

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 (中)

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
 - 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
- 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 (以上, 84 巻 1 号 [2020])
- 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
 - A. データと手法
 - B. 事業計画者の諸問題
 - 1. GISA Board の情報開示義務
 - 2. GISA Board の公開総合相談制度
 - 3. 将来におけるエクイティ・クラウドファンディング規制: 情報開示義務の単純化
 - C. 投資家の諸問題
 - 1. 誰が投資家なのか?

2. 投資金額上限
 3. GISA 証券の転売
- D. 政府の諸問題
1. GISA 証券はどこまで適用除外なのか？
 2. エクイティ・クラウドファンディングの新たな規制原理：「Nudges」による緩やかな規制（以上，本号）
- E. クラウドファンディングプラットフォームの諸問題（以下，85巻2号掲載予定）
1. 公共選択の観点からみた GISA 規則
 2. 利益団体の権力
 3. 官僚の GISA Board の運営のインセンティブ
 4. 環境が変化する中でのエクイティ・クラウドファンディングの規制：公営と民営のダブルトラックシステムの下でのプライベートポータルライセンス
- 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】

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

アメリカは2012年に世界に先駆けてエクイティ・クラウドファンディングに関する法律を制定した。だが，台湾は，2014年1月に制定したGISA規則によって法制度の実務上の効果をアメリカに先んじて知ることができた。アメリカは，最近になってJOBS法がようやく制定されたにとどまり，発効するのは今年（2016年）である。第3章は，エクイティ・クラウドファンディング（特にGISA Boardに関連して）に関する多数の法的諸問題を分析する。第一に，台湾のクラウドファンディング市場の主要な参加者の観点から分析し，第二に，比較法および公共選択の観点から分析をする。この際に，アメリカの規制枠組みも分析する。

A. データと手法

本稿は、深く掘り下げた (in-depth) 直接対面のインタビューを実施し、評価することで、クラウドファンディング市場の主要な参加者の観点から法的諸問題の分析を行う。これらの綿密なインタビューの質問事項は「セミ・ストラクチャード⁽¹¹⁰⁾」(semi-structured) なものである。本稿は、サンプルの選択の戦略として、「有意抽出法⁽¹¹¹⁾」(purposive sampling；意図的サンプリング)を採用する。これは、研究対象となるテーマに最も関連したサンプルを選択する方法である⁽¹¹²⁾。

データは台湾で実施した以下のインタビューから取得した。(1) 投資家として、クラウドファンディング市場に特化した弁護士。(2) 発行者として、GISA Board でエクイティによる資金調達をした経験のあるスタートアップ企業の CEO。(3) 政府の代表として、エクイティ・クラウドファンディング市場

(110) セミ・ストラクチャード・クエスチョンとは、特定の事項に関して事前に決めた質問事項のセットであり、インタビューの相手方の回答によっては、質問が拡張することもある。See Andrea Fontana & James Frey, *Interviewing: The Art of Science*, in HANDBOOK OF QUALITATIVE RESEARCH 361, 373 (Norman K. Denzin & Yvonna S. Lincoln eds., 1994).

(111) 方法論的には、「定性的研究は、比較的少数の『観察者』あるいは『データ』に注目する場合に用いられる傾向がある...そこでは、様々なサンプリングの技術が存在する...研究者は、豊富な情報やデータ源となるようなキーになる人々あるいはイベントを特定することができる。」このサンプリング技術は、意図的サンプリングあるいは有意抽出法と呼ばれる。Id. See also Lisa Webley, *Qualitative Approaches to Empirical Legal Research*, in THE OXFORD HANDBOOK OF EMPIRICAL LEGAL RESEARCH 926, 934, 942 (Peter Cane & Herbert M. Kritzer eds., 2012).

(112) Robert K. Yin, *Qualitative Research: From Start to Finish* 88 (2011). その他広く利用されている抽出法には以下のようなものがある。便宜的抽出 (convenience sampling；コンビニエンス・サンプリング)、機縁法 (snowball sampling；スノーボール・サンプリング)、無作為抽出法 (random sampling；ランダム・サンプリング)。便宜的標本とは、現在、入手可能なすべての標本から、任意に抽出する方法である。機縁法とは、現在のサンプルからさらにほかのサンプルを獲得する方法である。無作為抽出法とは、全体から統計的にサンプルを抽出する方法である。Id. at 88-89.

を担当する FSC 官僚。(4) 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として、主要な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の創設者でかつて民営のエクイティ・クラウドファンディングのポータルの創設を検討した者。(5) 公営のエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームとして GTSM 内のエクイティ・クラウドファンディング事業を担当するマネージャー。表 2 は、以上のデータと手法をまとめたものである⁽¹¹³⁾。

右記の表から明らかなように、当該インタビューの相手方は台湾のクラウドファンディング市場のさまざまな主要な参加者を代表するものである。収集したデータは秘密事項であるので、それぞれのインタビューの相手方に A~E の文字を用いることで、相手方の匿名性を維持する⁽¹¹⁴⁾。さらに、インタビューコードは「X_y」の形で示し、「X」はインタビューの相手方それぞれを示す A~E までの大文字記号であり、「y」はインタビューの質問番号と当該質問に対する回答を示す。

(113) 台湾での台湾のクラウドファンディングを専門とする法律家とのインタビュー (2014 年 9 月 2 日実施) [以後、D と表記]。台湾で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の創業者とのインタビュー (2014 年 9 月 26 日実施) [以後、A と表記]。台湾での GTSM 内でエクイティ・クラウドファンディング事業を担当しているマネージャー (役職者) とのインタビュー (2014 年 10 月 9 日実施) [以後、B と表記]。台湾での GISA で資金調達をした経験のあるスタートアップ企業の経営者 (CEO) とのインタビュー (2014 年 10 月 23 日実施) [以後、C と表記]。台湾でのエクイティ・クラウドファンディングを担当している FSC の公務員とのインタビュー (2014 年 11 月 6 日実施) [以後、E と表記] [本稿筆者が記録を保存している]。これらのインタビューは、2015 年 4 月のプライベートポータル規則の施行前に実施したものであるため、インタビュー相手の回答は、プライベートポータル規則に関しては、観察あるいは予測によるものである。インタビューノートは本稿筆者が保存している。

(114) インタビューノートは、中国語で記録され、関連部分の一部は本稿筆者によって英訳された。

表2：データと手法

市場のアクター	サンプル	インタビュー対象	インタビューの実施日	シンボル
ポータル	民間のクラウドファンディングポータルで創設者はかつて別の民間のエクイティ・クラウドファンディングポータルの創設を考えていた。	エクイティ以外のクラウドファンディングの創設者	2014年9月26日	A
	主要な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			
	GTSM（政府が管理する機関で新興証券市場を運営）	当該機関でエクイティ・クラウドファンディング事業を担当するマネージャー	2014年10月9日	B
発行者	GISA Board で資金調達経験のあるスタートアップ企業	当該スタートアップ企業の CEO	2014年10月23日	C
投資家	台湾のクラウドファンディングに特化した弁護士	弁護士	2014年9月2日	D
政府	FSC（証券市場を規制する政府機関）の官僚	エクイティ・クラウドファンディング市場を担当する官僚	2014年11月6日	E

B. 事業計画者の諸問題

本節では、GISA Board の事業計画者、即ち発行者にとって最も関心のあ
る法的諸問題として情報開示義務（disclosure requirements）と PICM を掘り
下げる。本節もまた、GISA Board の短期間の経験の反省から、GTSM の制
定するエクイティ・クラウドファンディングの規制を、投資家保護とエクイ
ティによる資金調達の促進とのバランスのとれた、より単純化したものにす
べきことを提言する。

1. GISA Board の情報開示義務

GISA 登録会社は上場会社と同様に株式の公募を行うが、GISA 登録会社が小規模スタートアップ企業であり、過剰な規制の負担に耐えられないことから、GISA 登録会社の情報開示義務は、より簡単で、負担の小さいものであるべきと考える者もいる (E7, A1)⁽¹¹⁵⁾。

しかし、実際には、GISA 規則の情報開示義務は全くもって単純ではない。GISA 登録会社の情報開示義務には、前述した GTSM のウェブサイトが指摘する 8 種類の基本的な情報の開示と、GISA 規則に列挙されている 12 種類の事情が発生した場合の重要情報がある⁽¹¹⁶⁾。

たしかに、GISA 登録会社⁽¹¹⁷⁾の 8 種類の情報開示義務や GTSM のウェブサイト⁽¹¹⁸⁾に列挙されている情報開示義務は、上場会社の情報開示と比べれば、簡単であり、複雑ではない (B39)⁽¹¹⁸⁾。さらに、GTSM のエクイティ・クラウドファンディング事業を担当するマネージャーは、12 の事情が発生した場合に GISA 登録会社が求められる情報開示の内容も、表面上は、単純化さ

(115) See Interview with E, *supra* note 113, at 7; see also A, *supra* note 113, at 1.

(116) See *supra* note 94, 95 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 163 頁]).

(117) 「公募目論見書で公表すべき情報に関する規則」(Regulations Governing Information to be Published in Public Offering and Issuance Prospectuses) 第 8-33 条は、上場会社が準備すべき目論見書の情報をすべて指定している。See GONG SI MU JI FA XING YOU JIA ZHENG QUAN GONG KAI SHUO MING SHU YING XING JI ZAI SHI XIANG [REGULATIONS GOVERNING INFORMATION TO BE PUBLISHED IN PUBLIC OFFERING AND ISSUANCE PROSPECTUSES] 第 8-33 条 (Taiwan)。

(118) See Interview with B, *supra* note 113, at 39. GISA 会社がウェブサイト⁽¹¹⁸⁾で公表している情報について、see *Chuang Gui Ban Zi Xun Gong Kai Xi Tong* [GreTai Securities Market Observation Post System for GISA Companies], TAIPEI EXCHANGE SEC. MKT., http://mops.twse.com.tw/server-java/gotc/gotc_index (【訳者注】2020年3月21日確認できず)。上場会社について、see *Market Observation Post System*, TAIWAN STOCK EXCHANGE, <https://emops.twse.com.tw/server-java/t58query> (last visited Mar. 21, 2020).

れているとみている (B45)⁽¹¹⁹⁾。

しかしながら、GISA Board に登録する際の情報開示ルールへの遵守は、まだ、過大な負担となっている (C2, C10)⁽¹²⁰⁾。例えば、インタビューの相手方 C は、GISA Board で資金調達した経験のあるスタートアップ企業の CEO であり、GTSM とのやり取りを以下のように記録していた。彼は、包括的な 12 の事情のリストの重要情報として、彼のスタートアップ企業と大会社との契約に関する情報について開示義務を負うか否かを尋ねたところ、GTSM Board は、GISA 登録会社を適切に規制した場合の規制範囲も、上場会社との違いの程度も、明快に説明しなかったし、できなかった。そして、手続中のほとんどの間、GTSM の職員ですら、明らかに、GISA 登録会社は上場会社と同様の規制に服するべきと考えていたのである⁽¹²¹⁾。それゆえ、本稿が論じるように、上場会社と比べて、これらのルールの単純化では、GISA 登録会社にとっては、実際には不十分なのである⁽¹²²⁾。

GISA 登録会社の情報開示義務は伝統的な、完全な情報開示義務を緩和したものであるものの、もし簡素な規制を目指すならば、もっと単純化しなくてはならない⁽¹²³⁾。要するに、簡素な規制、すなわち軽度の規制にすること

(119) See Interview with B, *supra* note 113, at 45.

(120) See Interview with C, *supra* note 113, at 2, 10.

(121) *Id.* at 2.

(122) See ZHENG QUAN JIAO YI FA SHI XING XI ZE [SECURITIES AND EXCHANGE ACT ENFORCEMENT RULES] art. 7 (Taiwan). GTSM は、重要な情報の開示義務は、上場会社に適用される証券取引所法施行規則 (Securities and Exchange Act Enforcement Rules) 第 7 章に対応したものであることを認めている。See *Obligations for Companies Applying for GISA Registering*, TAIPEI EXCHANGE (GRETAI SEC. MKT.) SEC. MKT., http://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/Creative_emerging/creative_emerging_05.php?l=en-us (last visited Mar. 21, 2020).

(123) 特に、簡素な規制とは、不要な規制を軽減し、取引費用を低下させ、規制の重点を事前規制から事後の救済へとシフトさせるものである。See Larry E. Ribstein, *Sarbox: The Road to Nirvana*, 2004 MICH. ST. L. REV. 279, 296-97 (2004); see also Chang-hsien Tsai, *Cong Fa Yu Jing Zheng Guan*

が、人々がよりよい選択をするのを助力するより効率的な手段なのである⁽¹²⁴⁾。さらに、簡素な規制と言う意味では、政府は「nudger」⁽¹²⁵⁾（nudgeして行動を促す政府）として行動すべきであり、より単純な情報開示がnudgeのための良い方法なのである⁽¹²⁶⁾。

2. GISA Board の公開総合相談制度

GISA 登録を申請した会社の革新性についての第一段階の審査が合格であった場合は、次に PICM 手続にすすむ。この手続では、GTSM が、申請会社の財務状況や事業状況について、会計事務所や他の専門事務所と一緒に、包括的な調査を実施する⁽¹²⁷⁾。

建前では、この制度の趣旨は、申請会社が実際の需要に応じて、会計、内部統制、マーケティング、法的諸問題のアドバイスの相談がなされることが想定されている⁽¹²⁸⁾。この制度は、GISA Board の重要な特徴であり、GISA Board と世界中の他の民営のエクイティ・クラウドファンディングと

Dian Lun Zui Di Zi Ben Zhi Zhi Bian Qian: Jian Lun Wo Guo Mian E Zhi Zhi Ke Neng Gai Ge [A Jurisdictional Competition Perspective on Changes of Minimum Capital Requirements: With a Look at Taiwan's Probable Reforms on Par Value Rules], 42 TAI DA FA XUE LUN CONG [NAT'L TAIWAN UNIV. L. J.] 553, 610 (2013).

(124) Oskari Juurikkala, *The Behavioral Paradox: Why Investor Irrationality Calls for Lighter and Simpler Finance Regulations*, 18 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 33, 51 参照（「重い介入が最適な政策であるというのは当然の帰結ではない。簡単な『軽い』規制が、市場参加者の選択をよりよいものにするのをより効率的に助けてくれる可能性がある。」）

(125) CASS R. SUNSTEIN, *SIMPLER: THE FUTURE OF GOVERNMENT* 9 (2013)（「Nudge とは、誰にも何も強制せずに、選択の自由は維持しながらも、人々をより健康に、より豊かに、そしてより幸せにするアプローチである。」）

(126) *Id.* at 93.（「開示は具体的で、複雑でなく、単純で、意味があり、タイムリーで、目立つものでなくてはならない。」）

(127) GISA 規則・前掲注 (27) (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 145 頁]) 第 10 条第 1 段落。

(128) *Id.* 第 9 条第 1 段落。

の違いである (B3, B13)⁽¹²⁹⁾。スタートアップ企業の CEO であるインタビューの相手方 C が以下の例で示すように、GISA Board は、この制度を最も重視し、資金調達の実現という目標は後に回されている (B40)⁽¹³⁰⁾。つまり、この制度の最も重要な目的は投資家保護を確保することにある (B14)⁽¹³¹⁾。

GTSM のエクイティ・クラウドファンディング事業を扱うマネージャーは、GISA 登録会社はスタートアップ企業なのだから、この制度の義務は単純化されると述べた (B43)⁽¹³²⁾。にもかかわらず、GISA Board で資金調達経験のあるスタートアップ企業の CEO は、GTSM と台湾のトップ会計事務所の一つである KPMG とが、スタートアップ企業に上場会社と同様の会計・財務システムを確立することを勧めようとし、GISA Board が不要な過重規制を課していると不平を述べる。特に、この CEO は、GISA Board との登録前の相談手続の間である、ほぼ1年間に、PICM の要件の一つを満たすために多大な時間を浪費したと述べた。この要件とは、計算書類をもっと標準化せよというものであった。彼の会社のような小規模なスタートアップにとって、リソースは、財務や会計のスタッフを雇用するよりも先に、事業活動の労働力を増やすことに割かなくてはならない、と彼は述べた (C2, C7)⁽¹³³⁾。

なぜ、PICM は投資家保護のための煩わしい手続と化してしまっているのだろうか？ GISA Board が、GTSM によって運営されており、GTSM のエクイティ・クラウドファンディングを促進しようという意欲は FSC の影響に晒されてしまい、GTSM は、エクイティによる資金調達の促進よりも、

(129) See Interview with B, *supra* note 113, at 3, 13.

(130) *Id.* at 40.

(131) *Id.* at 14.

(132) *Id.* at 43.

(133) See Interview with C, *supra* note 113, at 2, 7.

投資家保護を重視せざるを得ないからである⁽¹³⁴⁾。反対に、民営のエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームは、資金調達の成功する数や規模を最大化するという目的をもっており、スタートアップ企業の資金調達の実現を支援することが最も優先される⁽¹³⁵⁾。

3. 将来におけるエクイティ・クラウドファンディング規制：情報開示義務の単純化

2015年4月にFSCは民営のエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームを認めた⁽¹³⁶⁾。その結果、台湾には2種類のエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームが存在する。政府によって運営されるGISA Boardとプライベートポータルである。本節では、以下、一方では、プライベートポータルは、GTSMよりも、エクイティ・クラウドファンディングを促進する強い意欲があることを論じる⁽¹³⁷⁾。他方で、差し当たり、GISA規則を単純化する必要があるだけでなく、長期的には、GTSMの制定したプライベートポータル規則によってエクイティ・クラウドファンディングに適用される規則も、人々をnudgeするように単純化されなくてはならない。

従来の情報開示義務の手法は、スタートアップ企業にとっては複雑すぎて、投資家保護の役割を果たせない。消費者投資家は、退屈で複雑な情報を無視しがちである(D4)⁽¹³⁸⁾。具体的には、情報開示義務は、簡単な言葉、説明、評価システムを導入することができる⁽¹³⁹⁾。例えば、シンガポール、

(134) 後述 Part III. E. (下 [法学 85 卷 2 号 [2021] 掲載予定]) 参照。

(135) 前述 Part II. A. 1 (【訳者注】 Part I. A. 1 の誤記と思われる。(上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 149 頁以下])) 参照。

(136) 後述 Part III. E. 4 (下 [法学 85 卷 2 号 [2021] 掲載予定]) 参照。

(137) 後述 Part III. E. 3 (下 [法学 85 卷 2 号 [2021] 掲載予定]) 参照。

(138) See Interview with D, *supra* note 113, at 4.

(139) See OMRI BEN-SHAHAR & CARL E. SCHNEIDER, MORE THAN YOU WANTED TO

香港、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドの情報開示義務は、わかりやすい言葉の利用を強調している⁽¹⁴⁰⁾。シンガポール、香港、カナダのルールはさらに投資家にとって理解しやすい言葉を利用すべきと強調している⁽¹⁴¹⁾。将来、エクイティ・クラウドファンディング規制はこのような（簡略化したフォーマットのような）簡単な開示のアプローチをとることで投資家保護にも資する（D5）⁽¹⁴²⁾。

C. 投資家の諸問題

本節は、市場の投資家に影響する法的諸問題として以下の事柄を扱う。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投資家のタイプ、投資金額上限規制、転売規制である。

1. 誰が投資家なのか？

論者によれば、クラウドファンディングとは消費者的な個人投資家にスタートアップ企業への投資の機会を提供するものであるので、投資へのアクセスを「民主化」するものとされている⁽¹⁴³⁾。クラウドファンディングは、資

KNOW: THE FAILURE OF MANDATED DISCLOSURE 126, 129, 131 (2014). *See also* Sunstein, *supra* note 125, at 2, 10-11; *The Debt to Pleasure*, ECONOMIST, Apr. 27, 2013, at 64; *Fixing the Republic*, *Economist* (Apr. 20, 2013), <http://www.economist.com/news/business/21576359-two-democrats-how-manage-government-better-fixing-republic> (last visited Mar. 21, 2020).

(140) *See* Andrew Godwin & Ian Ramsay, *Financial Products and Short-Form Disclosure Documents-Challenges and Trends* 10-11 (Ctr. for Int'l Fin. & Reg., WorkingCIFR Paper No. 032, 2014), <http://ssrn.com/abstract=2510189>.

(141) *See id.* at 11.

(142) *See* Interview with D, *supra* note 113, at 5.

(143) Schwartz, *supra* note 31 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 147 頁]), at 44, 46.

金力のある投資家へのアクセスのないスタートアップ企業にも、広く投資家から十分な資金を調達する機会を与えるものでもあるので、起業を「民主化」するものでもある⁽¹⁴⁴⁾。理論的には、エクイティ・クラウドファンディングには、通常の市民や非専門家が入りうる。

だが、法律家や習熟した投資家は、エクイティ・クラウドファンディング市場の最初の段階には、小規模の投資家は入ってこないだろうと推測している (D21)⁽¹⁴⁵⁾。中国やアメリカで採用されたビジネスモデルのトレンドをみると、エクイティ以外のクラウドファンディング市場の創設者は、エクイティ・クラウドファンディング市場が発展するにつれて、プロの投資家が全ての市場を占めることができなくなり、市場に入ってくる非専門家の投資家も増えてくると予測している。それゆえ、論者によれば、エクイティ・クラウドファンディングの市場は少なくとも2つにタイプがあり、この両者は区分されていくであろうと考えられていた。1つ目が大衆投資家 (investing crowd; 投資クラウド) のための市場であり、もう1つがエンジェル投資家のための市場である (A5, A15)⁽¹⁴⁶⁾。

しかしながら、実際には、GISA の投資家の大多数は自然人で、非専門家である (E3, C22, C23)⁽¹⁴⁷⁾。FSC の調査によると 2014 年 11 月現在で GISA の投資家の 75% が自然人で非専門家であった⁽¹⁴⁸⁾。当局は、市場にいる投

(144) Dushnitsky & Marom, *supra* note 1 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 140 頁]), at 24, 26; Schwartz, *supra* note 31 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 147 頁]), at 48 n.16 (Andrew A. Schwartz, *Consumer Contract Exchanges and the Problem of Adhesion*, 28 YALE J. ON REG. 313, 359 (2011) を引用している)。

(145) See Interview with D, *supra* note 113, at 21.

(146) See Interview with A, *supra* note 113, at 5, 21.

(147) See Interview with E, *supra* note 113, at 3; Interview with C, *supra* note 113, at 22, 23.

(148) 公式統計値は、FSC 職員とのインタビューにおいて、同職員の述べた公表されていない数値を参照した。この記録は本稿筆者が保存している。

資家の高い割合が消費者的な個人投資家であるということが GISA の規制枠組みが投資家保護を第一に考える理由になっていると結論づけた (E4)⁽¹⁴⁹⁾。当局のコメントは、GISA Board の創設は、米国クラウドファンド法の移植であるにもかかわらず、台湾法の順応あるいは革新が、基礎となる証券規制における投資家保護重視を反映したものであるという主張の論拠となりうる⁽¹⁵⁰⁾。いいかえれば、GISA 規制の趣旨は、主に投資家保護にあり、2012 年に米国クラウドファンド法が採用されたときに第一の目標と考えられた資金調達の実現とは異なっているのである⁽¹⁵¹⁾。

2. 投資金額上限

GTSM が投資家保護をより重視する以上、GISA 規則の投資上限額規制を検討すべきである。ノンプロ投資家による GISA Board を通じた投資金額は 1 年間で 15 万台湾ドル以下でなくてはならない。ただし、この投資金額上限規制は、発行者の設立時株主とプロ投資家には適用されない⁽¹⁵²⁾。個人がプロ投資家の資格を獲得するには、金融能力の証明として、3000 万台湾ドル以上の資産と金融商品の十分な知識か十分な取引経験のいずれかがあることを示さなければならない⁽¹⁵³⁾。

台湾の私募規制と比較して、GISA 規則上の「プロ投資家」の基準は高く、より厳格である⁽¹⁵⁴⁾。GISA 証券は、登録義務を免れるにもかかわらず、

(149) See Interview with E, *supra* note 113, at 4.

(150) 後述 Part III. F (下〔法学 85 卷 2 号掲載予定〕参照)

(151) 158 Cong. Rec. S 2231 (daily ed. Mar. 29, 2012) (statement of Sen. Bennet).

(152) GISA 規則・前掲注 (27) (上〔法学 84 卷 1 号 [2020] 145 頁]) 第 16 条第 2 段落。

(153) *Id.* 第 16 条第 3 段落。

(154) 私募において、発行会社について十分な知識を有する国内及び海外の個人投資家がプロ投資家と認めてほしい場合は、彼・彼女は、未登録の株式を引き受けるあるいは譲り受ける際に、以下の基準を満たす必要がある。まず、

一般公衆に向けて売り出しがなされるということを考えれば、GISA 投資家には、私募の場面よりも、より高い投資家保護が必要であるのは明らかである。この点から、プロ投資家の定義に関する GISA 規則のルールは適切である。

GISA 規則のノンプロ投資家の投資上限金額規制には、再検討すべき点がある。実は、当初の個人ノンプロ投資家の投資上限金額は年間 6 万台湾ドルだったところ、2015 年 5 月 25 日に GTSM は、現在の 15 万台湾ドルに上限金額を上昇させた⁽¹⁵⁵⁾。当初の 6 万台湾ドルという（今よりかなり低い）上限額は、2014 年前半に課されたものであり、これは米国クラウドファンด์法の年間収入あるいは純資産が 10 万ドル未満の投資家のための年間上限金額である 2000 ドルになったものである⁽¹⁵⁶⁾。当初の上限金額である 6 万台湾ドルというのは米国の 2000 ドルに近く、台湾の現地の経済状況に基づいて決定したものである（B27）⁽¹⁵⁷⁾。米国クラウドファンด์法のノンプロ投資家の投資上限額は、多層的であり、比較的柔軟であるのに対して、台湾のノンプロ投資家の投資上限額は、一律（One-size-fits-all）に 6 万台湾ドルとし（B 28, D32）、2015 年 5 月 25 日までこの規制は続いた⁽¹⁵⁸⁾。

2015 年 5 月の GISA 規則 16 条第 2 段落の改正により、投資上限金額は現

自然人は、1000 万台湾ドルを超える自己資産を有するか、個人と国内のパートナーとを合算して 1500 万台湾ドルの正味資産を有すること。あるいは、過去の 2 年間の平均年間所得が、150 万台湾ドルを超過するか、パートナーと合算で年間平均 200 万台湾ドルを超えること。See Order of the Securities and Futures Commission, Ministry of Finance, Tai Cai Zheng Yi Zi No. 0910003455 (June 13, 2002) (Taiwan).

(155) *Id.*

(156) Jumpstart Our Business Startups Act, Pub.L.No.112-106, § 315, 126 Stat.306 (2012).

(157) See Interview with B, *supra* note 113, at 27.

(158) 前述 Part II. B.2（上〔法学 84 卷 1 号〔2020〕161 頁〕参照；Interview with B, *supra* note 113, at 2；Interview with D, *supra* note 113, at 32.

行の15万台湾ドルに上昇したが、一律（One-size-fits-all）規制は維持された⁽¹⁵⁹⁾。当初の6万台湾ドルの上限額規制について、FSC当局は、投資家保護がGISA規則の最も大事な目的であるため、プロ投資家にとってもノンプロ投資家にとっても年間投資上限額は比較的厳格であると説明していた（E10）⁽¹⁶⁰⁾。

GISA規則の多くの点における資金調達の実現よりも投資家保護の重視は、JOBS法の立法とは異なる点である。しかしながら、インタビューによって、多くの者が、一律の6万台湾ドルという投資上限額規制は低すぎるとの不満を口にしてきており、当局は、資本市場からのニーズを満たすため、GISA規則の投資上限額を将来の改正の際に見直す可能性を認めた（E12）⁽¹⁶¹⁾。こうして、2015年5月の現在の上限金額が15万台湾ドルまで引き上げられたことが説明できる⁽¹⁶²⁾。

3. GISA証券の転売

GISA規則にはGISA証券を転売することを禁止する条文はなく、自由に取引できる（B1, B8, E18）⁽¹⁶³⁾。にもかかわらず、GISA登録会社のCEOは

(159) GISA規則・前掲注（27）（上〔法学84巻1号〔2020〕145頁〕）第16条第2段落。

(160) See Interview with E, *supra* note 113, at 10.

(161) *Id.* at 12.

(162) GISA規則・前掲注（27）（上〔法学84巻1号〔2020〕145頁〕）第16条第2段落。GTSMは、アメリカ、日本、マレーシアという国際的な規制のトレンドの観点から年間投資上限金額を15万台湾ドルに上昇させた。この増額は、資本を民間セクターに流し、スタートアップ企業が発展させること、そして、スタートアップ企業により柔軟に資金調達を実現させることを目的としている。See Order of the GTSM, Zheng-Gui-Xin-Zi No.10411001202 (passed on May 25, 2015) (Taiwan); Order of the GTSM, Zheng-Gui-Xin-Zi No. 10411001571 (passed on June 17, 2015) (Taiwan).

(163) See Interview with B, *supra* note 113, at 1; Interview with E, *supra* note 113, at 18..

転売ルールが明確でないという (C28)⁽¹⁶⁴⁾。GISA 規則がモデルにした米国クラウドファンド法はクラウドファンディングによって入手した証券について (いくつかの例外はあるものの⁽¹⁶⁵⁾) 1年間の譲渡や転売を禁止しており、ここに台湾とアメリカとの間で証券の性質に大きな違いがある。GISA 証券は、登録義務が免除されているだけの、本来的には「公衆に募集された」証券であるのだから、GISA 投資家には、私募の場合よりもより高い投資家保護が必要である⁽¹⁶⁶⁾。

そこで、GISA 証券の譲渡にも、私募証券の譲渡禁止期間のような譲渡の規制を導入すべきである⁽¹⁶⁷⁾。規制をそろえるため、そして、台湾政府がエクイティ・クラウドファンディング市場において投資家保護を重視しているため、私募証券のような法的な譲渡禁止期間を課すことで法的欠缺を解決すべきである。譲渡禁止期間は、私募よりも短期でもよく、おそらくは1年を上限とすればよいであろう。

D. 政府の諸問題

本節では、適用除外の範囲に関する法的諸問題と、台湾のエクイティ・クラウドファンディングにむけた規制の態度に焦点を当てる。この議論は、本稿の理論的主張の中核である、その後述べる参加者としての政府という議

(164) See Interview with C, *supra* note 113, at 28.

(165) 前述 Part I.B.3 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 157 頁]) 参照。

(166) 理論上は、GISA 証券は FSC に登録されていないので、投資家保護のため、それらの証券の譲渡はより厳格に規制すべきである。アメリカ証券規制が、私募も米国クラウドファンド法の下でのエクイティ・クラウドファンディングも (非適格投資家が私募ではなくエクイティ・クラウドファンディングで投資することが認められているので) 適用除外取引としているにもかかわらず、米国の非適格取引当事者に相当する GISA Board のノンプロ投資家は、私募におけるプロ投資家・適格投資家よりも高い投資家保護が必要である可能性がある。

(167) 前述 Part II.B.6 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020]]) 参照。

論の前提となる。

1. GISA 証券はどこまで適用除外なのか？

GISA 証券は適用除外証券であり、台湾 SE 法 22 条パラグラフ 1 の登録義務(j)は課されない。だが、実務上どこまでの規制が適用除外なのか明らかではない。特に GISA 証券における証券詐欺にどの法律が適用されるのか、アメリカではもちろんのこと、台湾ですら明らかではない (B4, B7)⁽¹⁶⁸⁾。政府の官僚は、GISA 会社は公衆に向けた募集をしているとしても GISA Board で扱われているその株式は、FSC に登録されておらず、それゆえ公開会社（上場会社）に該当しないのだから、SE 法を適用すべきでないとする (E8, E9)⁽¹⁶⁹⁾。

それゆえ、ビジネス企業体会計法（Business Entity Accounting Act）などの閉鎖会社にも適用される法律のみが訴訟では適用されるということになろう (E8, E9)⁽¹⁷⁰⁾。本稿の主張は、反詐欺条項（SE 法 20 条パラグラフ 1）を適用すべきというものである⁽¹⁷¹⁾。

2. エクイティ・クラウドファンディングの新たな規制原理：「Nudges」による緩やかな規制

エクイティ・クラウドファンディングという新たな資金調達手段は、これをどのように規制すべきなのかという問題を生んだ。米国クラウドファンド法に基づく規制モデルは、結果として、私募と公募の境界を徐々にあいまいにしていった (E31)⁽¹⁷²⁾。それゆえ、エクイティ・クラウドファンディング

(168) See Interview with B, *supra* note 113, at 4, 7.

(169) See Interview with E, *supra* note 113, at 8, 9.

(170) *Id.*

(171) 前述 Part II.B.5（上〔法学 84 卷 1 号〔2020〕165 頁〕）参照。

(172) See Joan Macleod Hemingway, *Crowdfunding and the Public/Private*

の規制には新たな規制原理が必要となる。GTSM が、半官半民の組織であるがために資金調達の実現よりも投資家保護を中心に考えていたとしても、この2つの規制目的のバランスをとり、資金調達の実現の方向をもっと重視した新たな規制原理を採用すべきである。GISA 規則はほぼ2012年米国クラウドファンド法の輸入なのであるから (B4, B29), GTSM は当該法の形式や条文だけでなく、その機能または実質も取り入れる必要がある。つまり、もっと資金調達の実現を重視すべきである⁽¹⁷³⁾。

そこで、GISA 規則は、もっと柔軟な規制原理を採用すべきである。「緩やかな」規制または「軽いタッチの」規制であり、投資家保護を「nudge」して、創業段階での資金調達を求めるスタートアップ企業に対して不要なお役所仕事 (red tape) を除去するような、単純化した規制技術を採用することである⁽¹⁷⁴⁾。政府の官僚も、いつかは、エクイティ・クラウドファンディングに適用される将来のルールを時代に合わせ、新たな規制原理を採用しなければならなくなるということを認識している (E170)⁽¹⁷⁵⁾。

Divide in U. S. Securities Regulation, 83 U. CIN. L. REV. 477, 501 (2014) (「クラウドファンド法を含む JOBS 法は、明らかに、公募と私募の境界と、上場会社と閉鎖会社の境界を不鮮明にした。」。) See Interview with E, *supra* note 113, at 8, 9.

(173) See Interview with B, *supra* note 113, at 4, 49.

(174) 前述 Part III. B.1 参照

(175) See Interview with E, *supra* note 113, at 30.