

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 (下)

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、85 卷 1 号〔2020〕）
- E. クラウドファンディングプラットフォームの諸問題
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（承前）

E. クラウドファンディングプラットフォームの諸問題

本稿は、エクイティ・クラウドファンディング市場の 4 番目の参加者として政府に焦点を当てる。台湾の GTSM は、表向きには、GISA 規則とその姉妹規則であるプライベートポータル規則のどちらも米国のクラウドファンディング法をモデルにしたというが、実際の目標は、アメリカモデルと大きく異なる。これは、台湾政府が投資家保護の水準を高めることを優先したからである。

公共選択論及び比較法の観点から、公営のクラウドファンディングプラットフォームと民間のプラットフォームとがある現在の制度枠組みをより詳細に分析する。そして、台湾のエクイティ・クラウドファンディング規制が、

アメリカモデルを移植したとしながらも、内容よりも形式を反映したものであること、すなわち、実際の資金調達の実現という目的ではなく文言をコピーしたにすぎないことを示す。

1. 公共選択の観点からみた GISA 規則

台湾のエクイティ・クラウドファンディングの独特な点は、GTMSが GISA Board を運営している点にある。前述の通り、GISA 規則の目標は投資家保護であり、半官半民の機関が GISA Board を運営しているという事実がこの目標実現に資することもあれば、問題を引き起こすこともある⁽¹⁷⁶⁾。

「公共選択」論の観点に従えば、政治プロセスとは、「利益団体の利益追求（レントシーキング）を隠し、公益を理由とする正当化⁽¹⁷⁷⁾」を用いて、利益団体間の利益（レント）の取り合いである。利益団体は、自身のメンバーに共通する利益を促進するために政治過程の中に入り込んでいく⁽¹⁷⁸⁾。ある利益団体の利益追求（レントシーキング）は、民事法の立法、すなわち、規制の枠組みや中身に影響を与えるように働きかけていくということもある⁽¹⁷⁹⁾。しかしながら、利益団体は、自分たちに有用な法律の制定のためにロビイングをすることもあれば、立法プロセスに間接的に干渉し、実質的に、立法者

(176) 前述 Part III.D (中 [法学 85 卷 1 号 [2021] 74 頁]) 参照。

(177) See Marcel Kahan & Edward Rock, *Symbolic Corporate Governance Politics*, 94 B.U.L.REV. 1997, 2027 (2014). See also BARAK ORBACH, REGULATION: WHY AND HOW THE STATE REGULATES 199 (2013) (「『レントシーキング』 [rent seeking] の用語は、規制を利用して私的利益を追求する行為を記述する際にしばしば利用される。レントシーキング行為とは、利益団体が自身の目標を推進する活動のすべてが含まれる。レントシーキングのコストは利益団体が社会全体に課した負担の分だけ増加する。」(脚注省略) [以後, ORBACH, REGULATION とする]。一般的な説明として, See Gordon Tullock, *The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and Theft*, 5 W.ECON.J. 224 (1967).

(178) DENNIS C. MUELLER, PUBLIC CHOICE III 475 (2003).

(179) Barak Orbach, *Invisible Lawmaking*, 79 U.CHI.L.REV. 1, 1 (2012).

や規制官庁を「抱きこむ（キャプチャーする）」こともある⁽¹⁸⁰⁾。

公共選択論の観点にしたがい、本稿では、エクイティ・クラウドファンディング市場に民間のクラウドファンディングポータルを認めるか否かの決定の際に、2014年1月にGISA Boardを台湾で唯一のエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームとして設立したことへの利益団体の影響を第一の例として示す。これによって、少なくとも民間の資金調達ポータルが合法化されるまでは、エクイティ・クラウドファンディング市場に民間のポータルに対する参入障壁が作られた⁽¹⁸¹⁾。

2番目の例は、GTMSがGISA Boardを設立し、運営しているので、GTMSの小規模企業の資金調達を推進し、エクイティ・クラウドファンディングを促進しようとするインセンティブと民間の資金調達ポータルのインセンティブとは異なる可能性があるという点である⁽¹⁸²⁾。

2. 利益団体の権力

2015年4月末に民間の資金調達ポータルが認められるまでは、GTSMはエクイティ・クラウドファンディング市場を独占していた。民間の資金調達

(180) *Id.* at 15; Barak Orbach, *What Is Regulation?*, 30 YALE J. REG. ONLINE 1, 5-6 (2012). *See also* ORBACH, REGULATION, *supra* note 177, at 199 (「キャプチャー」[Capture] 論すなわち規制によるキャプチャーとは、「規制権者が規制の相手方に抱き込まれてしまうことを意味する。すなわち、規制権者が、社会全体よりも、規制の相手方に資するように職務を果たすことである。」); George Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, 2 BELL J. ECON. & MGMT. SCI. 3, 5 (1971) (「一般論として、規制が産業によって支配され、産業の利益を第一優先して規制が設計され、運用されること」)。規制による「キャプチャー」理論を、中国の企業買収規制に適用した文献として、*see* Chao Xi, *The Political Economy of Takeover Regulation: What Does the Mandatory Bid Rule In China Tells Us?*, 2015 J. BUS. L. 142, 153-54 (2015)。

(181) 後述 Part III. E. 2 参照。

(182) 後述 Part III. E. 3 参照。

ポータルによるエクイティ・クラウドファンディングの禁止を廃止し、適法化すべきか否かの問題は、議論に委ねられていた (D35)⁽¹⁸³⁾。しかしながら、台湾政府内で禁止を廃止するか否かを検討する早期の段階で、利益団体が、表向きは、投資家保護を求めるという形で、台湾のエクイティ・クラウドファンディングをどのように適法化すべきかを決定する際に、規制庁にロビイングをした可能性がある。証券会社などの利益団体は、伝統的な金融業における自己の利益の保身のため、中国のアリババのような IT 企業にオンライン金融サービスの許可を与えることに反対していた可能性がある (D36)⁽¹⁸⁴⁾。この見方は、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の創設者とのインタビューから確認できる。同者は、エクイティ・クラウドファンディングポータルを創設するという計画が認められなかった理由の一部は、既得権益を保有するグループの懸念と不安にあったという (A32)⁽¹⁸⁵⁾。

政府機関の官僚は、このような見方は正しくないと考えている⁽¹⁸⁶⁾。官僚は、証券会社のビジネスと民間のファンディングポータルのビジネスとでは、それぞれがターゲットとする顧客や市場が異なり、重ならないと反論する (E24, E25)⁽¹⁸⁷⁾。しかしながら、公共選択論は、「レトリック (公的な関心 [による正当化]) と現実 (レントシーキング) との間」にギャップがある可能性を示唆する⁽¹⁸⁸⁾。GISA board の創設の際に、公共の利益による正当化とし

(183) See Interview with D, *supra* note 113 (中 [法学 85 卷 1 号 [2021] 62 頁]), at 35.

(184) *Id.* at 36.

(185) See Interview with A, *supra* note 113 (中 [法学 85 卷 1 号 [2021] 62 頁]), at 32.

(186) See Interview with E, *supra* note 113 (中 [法学 85 卷 1 号 [2021] 62 頁]), at 24, 25.

(187) *Id.*

(188) Kahan & Rock, *supra* note 177, at 2027.

て投資家保護という建前を用いて、政府は、GISA Board 以外のエクイティ・クラウドファンディングポータルを認めなかったと推察できる。

実際には、このエクイティ・クラウドファンディング規制は、エクイティ・クラウドファンディング市場の規制による独占企業として GISA Board を創設するように政府に要請することで（既存の証券会社団体のような）利益団体が、民間ポータルの参入障壁を確保するために生じたと見ることもできる。さらに、これらの利益団体は、スタートアップ企業と個人投資家の犠牲のもとに、レントを獲得し、資金調達と投資へのアクセスの民主化を弱めていると見ることもできる⁽¹⁸⁹⁾。

言い換えれば、台湾は、少なくとも民間の資金調達ポータルが認められる 2015 年 4 月末までは、クラウドファンディング政策を、既存の証券会社と競合する可能性を狭めるように設計したのかもしれないのである。

3. 官僚の GISA Board の運営のインセンティブ

民間の資金調達ポータルがエクイティ・クラウドファンディングを促進する主要なインセンティブは、スタートアップ企業の資金調達を助けることでその取引量を最大化することである⁽¹⁹⁰⁾。他方で、投資家保護の提供はおそらく一定の水準にとどめることになる。資金調達の過程で、民間の資金調達ポータルは、すべてのプロジェクトの成功を約束せず、その代わりに、資金調達ポータル上のプロジェクトが失敗に終わる可能性を伝える（A7, A9）⁽¹⁹¹⁾。

(189) See ORBACH, REGULATION, *supra* note 177, at 199（「各産業や企業は、様々な理由の中でも制限的な規制が実現することを理由に、戦略的に規制に賛成することがある。この賛成は、産業（や産業の構成員）が自身の利益を受けようとするような規制になるように影響を与える。」）。

(190) 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 巻 1 号〔2020〕149 頁以下〕）参照。

(191) See Interview with A, *supra* note 113（中〔法学 85 巻 1 号〔2021〕62 頁〕），at 7, 9.

これに対して、GISA Board に登録を申請するスタートアップ企業の審査では、GTSM は、当該スタートアップ企業の成功の可能性が非常に高いか否かを検討することがある。これは、GISA 企業が失敗するリスクを政府が取れないからである (A8)⁽¹⁹²⁾。

インタビューでの反応からは、GISA 会社が失敗したり、詐欺をしたりした場合に、FSC と GTSM は公衆からの批判にさらされるリスクがあることがうかがえる。社会的批判にさらされるリスクを避けるため、GTSM は、成功率に細心の注意を払い、PICM を含めて投資家保護にも最大限に重視する⁽¹⁹³⁾。このようなマインドセットは資金調達の実現とも、ある程度までは、整合的である (B14, B49, D13, D34)⁽¹⁹⁴⁾。

さらに、(GTSM の理事長に代表される) 政府は、GISA Board への資金調達の登録は、政府が認証し、お墨付きを与えたという効果が生じ⁽¹⁹⁵⁾、そのた

(192) *See id.* at 8. これは、FSC のような政府機関がリスク回避的であり、「保守的で、脅威を避け、スキャンダルを最小化する」、「解決困難な問題を抱える活動や規制の失敗や批判などの望まない帰結につながるリスクを抱えることを非常に嫌がる」ことに理由がある可能性がある。MAXWELL L. STEARNS & TODD J. ZYWICKI, *PUBLIC CHOICE CONCEPTS AND APPLICATIONS IN LAW* 348 (2009) (脚注省略)。

(193) 前述 Part III. B. 2. (中〔法学 85 卷 1 号 [2021] 67 頁]) 参照。

(194) *See* Interview with B, *supra* note 113, at 14, 49; Interview with D, *supra* note 113 (中〔法学 85 卷 1 号 [2021] 62 頁]), at 13, 34. FSC と GTSM の投資家保護の過剰な強調は、官僚制の問題を描き出す可能性がある。それは、「特定の規制の目的のみに着目した非常に狭い視野にとらわれ、その他の政策目標を犠牲にするという『トンネルビジョン』という傾向」である。STEARNS & ZYWICKI, *supra* note 192, at 363 (脚注省略)。これによって、FSC の官僚主義的な狭い視野が、小規模ビジネスの資金調達の促進よりも、何をしてでも投資家保護を追及するという立場を説明できる可能性がある。

(195) Wei-Se Jian, *Chuang Gui Ban Zuo Da Ni Zeng Xiao F Gu* [With the Rise of the GISA Board GTSM Considers Attracting Registration by Foreign Startups], JING JI RI BAO [ECON. DAILY] (Apr. 13, 2015) (Taiwan), <http://udn.com/news/story/7254/832724> (【訳者注】2020年3月21日確認できず)。

め、GISA への登録するスタートアップ企業に問題がないか否か注意深く調査するという (E3, B23, E1)⁽¹⁹⁶⁾。全体としてみれば、これらの手続は、投資家保護を非常に高い水準で保つたためになされ、GTSM がエクイティ・クラウドファンディングを運営する際のインセンティブが民間の資金調達ポータルとのインセンティブとは異なることを意味する⁽¹⁹⁷⁾。

GTSM への政府からの影響力は、台湾のエクイティ・クラウドファンディングを促進するインセンティブについてさらに説明を与えうる。台湾の投資家保護センター (The Investor Protection Center, “IPC”) は、アメリカの弁護士主導のクラスアクションと同一の機能を果たす。IPC では政府が主導的な立場を果たしているため、IPC の決定における自由裁量権の行使は、他の政府の利益のために不当な影響を受ける可能性が非常に高い⁽¹⁹⁸⁾。

IPC と同様に、2014 年 1 月の GISA Board の創設は、台湾政府が投資家保護の領域で私人間のエンフォースメントよりも公的なエンフォースメントを好んでいることの証拠となる⁽¹⁹⁹⁾。FSC によってコントロールされている

(196) See Interview with B, *supra* note 113, at 23; Interview with E, *supra* note 113 (中 [法学 85 卷 1 号 [2021] 62 頁]), at 1, 3.

(197) See STEARNS & ZYWICKI, *supra* note 192, at 358 (「経済学者は、官僚のインセンティブ構造が不当にリスク回避的な意思決定へと導き、非効率な過剰な規制を生むと予測している。」) (強調本稿筆者)。

(198) See Wang & Lin, *supra* note 25 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 144 頁]), at 150-51.

(199) See Ching-Ping Shao, *Representative Litigation in Corporate and Securities Laws by Government-Sanctioned Nonprofit Organizations: Lessons from Taiwan*, 15 ASIAN-PAC. L. & POL'Y J. 58, 74 (2013) (「IPC の地位は、訴訟提起という点では独占的地位にあることを考慮すれば、半官半民から完全に公的な団体とみることができる。」) エンフォースメントを行う主体という観点からすると、規制は公法的規制と民事規制の 2 種類に分類される。前者は、規制権者と、半規制権者がエンフォースメント手続を開始できるのに対し、後者は、通常、私的主体が訴えを提起することによって開始される。Chao Xi & Yugang Chen, *Does Cumulative Voting Matter? The Case of China: An Empirical Assessment*, 15 EUROPEAN BUS. ORG. L. REV. 585, 605-06 (2014); see also John Armour et al., *Private Enforcement of Corporate*

非営利団体である GTSM⁽²⁰⁰⁾が GISA Board をコントロールしているということが、法が資金調達の実現よりも投資家保護を強調する原因なのかもしれない⁽²⁰¹⁾。簡単に言えば、2015年4月までの GISA Board によるエクイティ・クラウドファンディング市場の独占は、政府が、投資家保護のエンフォースのために、民間のポータルよりも半規制団体である GTSM を望んだということの証拠となる。

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 のライセンス

GTSM によって運営されている GISA Board にはいくつか欠点があるとしても、GTSM は、台湾でエクイティ・クラウドファンディングのプラットフォームを適法に運営する1つの実例を示すという形で、(【記者注】民間によるエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームが実行されるまでの)中継ぎとしての役割を果たした。だが、過剰に投資家保護を重視した点は再検討すべきである (D34)⁽²⁰²⁾。クラウドファンディングの中核は、投資だけ

Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States, 6 J. EMPIRICAL L. STUD. 687, 688-96 (2009).

(200) Chwen-Wen Chen, *Cai Jing Guan Zhi Fa Zhi De Xian Fa Si Kao*, [Constitutional Thinking about the Financial and Economic Regulatory Regime], 148 XIAN ZHENG SHI DAI [CONST. REV.] 3, 16-17 (2014) (Taiwan).

(201) 前 FSC コミッショナーの Kuo-Chuan Lin 教授は、FSC は、金融市場の秩序の維持が、金融のイノベーションよりもはるかに大事だと考えているので、台湾の政府は、エクイティ・クラウドファンディングのような新たな金融ビジネス・サービスを認めることに対して消極的であると述べる。Spenser Y. Ho et al., *Wang Lu Shi Dai De Jin Rong Xiao Fei Zhe Bao Hu* [The Financial Consumer Protection in the Age of the Internet], 238 YUE DAN FA XUE ZA ZHI [TAIWAN L. REV.] 37, 48-49 (2015)。それゆえ、FSC 内部の職員は小規模ビジネスの資金調達の実現を犠牲にして過剰なまでの投資家保護をより望ましいと考えてしまう可能性がある。

(202) See Interview with D, *supra* note 113 (中 [法学 85 卷 1 号 [2021] 62

でなく資金調達へのアクセスも「民主化」することにある⁽²⁰³⁾。このために、弁護士は、エクイティ・クラウドファンディング市場は、民間の資金調達ポータルにも参入を認めることで、新資本の調達をより効率的に実現することが可能になると主張する (D11)⁽²⁰⁴⁾。

2015年4月末に採択された台湾のクラウドファンディング規制で形式上、新しい点は、FSCが、GISA Boardとは別に、民間のポータルにエクイティ・クラウドファンディングの運営を認めたことである。2015年4月30日、FSCは、GTSMに、監督者としての役割を果たすことと、民間のプラットフォームのクラウドファンディングの諸問題を規律するルールであるプライベートポータル規則の発行を義務付けた⁽²⁰⁵⁾。台湾内閣（行政院）は、2014年末に、この公営と民営の両方が事業をしているシステム（ダブルトラックシステム）を發展させた⁽²⁰⁶⁾。

米国クラウドファンド法は、資金調達ポータルに、実質的に、民間のゲートキーパーとしてクラウドファンディングでオファーされている証券に問題がないことを確保させる役割を担わせることにした⁽²⁰⁷⁾。資金調達ポータル

頁)], at 34.

(203) 前述 Part III. C.1 参照。

(204) See Interview with D, *supra* note 113 (中 [法学 85 卷 1 号 [2021] 62 頁]), at 11.

(205) GISA 規則・前掲注 (27) (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 145 頁]) 第 28 条第 1 段落。

(206) *Xu Ni Shi Jie Fa Zhan Fa Gui Tiao Shi Gui Hua Fang An* [A Proposal to Adapt the Current Legal Regime to a Rising Online World], EXECUTIVE YUAN (Dec. 30, 2014) (Taiwan), http://www.ey.gov.tw/News_Content.aspx?n=3D06E532B0D8316C&sms=4ACFA38B877F185F&s=A1747AEA93F0BF62 (【訳者注】2020年3月21日確認できず)。

(207) Lars Hornuf & Armin Schwienbacher, *Which Securities Regulation Promotes Crowdfunding?* 917 (unpublished manuscript) (2014), <http://ssrn.com/abstract=2412124>. ゲートキーパーは、不正行為の抑止のために2つの役割を果たす。1つは、不正行為の抑止のために、ゲートキーパーが発行主体の資本市場へのアクセスを拒絶することであり、そのために、合意あ

を規制する技術には、投資家を教育し、スタートアップ企業や小規模会社のリスク水準と流動性の低さのリスクとを確実に理解させるような教育をすることを要件とすることや、投資家に全てのプラットフォームを合算して取得することのできる限度額の上限を超えて投資させないことを要件とすることが含まれる⁽²⁰⁸⁾。

もっと重要なのは、エクイティ・クラウドファンディングポータルは、個人投資家へのクラウドファンディングの対象となる証券のリスクに関するディスクロージャーの代わりにデュー・ディリジェンスを実施することができるような民間のゲートキーパーとして働くことが求められているということである。それゆえ、台湾での民間ポータルのライセンスの発行には、ポータルがクラウドファンディングの発行者の基本的な状況についてデュー・ディリジェンスを実施する能力を有することが必要となる⁽²⁰⁹⁾。言い換えれば、民間のゲートキーパーとして一定のレベルの投資家保護の実現を助けることのできる能力が、民間の資金調達ポータルとして事業をすることのライセンス取得のために必要である (A7, A13, A30)⁽²¹⁰⁾。

るいは必要な協調を撤回する。2つ目は、ゲートキーパーが「名声の仲介者」(reputational intermediary)としての役割を果たし、発行者による情報開示や約束を投資家が信頼することを可能にすることである。JOHN C. COFFEE JR., GATEKEEPERS: THE PROFESSIONS AND CORPORATE GOVERNANCE 2 (2006).

(208) 前述 Part I.B.4. (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 157 頁]) 参照。

(209) デュー・ディリジェンスを実施する能力は、発行者と投資家の間の情報の偏在の問題を解決するために重要な手段であり、これによって、エクイティ・クラウドファンディングプラットフォームは独立の品質保証機関として機能し、仲介者として信頼されれば、その名声を利用できるようになる。See Agrawal et al., *supra* note 29 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 146 頁]), at 18, 20, 22, 24-25, 28, 30.

(210) See Interview with A, *supra* note 113 (中 [法学 85 卷 1 号 [2021] 62 頁]), at 7, 13, 30. プライベートポータル規則は、クラウドファンディングの発行者がウェブサイトに資金調達に関する情報開示をする前に、民間ポータルが、発行者の内部統制、会計、経営に問題がないことを保障することに加え、募集の案内状記載事項についてデュー・ディリジェンスを実行し、重

台湾のダブルトラックシステムに関連していくつか緊急を要する問題がある。まず、GTSMは、一方では、民間のポータル監督者・規制を課す者としての役割を果たすようであり、他方では、エクイティ・クラウドファンディング市場のプレイヤーとしての地位も兼ねている。エクイティ・クラウドファンディング市場が自由化し、民間の資金調達ポータルにも開かれ、GISA Boardが、従来のような厳密な意味では規制による独占者ではなくなったとはいえ、いまだに最も競争力のある参加者であって、民間のポータルよりも優越する立場を有するであろう⁽²¹¹⁾。GISA Boardを運営しているGTSMが、市場のプレイヤーでもあり、かつ、レフリーでもあるという利益相反は、不安材料となる可能性がある。

このような構造では、GTSMが正しく市場のルールを定め、エンフォースをするのか、疑わしい。GTSMは、民間ポータルの最も重要な監督者であり、2016年1月にプライベートポータル規則がいくらか緩和されたとはいえ⁽²¹²⁾、GTSMは、市場の既存プレイヤーであるGISA Boardに有利になるように、プライベートポータル規則を厳格に設けた可能性がある。具体的には、プライベートポータル規則と比較して、GISA規則は、クラウドファンディングビジネスをより成功しやすく営業できるようにGISA Boardにアドバンテージを与えた可能性がある⁽²¹³⁾。

大なる相違や異常な事項がないことを確認することが義務付けられている。プライベートポータル規則・前掲注(28)(上〔法学84巻1号〔2020〕145頁〕)第20条、24条第1段落。

(211) 前述 Parts III. E. 2-3 参照。

(212) GTSMによれば、海外の立法の動向と国内のビジネスの需要を調査し、リスク管理の原則の下で、民間のクラウドファンディングプラットフォームをより柔軟に運営し、小規模スタートアップ企業の資金調達を促進するために一部規制緩和を実施したとのことである。Order of the GTSM, ZhengGui-Xin-Zi No. 10500006361 (passed on Jan. 8, 2016) (Taiwan).

(213) 例えば、Part II. B. 1 (上〔法学84巻1号〔2020〕160頁〕)で述べた通り、GISA会社に払い込まれる資本は合計で5000万台湾ドルを超えてはならない

公共選択論からは、GISA Board は、ライセンスや許可の制限に類似した参入障壁となり、政府によるレントになりうる規制上のアドバンテージを享受している。したがって、たとえ、民間ポータルが、2015年4月末からクラウドファンディングでの証券の取扱いを認められたとしても、ダブルトラックの規制枠組みは、GTSMの独占的な行為が可能となるような反競争的効果を事実上生じさせた⁽²¹⁴⁾。例えば、GTSMは、2014年1月以降、GISA Boardを運営しており、既に62のスタートアップ企業がGISA Boardに登録し、2億台湾ドル近くの資金調達を2014年12月現在で達成させている⁽²¹⁵⁾。

これに対して、後述するように、2015年4月の民間ポータルの適法化後、マスターリンク証券会社とファースト証券会社という2つの証券会社が、エクイティ・クラウドファンディング取引のライセンスを得ている。しかしながら、おそらく、プラットフォームと投資家へのプライベートポータル規則による厳しい制限が原因で、スタートアップ企業は1社も民間のプラットフォーム

とされているのに対し、プライベートポータル規則19条により、民間のポータルに上場したクラウドファンディング発行者の払込金額の上限は3000万台湾ドルとされている。公営のプラットフォームも民間のプラットフォームもいずれも小規模の会社をターゲットにしているにもかかわらず、GISA Boardのほうが、登録上限額が高いという点で、民間のポータルよりも有利であり、発行者をより惹きつけることができる。さらに、GISA Boardでのノンプロ投資家の投資上限金額が他の民間ポータルでの上限金額よりも高いという点でも、クラウドファンディングの発行者の獲得競争においてGISA Boardはより有利である。具体的には、Part II.B.2（上〔法学84巻1号〔2020〕161頁〕）で説明したように、GISA Boardでは年間15万台湾ドルであるのに対し、プライベートポータル規則26条は、ノンプロ投資家による投資額は、民間ポータルを通じた投資は10万台湾ドルを超えてはならないとされている。それゆえ、ノンプロ投資家は、他の民間ポータルよりもGISA Boardでのほうがより多くの投資ができるのであり、このことも、発行主体が、よりGISA Boardを求めるようになる理由の1つとなる。一般的には、前述Part II.B. 参照。

(214) See STEARNS & ZYWICKI, *supra* note 192, at 49.

(215) See Jian & Wang, *supra* note 87（上〔法学84巻1号〔2020〕161頁〕）。

フォームに登録していない⁽²¹⁶⁾。この違いは、GISA Boardが他の民間プラットフォームよりも、エクイティ・クラウドファンディングビジネスを運営するのに、法的にも制度的にも、有利であることを示している。

他方で、エクイティ・クラウドファンディングを専業とする登録ポータル⁽²¹⁷⁾の第一号である「Startup Shares」が業務を開始するのは、2015年12月であった⁽²¹⁷⁾。専業の民間のポータルは創設までに時間と費用が掛かるため、民間のエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームは、すべて、既存の証券会社を通じて行われていた。マスターリンク証券会社とファースト証券という2つの証券会社は、2015年6月にエクイティ・クラウドファンディング取引を運営することのライセンスを得ていた⁽²¹⁸⁾。これは、2015年4月末に、FSCが、エクイティ・クラウドファンディングビジネスを実施したい既存の証券会社や市場参加者に、エクイティ・クラウドファンディング限定の特別のブローカーとしてのライセンスを交付したからである。この問題は、専業の民間のポータルがライセンスを得るための設立費用が、既存の証券会社が行う場合よりも、少なくとも5000万台湾ドル高かったから生じたものである⁽²¹⁹⁾。

(216) See 翁書婷 (Shu-ting Weng) 「囧！法規限制好嚴格，2大股權群募證券商，1個團隊都沒有」 [*Embarrassing! The Regulations Are Too Strict that No Startups Are Registered on Two Major Equity Crowdfunding Platforms*], SEARCH RESULTS WEB RESULTS 數位時代 [BUS.NEXT] (Dec. 11, 2015), <http://www.bnnext.com.tw/article/view/id/38196> (last visited Mar. 21, 2020).

(217) 莊丙農 (Bing-nong Zhuang) 「創夢市集股權群募證券開業」 [*Startup Shares Equity Crowdfunding Portal Starts Operation*] 中國時報電子報 [CHINA TIMES] (Dec. 30, 2015) (Taiwan), <http://www.chinatimes.com/realtimenews/20151230004118-260410> (last visited Mar. 21, 2020).

(218) 陳碧芬 (Bi-fen Chen) 「股權群募平台10日啟動」 [*Private Equity Crowdfunding Platforms Will Get Started on July 10, 2015*] 工商時報 [CHINA TIMES] (July 5, 2015) (Taiwan), <http://www.chinatimes.com/newspapers/20150705000061-260202> (last visited Mar. 21, 2020).

(219) Order of the Fin. Supervisory Commission, Jin-Guan-Zheng-Quan-Zi No. 10400140146 (Apr. 30, 2015) (Taiwan) (本稿筆者保管)。証券会社の設立に

事業を開始するスピードの観点からは、専門のエクイティ・クラウドファンディングとして登録したポータルは、ライセンスを獲得する費用が高いため、既存の証券会社よりも、大きく不利に取り扱われる。その結果、専門のポータルは、エクイティ・クラウドファンディング市場に参入するのは、確実に遅れる⁽²²⁰⁾。以上より、台湾政府は、参入障壁を設けることで、GTSMと既存の証券会社に市場における優越的な地位を与え、専門のエクイティ・クラウドファンディングポータルを抑制しているとみることができる。

さらに、GTSMがプライベートポータル規則を制定し、その後、FSCの承認が必要とされているので、民間のプラットフォームへの既存の規制は、GISA規則と同じくらい、投資家保護を重視している。例えば、GISA登録を申請している会社の審査手続中、GTSMは、スタートアップ企業の会計、内部統制、コーポレートガバナンスの品質を確かめるためにPICMを実施するが、同時にスタートアップ企業の経営に問題がないかも慎重に審査する⁽²²¹⁾。同様に、プライベートポータル規則20条に従って、クラウドファ

関する基準および証券会社に関する規則（両方とも民間のエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームの合法化のために2015年4月20日改正）によれば、既存の証券会社がエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームを運営するには1000万台湾ドルの追加の営業保証金が必要であるのに対し、民間のポータルが運営を認めてもらうには6000万台湾ドルもの金銭（1000万台湾ドルの営業保証金に加え5000万台湾ドルの最低資本金）が必要であった。ZHENG QUAN SHANG SHE ZHI BIAO ZHUN [STANDARDS GOVERNING THE ESTABLISHMENT OF SECURITIES FIRMS], arts. 3, 7, 40 (Taiwan); ZHENG QUAN SHANG GUAN LI GUI ZE [REGULATIONS GOVERNING SECURITIES FIRMS], art. 9, ¶ 1 (Taiwan).

(220) See 高碩圻 (Shuo-qi Gao) 「股權群募平台啟動」, *Gu Quag Qun Mu Ping Tai Shi Ri Qi Dong* [Private Equity Crowdfunding Platforms Are Started Up] 工商時報 [CHINA TIMES] (July 13, 2015) (Taiwan), <http://www.chinatimes.com/newspapers/20150713000239-260206> (last visited Mar. 21, 2020).

(221) 前述 Parts II. B. 2, B. 4, E. 3 (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 161, 164 頁, 【訳者注】 Part III. E. 3 の誤記と思われる]) 参照。

ンディングの発行者が資金調達の情報ウェブサイトを開示するよりも前に、プライベートポータルは、発行者の内部統制、会計、そして経営に問題がないことについて保障することが求められる⁽²²²⁾。これらの制度は、投資家保護を高い水準で確保するために設けられている。

GTSM が GISA Board を運営しているので、GISA 規則は、資金調達よりも、投資家保護を重視している⁽²²³⁾。プライベートポータル規則は、GTSM によって制定され、GISA 規則の形になっているので、台湾政府のプライベートポータル規則とは、GISA Board の規制の形態に「新しい着物」を着せただけのものであった。

前述の様に、プライベートポータル規則は、2016 年 1 月に一部緩和されたにもかかわらず、この小規模の緩和は、Ming-chung Tseng（曾銘宗・前 FSC 委員長）の認める通り、既存の証券会社によって創設された 2 つの民間ポータルにスタートアップ企業が 1 社も登録していないこと、したがって FSC が、プライベートポータル規則の厳格さを調査して、緩和をすることを決定したことから、ビジネスの規制緩和への要望に応えるために実現したものであった⁽²²⁴⁾。前 FSC 委員長の説明は、従来のプライベートポータル規則が、いかに投資家保護に偏ったものであったのかを示すだけであった。したがって、前述した台湾のエクイティ・クラウドファンディング市場の 2 つの規則は、いまだになお、投資家保護を最も重視している⁽²²⁵⁾。

(222) プライベートポータル規則・前掲注 (28) (上 [法学 84 卷 1 号 [2020] 145 頁]) 第 20 条。

(223) 前述 Part III. E. 3 参照。

(224) See 郭芝榕 (Zhi-rong Guo) 「創夢市集股權群募平台開跑，頭兩家募資業者 1 月認購」 [*Startup Shares Equity-Crowdfunding Platform Get Started; Investors Can Subscribe for Shares of Two Fundraisers*], 數位時代 [Bus. NEXT] (Dec. 30, 2015), <http://www.bnnext.com.tw/article/view/id/38365> (last visited Mar. 21, 2020).

(225) 注 201 で述べた通り、官僚のモチベーションの観点からは、FSC が金融のイノベーションよりも金融市場の安定性を重視しているので、台湾政府の制度

エクイティ・クラウドファンディング市場は、2015年4月末に民間のポータルも参入できるようになったにもかかわらず、GTSMがプレイヤーと監督者の2つの役割を同時に満たすことで、市場を支配し、エクイティ・クラウドファンディング規則の改正は、形だけにとどまる。台湾の監督機関は、台湾のエクイティ・クラウドファンディング市場が正常に機能することが保障されるような公正で平等なゲームのフィールドを維持し続けようとしてきた。だが、民間ポータルの枠組みやエンフォースメントの構造は、制限的であり、先行者である既存の証券会社ですら——専門のオンラインプラットフォーム事業者よりも有利であるにもかかわらず——2015年12月まで一社も上場をひきつけることができないほどであった。台湾の規制機関が、Mary L. Schapiro 前 SEC チェアマンのように、バランスをとることができなかつたのは明らかである。Schapiro 前 SEC チェアマンは、米国クラウドファンド法の施行の際に、投資家保護の最適化と、資金調達を増加させるための新たな推進力を阻害しないこととのバランスを主張していた⁽²²⁶⁾。

F. 実質よりも形式におけるアメリカモデルへの収斂

比較会社法の観点からは⁽²²⁷⁾、台湾において、米国会社法のモデルへ収斂

単位でのインセンティブが、エクイティ・クラウドファンディングのような新たな金融ビジネス・サービスを適法と認める際の決定をする制度の設計に影響を与えている可能性がある。See STEARNS & ZYWICKI, *supra* note 192, at 325-26, 358. このように、FSC が不当にリスク回避的な意思決定をすることは、投資家保護が著しく高くなることと、資金調達という当初の目標達成が頓挫することにつながる。

(226) See Mary L. Schapiro, Opening Remarks of SEC Chairman at the Thirty-First Annual SEC Government-Business Forum on Small Business Capital Formation (Nov. 15, 2012), in FINAL REPORT OF THE 2012 FORUM 13 (April 2013) (「JOBS 法施行にむけた我々のゴールは、規則を制定し、ガイドラインを発行するという実務的なアプローチによって、投資家保護と資金調達の実現とのバランスを注意深くとることである。」) (強調本稿筆者)。

(227) 比較会社法研究において、会社法のルールとは「会社とすべての投資家、株

(convergence) していることは明らかである。GISA Board の創設は、台湾の規制機関の米国クラウドファンド法を台湾の法制度に移植させようという決定に基づいたものといえる。しかしながら、台湾に導入された規制技術は形式にとどまる。台湾の政治経済状況が、すでに、同法の実質あるいは機能を変更してしまった。これは、「経路依存性⁽²²⁸⁾」(path-dependence) である。Bebchuk と Roe は以下の様に指摘する。

法的ルールはしばしば政治プロセスの産物である。それは、公益な側面に着目した特色と、利益団体の政治との混合物である。利益団体が役割を果たす限りで、それぞれの利益団体が自己に利益になるようなルールを成立させようとする。それゆえ、実際に選ばれ、維持されている会社法の内容は、関連する利益団体の相対的な強さによって決まる⁽²²⁹⁾。

主、経営者との間、そして、それらの当事者の間の関係を規律するルールの全て」であり、会社法のルールとは、伝統的に会社法とされてきたものに限定されず、「証券法」も含むとされている。Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE 69, 95 (Jeffery N. Gordon & Mark J. Roe eds., 2004).

- (228) Hansmann 教授と Kraakman 教授による当初のコンバージェンス論に従えば、世界中の会社法は、最終的に、かなりの程度統一されることになることとされていた。一般的な説明として、see Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, in CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE 33-68 (Jeffery N. Gordon & Mark J. Roe eds., 2004). しかしながら、Bebchuk 教授と Roe 教授による経路依存アプローチによれば、実際は、会社法のルールは、物理的に離れた地域の社会や経済の状況によって定まるとしている。See Bebchuk & Roe, *supra* note 227, at 72-73; see also David Cabrelli & Mathias Siems, *A Case-Based Approach to Comparative Company Law*, in COMPARATIVE COMPANY LAW: A CASE-BASED APPROACH 1, 5 (Mathias Siems & David Cabrelli eds., 2013) (『経路依存』論の支持者は、ある法域の文化的、社会的、経済的、政治的な歴史の経緯という諸条件によって、その地域のコーポレート・ガバナンスシステムの構造と会社法の形式が定まると主張する。)(脚注省略)。
- (229) Bebchuk & Roe, *supra* note 227, at 97. 会社法の利用者—会社、当該地域

民間団体や公的団体の政治的な動静が、なぜ台湾での米国クラウドファンディング法の移植が過剰な投資家保護という結果となり、ビジネスが資金調達を実現することに対してはほとんど配慮がなされなかったのかを説明する可能性がある。

台湾の社会経済学的な文脈における民間の団体についていえば、既存の証券会社のような利益団体が、規制機関に GISA Board を台湾において独占的なエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームとするように、そして、まずは民間の資金調達ポータルが登場しないような参入障壁となるように、働きかけた可能性がある⁽²³⁰⁾。完全に民間のポータルが合法となった後も、2つの最初のクラウドファンディングプラットフォームは既存の証券会社によって創設された。少なくとも、事業を開始するまでにかかった時間からすれば、ライセンスのためのコストが安いと、既存の証券会社が、新たに始める専門の民間のポータルよりも、大きく有利であった。

公的な団体については、Anthony Ogus が以下の様に述べている。

介入主義的な法は、様々な要素の組み合わせで発生する。何が望ましいかは、国、地域の間で、法的介入のレベルと、そのためにかかるコストとの組み合わせによって、異なりうる。この説明が正しいならば、それぞれの国の法制度間の競争がコンバージェンスにつながるなどという説明は必ずしも成り立たない。なぜなら、それぞれの国にとって望ましい保護の水準は異なり、これによって、多くの法制度が定まるからである⁽²³¹⁾。

の法律家の共同体、利益団体—は過去の社会的・経済的な環境に既に投資をし、かつ利益を得ているのであるから、彼らは、法の変化に激しく抵抗する可能性がある。Id. at 98.

(230) 前述 Part III. E. 2 参照。

(231) Anthony Ogus, *Competition Between National Legal Systems: A Contri-*

GISA 規則は、証券規制の一部とみられる。証券規制もまた、介入主義的な法の一種である。規制庁の官僚が述べるように、GISA 投資家の75%が自然人であり、かつ、ノンプロの投資家であり、それゆえ投資家保護が極めて重要であるならば、台湾は、明らかに投資家保護水準を高めることが望ましい地域となる。このような望ましさから生じる問題は、スタートアップ企業にかかる法令遵守コストが増加するという点である⁽²³²⁾。

さらに、所轄官庁であるFSCという強力な存在のため、GTSMのインセンティブは、民間の資金調達ポータル⁽²³³⁾のインセンティブとは異なる可能性がある。もっといえば、民間ポータルは2015年4月末からクラウドファンディングによる証券を上場することが認められているにもかかわらず、ダブルトラックの規制枠組みによってGTSMは、市場においてプレイヤーであると同時に監督者でもあり、GTSMが実質的に独占的な活動を行うのに有利に働いた。

(契約や所有権のような)支援するタイプの法の文脈と(不法行為や規制のような)介入主義的な法の文脈の双方において⁽²³³⁾、比較法学者は、「憲法と会社法は非常に異なっているが、コンバージェンスについてはこれらの2つの領域は多くの点で類似している」と述べる。すなわち、「まず、両法領域においては、主要な法の原則の多くが収斂している(コンバージェンスしている)ことがうかがえる。」そして、「第二に、研究者は、法典の文言が類似していることも示してきた⁽²³⁴⁾。」

台湾のエクイティ・クラウドファンディング規制においては、GISA規則もプライベートポータル規制も両方とも、形式ないし表現(すなわち、法の文

bution of Economic Analysis to Comparative Law, 48 INT'L & COMP.L.Q. 405, 413-14 (1999) (脚注省略).

(232) 前述 Part III. E. 3 参照。

(233) MATHIAS SIEMS, *COMPARATIVE LAW* 229 (2014).

(234) *Id.* at 234-35.

言の細かい点)において、よりコンバージェンスが見られ、機能あるいは実質(すなわち、規制の趣旨であるところの小規模事業の資金調達促進)にコンバージェンスはあまりみられない。これらの2つの規則の過剰なまでの投資家保護は、小規模のスタートアップ企業にとって重いコンプライアンス費用としてのしかかっている。言い換えれば、経路依存性の理論によれば、台湾の政府は、米国クラウドファンディング法から規制技術の形式面を移植したが、地域的な文脈の相違から、JOBS法の実質的な内容あるいは立法趣旨—資金調達への最大の注目—は、流入を拒否されることになったのである。

結論

2012年に米国のクラウドファンディング法が制定され、エクイティ・クラウドファンディングのアイデアは、スタートアップ企業が、世界中のどこでも、早期の段階で資金を獲得するために信じられないくらいの勢いが生じた。その立法のわずか2年後に、台湾政府は、GISA Boardを創設してGISA規則を制定し、さらにその直後に、プライベートポータル規則を制定した。この2つの規則は、ほとんど、米国クラウドファンディング法を移植して制定したものであった。だが、台湾のルール、制度、手続そして典型的な市場参加者の実際の経験をより細かく見ると、台湾の経路依存性が、当地の証券規制の背後に横たわる投資家保護の高い水準に表れていることがわかる。

本稿は、GISA規則とプライベートポータル規則への法的な移植に良い面も悪い面もあることを論じた。エクイティ・クラウドファンディングの適法化のダブルトラックシステムという台湾の2段階の自由化の政策の良い面は、GISA Boardが、近い将来、民間によるエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームがどのように適法に運営されていくのかを形成していくまでの中継ぎとしての役割を果たしているということである。悪い面は、公共選択論から、既存の証券会社のような既得権益を有する団体が、将

来の民間のエクイティ・クラウドファンディングプラットフォームに対して参入障壁を作るようにロビイングする可能性があるということである。さらに、GISA Board 運営のインセンティブに関する GTSM の利益相反という問題も残っている。これは、力強い政府の存在や、エクイティ・クラウドファンディング規制において GTSM がプレイヤーとレフリーの2つの役割を兼任しているということによって生じている。

理論的、定性的、かつ公共選択論的な分析を通じて、ここまで述べてきた通り、台湾の2つの規則は、スタートアップ企業にとって過大な法令遵守コストを課し、最終的に、小規模事業の資金調達という目的を害する可能性がある。アメリカのエクイティ・クラウドファンディング規制の台湾への移植は、実質ではなく、形式に過ぎなかった。このことから、特に、急速に変わりつつある「スタートアップ企業」の国際的な経済において台湾の占める役割・地位について、非常に多くの示唆が得られる。

【訳者解題】

本論文は、米国 JOBS 法の第3編であるクラウドファンド法と、それを取り入れたはずの台湾の GISA 規則ないし Private Portal 規則とを比較し、米国クラウドファンド法が、小規模スタートアップの資金調達実現を第一目標としていたのに対して、台湾の規則は資金調達の実現よりも投資家保護を重視しているという違いを指摘する。ここで挙げられている「資金調達の実現」と「投資家保護」とは、本来、対立するものではない。なぜなら、投資家保護制度の存在によって投資家（一般投資家）は出資先に裏切られることなく安心して投資することができるのであり、投資家保護制度は資金調達の実現という目的の手段として両者は分かちがたく結びついているからである。即ち、どのような投資家からどの程度の資金調達が望ましいのかという判断に従って、最適な投資家保護の水準が決定されるはずなのである。

本論文が、資金調達と投資家保護とを対比させたのは、台湾の規則が目標とする「投資家保護」が、前述したような最適な水準の投資家保護という意味とは異なる意味で用いられているからである。台湾のエクイティ・クラウドファンディングのポータルは、当初（2014年1月）、GTSM（NASDAQ, JASDAQに相当する台湾の新興企業用の証券取引所）が運営するGISA Boardのみであった。そもそもGTSMは台湾の金融庁（FSC）が運営する半官半民の組織であり、GISA Boardについての規則（GISA規則）を運営権者であるGTSMが制定するという事は、規制官庁そしてその周りの既存の利益団体である証券会社等の利益が反映された規則が制定されることになる。証券会社にとってはエクイティ・クラウドファンディングによって新規参入が増えると自らの利益を失ってしまうため、参入障壁となるような厳格なルールを望んだ。ただし、そのような規則を作成するに際しては、既得権の保護といったものは理由にならず、公益に関する正当化理由が必要となる。そこで、「投資家保護」を理由に、コストがかかり新規参入しにくい規則となったのである。

台湾では、2015年4月に、従来の官営のGISA Boardだけではなく、民間のエクイティ・クラウドファンディングのポータルを認めた。これによって取引所間の競争のようにポータル間の競争が発生し、よりよい方向にルールの改善競争が生じればよいのであるが、そうはならない。というのも、民間のエクイティ・クラウドファンディングのポータルのための規則（プライベートポータル規則）もGTSMが制定権者となったため、自ら運営するGISA Boardの利益を害さないように、また既存の利益団体の利益を害さないように、投資家保護を強く要求するという名目で、コストのかかるルールを制定したからである。

ここで、本論文が「資金調達の実現」と対比していた「投資家保護」とは、最適な水準の投資家保護のことではなく、過剰な投資家保護であり、し

かもその本音は参入障壁となる場合を意味することが分かる。

そして、このような「投資家保護」に名を借りた既得権益・既存利益団体の保護ということは、日本においてもありうる事柄であり、もしかしたらどこかの領域ではすでにそのような状況が発生しているのかもしれない（例えばライド・シェアリングサービスをめぐる道路運送法上の「輸送の安全」「利用者の利益の保護」と既存の運送業者〔タクシーなど〕の利益の議論など）。その意味で本論文は、日本の金融規制を分析する際にも共通する視座を提供するものである。

なお、クラウドファンディングにおいて、寄付型や優先販売権販売型においては、投資でないという理由でエクイティ・クラウドファンディングに課されるような規制は課されていない。そして、実態においても、現在、寄付型、優先販売権販売型のみを取り扱う最大のポータルである Kickstarter で紹介されているようなプロジェクトは、面白いが、経済的にペイできそうもないものがほとんどである。それゆえ、寄付型が多いのであろうが、エクイティ・クラウドファンディングとなれば、プロジェクトの性質は変わってくるのであろうか。従来、寄付型で行っていたようなプロジェクトがエクイティ型になるだけであれば、出資者としては、経済的理由というよりも応援したい気持ち、精神的効用といった理由で投資を行うものであり、純粋に経済的理由に基づく投資商品とは別物と考えることはできないのであろうか。となると、規制についても従来の投資商品への規制と同様の規制を課すべきではない、ということも言えそうである。

他方で、エクイティ・クラウドファンディングも、従来の上場会社の株式や投資信託の持分等と同様、純粋に経済的理由に基づく投資商品と考えるならば、エクイティ・クラウドファンディングで取引される株式の権利内容（商品設計）はどのようなものになっていくのか、という問題もある。エクイティ・クラウドファンディングを利用する発行会社は、創業段階のスタート

アップ企業が想定されているところ、そのような企業では創業者のタレント、アイデア、そしてリーダーシップに依存する企業が多いと推察される。そして、エクイティ・クラウドファンディングによる資金調達後も、創業者のタレント等による経営を継続してほしいこと、他方で、エクイティ・クラウドファンディングで株式を購入した投資家には小規模の一般投資家も多く存在するであろうことを考えると、会社の支配権をエクイティ・クラウドファンディングで発行した株式にも割り当てるべきではないのはいか、従来支配権を握っていた創業者が支配権を握り続けるような仕組み（黄金株など）が必要なのではないかという懸念が出てくる。しかし、それではエクイティ・クラウドファンディングによって発行される株式には一切、会社の経営に関与する権利を認めるべきではないのか、という点、それでは、経営陣が支配権を濫用する恐れに対する対応が全くないことになってしまう。従来、スタートアップ企業に投資してきたのはエンジェル投資家のような専門的知見のある大規模投資家を中心であったであろうが、エクイティ・クラウドファンディングは、スタートアップ企業への一般投資家の出資という新たな状況を頻出させる可能性がある。この株式に、どの程度の権利をどのようにみとめるべきなのか、という問題を真剣に検討すべき時期が来ているのである。

さらにいえば、この問題はエクイティ・クラウドファンディングにとどまらない。本稿でも、エクイティ・クラウドファンディングが上場会社と閉鎖会社の境界を曖昧にすること（〔中〕法学 85 卷 1 号〔2021〕75 頁注 172 参照）が指摘されていた。上場会社と閉鎖会社における「株式」の商品設計のあり方（得津晶「種類株式」法学教室 444 号〔2017 年〕17-18 頁参照）に大きな一石が投げられている。