

新たな資金調達手法の問題点と投資家保護

佐藤 淳

■ 要 約 ■

1. インターネットを使った資金調達の新たな手法であるクラウドファンディング、ICO（イニシャル・コイン・オファリング）、VALUなどの登場により、資金調達者にとっては、より機動的に資金を集めることができる可能性が生じており、経済活動の自由度が増している。一方、投資家保護の観点から、詐欺や違法行為が増加していることは懸念される。
2. 従来、個人の金融取引は仲介者と有価証券のいずれか又は両方が介在するケースが殆どであり、金融商品取引法等を通じて有価証券取引等に携わる仲介業者を規制すると同時に、開示制度や不公正取引への罰則規定を整備することにより、横断的な投資家保護を行ってきた。一方、新しい資金調達手法の多くは、そうした枠組みの外で実施されている。
3. 投資家保護が適切に行われないと、新しい資金調達手法の発展・洗練化が進まず、結果としてイノベーションへの資金供給が滞り、アイデアを持つ新興企業の成長が阻害される可能性がある。それどころか、新たな資金調達手法において生じた問題が、投資行動の消極化・萎縮等を通じて既存の資本市場に悪影響を及ぼすことすら懸念される。
4. 投資家保護を制度的に明確化することによって、より多くの投資家が新しい資金調達手法に参加できるようになれば、発行者、アレンジャーにとっても有益ではないか。今後の対応の方向として、例えば、企業に対する投資で流通を前提にしているものは有価証券と位置付ける方法、法的な位置づけや内包するリスクを理解している投資家に取引を限定する方法等が考えられる。新たな資金調達手法に対し、投資家保護のための適切な規制が求められていると言えよう。

I. はじめに

最近、日本でインターネットを使った資金調達の新たな手法として、クラウドファンディング、ICO（イニシャル・コイン・オファリング）、VALUなどが注目されている。

これらの手法は、いずれも個人が直接に資金提供を行うもので、従来の直接金融と共通の枠組みを持っている。従来の直接金融では、資金提供者の権利（利益分配、経営参加、元利償還等）を守り、仲介者の行為を規制することによって、資金調達取引の円滑化、資金調達環境の

安定化を確保してきた。また、直接金融は、有価証券を介することが一般的であり、金融商品取引法を通じて有価証券取引に携わる業者を規制すると同時に、開示制度や不公正取引への罰則規定を整備することにより、横断的な投資家保護を図ってきた。一方、新しい資金調達手法の多くは、そうした枠組みの外で実施されている。本稿では、投資家保護の観点から、新たな資金調達手法の意義と課題について整理したい。

Ⅱ. 新たな資金調達手法の意義

1. クラウドファンディング

クラウドファンディング (crowdfunding) とは、群衆 (crowd) と資金調達 (funding) を組み合わせた造語であり、事業者やプロジェクト実行主体等が、不特定多数からインターネットを通じた資金拠出を受ける仕組みである¹。

クラウドファンディングには複数の類型がある。大きな分類は、資金提供者に対する金銭の見返りの有無で、見返りが有るのが投資型、見返りが無いのが寄付型と購入型である。投資型の中には更に、貸付型、ファンド型、株式型がある。

クラウドファンディングの始まりは、1990年代にアメリカのインターネットサイトの運営者が無名のアーティストの活動資金を、インターネットを駆使し、募金あるいは寄付の形式で集めたことと言われている。既存金融サービスを受けられなかった主体、サービスの対象となりにくかった主体等が、インターネットを通じて、資金調達を必要とするプロジェクト等について不特定多数に対するプレゼンテーションを行い、賛同者から資金提供を受けるといった手法から始まっている。

クラウドファンディングは米国において寄付型及び購入型を中心に拡大してきた。その後、投資型クラウドファンディングの活用により新興企業の資金調達の利便性を向上し、雇用創出につなげるという政策目的のため、2012年に Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS 法) が制定され、個人投資家が株式型クラウドファンディング取引を行うための環境が整備された²。

日本においても、2012年11月の緊急経済対策「日本再生加速プログラム」で日本版 JOBS 法の検討が掲げられ、新規・成長企業へのリスクマネー供給促進のために、投資型クラウドファンディングを可能とする金融商品取引法の改正が行われた。この改正によって制度化された株式投資型クラウドファンディングは2015年より運営が開始され、2017年に入って初の案件が成立した。2017年9月までに募集された案件数は4件、募集金額の合計は

¹ クラウドファンディングについては、神山哲也「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013年春号、佐藤淳「クラウドファンディングと既存金融」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号など参照。

² JOBS 法と米国のクラウドファンディングについては、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012年秋号、神山哲也「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013年春号など参照。

約 1.1 億円となっている。

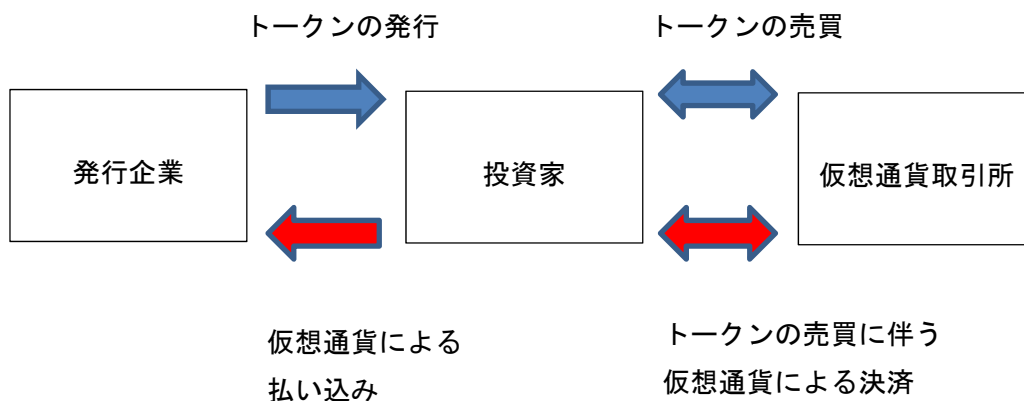
株式投資型クラウドファンディングの投資家から見たメリットは、公募市場では投資できない企業の株式を購入できることであり、親近感のある企業やその事業に対する応援を実行できる。一方、この制度における株式は取引所に上場されておらず流動性が低いため、売却したいときに売却できないリスクがある。

なお、上場されていない株式を売却するためには、株式コミュニティ制度を活用する方法がある。株主コミュニティ制度は、地域に根差した企業等の資金調達を支援するための非上場株式の流通取引の制度で、2015 年に創設された。証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、証券会社は、株主コミュニティへの参加者に対してのみ当該銘柄の投資勧誘を行うことができる。

2. ICO

ICO はイニシャル・コイン・オファリング (Initial Coin Offering) の略称で、仮想通貨を活用した資金調達手法である。企業等がビットコイン等の仮想通貨と交換できる「トークン」を発行し、インターネットを通じて投資家から直接に、ビットコイン等の仮想通貨建てで資金調達する。

図表 1 ICO の仕組み



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

トークンとは、一般には代用貨幣のことで、ICOにおいてはブロックチェーンの技術を使って作った電子的な貨幣のことを指す。ICOを行う企業は新しいトークンを発行し、インターネットを通じて投資家向けに販売し、仮想通貨を調達する。

トークンの使い道は、発行企業が提供する商品やサービスを割安に買うことができる、他の仮想通貨と交換できる等である。取引所での売買が行われる場合、需給次第で値上がり益が期

待できる。資金調達にかかる期間は数週間～3カ月程度とされている³。

ICOは、IPO（新規株式公開）をもじったものである。IPOを行う企業は、当該企業の事業、財務に関する審査への対応を始め、様々な準備のために多くの労力を要する。一方、ICOを行う企業は「ホワイトペーパー」と呼ばれる事業計画書をインターネット上に公開し、国内外の幅広い個人や企業から素早く資金を集めることができる。ホワイトペーパーの形式についてのルールは存在しないが、記載される主な内容は、資金調達の目的、プロジェクトの内容、トークンの技術解説、資金調達の方法・スケジュール、募集金額、プロジェクトメンバー等である。ICOの手続きには、IPOにおける証券会社のような仲介者を必要とせず、全般的な労力・コストは相対的に小さい。

ICOの投資家から見た最大のメリットは、トークンの値上がり益が期待できることである。一方、投資家にとって最大のリスクは、投資家保護の制度がないことであり、詐欺被害を生む懸念がある。

投資型クラウドファンディングの場合、資金調達者は有価証券の発行、借入等によっており、金融商品取引法等の規制を受けている。一方、ICOの場合、資金調達者は各国において当初は規制を受けていなかった。非常に自由度の高い資金調達手段であり、発行されるトークンが大幅な値上がりをするケースも多く、ICOの規模は急速に拡大した。

一方で、事業実体を伴わない主体による詐欺事件等、様々な問題が表面化⁴し、これに対する各国当局の規制が行われ始めている。急速に進化する分野だけに、会計処理や不正行為防止などの面でルールは未整備である。

米仮想通貨情報サイトのコインデスクによると、世界のICOによる資金調達額は2014年2月から2017年9月までの累計で25億ドルを超えている。2016年の合計は2億5586万ドルであったが、2017年は9月30日の段階で既に22億2061万ドルに達している。米国のブレイブ・ソフトウェアは2017年5月にICOを実施し、1分足らずで3500万ドルを調達した⁵。

日本では、2017年8月、仮想通貨取引所を運営するテックビューロ（大阪市）がICOを利用する企業向け支援サービスを始めると発表した⁶。テックビューロは「COMSA（コムサ）」というプラットフォームを立ち上げ、企業が独自に発行する仮想通貨を個人などに販売する仕組みを提供する。ICOに必要な事業計画書「ホワイトペーパー」の作成も支援する。

3. VALU

VALUのサービスは、運営会社「VALU」によると、誰でも、簡単に、VAを発行でき、好

³ 日本経済新聞「仮想通貨で資金調達 特徴は？」2017年8月4日

⁴ 米国証券取引委員会（SEC）は、REcoinクラブ・ファンデーションとダイヤモンド・リザーブ・クラブの2つの会社が発行したICOが存在しないことを検証し、経営責任者マクシム・ザスラヴィスキを詐欺と違法な証券発行の容疑で立件した。<https://www.sec.gov/news/press-release/2017-185-0>

⁵ 発行されたトークンはBAT（Basic Attention Token）。資金調達の成功の要因としては、経営メンバーの実績や、すでに商用化されたモデルが存在すること等が指摘されている。<http://diamond.jp/articles/-/142118>

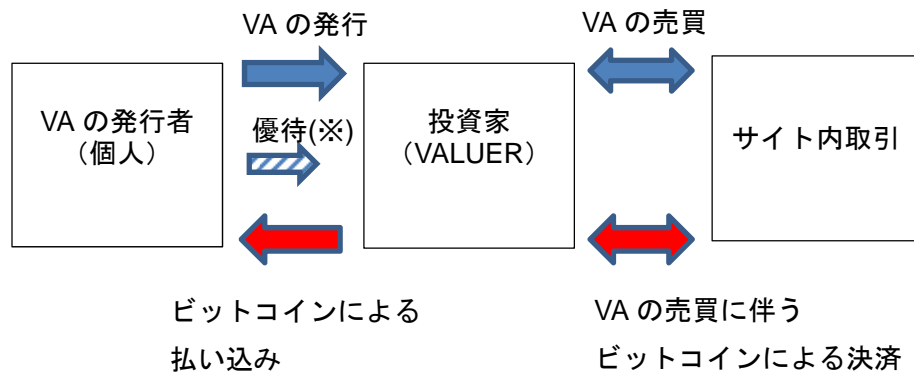
⁶ <https://comsa.io/ja/1.html>

きな価格をつけて他人と売り買いすることができるものである⁷。VALU は、トークンの VA を発行する個人の価値を売買するもので、VA を発行する個人にとっては資金調達、VA の購入者にとっては投資・運用を行うことができるサービスである。ICO の一類型と捉えることができ、取引にはビットコインが使われる⁸。

運営会社「VALU」によると、「他人の VALU⁹を手に入れると、VALUER (株主) になれ」、VA の発行者は、VALUER への「優待」を自由に設定できるとされている。優待とは、VA の発行者が VALUER に対してサービス等を提供することで、具体的には、VALUER に対して行う各種のアドバイス、相談への対応、イベントへの招待、物品の提供等がある。VA の当初売り出し価格は発行者の SNS におけるフォロワー数等の影響力によって決まるとされる。

運営会社「VALU」は 2017 年 5 月にサービスを開始し、著名人の参加もあって取引実績は急速に拡大している。

図表 2 VALU の仕組み



(※) 優待は VA の発行者の任意。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

VALU について、投資家のメリットは、個人に対する投資を行うことができ、かつ売却することも可能である点である。個人を応援する寄付とは異なり、資金回収ができる。また、VA を保有し続ければ、投資対象の個人とのつながりが継続する感覚を持つことができる。一方、投資家のリスクは、ICO と同様に投資家保護のための規制が存在しないことである。

VA は有価証券ではない。株式において株主に認められている発行会社に対する権利、会社から経済的利益を受ける権利、会社の経営に関与する権利、こうしたものは VA にはない。

VALU の公式サイトでは、VA を「トレーディングカード¹⁰のようなもの」と説明している。

⁷ <https://valu.is/>

⁸ トークンの発行には OpenAsset プロトコルが利用されている。Open Asset プロトコルはビットコインブロックチェーン上で使用され、ビットコインの取引データ上に追加のデータを入れることで、コイン、株式などの資産を表現することができる。

⁹ VA のことと思われるが、サイトの記載のまま。

¹⁰ トレーディングカードは、個々に異なる様々な種類の絵柄のついたカードで、交換や収集を意図して、販売・配布されることを前提に作られた鑑賞用・ゲーム用のカード。

2017年11月6日時点で、VAのランキング1位の発行者の時価総額は308億円で、時価総額1億円を超える発行者は246名となっている。

Ⅲ. 新たな資金調達手法の問題点

1. 増加する詐欺・違法行為

新たな資金調達手法の誕生によって、事業者等にとって経済活動の自由度が増している一方、マイナスの効果も生まれている。

クラウドファンディングにおいては、資金調達起案者、クラウドファンディングのサイト運営会社による不適切な行為の事例が報告されている¹¹。既存金融における資金調達であれば、金融商品取引法に基づく開示制度、引受証券会社、銀行等融資機関の審査手続き等が整っている。一方、クラウドファンディングにおいて、資金提供は、証券会社、銀行等の手続き・判断を経ることなしに実行される。この場合、資金調達者の事業、経営の見通し、更には資金調達者、クラウドファンディングのサイト運営者の信頼性について、投資を行う個人の調査、分析、判断能力に委ねられている。

ICOについては、欧米及び中国で既に多くの詐欺事件等が報告されている。中国国営新華社電によると、中国では2017年1～6月のICOの調達額が26億元（430億円超）にのぼるが、なかには詐欺まがいのものもあり、そうしたものを中国当局は「金融詐欺、ピラミッドスキーム（ネズミ講）」と批判している¹²。クラウドファンディングと同様に、資金調達者の信頼性の判断を個人が行う必要がある。

VALUにおけるVAは特定の個人の価値を表すものとして発行される。収益に係る分配権、資産に対する請求権等はないが、株式との類似性をうたった説明がなされたケースがあり、購入者が誤解するケースがあった¹³。また、発行者自身が、購入者への特典の付与をほのめかす情報発信を行った直後に、自己の保有分を売り抜ける行為が問題となった。

2. 既存の制度が想定していなかった問題

新たな資金調達手法における問題の発生は、既存の制度が想定していなかった行為・活動に起因しており、制度の穴をつかれているという見方もできる。

問題の本質としては、①トークンやVAの売買が仲介者を必要としない金融取引となっていること、②トークンやVAが有価証券に類似した性質を持っているにもかかわらず、金融商品取引法上の有価証券でないとして解釈されていることが挙げられる。

¹¹ 株式会社みんなのクレジット（東京都渋谷区）は、貸付先について誤解を生ぜしめるべき表示をする行為等が認められたことから、2017年3月30日、証券取引等監視委員会より行政処分を受けた。

¹² 日本経済新聞「中国のICO全面禁止、広がる波紋 仮想通貨下落」2017年9月5日

¹³ 日本経済新聞「VALU『売り逃げ』騒動 弁護士『＜株式＞扱いに問題』」2017年8月18日

上記の結果、従来、個人の金融取引においては、仲介者と有価証券のいずれか又は両方が介在するケースが殆どであったため、投資家保護のためには、取引の仲介者に関する規制及び有価証券に関する規制が主要な手法であったが、どちらも現時点では使えないということになる。

行政当局の規制下にある仲介者との取引において、個人は保護される立場にあったが、個人が資金調達者との取引の当事者になることは、自己責任の範囲が拡大することを意味する。

ICOにおいて、企業の資金調達に対して投資家が資金を提供し、これに対する見返りを期待する行為は、企業の発行する株式、社債等の有価証券に対する投資と近いものである。しかし、ICOにおいて企業が発行するトークンは有価証券ではないと解釈されているために、ICOへの投資家は、株式・社債への投資と同様の制度上の保護が受けられない。

トークンと株式の違いについて一般に十分な理解がなされているか定かではない。また、トークンの取引方法、換金可能性について、明確でないケース、正確な理解が行われていないケースがあると考えられる。

こうした状況によって、有価証券の概念が揺らぐことが懸念される。米国証券取引委員会（SEC）は、ICOのトークンについて、状況によっては有価証券と見做す旨の見解を表明している¹⁴。

IV. 新しい資金調達手法における投資家保護のあり方

1. 有価証券の投資家保護制度からみたICOのトークン保有者の立場

ここで、有価証券における投資家保護の枠組みについて確認する。有価証券投資の大原則は自己責任であるが、この自己責任を果たすためには投資家が適切な判断を行う必要があり、その前提となるのが発行者に関する適切な情報開示である。不特定多数の投資家を対象に資金を募る場合、財務状況、経営成績に関する情報開示、開示するデータについての監査人による監査等が義務付けられている。このように、有価証券については、情報開示を中心として、金融商品としての品質管理が徹底されている。

一方、ICOのトークン保有者にとっては、ホワイトペーパーと呼ばれる事業計画を記した書類はあるものの、有価証券の公募、上場等を行う企業に義務付けられている開示書類と比べると、その内容は限定的である¹⁵。開示内容の正確性を担保するための監査等の制度上の枠組みにも差がある。

また、有価証券の取引における仲介者に対しては、金融商品取引業者として厳格な規制が行われている。投資対象となる有価証券の規制、仲介者である金融商品取引業者に対する規

¹⁴ <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>

¹⁵ 2017年7月に実行された名古屋の飲食店サンタルヌーのICOにおけるホワイトペーパーには、企業の財務・経営状況に関する情報は殆ど記載されていない。<http://www.belgianbeer.nagoya/ico/>

制によって、有価証券取引における投資家保護は手厚く運用されている。

一方、ICO を始めとする新たな資金調達における投資家は、これらの保護を受けていない。情報開示を充分に行っている上場企業に投資する際には上記の投資家保護があるのに対し、情報開示が充分でない企業等に投資する際には同様の投資家保護がなく、実態としてバランスを欠いている。

もちろん、投資対象が有価証券でなければ、有価証券投資における投資家保護が受けられないということは尤もである。但し、上場株式であれ、ICO のトークンであれ、投資家が企業等の資金調達に応じて資金提供をしていることは同じである。更に、上場株式と ICO のトークンの法的な相違を理解している投資家であれば基本的には問題ないが、現実には、そうでない投資家も存在する。投資の自己責任原則は否定されるべきでなく、全ての個人が高い金融知識を備えることが望ましいことは言うまでもないが、現実には、投資に関する理解度に個人差があることを前提にした投資家保護対応が必要である。

2. 海外の規制動向

SEC は 2017 年 7 月 25 日、分散型投資ファンド「The DAO」のトークンが 1934 年証券取引法の規制対象になる可能性があるとして発表した¹⁶。これは ICO で発行されるトークンが条件によっては有価証券に該当する可能性があることを意味している。

英国金融行動監視機構（FCA）は、ICO について、リスクが非常に高い投機的な投資であると警告した¹⁷。FCA は、多くの ICO は金融規制下にないために投資家保護を受けられない、価格変動が激しい、詐欺に悪用されるリスクがある、情報公開が不適切となる可能性がある旨を指摘し、投資する場合には全損の可能性を認識すること、企業の事業内容に確信がある場合に限るよう注意喚起した。また、ICO が譲渡可能な証券とみなされる場合には目論見書の使用が必要になるとの見解を示した。

中国人民銀行など中国の金融当局は 2017 年 9 月 4 日、ICO を禁止すると発表した¹⁸。ICO を「許可を得ていない違法な調達行為」と位置づけ、金融秩序を乱しかねないと判断した。決定は即日でも有効とし、個人や企業を問わず ICO による資金調達を停止するよう求めた。こうした動きの背景には市場の不安定化や海外への資金流出に対する中国当局の懸念があるものと考えられる。

3. 今後の方向性

新しい資金調達手法において、投資家保護に関する問題が生じている。投資家保護が適切に行われないと、新しい資金調達手法の発展・洗練化が進まず、その結果としてイノベーションへの資金供給が滞り、アイデアを持つ新興企業の成長が阻害される可能性がある。それどころか、新たな資金調達手法において生じた問題が、投資行動の消極化・萎縮等を通じ

¹⁶ <https://www.sec.gov/news/press-release/2017-131>

¹⁷ <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings>

¹⁸ 日本経済新聞「中国、新規仮想通貨公開『ICO』を禁止 『違法な調達行為』」2017年9月4日

て既存の資本市場に悪影響を及ぼすことすら懸念される。

2017年6月の参議院財政金融委員会において、ICOに関する質疑が行われている。この質疑において、金融庁は、出資等された資金で収益事業を行い、その配分を受け取れる場合には、その販売者には金商品取引業のルールが適用される旨の答弁を行っている。また、麻生太郎財務・金融相は2017年8月の記者会見で、VALUに関し「消費者保護と新しいものを育てることの両方を考える必要がある」と発言している。

また、金融庁は2017年10月27日、ICOの利用者及び事業者に対する注意喚起の文書を公表した。利用者に対しては、ICOのリスクについて、価格下落の可能性、詐欺の可能性を示し、自己責任で取引を行う必要があるとしている。事業者に対しては、ICOの仕組みによっては、資金決済法や金融商品取引法等の規制対象となる旨を示している¹⁹。日本においても、投資家保護論議、規制のあり方の検討について動きが出始めている。

ICOにおいて、投資家は価格上昇を期待してトークンを購入することが一般的と想定され、発行企業としては、投資家の価格上昇期待に一定程度依存した調達を行っていると言える。一方、発行企業が破綻した場合、トークンの価値はなくなることが予想される等、トークンの価格は発行企業の経営状態・財務状況と一定の関係があると考えられるのに対し、発行企業と投資家の間には企業に関する情報の格差が存在する。

このように考えると、企業に対する投資で、流通を前提にしたものについては、何らかの投資家保護の手当てを行うことが妥当と考えられる。有価証券として位置づけることは一つの考え方であろう。

または、法的な位置づけ、内包するリスクを投資家に理解させるための規制を設ける考え方もある。例えば、VALUについて、個人に投資するということが株式投資と如何に異なるかについて、明確に理解している投資家のみ取引を限定する等である。

このような投資家保護を制度的に明確化することによって、より多くの投資家が新しい資金調達手法に参加できるようになれば、発行者、アレンジャーにとっても有益ではないか。新たな資金調達手法に対し、投資家保護のための適切な規制が求められていると言えよう。

¹⁹ 金融庁の文書には、①ICOにおいて発行される一定のトークンは資金決済法上の仮想通貨に該当し、その交換等を業として行う事業者は内閣総理大臣（各財務局）への登録が必要になる、②ICOが投資としての性格を持つ場合、仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となると考えられる旨が示されている。