株式投資型クラウドファンディングを利用する発行者およびその行う事業の実在性、当該発行者の財務状況、当該発行者の事業計画の妥当性、当該発行者の法令遵守状況を含む社会性、反社会的勢力への該当性・反社会的勢力との関係の有無・反社会的勢力との関係排除の仕組みとその運用状況、当該発行者と仲介業者との利害関係の状況、当該発行者の発行する株式に投資するリスク、調達資金の用途、目標募集額が当該発行者の事業計画に照らし適当であることを、予め厳正に審査すべきものとされる（日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」4 条 1 項）。これにより、株式投資型クラウドファンディング仲介業者がいわばゲートキーパーとなり、投資家保護の点で問題がある株式投資型クラウドファンディングを事前に排除することで、投資家保護につなげる取り組みが行われていると思われる。

²³ 尾崎ほか[2023]、川島[2022]参照。

⇒2 仲介業者のゲートキーパー機能は非常に重要な取組みであるものの、これを以て投資家保護として十分であるかについては、疑問も提起されている²⁴。オーストラリア会社法は、仲介業者のゲートキーパー機能に着目した類似の規律が用意されているが、発行会社自体の経営・財務の適正化措置も併せ規定している。会社法上の規律が比較的緩やかな非公開会社が株式投資型クラウドファンディングを利用するという、おそらくはこれまで想定されていなかった資金調達方法が用いられ、一般投資家との関係を持つようになる以上は、その信頼を担保するコーポレート・ガバナンス体制の構築が、専門家による会計監査を含め、制度的な手当てが求められる²⁵。

※今回の報告では扱っていないが、クラウドファンディング型株式投資において某プラットフォームを利用する場合に、同プラットフォームが提供する株主間契約のひな型についても、内容の精査・検討が必要と思われる。

²⁴ 黒沼[2020] 648 頁～649 頁。

²⁵ ほぼ同様の趣旨の問題提起として、尾崎ほか[2023]72 頁～74 頁における川島いづみ教授の報告（川島[2022]20 頁以下）に対する筆者の質問と川島先生のご回答も参照。

第 397 回東京商事法研究会(2023 年 12 月 16 日)

中村信男

【参考文献】

松岡[2023]：松岡啓祐『最新金融商品取引法講義〈第 6 版〉』（中央経済社、2023 年）

黒沼[2020]：黒沼悦郎『金融商品取引法[第 2 版]』（有斐閣、2020 年）

尾崎ほか[2023]：尾崎安央ほか「シンポジウム・株式会社における区分と規律」私法 84 号
(2023 年)

川島[2022]：川島いづみ「公開会社・有報提出会社・上場会社」商事法務 2303 号(2022 年)
20 頁～29 頁

江頭[2021]：江頭憲治郎『株式会社法（第 8 版）』（有斐閣、2021 年）

加納[2019]：加納寛之『オーストラリア会社法概説〔第 2 版〕』（信山社、2019 年）

第 6 回市場制度 WG 資料[2021]：第 6 回金融審議会市場制度ワーキング・グループ・資料
1「事務局説明資料（成長資金の供給の在り方に関する検討）」（令和 3 年 2 月 18 日）

第 24 回市場制度 WG 資料[2023]：第 24 回金融審議会市場制度ワーキング・グループ・資
料 5「事務局説明資料（今後の検討の進め方）」（2023 年 9 月 15 日）

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20230915/07.pdf

Ford et al[2015]：Ford, Austin and Ramsay's Principles of Corporations Law, 16th ed., 2015,
Lexis Nexis Butterworths

Lipton et al[2020]：Phillip Lipton, Abe Herzberg and Michelle Welsh, Understanding
Company Law, 20th ed., 2020, Lawbook Co.

Discussion Paper[2014]：Australian Government, Crowd-sourced Equity Funding,
Discussion Paper, December 2014.

Consultation Paper[2015]：Australian Government, Facilitating crowd-sourced equity
funding and reducing compliance costs for small businesses, Consultation Paper,
August 2015.

RG 261[2020]：Australian Securities & Investments Commission, Regulatory Guide 261,
Crowd-sourced funding: Guide for companies, June 2020.