

資料

《翻訳》

法の移植か法の革新か? : 米国 JOBS 法第 3 編にならった 台湾のエクイティ・クラウドファンディング規制 (上)

蔡 昌憲

訳・得津 晶

目次

イントロダクション

- I. 米国におけるエクイティ・クラウドファンディング
 - A. エクイティ・クラウドファンディング規則の経済分析
 - 1. プラットフォームのモチベーション
 - 2. 事業計画者のモチベーション
 - 3. 資金提供者のモチベーション
 - 4. 政府のモチベーション
 - B. 新たなクラウドファンディングの適用除外: 2012 年 JOBS 法第 3 編
 - 1. 登録要件の適用除外
 - 2. 投資家の投資限度
 - 3. クラウドファンディングによる証券の転売
 - 4. 資金調達ポータル要件
- II. 台湾におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する法制度の革新
 - A. 台湾のエクイティ・クラウドファンディングの萌芽
 - B. GISA 規則の要素の評価
 - 1. 発行者の類型
 - 2. 投資上限金額

3. 開示義務
4. 公開総合相談制度
5. GISA 証券適用除外の範囲
6. GISA 証券の転売 (以上本号)

III. 台湾におけるエクイティ・クラウドファンディング規制の法的移植：
定性的な分析 (以下，85 卷 1 号掲載予定)

- A. データと手法
- B. 事業計画者の諸問題
- C. 投資家の諸問題
- D. 政府の諸問題
- E. クラウドファンディングプラットフォームの諸問題
- F. 実質よりも形式におけるアメリカモデルへの収斂

結論

【訳者解題】

本稿は，東北大学平成 28 年度外国人教員等雇用促進経費の支援を受けて平成 28 年 8 月に法学研究科・外国人研究員として招聘した蔡昌憲台湾国立清華大学副教授（当時〔現・教授〕）との共同研究の成果として，東北大学・上智大学・同志社大学で開催したセミナー報告の元となった同教授の論文（Chang-hsien Tsai, *Legal Transplantation or Legal Innovation: Equity-Crowdfunding Regulation in Taiwan after Title III of the U.S. Jobs Act*, 34 B.U. INT'L L.J. 233-278 (2016)）の邦訳である。

要約

近年，クラウドファンディングは創業段階のスタートアップ企業へのファイナンスに世界規模で変革をもたらしている。アメリカでは，小規模ビジネスやスタートアップ企業への営利目的のクラウドファンディングのプラットフォームが拡大して，議会は，エクイティ・クラウドファンディングについて

根本的な改革となる法律である 2012 年 JOBS 法第 3 編（通称「クラウドファンディング法」）を制定した。SEC が採用した特定のルールやレギュレーションは今年（2016 年）発効するが、JOBS 法全体としての内容は、歴史的に重視されてきた投資家保護の促進よりも、エクイティによる資金調達をより実現することを目指したものである。エクイティ・クラウドファンディングの活用は台湾にも広がっている。2014 年、台湾政府は、Go Incubation Board for Startup and Acceleration（通称「GISA Board」）を創設した。これは、Gre-Tai 証券市場（「GTSM」）によって運営される政府公認のエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームであり、政府の監督の下で創設されたものであった。まず、GISA 規則（GISA Regulations）が制定され、その後、公営と民営のプラットフォームをそれぞれ規制するプライベートポータル規則（Private Portal Regulations）が制定された。これは、クラウドファンディング法を移植したものであるが、台湾への法制度の適応、あるいは革新は、台湾の証券規制の背後にある高度の投資家保護という経路依存（path dependence）を反映している。理論的には、エクイティによる資金調達の実現よりも投資家保護がはるかに重視される。公共選択論の観点からは、理論的に、台湾への法移植の結果として発生した特徴は、GTSM 固有の政治的なインセンティブのみならず、既存の証券会社のロビイングおよび影響力によるものと考えられる。本稿は、台湾のエクイティ・クラウドファンディング規制をモデルにした比較研究および定性的研究によって、アメリカモデルの移植は、実際には、実質よりも形式が重視されがちであること、すなわち、エクイティによる資金調達の実現という目的よりも、文言のコピーが重視されがちであることを明らかにする。

イントロダクション

クラウドファンディングは、近時、起業家やスタートアップ企業（新興企

業)が創業段階での資金調達をするための有力な手法になってきている⁽¹⁾。クラウドファンディングは、基本的に、インターネットやソーシャルメディアによって、新たな集団—伝統的な銀行や富裕層の投資家以外の者—を、起業家やスタートアップ企業の資金調達目標や事業計画への資金提供に惹きつける⁽²⁾。従来、アメリカでは、小規模企業は事業活動開始の資本(シード資本)を調達するのに苦戦してきた⁽³⁾。伝統的な資金調達のチャンネルのほとんど、すなわち、銀行やプライベートエクイティ投資家、エンジェル投資家、ベンチャーキャピタリストは、「(例えば)売り上げが100万ドルを超えないような消費者向けの製品を製造する会社を相手に⁽⁴⁾」したがらなかった。さらに、米国中小企業局(Small Business Administration)によれば、「アメリカの銀行は、2011年の1年間、小規模企業への100万ドル以下の貸付残高の合計は6070億ドルにも上っていた⁽⁵⁾。」だが、小規模企業、スタートアップ企業および非営利団体がクラウドファンディングを利用しはじめ、世界各国の政府がこのブームを認め、この領域の改革を主導するようになったので、クラウドファンディングはますます伝統的な資金調達チャンネルと競争するようになった⁽⁶⁾。

(1) Gary Dushnitsky & Dan Marom, *Crowd Monogamy*, 4 BUS. STRATEGY REV. 24, 24 (2013).

(2) See Tanya Prive, *Inside the JOBS Act: Equity Crowdfunding*, FORBES (Nov. 6, 2012), <http://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/11/06/inside-the-jobs-act-equity-crowdfunding-2>. See also Kevin Harrington, *Will JOBS Act Equity Crowdfunding Ever Happen?*, FORBES (Feb. 3, 2015), <https://www.forbes.com/sites/kevinharrington/2015/02/03/will-jobs-act-equity-crowdfunding-ever-happen>

(3) See Prive, *supra* note 2.

(4) Amy Cortese, *The Crowdfunding Crowd is Anxious*, N.Y. TIMES (Jan. 5, 2013), <https://www.nytimes.com/2013/01/06/business/crowdfunding-for-small-business-is-still-an-unclear-path.html> (ニューヨークのエクイティ・クラウドファンディングのプライベートエクイティ企業の取締役が考えていることの要約)。

(5) Prive, *supra* note 2 (引用は省略)。

2012年4月、米国議会は、「変革的な」法を可決した。「詐欺と非倫理的な不開示を抑止したオンラインでの資金調達のための法律」(Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Actの頭文字をとって「CROWDFUND法」と呼ばれる)であり、これは、「我々のビジネスのスタートアップを活性化するための法律」(Jumpstart Our Business Startups Actの頭文字をとって「JOBS法」と呼ばれる)⁽⁷⁾の第三編の略称である。この新法は、エクイティ・クラウドファンディングという小規模企業や新興企業のエクイティによる資金調達に画期的な手段を創設するものであった⁽⁸⁾。小規模企業の法令遵守のためのコストを削減するために、JOBS法は、投資家保護よりも資金調達をより重視する⁽⁹⁾。JOBS法は、米国の証券取引委員会(SEC)に、クラウドファンド法を施行するべく、規則やルールを公布して、上記の

(6) Dushnitsky & Marom, *supra* note 1, at 24.

(7) Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No.112-106, 126 Stat. 306 (301-02) (2012) [以後、JOBS法とする] (米国連邦法の様々な編を改正してまとめたものである)。

(8) インターネットクラウドファンディングには5種類ある。これらは、資金提供者が、対価として取得できるものによって区別される。(1) P2P レンディング、(2) 予約売買型ファンディング、(3) 寄付型、(4) 報酬型、(5) エクイティ。JOBS法第三編は、5つ目のエクイティのみに関わり、本稿もエクイティに焦点を当てる。他の4つの類型については、see John S. Wroldsen, *The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd*, 15 VAND. J. ENT. & TECH. L. 583, 588-589 (2013). See also, Harrington, *supra* note 2.

(9) J. Robert Brown Jr., JOBS Act Issue: Introduction 1 (Univ. of Denver Sturm College of law Legal Research Paper Series, Working Paper No.13-1626, 2013), <http://papers.ssrn.com/abstract=2257894>. SEC コミッショナーの所見について概説するものとしてSEC, SEC GOVERNMENT-BUSINESS FORUM ON SMALL BUSINESS CAPITAL FORMATION FINAL REPORT 14, 19, 21 (Apr. 2013) <https://www.sec.gov/info/smallbus/gbfor31.pdf> (「JOBS法は小規模ビジネスの資金調達を助けるコミュニケーションの舞台を大きく変えた... JOBS法は、一ビジネスの資金調達を容易にすることを通じて、経済的成長を促進し、雇用を創出するという目標の下では一正しい方向への重要なステップである...このフォーラムだけでなく、JOBS法の小規模ビジネスが資金調達を促進する際の諸問題に注目して時間を割くことが、必要である」)。

2つの目標—これはしばしば両立しないものであるのだが—に取り組むように命じた⁽¹⁰⁾。

歴史的には、アメリカの連邦証券法は、投資家保護目的の方向に振れがちであった。2002年のサーベンス・オックスレー法（「SOX法⁽¹¹⁾」）は、大企業にも小企業にも重い負担を課した。特に、SOX法は、情報開示義務を強化しただけではなく、会社内部のコーポレートガバナンスにまで介入した⁽¹²⁾。その目標は投資家保護ではあるが、法的柔軟性を与えることや過重な規制を回避することによるエクイティによる資金調達の促進の重要性を無視したものであった⁽¹³⁾。「ドッド・フランクによるウォールストリート改革及び消費者保護のための法律」（「ドッド・フランク法⁽¹⁴⁾」）は、小規模の発行者にはSOX法の404条b項⁽¹⁵⁾を適用除外にしたものの、投資家保護をより

(10) Stacy Cowley, S.E.C. Gives Small Investors Access to Equity Crowdfunding, N.Y., Times (Oct. 30, 2015), <https://www.nytimes.com/2015/10/31/business/dealbook/sec-gives-small-investors-access-to-equity-crowdfunding.html>. See also Crowdfunding, 78 Fed. Reg. 66,428 (Nov. 5, 2013) (17 C.F.R. pts. 200, 227, 232, 239, 240, and 249 で条文化された) (当初、オンラインで公表されたSECのクラウドファンディングについての提案)。

(11) Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. 2002, Pub. L. No.107-204, 116 Stat. 745 [以後、SOXとする]。

(12) See *id.* See also Chang-hsien Tsai, *International Jurisdictional Competition under Globalization: Forum the U.S. Regulation of Foreign Private Issuers to Taiwan's Restrictions on Outward Investment in Mainland China*, 2 ASIAN J. L. & ECON. 1, 12 (2011), . <http://papers.ssrn.com/abstract=2663009>.

(13) See Chang-hsien Tsai, *Demand and Supply Forces in the Market for Law Interplaying through Jurisdictional Competition: Basic Theories and Cases*, 1 EAST ASIAN L.J. 1, 17-18, 21 (2010), <http://papers.ssrn.com/abstract=2662986>.

(14) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No.111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

(15) SOX法の404条b項は、上場会社に、独立の監査人が、どのように経営者が内部統制を評価しているのかについて調査し、レポートすることを義務付ける。See also Stephen M. Bainbridge, *The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank 12-13* (UCLA Sch. of Law, Law-Econ. Research Paper

強化するものであった。

クラウドファン্ড法は、エクイティ・クラウドファンディングに画期的な適用除外（実質的に「80年もの証券法と数十年間の先例を覆すものである⁽¹⁶⁾」）を設けるものである。クラウドファン্ড法によって、今やバランスは従来の反対方向、すなわち、小企業のエクイティによる資金調達を促進する方向に振れている⁽¹⁷⁾。2012年以来のSECによる様々な規則の草案や制定の範囲内ではあるが、傾向として明らかにエクイティ資金調達に有利な方向に進んでいる⁽¹⁸⁾。2015年10月にSECが採用した規則に従えば⁽¹⁹⁾、同時にある程度の投資家保護措置も生じるであろうが、今後、JOBS法の適用範囲が非適格投資家の出資にまで拡大し、スタートアップ企業や小企業が年間100万ドルまでの資金調達とBroker-Dealer（【訳者注】証券会社など）またはポータル仲介者（Portal Intermediary）を通じた申込みが認められるようになる⁽²⁰⁾。こうして、これらの規則が2016年に発効すれば、アメリカでは、起業家に、エクイティによる資金調達を開始する方法について幅広い選択肢が認められるようになる⁽²¹⁾。

しかし、米国で2012年にJOBS法が実際に施行されるであろうよりも前に、エクイティ・クラウドファンディングを利用するという発想は、台湾に

No. 10-14, 2010), <http://ssrn.com/abstract=1698898>.

(16) Harrington, *supra* note 2.

(17) *See* Brown, *supra* note 9, at 1.

(18) *See* Cowley, *supra* note 10.

(19) Press Release, SEC, SEC Adopts Rules to Permit Crowdfunding: Proposes Amendments to Existing Rules to Facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings (Oct. 30, 2015), <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html> [以後、「SECプレスリリース」とする].

(20) Chance Barnett, *SEC Approves Title III of JOBS Act, Equity Crowdfunding with Non-Accrediteds*, FORBES (Oct. 30, 2015), <https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/10/30/sec-approves-title-iii-of-jobs-act-equity-crowdfunding-with-non-accredited>.

(21) *See* Cowley, *supra* note 10.

も広まっていた。2014年1月に台湾政府は最初のエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームであるGO Incubation Board for Startup and Acceleration（通称「GISA Board」）を整備した⁽²²⁾。これは、クラウドファンディングの下で承認されるプラットフォームであるIndieGogoやSeedInvestと似たものであった⁽²³⁾。GISA Boardと、現在、米国クラウドファンディング法で適法とされたエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームとの主要な違いは、台湾のプラットフォームは公営であり、GreTai証券市場（通称、「GTSM」【訳者注】NASDAQ市場に相当する台湾の証券市場）によって運営されていることで、私的な営利団体によって運営されているのではなく、半官半民の組織であるということである⁽²⁴⁾。規制の特徴の違いは、それを取り巻く環境に原因がある可能性がある。比較法学者が論じるように、「異なる法圏は証券法の適用について異なる選好と異なる信念をもたらす⁽²⁵⁾」のである。

しかし、GISA Board創設の表向きの目的は、上場していない小規模の革

(22) Chen Hung-Yi, *The New Crowdfunding Market in Asia: Taiwan*, CROWDFUND INSIDER (May 8, 2015), <https://www.crowdfundinsider.com/2015/05/67502-the-new-crowdfunding-market-in-asia-taiwan/>. See also Jean-Luc Soulier & Marcus Best, *Description of the Securities Law in Taiwan* in INT'L SEC. L. HANDBOOK 9335423 (C.C.H.), 2015 WL 9335424 (Dec. 2014).

(23) Cowley, *supra* note 10.

(24) GTSM（別名を台北取引所あるいはTPEXともいう）は台湾の店頭取引（OTC取引）や新興市場を運営している。GTSMは、店頭取引の主要な市場に加えて、2014年1月に、台湾における米国SECに相当する台湾の金融監督委員会（FSC）の協力の下、GISA Boardを創設した。See *Establishment Purpose of Go Incubations Board for Startup and Acceleration Firms* (GISA), TAIPEI EXCHANGE (GRETAI SECURITIES MARKET), https://www.tpe x.org.tw/web/regular_emerging/Creative_emerging/Creative_emerging.php?l=en-us (last visited Mar. 20, 2019).

(25) Wallace Wen-Yeu Wang & Chen Jian-Lin, *Reforming China's Securities Civil Actions: Lessons from PSLRA Reform in the U.S. and Government-Sanctioned NonProfit Organization in Taiwan*, 21 COLUM. J. ASIAN L. 115, 117 (2008).

新的（イノベティブ）な企業を促進することで⁽²⁶⁾、これは米国クラウドファンディング法の目的と同様である。米国クラウドファンディング法に存在する投資家が投資できる資金の合計金額の上限などのいくつかの投資家保護的な法ルールが、GO Incubation Board for Startup and Accelerationに関する規則（通称、「GISA 規則」）に移植された⁽²⁷⁾。だが、理論的にも実際にも、GISA 規則は、2012年の制定当時の米国クラウドファンディング法の想定よりも、投資家保護をより重視している。その1年後の2015年4月、台湾政府はプライベートポータル規則を制定した。この規則は、民間のポータルを利用してのエクイティ・クラウドファンディングの実行を認めるものである⁽²⁸⁾。

GISA 規則とプライベートポータル規則の制定は、実務への対応というだけでなく、現地の証券市場の動向の影響を受けている可能性もある。しかし、公共選挙論の視点からみれば、実際の台湾の規制の発展は、GTSMのような政府の監督下で運営されている組織によってエクイティ・クラウドファンディングを実行したいという官僚のインセンティブによるものであって、既存の証券会社などの利益団体（interest group）のロビイングによるものではないということになる。複雑なのは、GTSMが、他の民間による資

(26) *New Fundraising Platform for Small, Innovative Enterprises to Open Next Month*, FORMOSA NEWS (Dec. 25, 2013), <https://englishnews.ftv.com.tw/read.aspx?sno=CDA60A6BD4286D2BF08D91488B8A939D> (last visited Mar. 20, 2020).

(27) 創櫃板管理辦法（104年核定）[REGULATIONS GOVERNING THE GO INCUBATION BOARD FOR STARTUPS AND ACCELERATION FIRMS (2015 Revisions) (Taiwan)], art. 4, 12 (2015) [以後、「GISA 規則」とする]. 英訳は see Regulations Governing the Go Incubation Board for Startups and Acceleration Firms, RELATED SEC. & FUTURES INST., <http://eng.selaw.com.tw/LawArticle.aspx?LawID=FL072102&ModifyDate=1050310>.

(28) 證券商經營股權性質群眾募資管理辦法（105年核定）[TAIPEI EXCHANGE REGULATIONS GOVERNING RUNNING THE CONDUCT OF EQUITY CROWDFUNDING BY SECURITIES FIRMS (2016 Revisions) (Taiwan)], art. 1 (2016) [以後、「プライベートポータル規則」とする].

金調達用のポータルと競争関係にありながらも、プライベートポータル規制を制定してエンフォースメントも行う、まさに「規制権者」でもあるという点である。それゆえ、本稿で論じるように、前述の規則は、母法であり、模範とされた米国クラウドファンド法よりも投資家保護をより重視する傾向にある。このことは、裏を返せば、台湾のスタートアップ企業に、実務的に耐えられないようなコンプライアンス費用を課し、最終的に、小規模企業のエクイティによる資金調達の実現という目標の実現を危うくする。

本稿の構成は以下のとおりである。第1章では、研究者である Ajay Agrawal, Christian Catalini 及び Avi Goldfarb (以下、「Agrawal ら」と表記する)⁽²⁹⁾の提示した分析枠組みを概観し、米国のエクイティ・クラウドファンディングの理論的な規制枠組みを要約する。第2章は、台湾のクラウドファンディングを説明し、GISA 規制を理論的観点から分析する。そして、第3章は、台湾のクラウドファンディング市場の参加者へのインタビューを通じた GISA 規制に関する法的諸問題への定性的なアプローチを用いて、GISA Board とプライベートポータル規則の創設への公共選択論の観点からの批判を行う。そして、本稿の結論として、アメリカのエクイティ・クラウドファンディングについての法制度の台湾への移植は、文言をコピーするなど形式の面でよく表れているが、実務におけるエクイティによる資金調達の促進といった実質面には及んでいないことを明らかにする。

(29) 本稿の理論的な枠組みは、主に 2013 年の Ajay K. Agrawal らの研究に基づく。彼らは、クラウドファンディングの当事者のインセンティブとディスインセンティブとを分析し、市場の失敗には 3 つのタイプがあることを発見した。それは逆選択、モラルハザード、そして集合行為問題である。彼らはマーケットデザイン (市場の制度設計) によって、これらの市場の失敗を解決する可能性がある」と結論付けた。名声によるシグナリング、法、規制、Crowd Due Diligence, Provision Point Mechanism などである。See Ajay K. Agrawal, Christian Catalini, & Avi Goldfarb, *Some Simple Economics of Crowdfunding* (NBER Working Paper Series No. 19133, 2013), <http://www.nber.org/papers/w19133.pdf>.

I. 米国におけるエクイティ・クラウドファンディング

前述のとおり、クラウドファンディングは一般市民がオンラインやソーシャルメディアネットワークを用いて投資することを可能とする発展的な資金調達手段である⁽³⁰⁾。オンライン投資という発想は、「個人、機構、非営利団体や会社が、柔軟な拘束力のない依頼を通じて、個人の集まりに業務の自発的な実行を依頼する⁽³¹⁾」という「クラウドソーシング」の発想から生じたものである。

様々な種類のクラウドファンディングの中で、エクイティ・クラウドファンディングは人々に、投資先の事業計画のエクイティすなわち所有者としての利益を取得することを可能にするものである⁽³²⁾。しかし、エクイティ・クラウドファンディングは、JOBS法の最終の「クラウドファンディング規制」を採用するまでは、実行できない。さもないければ、そのような証券の募集や販売は、連邦証券法の適用を受け、適用除外の適用がない限り、SEC

(30) See Wroldsen, *supra* note 8, at 602-03; see also SEC Press Release, *supra* note 19.

(31) Enrique Estellés-Arolas & Fernando González-Ladrón-de Guevara, *Towards An Integrated Crowdsourcing Definition*, 38 J. OF INFO. & SCI. 189, 197 (2012). See also Thomas Lee Hazen, *Crowdfunding or Fraud-funding? Social Networks and the Securities Laws-Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure*, 90 N.C. L. REV. 1735, 1736 (2012) (「クラウドファンディングは、クラウドソーシングに似った資金調達である。クラウドソーシングとは、多数の人々が、通常は、ソーシャルメディアやインターネットを通じて、協力・協働することを意味する。」) (脚注省略)。See also Andrew A. Schwartz, *Keep It Light, Chairman White: SEC Rulemaking under the CROWDFUND Act*, 66 Vand. L. Rev. En Banc 43, 47 (2013) (「Wikipedia や Yelp [【訳者注】食ベログのような利用者参加型のグルメサイト] が今日よく知られているクラウドソーシングの例である。」) (脚注省略)。

(32) See Paul Belleflamme, Thomas Lambert, & Armin Schwiembacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd* 4 (CORE Discussion Paper No. 2011/32, July 9, 2013), <http://ssrn.com/abstract=1578175>. See also Wroldsen, *supra* note 8, at 589.

への証券の登録が要求される⁽³³⁾。

法律が施行されるのは今年（2016年）であるため、SEC規則およびルールの実際の効果は、まだ判明していない⁽³⁴⁾。だが、2012年JOBS法は、理論的には、証券クラウドファンディングに適用除外を設け、インターネット上のプラットフォームと仲介がSECへのブローカー登録なしに証券の募集・販売を促進する資金調達ポータルを活用を認めるものであることは明らかである⁽³⁵⁾。2015年10月の規則同様、クラウドファンディング規則は、まさに「個人がクラウドファンディング上の募集で証券を取得することを一定の限度で可能にし、会社に事業活動及び証券募集に関する特定の情報の開示を義務付け、クラウドファンディング上の取引を促進する仲介業への規制枠組みを創設するものである⁽³⁶⁾」。

米国クラウドファンド法に基づくSECの最終ルールの適用の正確な範囲は、まだ実務上明らかになっていないため、エクイティ以外のクラウドファンディングについての先行研究と同様、JOBS法の元の文言が、エクイティ・クラウドファンディングの特徴を描き出すのに、ある程度、有用である⁽³⁷⁾。以下に示すように、Agrawalらの提示した枠組みの下では、エクイティ以外のクラウドファンディングの経済的な原理が、エクイティ・クラウドファンディングにも、いくらかの微妙な差異がありながらも、そのまま妥当しそうである。

(33) Wroldsen, *supra* note 8, at 589 n.19. (「要するに、クラウドファンディング投資を促進するインターネットプラットフォームは、Broker-DealersとしてSECに登録する義務がある可能性が高いし、クラウドファンディングで取り扱われる証券は、SECに登録するか、登録義務の適用除外に該当する必要があることになろう。」) *See also* SECプレスリリース前掲注(19)。

(34) *See*, SECプレスリリース前掲注(19)。

(35) *Id.*

(36) *Id.*

(37) Agrawal et al., *supra* note 29, at 4-6.

A. エクイティ・クラウドファンディング規則の経済分析

Agrawal らの枠組みは、クラウドファンディング市場の3種類の主要参加者のインセンティブとディスインセンティブを分析する。3種類の主要参加者とは、プラットフォーム、事業計画者（creators）そして資金提供者である⁽³⁸⁾。ディスインセンティブに注目して、Agrawal らは、市場の失敗に対する数種類の政治的手段を提示し、そして、市場の失敗の可能性のみならずディスインセンティブを減少させるような市場設計の特徴と戦略を示す⁽³⁹⁾。本稿は、主にこの枠組みに従い、クラウドファンディング市場における主要な参加者を特定してそのインセンティブを調査し、新しく発展しているエクイティ・クラウドファンディング市場に、そのインセンティブを位置付けていき、そして、関連する法的ないし規制上の問題点に取り組んでいく。ただし、本稿では、以下に見ていくように、政府がエクイティ・クラウドファンディングの第四の主要な参加者に加わる点に、留意が必要である。

1. プラットフォームのモチベーション

アメリカでは、クラウドファンディングのプラットフォーム、別名、「資金調達のパータル」(funding portal) のほとんどすべてが営利企業である⁽⁴⁰⁾。Agrawal らによれば、「ほとんどすべてのプラットフォームは成功したプロジェクトの取引手数料による収益モデルを採用している。手数料は、通常、資金調達の合計金額の4-5%である⁽⁴¹⁾。」アメリカのクラウドファンディングプラットフォームとは具体的には、2009年に設立された広範な創造的な事業計画のプラットフォームであるKickstarter⁽⁴²⁾やIndieGogo、

(38) *See id.*

(39) *Id.* at 7.

(40) *Id.* at 15.

(41) *Id.*

(42) *Id.* at 3.

SeedInvest⁽⁴³⁾などである。プラットフォームそれ自体をクラウドファンディングに従事するインセンティブは、「成功する計画の数や規模を最大化」することであり、そのために、「高品質の事業計画が集まり、詐欺を減らし、事業のアイデアと資本とが効率的にマッチすることを促進するような市場を設計するだけではなく、資金提供者と事業計画者の大きなコミュニティを惹きつける⁽⁴⁴⁾」ことである。台湾でも、エクイティ以外のクラウドファンディングのプラットフォームは、営利企業によってなされている。例えば、エクイティ以外のクラウドファンディングのプラットフォームとして台湾で最大の「フライングV」は、成功した計画からの取引手数料（資金調達総額の8%に相当）に基づく収入モデルを採用している⁽⁴⁵⁾。

しかし、プラットフォームの性質に応じて、インセンティブは非営利が原則となる場合もありうる。政府の役割及びインセンティブについて以下に論じる通り、公的なプラットフォームは資金調達する事業計画の革新性や創造性には着目せず、それよりも政府が優先すべきとする政策の実現を重視する⁽⁴⁶⁾。にもかかわらず、プラットフォームは公的なものであれ民間であれ、取引所の性質に違いがあるだけであり、プラットフォームを通じた取引のメ

(43) Cowley, *supra* note 10.

(44) Agrawal et al., *supra* note 29, at 15.

(45) FLYINGV GRP. MEMBERS & REPORTERS OF ECON. DAILY NEWS AGENCY, FLYINGV Wo TING, Ni Zuo De Dao - QUN ZHONG MU Zi: 30 GE CHENG GONG GE AN DE 15 GE GUAN JIAN MI JUE [SPONSORING PROJECTS ON FLYINGVCROWDFUNDING: 30 SUCCESSFUL CASES WITH 15 KEY SECRET TIPS] 43 (2014) (Taiwan) [hereinafter Sponsoring Projects on FlyingV] [on file with author]. “FlyingV”とは現在、台湾で最大手のエクイティ以外のクラウドファンディングのプラットフォームである。See FLYINGV, <https://www.flyingv.cc/> (last visited Mar. 21, 2020)

(46) アメリカにおける弁護士主導のクラスアクションが果たす機能と同一の機能を果たすために、台湾では投資家保護センター (Investor Protection Center, “IPC”) が創設された。IPCにおける政府の支配的な影響力から、IPCが裁量に基づいて行う決定は、他の政府の利益に関して不当な影響を受ける可能性がある。See Wang & Lin, *supra* note 25, at 150-151.

カンズムには違いはなく、エクイティ・クラウドファンディングを管理するインセンティブは同じである。

2. 事業計画者のモチベーション

小規模企業やスタートアップ企業の事業者、すなわちエクイティの文脈での「発行者」は、クラウドファンディングが、費用が安く、情報へのアクセスが容易であるほか様々な理由により、資金調達手段としてクラウドファンディングを選択することがある⁽⁴⁷⁾。エクイティ以外のクラウドファンディングでは、事業計画者は、地理的な制約なしに、計画者の事業に最も投資したいと思う個人とマッチすることができる。彼らは、「成果への優先的なアクセス、イノベーションの発見を知ること、新たなベンチャーへの支持者のコミュニティへの参加といったさまざまな金銭以外の報酬⁽⁴⁸⁾」の対価として投資するのである。

さらに、オンラインのクラウドファンディングは、それ以外の伝統的な資金調達手段よりも、より多くの情報を提供する。特に、自分以外の投資家の利益、現在の製品改良のアイデア、将来の利用方法の拡大といった情報である。このような情報は、資金提供者の支払意欲を増進させ、資金調達コストを下げる⁽⁴⁹⁾。情報量と利用者とのつながりが増加することで、事業者も、ユーザー由来のイノベーションを実現することができ利益を受ける。利用者のフィードバックによって将来の顧客のニーズによりマッチした商品の開発ができる可能性があるからである⁽⁵⁰⁾。

これらのインセンティブは、米国、台湾両国の投資家に当てはまる。事業

(47) Agrawal et al., *supra* note 29, at 10-13.

(48) *Id.* at 10-11.

(49) *Id.* at 11.

(50) *Id.* at 13.

計画者は、クラウドファンディングにディスインセンティブを感じることもある。最大のものは、イノベーションを公に開示しなくてはならないことであり、これによって模倣を招きかねない点である⁽⁵¹⁾。小規模企業やスタートアップ企業では、報復 (quid pro quo) がなされるのが公平であるにもかかわらず、エクイティ・クラウドファンディングでも同じ状況は発生しかねない。

3. 資金提供者のモチベーション

クラウドファンディングを行っている投資家は、一般的に5つのインセンティブがある。それは(1)投資機会へのアクセスの増加、(2)新商品への優先的なアクセス、(3)社会活動やオンラインコミュニティへの参加の増加、(4)資金提供先の計画のアイデアやイノベーションへの事前的な支援の表明、(5)その他の非公式な金融契約を形式化である⁽⁵²⁾。

投資家は、クラウドファンディングに様々なリスクまたはディスインセンティブを感じる場合があるのも確かである。(1)将来、成果が発送されない、エクイティに価値が生じない、計画の目標が達成されないなどの可能性、(2)詐欺、(3)創業段階の計画の失敗可能性の増加などがある⁽⁵³⁾。これらの3つのリスクは、事業計画者とクラウドファンディングによる資金提供者との間の情報の非対称によって生じる。これらのリスクは、エクイティ・クラウドファンディングにも妥当するものであり、しかも、所有権 (property) としての性質、いいかれば、株式の性質は情報の偏在をより悪化させる⁽⁵⁴⁾。このような違いがあるものの、全般的に見て、これらのイン

(51) *Id.* at 16.

(52) *Id.* at 14-15.

(53) *Id.* at 18-20.

(54) *Id.* at 7, 20.

センティブとリスクは、エクイティ・クラウドファンディングにも同じく当てはまるように見える。

4. 政府のモチベーション

本稿は、政府をクラウドファンディング市場における4番目の参加者とみる。これは、プラットフォームが民間か公営にかかわらない。全体として、政府は、エクイティ・クラウドファンディングの促進において重要な役割を果たす。なぜなら、エクイティ・クラウドファンディングは、政府が証券法上の登録義務の適用除外を認めた場合に限りて実現が可能だからである⁽⁵⁵⁾。

民営のポータルに関しても、SECのチェアであるMary Jo Whiteが述べるように、「クラウドファンディングの市場には膨大な熱量がある。そして、ルールと提案されている改正案は、より小規模な会社に対してより革新的なエクイティによる資金調達方法を認め、投資家に対して必要な保護を与えるものである⁽⁵⁶⁾。」この点から、政府のインセンティブは、現在の経済状況と需要の増加、経済成長に対応したいというものであろう。

クラウドファンド法の元の文言にあるように、SECはソフトなアプローチ、すなわちリバタリアン・パターナリズムのアプローチを採用し、クラウドファンド法の実現に柔軟なルールを用い⁽⁵⁷⁾、小規模企業のエクイティに

(55) See, SEC プレスリリース前掲注 (19)。

(56) *Id.*

(57) このアプローチ（【訳者注】リバタリアン・パターナリズム）を用いると、SECは、「投資家の選択に影響を与えるのではなく、投資家がなにを望むかを形成し、それを促す」ことを狙う。Abraham J.B. Cable, *Mad Money: Rethinking Private Placements*, 71 WASH. & LEE L. REV. 2253, 2270 (2014). ソフトなアプローチあるいはリバタリアン・パターナリズムの簡潔な定義については see Cass R. Sunstein & Richard H. Thaler, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, 70 U. CHI. L. REV. 1159, 1162 (2003)（「リバタリアン・パターナリズムは、選択肢を禁止・除外するものではない

よる資金調達促進を目指した。台湾のGTSMは、明らかに、GISA規則は米国クラウドファンド法に倣ったものであることを示唆しているにもかかわらず⁽⁵⁸⁾、台湾政府は、投資家保護の水準を高めることを望んでいるため、規則の実務上ないし実際の目標は、アメリカモデルの下で主に叫ばれているエクイティによる資金調達の実現とは異なる。第3章では、台湾のクラウドファンディング市場の主要な当事者へのインタビューを通じて、GISA規則をより詳細に検討し、政府のモチベーションの内容を明らかにする。

B. 新たなクラウドファンディングの適用除外：2012年JOBS法第3編

2012年にJOBS法が議会で可決されたときに、証券のクラウドファンディングを認めるための適用除外を設け、「SECへのブローカーとしての登録なしに証券の募集販売を促進するインターネット上のプラットフォームまたは仲介業を可能とする⁽⁵⁹⁾」ような「資金調達ポータル」を設けたことで、資金調達の画期的な手段が合法化された。同法は、SECに投資家保護とエクイティによる資金調達という2つの目標の調和を図ったルールや規則を2012年の秋までに採用するように命じた⁽⁶⁰⁾。

まず、SECはルールの草案を2013年10月に公表した。だが、これは、「コストが高すぎる、そして、複雑すぎる⁽⁶¹⁾」と批判を浴びた。そこで、2年後、2015年10月に、SECは最終ルールとして新興・小規模会社にエクイティ・クラウドファンディングの利用を認める「クラウドファンディング規則」(Regulation Crowdfunding)を採用し、JOBS法は本年(2016年)、ようやく発効することとなった⁽⁶²⁾。最終ルールはかつて示された懸念の多くに対

ため、相対的に弱く、強制しないタイプのパターンリズムである。』。

(58) GISA規則前掲注(27)参照。

(59) See, SECプレスリリース前掲注(19)。

(60) Harrington, *supra* note 2.

(61) Cowley, *supra* note 10.

応し、エクイティ・クラウドファンディングを促進するための規制枠組みを提示する⁽⁶³⁾。重要なところをまとめると、最終ルールは、ポータルを非適格市場にも拡大し、特定の投資制限を課し、会社に一定の情報開示を義務付けるというものである⁽⁶⁴⁾。

しかし、ここで比較研究をするために、2014年1月にGISA規則制定時および2015年4月のプライベートポータル規則制定時に台湾政府によって言及されているJOBS法の当初の文言を、本研究では、米国のモデルとして考える。すなわち、登録要件、投資上限、転売規制、そして資金調達ポータルの要件を規制する主要部分は、2012年JOBS法の当初の文言に従っている。その内容はいかに要約する通りである。

1. 登録要件の適用除外

JOBS法の4条a項6号は、1933年証券法の改正であり、スタートアップ企業の起業家がクラウドファンディングを通じてエクイティによる資金調達をすることを認める⁽⁶⁵⁾。もし、証券募集が適用除外取引となれば、1933年証券法と1934年取引所法の反詐欺条項は原則として適用されるものの、起業家は、その証券がSECに登録されるか、他の適用除外とされない限り、証券を転売できない⁽⁶⁶⁾。米国クラウドファンド法によれば、クラウドファンディングを通じて開示義務を負わない会社の証券の販売は、12か月間合計で100万ドルまでの限りで、登録義務を免除される⁽⁶⁷⁾。米国クラウドフ

(62) See, SEC プレスリリース前掲注 (19)。

(63) Cowley, *supra* note 10.

(64) See, SEC プレスリリース前掲注 (19)。

(65) JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 249, 311-12 (7th ed. 2013).

(66) *Id.* at 249.

(67) See JOHN C. COFFEE JR. & HILLARY A. SALE, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 385 (12th ed. 2012); WILLIAM MICHAEL CUNNINGHAM, THE

ァンド法は、報告義務を負わない会社に重要事項を開示するように要求するばかりでなく⁽⁶⁸⁾、発行者が投資家の資金を持ち逃げするようなことを防ぐために資金調達の数値基準も採用した⁽⁶⁹⁾。

JOBS ACT: CROWDFUNDING FOR SMALL BUSINESS AND STARTUPS 5 (2012); Lina Jasinskaite, *The JOBS Act: Does the Income Cap Really Protect Investors?*, 90 DENV. U.L. REV. ONLINE 81, 83 (2013).

(68) COX ET AL., *supra* note 65, at 312.

(69) Agrawal et al., *supra* note 29, at 27. 経済的な観点からは、この数値基準は、free-ride 問題を理由とする、投資家間の協調がなされないという市場の失敗に対処するための provision point mechanism である。要するに、「事業契約者は、一定期間内に資金調達が数値基準に達した場合又は超過した場合にのみ、その資金を受け取ることができる。」*Id.* at 31. 米国クラウドファンディング仲介業者は、「全ての募集金額は、投資家からの資金調達総額が目標とする募集金額と等しいかそれよりも大きい場合にのみ、発行者に供給されるようにしなくてはならず、すべての投資家に約束した投資を撤回できるようにしなくてはならず、SEC は適切なルールを定めなくてはならない。」Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106, § § 301-02, 126 Stat. 306 (2012) (1933 年証券法に 4A 条 a 項 7 号として追加) 及び Agrawal et al., *supra* note 29, at 31 参照。

【訳者注】provision point contract とは別名 assurance contract とも呼ばれるゲーム理論上のメカニズムである。Free-ride 問題は、多くの人々が利益を受けることのできる行動について、ひとたび行動が発生すれば、行動のために対価を支払わなかった者も利益を受けることを排除されない場面（いわゆる公共財の場面）で生じる。ゲーム理論上、このような状況では、問題が発生する。すべての人々が、行動から利益を得ることができ、かつ、行動への貢献にはコストがかかるのであれば、だれも行動のために対価を支払わないというのが合理的な意思決定となる。その結果、そもそも行動が発生しなくなる。このような合理的な結果は、すべての者にとって効用が減少する結果となる。これに対して、provision point contract (assurance contract) は以下の様に対応する。

グループのメンバーは、メンバーからの寄与の合計が一定（通常の場合は金額で N 名のメンバーが同等の寄与をする）を超えた場合に、行動 A への寄与を約束する。基準額を満たした場合には、行動 A は発生し、公共財が提供される。基準額を満たさなかった場合は、寄与を約束したメンバーに返金される。

2. 投資家の投資限度

米国クラウドファンディング法は新たな規制技術を導入した。それが投資金額上限 (investment cap) である⁽⁷⁰⁾。毎年の収入もしくは純資産価値が10万ドル未満の投資家は、1年あたりの投資上限は2000ドルか年間収入または純資産価値の5%の金額のいずれか大きいほうである⁽⁷¹⁾。投資家の1年あたりの収入もしくは純資産価値が10万ドルを超過する場合は、10万ドルを限度として、その収入等の金額の10%までクラウドファンディングによる株式に投資できる⁽⁷²⁾。

3. クラウドファンディングによる証券の転売

本法の下では、投資家は、発行者・適格投資家・購入者の家族に転売する場合及びSECに登録された募集手続の一環として行われる転売・譲渡の場合を除いては、クラウドファンディングによる証券を購入日から1年間は譲渡または転売できない⁽⁷³⁾。

4. 資金調達ポータル要件

取引は政府が承認したクラウドファンディングのプラットフォームを通じてなされる必要があるため、プラットフォームは、SECまたは金融業規制当局 (Financial Industry Regulatory Authority。別名「FINRA」と呼ばれる) などの自主規制機関に、資金調達ポータルまたはプロカーとして登録する義

(70) See, SEC プレスリリース前掲注 (19)。

(71) See Jumpstart Our Business Startups Act, § 302 (a). See also COFFEE & SALE, *supra* note 67, at 385; COX ET AL., *supra* note 65, at 312; Agrawal et al., *supra* note 29, at 26-27.

(72) CUNNINGHAM, *supra* note 67, at 11-12.

(73) Schwartz, *supra* note 31, at 49-50; COFFEE & SALE, *supra* note 67, at 385; COX ET AL., *supra* note 65, at 313.

務がある⁽⁷⁴⁾。さらに、クラウドファンディングによる証券のリスクの情報開示とは別に、資金調達ポータルは、投資家を教育しなくてはならず、投資家にスタートアップ企業や小規模企業のリスクの程度および流動性がないことのリスクの程度を理解させなくてはならない⁽⁷⁵⁾。ポータルは、投資家がすべてのプラットフォームを合算して法律上認められている購入可能総額を超えて、投資しないようにしなくてはならない⁽⁷⁶⁾。

これらの要素は（米国では）2015年10月の最終ルールによって変更されたが、上述した要素が2015年初頭に台湾の法制度に影響を与え、選択的に移植されたものである。

II. 台湾におけるエクイティ・クラウドファンディングに関する法制度の革新

台湾でエクイティ以外のクラウドファンディングのプラットフォームが登場したのは2012年であった。資金提供者が受け取る対価に関しては、クラウドファンディングの事業計画は、事前販売型、謝礼型そして寄付型ばかりであった⁽⁷⁷⁾。他方、エクイティ型については、フライングVの創業者が、かつて、米国のAngelList⁽⁷⁸⁾で採用されているビジネスモデルに類似した

(74) CUNNINGHAM, *supra* note 67, at 10-11.

(75) *Id.* at 11.

(76) COX ET AL., *supra* note 65, at 312.

(77) SPONSORING PROJECTS ON FLYINGV, *supra* note 45, at 26. 例えば、台湾でのエクイティ以外のクラウドファンディングプラットフォームとして *see*, e. g., HERE O, <http://hereo.cc/> (【訳者注】2020年3月21日確認できず); FLYINGV, <https://www.flyingv.cc/> (last visited Mar. 21, 2020); FUUDAI, <http://www.fuudai.com/> (【訳者注】2020年3月21日確認できず); LIMIT-STYLE, <http://www.limitstyle.com/> (last visited Mar. 21, 2020); VDEMOCRACY, <https://www.vdemocracy.tw/> (【訳者注】2020年3月21日確認できず); WEREPORT, <http://we-report.org/> (last visited Mar. 21, 2020); ZECZEC, <https://www.zeczec.com/> (last visited Mar. 21, 2020).

(78) ANGELLIST, <https://angel.co/help/general> (last visited Mar. 21, 2020).

私募の形をとった、民間のエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームであるフライング VC⁽⁷⁹⁾をつくらうとしていたが、この計画は中座した。その理由は、おそらく、2015年以前、台湾政府が民営のクラウドファンディングのプラットフォームについて適法であることを明確にしていなかったからであろう⁽⁸⁰⁾。GISA Board は、台湾で最初の適法なエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームとして導入されたことに加えて、以下に説明するように、GISA 規則によって規制され、いくつかの重要な特徴を有している。

A. 台湾のエクイティ・クラウドファンディングの萌芽

民間のクラウドファンディングのプラットフォームが2015年の4月末に適法と認められる前は、エクイティ・クラウドファンディングの実施の禁止の唯一の例外は、GISA Board であり、金融監督委員会 (Financial Supervisory Commission。通称、「FSC」と呼ばれる) が半官半民の組織である GTSM によって設立された資金調達ポータルを支援していた⁽⁸¹⁾。GISA Board に関するルールとその法的諸問題は検討すべき価値がある。それは、2014年1月に台湾で運用が開始されたものであり、現在、世界でおこなわれているク

(79) 林弘全 (Hong-Quan Lin) 「新創公司募資の困境 (三) : 突破傳統募資模式 — FLYING. VC」 [*Startups' plight of capital raising (III): Channels breaking the traditional fund-raising mode-FLYING. VC*], INSIDE (2013), <http://www.inside.com.tw/2013/11/21/the-dilemma-of-start-up-fund-raising-c> (last visited Mar. 21, 2020).

(80) 後述 Part III. E. 4. 参照。

(81) See FIN. SUPERVISORY COMMISSION, JIN-GUAN-ZHENG-FA-ZI No.1020050231 (「依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心創櫃板管理辦法募集及發行普通股股票豁免申報生效之規定令」), http://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=88&parentpath=0,3&mcustomize=lawnews_view.jsp&dataserno=201312130001&toolsflag=Y (passed on Dec. 13, 2013) (Taiwan) [以後、Order of Exempt Securities とする]. FSC は、米国 SEC に相当する台湾の機関である。

クラウドファンディングのポータルと比較して、唯一の官営によるものだからである。2013年、FSCの1年間の主要な業務の1つは、GISA Boardの創設の準備であった。GISA Boardのwebsiteによれば、Boardの第2の公式目標は、小規模の革新的な会社を支援し、潜在的なスタートアップ企業に必要な資金調達を手助けすることとされている⁽⁸²⁾。

興味深いのは、まず、アメリカで、エクイティ・クラウドファンディングの法が制定されたが、台湾は、その法律と規制をさらに詳細に発展させてきたということである。そこで、本稿では、今度は、台湾の法制度の重要な要素について検討する。

B. GISA 規則の要素の評価

表面上は、GISA 規則の多くは、米国の2012年クラウドファンド法と特徴やルールを共通している。本節は、台湾でのエクイティ・クラウドファンディングにおける、認められた発行者の類型、投資上限金額、開示義務、適用除外の範囲、転売規制に関する多くの法的諸問題に注目する。

1. 発行者の類型

GISA 規則に従えば、スタートアップ企業は、GISA Boardに登録するには以下の要件を満たさなくてはならない。(1)申請者は、株式による有限責任の会社、すなわち、株式会社か、台湾の会社法に基づいて公募による会社設立の準備をしている場合であることが必要である⁽⁸³⁾。(2)原則として、払い込まれた総資本金または公募によって設立される会社において計画されている総資本金が5000万台湾ドル以下であること（この要件はGISA Boardの対象を小規模会社とすることを示す⁽⁸⁴⁾）。(3)会社は革新性または独創的な考

(82) GISA 規則・前掲注(27)第4条第1段落。

(83) *Id.*

えを有し、かつ将来の発展可能性があること⁽⁸⁵⁾。投資家が GISA Board を通じて引き受けた募集株式の券面額総額は 1500 万台湾ドルを超えないこと⁽⁸⁶⁾。クラウドファン্ড法と同様、台湾の GISA 株式会社にも資金調達金額の上限がある。さらに、GISA Board に登録を認められるのは、非上場会社に限定されている⁽⁸⁷⁾。

2. 投資上限金額

その前年の間に GISA Board を通じて非プロ投資家によってなされた投資は 15 万台湾ドルを超えることはできない⁽⁸⁸⁾。この投資金額上限は、発行者の元からの株主やプロ投資家には適用されない⁽⁸⁹⁾。

「プロ投資家」は 4 つのカテゴリーを含む。(1) 海外・国内銀行、保険会社、証券会社、年金、ミューチュアルファンド、ユニットトラスト（訳注：投資信託の一種）および所轄官庁に認められたその他の機関。(2) 公認会計士による監査またはレビューを受けた直近の計算書類において総資産が 5000 万台湾ドルを超える法人または基金。(3) 資産が 3000 万台湾ドル以上の財務能力を証明し、かつ、金融商品の十分な専門知識が十分な取引経験を有する自然人。(4) 先述した (2) または (3) のカテゴリーに当てはまる信

(84) *Id.* 第 4 条第 2 段落。

(85) *Id.* 第 4 条第 13 段落。

(86) *Id.* 第 15 条第 1 段落。

(87) たとえば、ハイテクカメラ製造会社である Brinno は、かつては非上場会社として GISA Board に登録していた。同社は、その後、GTSM の運営する新興企業向け取引所に上場を申請した。それゆえ、同社の株式は現在、取引所で流通しており、GISA 企業が GISA Board から公開資本市場への移行に成功した最初の例である。See Wei-Se Jian & Huan-Min Wang, *Chuang Gui Ban Jin Nian Chou Zi Jin Liang Yi* [Near Two Hundred Million New Taiwan Dollars Are Raised on the GISA Board This Year], JING JI RI BAO [ECON. DAILY] (Taiwan), Dec. 18, 2014, at C2.

(88) GISA 規則・前掲注 (27) 第 16 条第 2 段落。

(89) *Id.*

表 1：投資家と投資金額上限についての GISA 規則

投資家	定義		投資金額上限
プロ投資家	法人	専門の機関投資家	上限なし
		総資産が 5000 万台湾ドル超の法人又は基金	
	信託設定者と信託契約を締結した信託企業		
	自然人	資産 3000 万台湾ドル以上の財務能力を証明した熟練した自然人	
非プロ投資家	プロ投資家以外の投資家		年間 15 万台湾ドル

託設定者が締結した信託契約による信託企業⁽⁹⁰⁾。

以上の表 1 は、これらの規制をまとめたものである⁽⁹¹⁾。これらの特定の Kategorie にとって重要なのは、ここでのプロ投資家と非プロ投資家の Kategorie 分けは、基本的に、米国クラウドファンド法の適格投資家・非適格投資家の区分に倣ったものであるということである⁽⁹²⁾。

3. 開示義務

スタートアップ企業が一度 GISA Board での資金調達に登録すると、当該スタートアップ企業についての情報の開示義務を負う⁽⁹³⁾。しかし、GISA Board は、比較的、小さなビジネスとみなされるであろうから、閉鎖的なスタートアップ企業が、上場会社に適用されるような厳格な情報開示義務を遵守するのは、適格的ではない。

GISA 規則はスタートアップ企業が GTSM のウェブサイトで開催しなく

(90) *Id.* 第 16 条第 3 段落。

(91) 後述 Part III. C.2 参照 (【訳者注】「前述 Part III. A.2 参照」という原文を修正)。

(92) *See* Cowley, *supra* note 10; 後述 Part III. C.1 参照。

(93) GISA 規則・前掲注 (27) 第 22 条第 1 段落。

てはならない8種類の基本的な情報開示義務を課し⁽⁹⁴⁾、スタートアップ企業が重要情報を開示義務を負う12種類の特定の状況を指定する⁽⁹⁵⁾。

8種類の基本的な情報開示義務には具体的には以下のものが含まれる。

(1) 基本的な会社情報。(2) 会社の内部株主の情報。(3) 定時株主総会と特別株主総会の日時と関連する諸問題。(4) 計算書類。(5) 当該年度の配当。(6) 「株主」総会の時間。(7) 株主に分配する配当金、ボーナス、その他の利益の基準日。(8) 現金払込みによる資本金の増加の情報⁽⁹⁶⁾。これらの種類の情報開示の意味は、以下、詳細に論じる⁽⁹⁷⁾。

さらに、GISA規則は、GISA Boardに登録した会社が以下の重要情報を開示する義務を負う12の事情の包括的なリストを提示する。

- (1) 弁済能力の喪失
- (2) 会社の財務または事業活動に重要な影響を及ぼすような訴訟または訴訟を回避した重要事実、もしくは、同様の法的紛争
- (3) 会社の事業活動に重要な効果をもたらすような経営の重要な変更
- (4) 事業または資産の重要部分の売却
- (5) 取締役会の議長 (chairman) またはゼネラルマネージャーの変更
- (6) 事業連携の計画または重要な契約、もしくは会社の財務や事業活動に重要な効果をもたらすような当該計画または契約の変更
- (7) 新株発行または資本金額増加の基準日、もしくは先行するそれらを変更する取締役会決議
- (8) 所轄官庁への登録及び公開会社としての分類のための補充的な手続の後になされる所轄官庁への登記を行うこと取締役会決議

(94) *Id.*

(95) *Id.* 第23条第1段落。

(96) *Id.* 第22条第1段落。

(97) 後述 Part III. B.1 及び Part III. B.2 参照。

- (9) GISA 登録の終了を申請する取締役会または株主総会の決議
- (10) GISA を通じて資金調達する会社としての資格の停止と、その後になされる、資格停止に先行する特別な状況・その問題の解決策・今後の改善についての説明
- (11) GISA を通じて資金調達する会社としての資格の停止
- (12) 株主のエクイティに重要な効果を及ぼすようなその他の事情⁽⁹⁸⁾

この包括的なリストが意味するところは後述する。

4. 公開総合相談制度

会社の GISA Board への登録申請を受け取ったら、GTSM は第一段階の審査の一部として、会社の革新性を審査する⁽⁹⁹⁾。会社が第一段階審査を通過した場合には、GTSM による公開総合相談制度 (public integrative counseling mechanism。以下、「PICM」とする) が、会計、内部統制、マーケティング、規制相談サービスまで含む、包括的な相談サービスを提供し、民間の小規模スタートアップが、内部統制や会計、コーポレートガバナンスシステムを構築するのを助ける⁽¹⁰⁰⁾。この相談の期間は、2年を超えてはならない⁽¹⁰¹⁾。PICM がスタートアップ企業のコーポレートガバナンスの向上を助けることがあっても、この制度の目標は明らかに、高水準の投資家保護の提供である。そのため、GTSM の助力があっても、スタートアップ企業に過大な負担となっているかもしれない。本稿は、以下に、この相談制度の重要性と台湾のエクイティ・クラウドファンディング市場における政府の役割の

(98) *Id.* 第 23 条第 1 段落。

(99) *See id.* 3 条。

(100) *See id.* 8-12 条。

(101) *Registering on GISA and Counseling Procedures*, TAIPEI EXCHANGE (GRE-TAI SEC. MKT.) SEC. MKT. https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging_04.php?!=en-us (last visited Mar. 21, 2020). *See also* GISA 規則・前掲注 (27) 第 8-12 条。

特殊性に話を進める⁽¹⁰²⁾。

5. GISA 証券適用除外の範囲

奇妙にも、FSC の規則⁽¹⁰³⁾は、GISA Board 証券を「適用除外証券」とするため、それらは台湾証券取引法 (the Securities and Exchange Act。以下「SE 法」とする) の 22 条パラグラフ 1 による登録要件を満たす必要がないことになる⁽¹⁰⁴⁾。この間隙により、GISA 登録会社に関する証券詐欺の訴訟が発生した場合に、裁判所はどの法律を適用すべきなのかという問題が未解決となる。SE 法なのか、それとも、GISA 規則なのか。この間隙は GISA Board 証券の適用除外の範囲および限界を示すのにも有用である。

GISA 規則の条文のいくつかはこの問題に対応したものになっているものの、これらのルールは明確な解答を与えていない⁽¹⁰⁵⁾。SE 法は、上場会社

(102) 後述 Part III. B.2 参照。

(103) Order of Exempt Securities, *supra* note 81.

(104) Zheng Quan Jiao Yi Fa [Securities and Exchange Act] (証券交易法) (Fin. Supervisory Committee), 22 条 1 項 (Taiwan), <http://law.moj.gov.tw/LawClass/LawContent.aspx?PCODE=G0400001> [以後、「台湾証券法」とする]。それゆえ、Part II. B.1 で前述の通り、FSC の GISA 証券の適用除外アプローチは、米国 JOBS 法のような「取引適用除外」方式とは異なる。Cf. Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106, § § 301-02, 126 Stat. 306 (2012)。【訳者注】米国 JOBS 法は適用除外の対象を「証券」それ自体ではなく、エクイティ・クラウドファンディングプラットフォームでの「取引」としているため、エクイティ・クラウドファンディングによって取得した「証券」自体には、その他の面で、証券法の適用がある。これに対して、台湾法では、適用除外の対象を、エクイティ・クラウドファンディング取引で取得した「証券」それ自体の性質としているため、エクイティ・クラウドファンディングプラットフォーム上の取引以外の場面でも証券法の適用がない可能性がある点に違いがあるという指摘である。

(105) Part II. B.3. で前述の通り、GISA 規則 22 条第 2 段落は、8 種類の基本情報に「虚偽表示、隠ぺい、誤解を招きかねない情報開示が含まれていない場合」と規定する。他方、GISA 規則第 23 条第 3 段落は、Part II. B.3 で言及した 12 の状況のもとで報告すべき重要な情報開示には、「誇張的な表現、宣伝的・扇動的な表現、あるいは、虚偽記載、隠ぺい、誤解を招く記述が含まれ

のみを管理すべきであるが、台湾における第一人者的な研究者は、GISA 証券が広く取引されていない「適用除外証券」と分類されるにしても、反詐欺条項（SE 法 20 条第 1 パラグラフ）が適用されると主張する⁽¹⁰⁶⁾。

要するに、この難問の回答は、証券詐欺の責任を GISA 規則の下で課すわけにはいかないという点によって決まる。この規則は、GTSM によって制定されたものであるが、GTSM は、政府の監督下にある機関であり、立法府からも、かかる責任を課す法律によって授権された執行機関からも自由でありかつ独立しているからである。

6. GISA 証券の転売

GISA 証券の適用除外の範囲についての問題に加えて、GISA 証券の転売のルールも明らかではない。GISA 証券は公開市場で取引されているわけでも、FSC に登録されているわけでもないので、理論的には、FSC は投資家保護のために証券の譲渡をもっと厳格に規制すべきである。しかし、現在では、この法には抜け道があるように思う。というのは、制定法の条文にも GISA 規則にも、GISA 証券の譲渡についての規定がなく、投資家保護が危険に晒されており、GISA 規則の第一の目的の実現が妨げられているのである。

アメリカの証券規制では、私募もエクイティ・クラウドファンディングも

ていないことと規定している。GISA 規則 24 条第 2 段落は、「GISA 会社が開示した情報に虚偽記載が含まれていた場合は、GISA 規則の関連規制に従って扱われ、GISA 会社は、相当する法的責任を負うことになる」とする。

(106) LEN-YU LIU, XIN ZHENG QUAN JIAO YI FA SHI LI YAN XI [MODERN SECURITIES LAW: CASES AND EXPLANATIONS] 346 (12th ed. 2014) (Taiwan); ChihCheng Wang, *Chuang Gui Ban Yu Gong Zhong Chou Zi Fa Zhi Zhi Jian Gou* (Shang) [*The GISA Board and the Establishment of the Regime for Crowdfunding, Part I*], 148 YUE DAN FA XUE JIAO SHI [TAIWAN L. REV.] 33, 40-41 (2015).

現在はともに「適用除外取引」とされている⁽¹⁰⁷⁾。これは台湾での私募の規制とは対照的である。台湾では、私募または第三者割当によって発行された証券の譲渡に制約を課している⁽¹⁰⁸⁾。例えば、投資家は、私募による証券は、引き渡し日から満3年が経過して発行会社が従前未登録の証券を所轄官庁に登録するまでの間は、転売できない⁽¹⁰⁹⁾。同様に、GISA証券の譲渡にも、前述した、台湾の私募証券の取引禁止期間のような規制を課すべきであろう。

しかしながら、米国クラウドファンド法の文言とその様々な規則の制定はエクイティによる資金調達という目標実現を支援することを示唆するものの、エクイティ・クラウドファンディングの適用除外の実態はいまだ不透明であり、米国の判例法の発展によることになる。同様に、台湾のエクイティ・クラウドファンディングの現場での効果の分析は、いくらかの示唆を与える可能性がある。

(107) COX ET AL., *supra* note 65, at 262.

(108) 証券法・前掲注(104)第43-8条第1段落。

(109) *Id.*