

「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」  
における議論の整理

2013年6月

新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会

## 目次

1. はじめに
2. 新規・成長企業へのリスクマネー供給の現状
3. クラウドファンディング
4. 地域等における資本調達の枠組み
5. 新規上場促進策・ベンチャー投資活性化策等
6. おわりに

## 1. はじめに

現在、政府の産業競争力会議等の場においては、新規・成長企業へのリスクマネー供給強化に向けた金融面からの取組みについての議論が行われており、金融庁においてもクラウドファンディングや地域等における資本調達を促す仕組み等について検討を行う旨が表明されているところである。これらの具体化が検討されるにあたっては、それらが広く利用されるものとなるよう、市場関係者等のニーズを的確に把握し、それを踏まえた枠組みが目指されるべきである。

そこで、クラウドファンディングや地域等における資本調達を促す仕組み等の具体化にあたっての市場関係者のニーズや課題、問題点等の整理・洗出しを行うため、日本証券業協会では、平成 25 年 4 月に、「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」（以下「本検討懇談会」という。）を設置し、平成 25 年 6 月まで 4 回にわたり検討を行った。以下は、本検討懇談会において出された様々な意見を整理し、その検討結果を取りまとめたものである。

## 2. 新規・成長企業へのリスクマネー供給の現状

企業の資金調達フェーズを俯瞰すれば、上場後の局面については、プロ向け市場や新興市場の整備等を通じ、新規上場の基準が順次引き下げられてきたこと等もあり、取引所市場への上場企業数で見れば、約3,500社（平成24（2012）年末）に及び、経済規模等を勘案すれば、米国の上場企業数（NYSE：約2,300社、NASDAQ：約2,600社、いずれも2012年末）と比較しても、遜色のないものとなっている。

他方で、上場前の局面に目を向けると、地域企業等も含めた新規・成長企業に対するリスクマネー供給が十分に行われているとは言い難い状況にある。例えば、ベンチャー・キャピタルによる年間投融資額は、米国では約2.3兆円（2011年）であるのに対し、日本では約1,240億円（平成23（2011）年度）に留まっている。いわゆるエンジェル投資についても、米国におけるエンジェルの年間投資額が1.5兆円程度と言われているのに対し、我が国でエンジェル税制を利用した個人投資家の投資額は年間約9.9億円（平成23（2011）年度）に過ぎない。また、非上場企業の資本調達場としては、日本証券業協会が平成9年に創設したグリーンシート銘柄制度があるが、近年、その制度利用は低迷しており、平成25年3月末時点における、指定銘柄数は37銘柄に過ぎない。

こうした状況は、新規・成長企業へのリスクマネー供給といった観点から問題であるとともに、更には、将来のIPO等に繋がる企業を発掘・育成していくという観点からも問題がある。

また、近年、企業においては、既存企業の第二創業や既存企業からのカーブアウトなど、成長に向けた多様な可能性が追求されているところであり、こうした多様な展開に対応したリスクマネーの供給も求められるところである。

このような現状を踏まえれば、新規・成長企業へのリスクマネー供給強化のための取組みを幅広く展開していくことが重要な課題となる。また、その際には、こうした企業に対する投資に適切なエグジットの途を確保する等の観点から、新規上場促進のための環境整備等についても引続き取組みを進めていく必要がある。

### 3. クラウドファンディング

#### (1) 現状

「クラウドファンディング(Crowd Funding)」とは、「群集(Crowd)」からの「資金調達(Funding)」の語を用いた造語である。その明確な定義が確立されているものではないが、一般に、新規・成長企業と出資者をインターネットサイト上で結びつけ、多数の出資者から少額ずつ資金を集める仕組みを意味する言葉として用いられており、通常、事業化あるいは事業拡大等のための資金を必要とする事業者が、インターネットサイト上に出資を募りたいプロジェクトの概要等を掲載し、これに共感した個人が、少額ずつ資金を拠出する形での取扱いが一般的である。

こうしたクラウドファンディングを用いた資金調達の形態としては、そのリターンの形態により、主に、金銭的リターンを伴わない「寄付型」(例：インターネットサイト上で寄付を募り、寄付者に対してはニュースレターや小物など、何らか感謝の印を送付)や「購入型」(例：出資者から前払いの形で集めた資金を元手に製品開発等を行い、出資者には完成した製品などを提供)、金銭的リターンを伴う「投資型」が存在している<sup>(注1、2)</sup>。

現状、日本において行われているクラウドファンディングは、「寄付型」や「購入型」など金銭的リターンを伴わない形態での取扱いが中心である。また、「投資型」のクラウドファンディングについては、商法上の匿名組合契約を用いた出資形態によるものが中心であり、株式形態での資本調達は取扱われていない<sup>(注3)</sup>。

(注1) 本検討懇談会においては、「クラウドファンディング(Crowd Funding)」の語の意味については、上記の通り整理した上で、「投資型」のクラウドファンディングを念頭に検討を行ったが、「投資型」のクラウドファンディングの名称について、「寄付型」や「購入型」と同一の名称を用いることが適切であるかどうかについても検討される必要があるとの指摘があった。

(注2) 「寄付型」のクラウドファンディングにおける募集額は数万円程度、「購入型」では数万円から数百万円程度、「投資型」では数百万円から数千万円程度が一般的である。

(注3) 証券会社による非上場株式の取扱いについては、日本証券業協会の自主規制(店頭有価証券に関する規則)において、グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄を除き、原則として一般投資家に対する投資勧誘が禁止されている。

なお、米国では、新規・成長企業へのリスクマネー供給策の一環として、昨年4月に成立したJOB S法(Jumpstart Our Business Startups Act)において、株式を用いたクラウドファンディングによる資本調達を促すための枠組みが法制化されるに至っている。(ただし、本年6月時点において、本法におけるクラウドファンディング関連部分の制度は、関連する規則等が策定されておらず未施行である。〔詳細については別紙参照〕)

## (2) クラウドファンディングの活用・展開の可能性

クラウドファンディングの枠組みについて検討していく上では、それが様々な資金調達ニーズに対応でき、幅広く利用される枠組みとなることが望ましい。クラウドファンディングを用いた資金調達について、本検討懇談会においては、以下のような活用・展開の可能性が指摘された。

### ○ 匿名組合契約を用いたクラウドファンディングの活用の可能性

- ・ 現在取扱われている匿名組合契約を用いた方法に加え、その匿名組合持分の株式化や、既に匿名組合契約形式でのクラウドファンディングの顧客となっている既存の出資者向けの増資などに活用・展開できる可能性があるのではないかと。

### ○ 株式を用いたクラウドファンディングの可能性

- ・ 株式形態での資本調達といっても、創業間もないアーリーステージの企業にとっては、議決権、経営権を奪われてしまう可能性があるとの懸念も指摘されている。この点、例えば、普通株式のほかに、無議決権株式や譲渡制限株式、取得条項付き株式など、クラウドファンディングにより取扱う株式の形態を工夫することにより、活用・展開の可能性が広がるのではないかと。
- ・ 例えば、企業が何らかの製品を追加製造するための材料費が足りないといった資金需要を、クラウドファンディングを用いて補うといった、短期間に収益を上げ、出資者に分配するタイプの資金調達については、匿名組合契約の形態での取扱いが比較的馴染みやすいとも考えられる。他方、新たに製品を製造するために、設備投資を行う場合など、事業の成果が挙がり、投下資金の回収ができるまで、より長期間を要するような事業の資本調達については、株式形態でのクラウドファンディングの活用の必要性があるのではないかと。

### ○ 地域等における資本調達の枠組みにおける証券会社によるクラウドファンディングの活用

- ・ 地域等における資本調達の枠組み（後記4.）において、証券会社が介在し、インターネットを用いた資本調達が行われる場合にも、何らか、クラウドファンディングの活用が考えられるのではないかと。

### ○ 企業内ベンチャー等によるクラウドファンディングの活用

- ・ 例えば、企業内ベンチャーの企画する事業について、クラウドファンディングの手法を用いて、多くの人々から上手く資金調達できたとすれば、そのこと自体が、企画する事業についての今後の展開を考える上での、ひとつの市場調査結果として活用され得るのではないかと。

### ○ 先端技術を用いた事業への応用の可能性

- ・ クラウドファンディングによる資本調達は、例えば、芸術や食品関連の事業など、一般の人々が共感をベースに出資できるものについては、比較的馴染み易いと考えられる。他

方、医薬品や先端医療のような専門知識が必要な分野など、事業への投資判断が困難なものについて、どのように応用していけるかが課題になると考えられる。例えば、大学等が主催するビジネスコンテスト等と何らかりンクさせることで事業への投資判断性に道筋をつけるなどして、こうした先端技術を用いた事業についての資本調達にクラウドファンディングを活用することが考えられないか。

### (3) 枠組み整備にあたっての論点

本検討懇談会においては、金銭的リターンを伴う「投資型」のクラウドファンディングを念頭に検討を行ったが、「投資型」のクラウドファンディングであっても、「寄付型」など金銭的リターンを伴わないクラウドファンディング同様、出資者の事業に対する共感等に基づき、小口の資金を集めるものであるという点が重要な特徴<sup>(注4)</sup>となっていく可能性が高いと考えられ、この点を活かした枠組みの整備が行われていくことが望ましい。

(注4) 匿名組合契約を用いたクラウドファンディングを取扱う仲介業者が行った出資者へのアンケート調査によれば、出資の動機は、事業への共感、支援によるものが大半を占め、リターンのみを期待して出資を行う者は限定的。

また、クラウドファンディングは、インターネットを用いて多数の者から資金調達を行う仕組みであることから、それが詐欺的な行為等に用いられることのないよう、出資者の信頼を確保できる枠組みとするための留意が必要ではあるが、これまで比較的自由に発展してきたクラウドファンディングの健全な発展を阻害してしまうことのないよう過剰な規制や事務手続を生じさせないための留意も必要である。

その際には、一律に法令による規制を用いるのではなく、自主規制ルールも最大限に活用して、制度整備を図っていくことが検討されるべきではないか。なお、インターネットを用いた取引については、詐欺的な行為等が行われやすいとの見方がある一方、インターネットでは履歴が残ること、情報が多数の者の目に晒されること等から詐欺的な行為が発覚しやすいとの指摘もあり、そうした特徴も踏まえた検討が必要と考えられる。

本検討懇談会においては、上記の考え方を前提に、クラウドファンディングの枠組み整備について、以下の論点の整理を行った。

- ① 現在のクラウドファンディングは、匿名組合契約によるものが中心であるが、株式については、会社法に基づくより充実した株主保護の仕組みが存在する。このこと等を踏まれば、株式の利用がより図られるべきものとも考えられ、クラウドファンディングによる資本調達の枠組み整備に当たっては、匿名組合契約によるものと、株式形態によるものと

の両方を視野に入れた検討が進められるべきでないか。また、後述する新たなグリーンシート銘柄制度との接続についても留意が必要ではないか。

- ② クラウドファンディングにおいては、事業者には、資本調達を行うインターネットサイト上で、自身のキャリア等も含め、資本調達の対象となるプロジェクトの推進にあたり直面するリスクや課題、資金使途等についてしっかりと開示させることが必要である。他方で、財務情報については、有価証券届出書に掲載されている金融商品取引法上の財務諸表や会計監査といったことまで求めると、事業者の負担が大きくなり過ぎて枠組み自体がワークしなくなるおそれがある。どこまでの開示を求めるかについては、対象企業の経営の実態等も踏まえながら、さらに慎重な検討がなされるべきではないか。
- ③ 非上場企業の株式については、従来、証券会社は取扱えないこととされてきたが、クラウドファンディングによる資本調達が想定される企業などを含め、上場会社並みの開示等が望めない企業の株式こそ、信頼できる仲介業者が適切に取り扱った方が、より投資者保護に資するのではないか。また、クラウドファンディングの枠組み整備にあたっては、証券会社が積極的に関与しながら自主規制ルール等の整備を行い、それを最大限活用していくことが望まれる<sup>(注5)</sup>。

(注5) ただし、その場合にも、仲介業者の負担が過度なものにならないような配慮が必要である。現在、匿名組合契約を用いたクラウドファンディングを扱う仲介業者においては、資金の募集に際し、事業計画や資金使途等をはじめとする事業者のデューデリジェンスを行っている他、募集後においても事業者の定期的な財務状況のモニタリング等を行っている。こうした取組みは、枠組みを整備していく際のひとつの参考になるのではないか。

- ④ 上記のように、事業者による情報の開示や、仲介業者の関与等を確保したとしても、それには一定の限界があると考えられ、投資者側には、クラウドファンディングにおける出資の性質・特徴等を正しく理解し、最終的には自己責任に基づく行動がとられるよう促していくことが重要ではないか。また、クラウドファンディングにおける出資については、自己責任を原則としつつ、一人当たりの投資額や募集総額に一定の上限を設けて<sup>(注6)</sup> リスクの度合いを小さくすることにより、投資者保護を図っていくことが現実的であると考えられるのではないか。

(注6) 米国JOBS法においても、クラウドファンディングについては、各投資家の投資額及び募集総額に一定の上限が設けられている。



## 4. 地域等における資本調達の様相

### (1) 現状

証券会社を通じて、ベンチャー企業などの非上場企業の株式を売買する制度として、日本証券業協会において運営を行うグリーンシート銘柄制度がある。グリーンシート銘柄制度は、多様な投資家の取引ニーズに対応するため、平成9年に創設された。

具体的には、非上場企業のうち、上場企業並みの情報開示（会社内容説明書等）を行うことができ、投資家が相応の投資判断材料を入手することのできる企業の株式について、一定の要件のもと、証券会社（日本証券業協会による指定を受けた取扱証券会社）による投資勧誘が認められている。グリーンシート銘柄制度については平成9年の創設以降、日本証券業協会において、累次の見直しが図られながら、運営が行われてきたところである。

平成17年の旧証券取引法改正の際には、グリーンシート銘柄が、証券取引法（現金融商品取引法）上の「取扱有価証券」として位置付けられ、売買・気配の報告、協会による相場表の公表など法律上の義務が課されるとともに、インサイダー取引規制等の不公正取引規制が導入された。同時に、日本証券業協会の規則においても、適時開示の義務が新たに課されるとともに、リージョナル銘柄区分が廃止されている。

グリーンシート銘柄制度の足許の現状をみると、近年制度利用企業が減少し、売買も減少するなど、その目的・役割を果たしているとは言い難い状況にある<sup>(注7)</sup>。

(注7) 指定銘柄数は平成16年(96銘柄)をピークに減少を続け、平成25年3月末時点で37銘柄。年間売買代金は約4,000万円(平成24年)。取扱証券会社数も、平成25年3月末時点で9社となっている。

その要因としては、様々指摘があるが、例えば、

- ・ 新興市場等における取引所の上場基準の引下げなどの環境変化を背景に、非上場企業がグリーンシート銘柄制度を利用するインセンティブが低下したこと、
- ・ 制度創設以来、グリーンシート銘柄を扱う証券会社が限られており、制度普及のための裾野の広い取組みが困難となっていること、
- ・ グリーンシート銘柄制度における売買代金が減少を続ける一方、会社情報の定期的な開示や適時開示など、制度利用にあたって非上場企業に求められる対応がそれに比して重い負担となっていること

等が指摘されている。

平成23年9月に日本証券業協会が設置した「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」の報告書（以下「グリーンシート懇談会報告」）においては、上記のような点を念頭に、現在の

グリーンシート銘柄制度のあり方を見直し、制度を再構築していく必要がある旨の指摘がなされている。

## (2) 見直しにあたっての論点

グリーンシート銘柄制度の抜本の見直しにあたっては、以下のニーズに応える必要性が指摘されている。

- ・ 新たなグリーンシート銘柄制度においては、新規・成長企業の資本調達ニーズに的確に応えることが求められる。その際には、クラウドファンディングを用いるような創業前後のアーリーステージ企業の調達ニーズよりも、より大きい規模の調達額を念頭に置いた制度設計が望まれる。また、上場市場ほどの高度な流通機能は必要としないまでも、株式換金のニーズには十分応えられる場を提供する必要がある。
- ・ 地域の鉄道会社や百貨店、老舗企業のような地域の非上場企業の株式については、株主優待なども含めて、地元の個人などに株式の保有や取引のニーズがあり、こうした企業の株式の取扱いニーズにも的確に応えていく必要がある。また、こうした企業の株式を新たなグリーンシート銘柄制度の枠組みにおいて取扱い可能とすることで、これら企業の資本調達がより行いやすくなることが期待される。

この点に関連し、グリーンシート懇談会報告においては、こうした企業の資本調達ニーズや株式保有者の換金ニーズに適切に対応していく必要があるが、限定された投資家間での発行・流通を前提とし、上場市場ほどの高度な流通機能は求めない旨の提言がなされている。

本検討懇談会においては、上記のような現状・指摘等を踏まえ、現在のグリーンシート銘柄制度をどのように再構築していくことが適当か、以下の論点の整理を行った。

### ① 株式発行・流通の範囲等

株式発行・流通の範囲については、例えば、「地域」を切り口に、企業所在地域の投資家（企業を良く知る馴染みの深い者）による出資や、その間での流通が考えられるのではないかと。更に、企業の「継続的取引先」や、将来的な企業活動の拡大も視野に入れ、継続的取引先になることが想定される者など、企業と一定の関係性を有する者も対象に含めることを検討する余地があるのではないかと。

なお、その際、流通の範囲を制限する方法としては、会社法に基づく譲渡制限の枠組みのほか、現在店頭取扱有価証券に用いられている発行会社・証券会社・投資家の3者間での譲渡制限契約の手法などを活用することが考えられるのではないかと。

## ② 発行会社による情報開示

現在のグリーンシート銘柄制度においては、会社内容説明書や適時開示など、上場企業に準じた情報開示が求められているが、例えば、企業を良く知る一定の関係性を有する投資家間での流通であることなどを前提とすれば、上場企業ほどの厳格な規制を求める必要はないと考えられるのではないか。例えば、現在の会社内容説明書の記載事項については、会社法に基づく事業報告等を活用するなど、その簡素化の検討が望まれる。また、その内容について一律に会計監査まで求めることは必ずしも現実的ではなく、例えば、ホームページなどで公表させ、一般の目に触れさせること等により、その適切性を確保していくような工夫が考えられないか。

なお、現在1億円以上の資本調達については、法定開示義務の対象であるが、新たなグリーンシート銘柄制度における資本調達の規模がそれを上回ることも念頭に置いた検討が行われることが望ましい。

## ③ 柔軟な枠組みの下での適切な担い手の確保

仲介業者については、クラウドファンディング（前記3.）と同様に、必ずしも法令による一律な規律を及ぼすのではなく、自主規制ルール等を活用し、その中で、取引の勧誘の開始基準や仲介業者が遵守すべきルールを定め、それを履行できる者に限って取扱いを認めるといった工夫が必要ではないか。

その際には、新たなグリーンシート銘柄制度の対象となる非上場企業の株式を選定して取り扱う証券会社については、自主規制機関による指定の枠組みを活用し、その業務の一層の適切性を確保するとともに、幅広い換金ニーズに対応するためには、一定の適切性を確保するためのスクリーニングをかけた上でより幅広い証券会社による仲介も可能とすることが考えられないか。

## ④ 取引・気配情報等の公表

取引・気配情報等については、現在のグリーンシートと同様、何らかの公表を行う枠組みが必要ではないか。その際には、現在同様、日本証券業協会を通じて適時公表する方法や、証券会社単位で公表の上、日本証券業協会による集約・公表を行うといった方法などが考えられるが、投資者にとっての利便性や取引の公正の確保を図りつつ、新たなグリーンシート銘柄制度の枠組みにおいては上場市場ほどの高度な流通機能が想定されないことや証券会社の事務負担などにも留意して、適切な方法が検討されるべきではないか。

## ⑤ 不公正取引規制

新たなグリーンシート銘柄制度の枠組みにおいては、上場市場ほどの高度な流通機能は想定されず、一定の適切性が確保された仲介業者が関与することが想定される。

現在のグリーンシート銘柄制度では、一般的な不公正取引規制に加え、インサイダー取引規制や適時開示義務が課されており、多くの非上場企業にとって、これらへの対応が負担となっているとの指摘がある。加えて、平成 17 年のインサイダー取引規制等の導入に伴い、これら規制に対応すべく、証券会社は、グリーンシート銘柄として取引される株式等の発行者に対し、事情聴取等に積極的に協力する旨の同意書の提出を求めているが、発行者が、その負担等から銘柄指定を敬遠するようになったとの指摘もある。

新たなグリーンシート制度においては、上記の点を踏まえ、法令や日本証券業協会のルールにより、一般的な不公正取引を排除するための枠組みが整備されることは必要と考えられるが、インサイダー取引規制やその前提となる適時開示義務の適用については、見直しの検討が行われるべきではないか。

新たなグリーンシート銘柄制度のあり方については、上記の検討も踏まえ、日本証券業協会においても引き続き検討が行われるべきである。なお、その際には、現在のグリーンシート銘柄の新たな制度における位置付け等についても、併せて検討が行われるべきとの指摘があった。

## 5. 新規上場促進策・ベンチャー投資活性化策等

### (1) 現状

#### ① 新規上場の現状

日本のIPO（新規株式公開）社数は、平成19年以前は100社を超える水準で推移していたが、平成20年以降は100社を下回って推移している。しかし、近年は回復傾向にあり、地方を拠点とする企業の上場も増えてきている。また、本年（平成25年）のIPO社数は60社～70社になるとの予測もある。

日本のIPOについては、1社当たりの公募・売出しの規模が、米国等と比較して小規模であるとの特徴があり、最近3年間（平成22（2010）年～24（2012）年）のIPO120社のうち、公募・売出し規模が10億円未満の企業が69社と過半数を占めている。他方、米国においては、2012年のNASDAQ、NYSE合計129社中、公募・売出しが10億円未満のものは1社のみであった。これは、日本では、小規模でも成長性のある企業や地域企業の株式上場に、証券会社が積極的に取り組んでおり、比較的早い段階で規模の小さいIPOを行うことが可能な環境になっているとの評価ができる。他方で、米国のベンチャー・キャピタルが一定のリターンを求め、対象企業がある程度の規模に達するまで企業への支援を続けている一方、日本のベンチャー・キャピタルは十分に育っていない段階の企業も上場させることになりがちであり、今後は、IPO後の成長支援も積極的に行っていくことが求められるのではないかと指摘もある。

また、IPOを行った企業へのインタビュー等によると、IPOのメリットとして、ブランド力の向上やビジネスチャンスの拡大を挙げるものが多い一方、資金調達を挙げる企業は必ずしも多くない。今後、IPO市場を、資本調達の場として一層機能させていくことが重要な課題となるが、あわせて、IPOを促進していく上では、上場に係る負担の軽減だけでなく、ブランド力を含む上場のメリットを一層高めていくことも有効な手段となるのではないかと指摘があった。

#### ② エンジェル投資・ベンチャー投資の現状

米国におけるエンジェルの年間投資額が、1.5兆円程度と言われているのに対し、我が国でエンジェル税制を利用した個人投資家の投資額は年間約9.9億円（平成23（2011）年度）に過ぎない。

また、ベンチャー・キャピタルの年間投融資額は、米国では約2.3兆円（2011年）であるのに対し、我が国では約1,240億円（平成23（2011）年度）に留まっており、約20倍にも上る格差

が存在する。日本におけるベンチャー投資の出口でも、近年IPOの比率が減少する一方、会社経営者による買戻しが増加しており、日本のベンチャー・キャピタルにおいては十分なリスクテイクが行われておらず、それが経営者の負担につながっているのではないかと指摘もある。

このように日本における上場前の企業に対するリスクマネーの供給が低迷する背景として、従前は銀行がローンの継続的な更新により一種の擬似エクイティを提供する役割を果たしてきたことが指摘されたが、近年、金融機関におけるリスク管理等が厳格になるにつれ、銀行はリスクマネーを扱いにくくなってきたとの指摘もある。こうした指摘を踏まえれば、銀行に代わり、リスクマネー供給の担い手の中心となるべきベンチャー・キャピタル等の育成が、ますます重要になってきているのではないかと。

また、日本における新規・成長企業を取り巻く環境については、ベンチャー・キャピタル等による資金供給の側面だけでなく、起業家を育てる文化や起業スキルの不足といった問題も挙げられており、これらへの対応も重要な課題となるのではないかと。

## (2) 課題

上記のような現状を踏まえ、本検討懇談会においては、新規上場促進策やベンチャー投資活性化策について、以下のような指摘がなされた。

### ① 新規上場の促進策

- ・ 新規上場の促進を図っていく上では、取引所や証券会社等がそのネットワークを活用し、上場を目指す地元の企業の発掘、そうした企業経営者等に対する助言・育成を図っていく等の取組みを更に強化していくことが重要である。また、その際には、新規企業のみならず、既存企業の第二創業や既存企業からのカーブアウトなどの動きにも目を向けていくことが重要である。
- ・ 新規上場のコストを低減させる観点からは、例えば、内部統制報告書の提出に係る負担を一定期間軽減することや、有価証券届出書において提出が求められる財務諸表の年数を限定すること等について、金融庁において検討する方針が示されているところであり、そうした検討が進むことを期待したい。
- ・ 金融庁においては、上記に加え、有価証券の募集・売出しに際してのプレ・ヒアリングに関する法的な整理についても検討する方針が示されているが、これは、新規上場やその後の新興市場等における資金調達の際の値決めや配分等を適切に行っていく上でも重要な課題であり、今後、具体的な検討が進むことを期待したい。
- ・ また、マザーズ上場企業の中で、ビジネスモデルや技術力等の面で優れた企業を、テーマ銘

柄やインデックスにするなど、上場のブランド力をより高める工夫を行っていくべきとの指摘があった。

## ② エンジェル投資促進策

- ・ 新規・成長企業に対するリスクマネー供給を促進していく上では、いわゆるエンジェル投資の役割も重要である。現在、これを後押しするための税制上の措置として、エンジェル税制があるが、現在のエンジェル税制は、申請手続や提出書類等が複雑であり、その利用が進んでいないとの指摘がある。エンジェル投資を促進する上では、エンジェル税制をより使い勝手の良いものとしていく工夫が必要であり、書類や手続の簡素化など運用面の改善の可能性も含め、検討を行っていくことが必要ではないか。
- ・ また、特に目利きに専門性が必要と考えられるベンチャー企業については、個人より企業の方が資金の出し手として重要な役割を果たし得るとも考えられ、そのような企業によるベンチャー投資を促進するような税制措置（企業版エンジェル税制）が考えられないか。
- ・ その他、LLC（合同会社）を活用するなどして、既存企業からのカーブアウトや、産学連携による大学等の研究成果の有効活用を促進するような措置が考えられないかとの指摘があった。

## ③ ベンチャー投資促進策

ベンチャー投資の促進を図っていく上では、リスクマネーの「供給者」、「需要者」の両面から、実務上の課題を検討していくことが重要ではないか。この点に関しては、以下のような指摘があった。

- ・ 「供給者」については、日本におけるベンチャー投資の多くは、上場が果たされない場合において、株式の買戻し契約が前提とされているなど、エグジットの途が限定される傾向にあり、それが企業経営者側の負担になっているとの指摘がある。ベンチャー・キャピタルにおいては、より積極的なリスクテイクと、投資先のベンチャー企業等に対するより中長期的にコミットした息の長い支援を行っていくことが重要でないか。
- ・ 「需要者」であるベンチャー企業等においても、ベンチャー投資の供給者の側からの継続的な支援が確保されるよう、人材面を含めた経営基盤の確立が必要であり、このためにも、経営者や経営者をサポートする人材の育成が重要な課題となっているのではないか。この点、例えば、ベンチャー企業における経営戦略や財務の専門家（CEO/CFO）の人材育成・供給を図るため、プラットフォームの構築や、経営塾の創設、優秀なCFOを賞賛する仕組みなどが考えられないか。

- 更には、ベンチャー企業と資金供給者側のマッチングを図る観点から、ベンチャー企業とファンド、証券会社等の関係者が交流できるような場の構築や、エンジェル投資家を組織化・ネットワーク化してベンチャー企業がアクセスしやすい仕組みを作ること等が考えられないか。



## 6. おわりに

以上は、新規・成長企業へのリスクマネー供給強化に向けた各般の取組みについて、本検討懇談会における議論を通じ把握された、課題・ニーズ等を取りまとめたものである。

新規・成長企業へのリスクマネー供給機能の強化に関しては、去る6月5日、金融審議会においても諮問がなされており、今後、具体的な制度設計等の検討が本格化すると考えられるが、ここで指摘した課題・ニーズ等も考慮の上、幅広い検討が行われることを期待する。

## 米国 J O B S 法におけるクラウドファンディング規制の概要

---

### ○ 投資額規制

- ・ 募集総額要件（年間 100 万ドルが上限）
- ・ 各投資家の投資総額要件  
（例：年収 10 万ドル未満であれば、2,000 ドル又は年収の 5%のいずれか大きい方を超えないこと等）
- ・ 購入後 1 年間、譲渡禁止

### ○ ファンディング・ポータルに係る規制

- ・ SEC への登録義務、SEC による調査・監督
- ・ 自主規制機関への登録義務
- ・ 投資家への説明、リスク等の開示義務
- ・ 詐欺のリスクへの対応を講じる義務
- ・ 投資アドバイス、推奨、ファンド・証券の保管・運用等の禁止

### ○ 発行者に係る規制

- ・ SEC、投資家、ファンディング・ポータルへの情報提供義務  
（財務状況、事業計画、資金用途等）
- ・ 事業報告書及び会計書類の SEC への提出義務
- ・ 重要な事実の虚偽表示等についての責任 等

※ J O B S 法は 2012 年 4 月に成立したが、クラウドファンディングに関係する S E C 規則は策定されておらず、未施行。

## 「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」の設置について

平成 25 年 4 月 8 日  
日本証券業協会

### 1. 趣旨

現在、政府の産業競争力会議では、新規・成長企業へのリスクマネー供給強化に向けた金融面からの取組みについての議論が行われており、金融庁においても、クラウドファンディングや地域における資本調達を促す枠組み等についての検討を行う旨が表明されている。これらの具体化を検討するに当たっては、それらが広く利用されるものとなるよう、市場関係者等のニーズを的確に把握し、それを踏まえた枠組みを検討していくことが重要であると考えられる。

については、これらを具体化するに当たっての課題・問題点等、市場関係者のニーズ等について意見交換の場を提供するため、本協会会長の諮問機関として、市場仲介者である会員を中心に構成する「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」（以下「本懇談会」という。）を設置することとする。

### 2. 検討事項

次の内容に関し、市場関係者のニーズ等を踏まえつつ、具体的な検討に当たっての課題・問題点等の洗出し等を行う。

- ① クラウドファンディング
- ② 地域における資本調達を促す枠組み
- ③ その他

### 3. 構成及び運営

- (1) 本懇談会の委員は、20 名程度とする。
- (2) 本懇談会の委員は、会員の役職員、有識者、市場関係者及び関係機関により構成する。
- (3) 本懇談会には、委員から選任した座長を置く。
- (4) 本懇談会には、オブザーバーを置くことができる。
- (5) 本懇談会は、その検討状況について、適宜、自主規制会議及び証券戦略会議に報告する。

### 4. 検討期間

本懇談会は、平成 25 年 6 月末までを目途に一定の検討を行う。

### 5. 事務局

本懇談会の事務局は、金融庁総務企画局市場課の協力を得て、本協会自主規制本部エクイティ市場部が行う。

以 上

新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会委員名簿

平成 25 年 4 月

日本証券業協会

座長	大崎 貞和	(株式会社野村総合研究所)	未来創発センター) 主席 研究員)
委員	安部 英俊	(ふくおか証券株式会社)	代表取締役副社長)
〃	磯橋 敏雄	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社)	公開引受部長)
〃	今村 九治	(今村証券株式会社)	代表取締役社長)
〃	木村 浩樹	(木村証券株式会社)	代表取締役社長)
〃	小林 昭広	(大和証券株式会社)	執行役員 (グローバル・インベストメン ト・バンキング副担当)
〃	小松 修	(ひろぎんウツミ屋証券株式会社)	執行役員) 経営企画部長兼商品開発部長)
〃	小松 真実	(ミュージックセキュリティーズ株式会社)	代表取締役)
〃	柴田 誠史	(松井証券株式会社)	営業開発部長)
〃	白石 徹	(みずほ証券株式会社)	I B 業務推進グループ・) 公開引受部長)
〃	出縄 良人	(日本クラウド証券株式会社)	取締役会長)
〃	徳原 信博	(エース証券株式会社)	執行役員専務)
〃	古澤 知之	(金融 庁)	総務企画局市場課長)
〃	前川 雅彦	(野村証券株式会社)	執行役員(営業部門事業法人兼 I B 企業金融担当)
〃	松岡 純也	(マネックス証券株式会社)	投資銀行部長)
〃	三浦 裕	(ゴールドマン・サックス証券株式会社)	法務部マネージング・ディレクター シニア・リーガル・カウンセラー)
〃	守田 和盛	(株式会社 S B I 証券)	執行役員常務) (資本市場部管掌)
〃	吉岡 秀二	(S M B C 日興証券株式会社)	エクイティ本部長補佐)
オブザーバー	島村 昌征	(一般社団法人 第二種金融商品取引業協会)	事務局 長)

以上 19 名

(敬称略 五十音順)

「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」における検討の経過

	開催日時	議事内容
第1回	平成25年 4月26日	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 本検討懇談会の設置趣旨等について</li> <li>○ 委員等からのプレゼンテーション <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 日本におけるクラウドファンディングの現状等 (ミュージックセキュリティーズ 小松委員)</li> <li>➤ グリーンシート銘柄制度の現状と課題 (日本証券業協会)</li> </ul> </li> </ul>
第2回	5月24日	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 委員からのプレゼンテーション <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ IPOの現状・今後の展望、ベンチャー投資活性化策 (野村証券 前川委員)</li> </ul> </li> <li>○ クラウドファンディングに関する追加的討議</li> </ul>
第3回	6月3日	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 委員からのプレゼンテーション <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ グリーンシート銘柄制度への一考察 (今村証券 今村委員)</li> <li>➤ 九州における資金調達の実況と課題 (ふくおか証券 安部委員)</li> </ul> </li> <li>○ 地域等における資本調達を促す仕組みに関する追加的討議</li> </ul>
第4回	6月24日	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 本検討懇談会における議論の整理</li> </ul>

以上