

「金商法改正によるクラウドファンディング新制度とその活用」

2014年7月23日

株式会社 出縄 & カンパニー

代表取締役/公認会計士 出縄 良人

自己紹介

出縄良人(でなわよしと) 公認会計士/税理士
(株)出縄&カンパニー代表取締役
嘉悦大学 経営経済学部講師

- 1983年 慶應義塾大学経済学部卒業。
監査法人太田哲三事務所(現:新日本有限責任監査法人)入社。
主に、上場コンサルティングに従事。
- 1993年 (株)ディー・ブレイン(現:クラウドバンク・インキュラボ(株))を設立。
中小企業向けコンサルティング活動を開始。
- 1997年 ディー・ブレイン証券(現:日本クラウド証券)を設立。1999年より2010年まで 代表取締役社長、2013年から2014年まで取締役会長。
日本証券業協会のグリーンシート主幹事で9割以上のシェア。2010年までに累計140社の資金調達を支援。
- 2001年 ディー・ブレイン証券が引受業務の認可を取得。2008年までに札証アンビシャス及び福証Q-Boardの主幹事12社。シェア6割。
- 2010年 (株)出縄&カンパニーを設立。
- 2011年 日本企業の海外向け情報発信ポータルSamuraiship.comを開設。
- 2013年 日本クラウド証券にて、貸付型クラウドファンディングのプラットフォームを構築しサービスを開始。
グローバル経営人倶楽部を発足。
- 2014年 日本クラウド証券の会長を退任。経営顧問に就任。
ファイナンス支援実務研究会を発足。

クラウドファンディング “Crowd Funding” とは？

- 資金を募集するプロジェクトや企業に対して、
- 主にインターネット等を通じて、
- 幅広く個人が応募して
- 小口の資金が流れる仕組み。

クラウドファンディング、5つの類型

- 寄付 (Donation) 型



- 購入 (Reward) 型



- 貸付 (Lending) 型



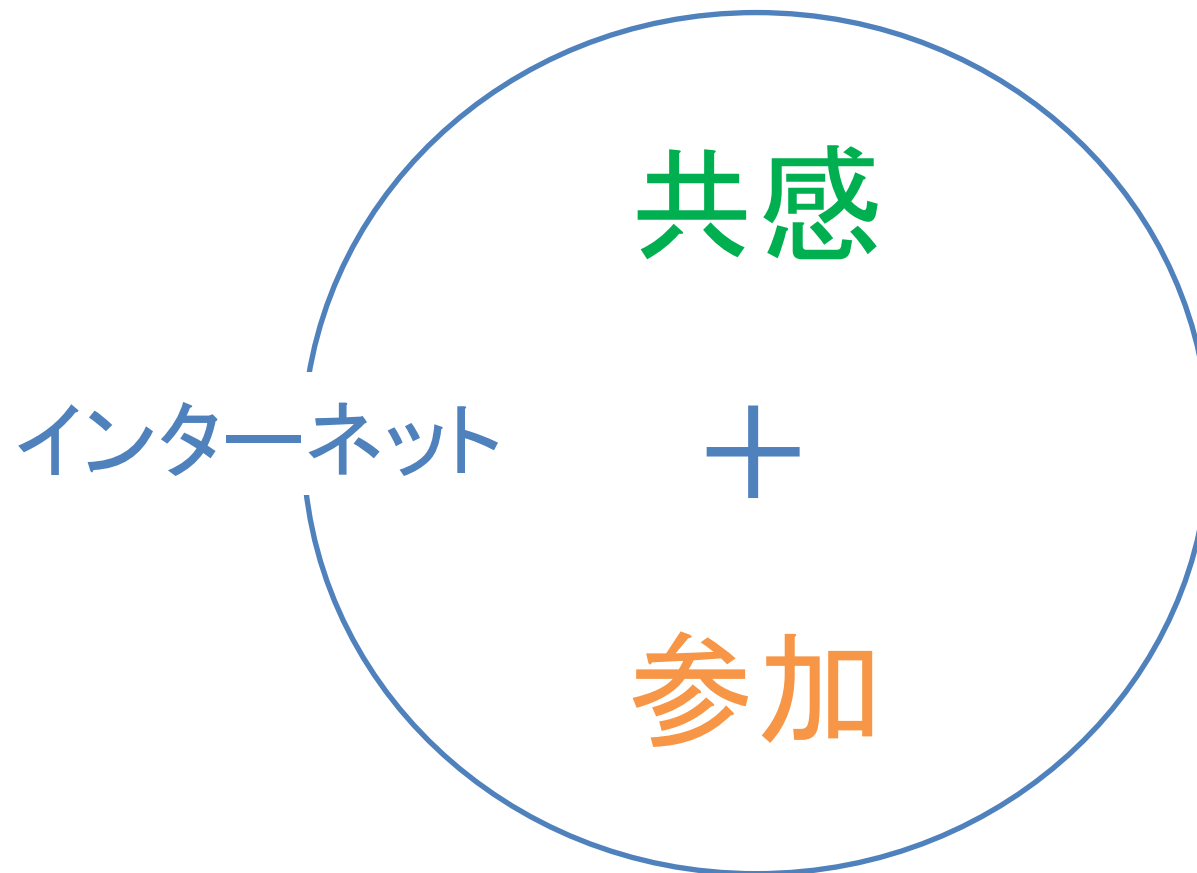
- ファンド (Revenue Share) 型



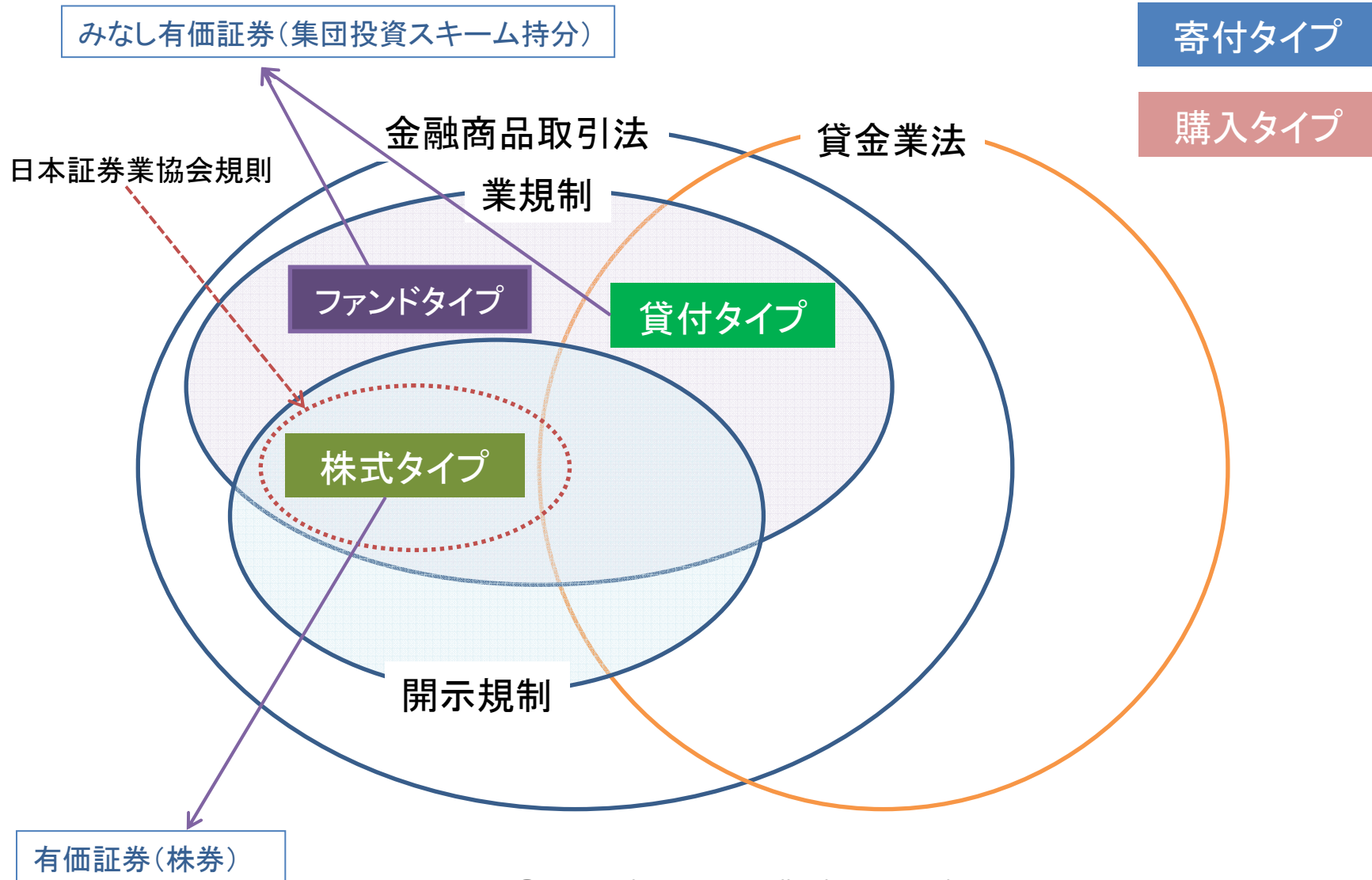
- 株式 (Equity) 型



クラウドファンディングに共通のキーワード



5つの類型における法規制



有価証券の募集に対する現状の金商法関連規制

			業規制			開示規制				
			業者募集	自己募集	自己運用	募集			私募	
						要件	1億円以上	1億円未満	1億円以上	
有価証券	株式	上場株式	第一種	規制なし	—	原則全て	届出 ※1	通知書 ※1	—	
		非上場株式 (店頭有価証券)	グリーンシート銘柄	第一種 ※2	規制なし	—	50人以上 勧誘	届出	通知書 ※3	不要
			その他の非上場株式	勧誘禁止 ※2	規制なし	—	50人以上 勧誘	届出	通知書	不要
みなし 有価証券	集団投資スキーム持分	事業投資ファンド	第二種	第二種	規制なし	500人以上 出資	不要	不要	不要	
		有価証券投資ファンド	第二種	第二種	投資 運用業	500人以上 出資	届出	通知書	不要	

※1 有価証券届出書は2期の財務諸表に監査報告書をつけた書類。一方、有価証券通知書は財務局に提出する2枚～3枚程度のもの。届出書を提出した企業は、有価証券報告書を継続的に提出する義務を負う。

※2 日本証券業協会の規則で非上場株式の証券会社による勧誘は原則禁止。一定の開示を行い、取扱証券会社が審査を行って適当と認めた銘柄を日本証券業協会がグリーンシート銘柄に指定。

※3 日本証券業協会が定める「会社内容説明書」による開示が必要。会計監査は初年度は1期のみ。

金融庁と日本証券業協会の動き

- 2011年9月 日本証券業協会「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」設置（2012年6月報告書）
- 2013年4月 日本証券業協会「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」設置（2013年6月報告）
- 2013年6月 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」設置（2013年12月報告）
- 2013年10月 日本証券業協会「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」設置（2014年6月報告）
- 2014年2月 金融庁が金融商品取引法改正案を国会に提出。
- 2014年5月 金融商品取引法改正案が成立。

従来の未上場株式制度の問題点と制度改革の方針

- 未上場企業が1億円以上の公募増資等(50名以上に勧誘することによる増資)により資金調達を行う場合には、原則として有価証券届出書を提出し、その後継続して、有価証券報告書を提出する必要がある。
- 1億円未満の未上場株式の募集については、有価証券届出書の提出義務はなく、自己募集は比較的容易であるが、インターネットを通じて第三者が募集取扱いを行う場合には、金商法上、第一種金融商品取引業者(証券会社)の登録が必要。
- 一方、第一種金融商品取引業者は、日本証券業協会の規則によって未上場株式の投資勧誘はグリーンシート銘柄を除き原則禁止。すなわち、インターネットを使った未上場株式の募集取扱いは、証券会社がグリーンシート銘柄として取り扱う場合のみ認められている。
- グリーンシート銘柄制度は利用が低迷。その原因として、上場企業並みの開示規制(有価証券報告書に準ずる書類や適時開示)によって発行会社の負担が大きいこと及び取扱証券会社が少ないことが挙げられている。
- そこで、グリーンシート制度の大幅な見直しとともに、インターネットによる募集取扱いができる新たな業者制度として、クラウドファンディング業者(第一種少額電子募集取扱業者)制度の新設する方針となった。

グリーンシート制度とは？

- ・日本証券業協会が「一定の要件」※を満たす店頭有価証券(未上場株式等)をグリーンシート銘柄として指定し、証券会社に投資勧誘を認めている制度。
- ・金融商品取引法では、「取扱有価証券」と定義され、上場有価証券に課されているインサイダー取引規制等、不公正取引規制の殆どが準用されている。
- ・証券会社は上場有価証券とグリーンシート銘柄等以外の株式は原則として投資勧誘できない。

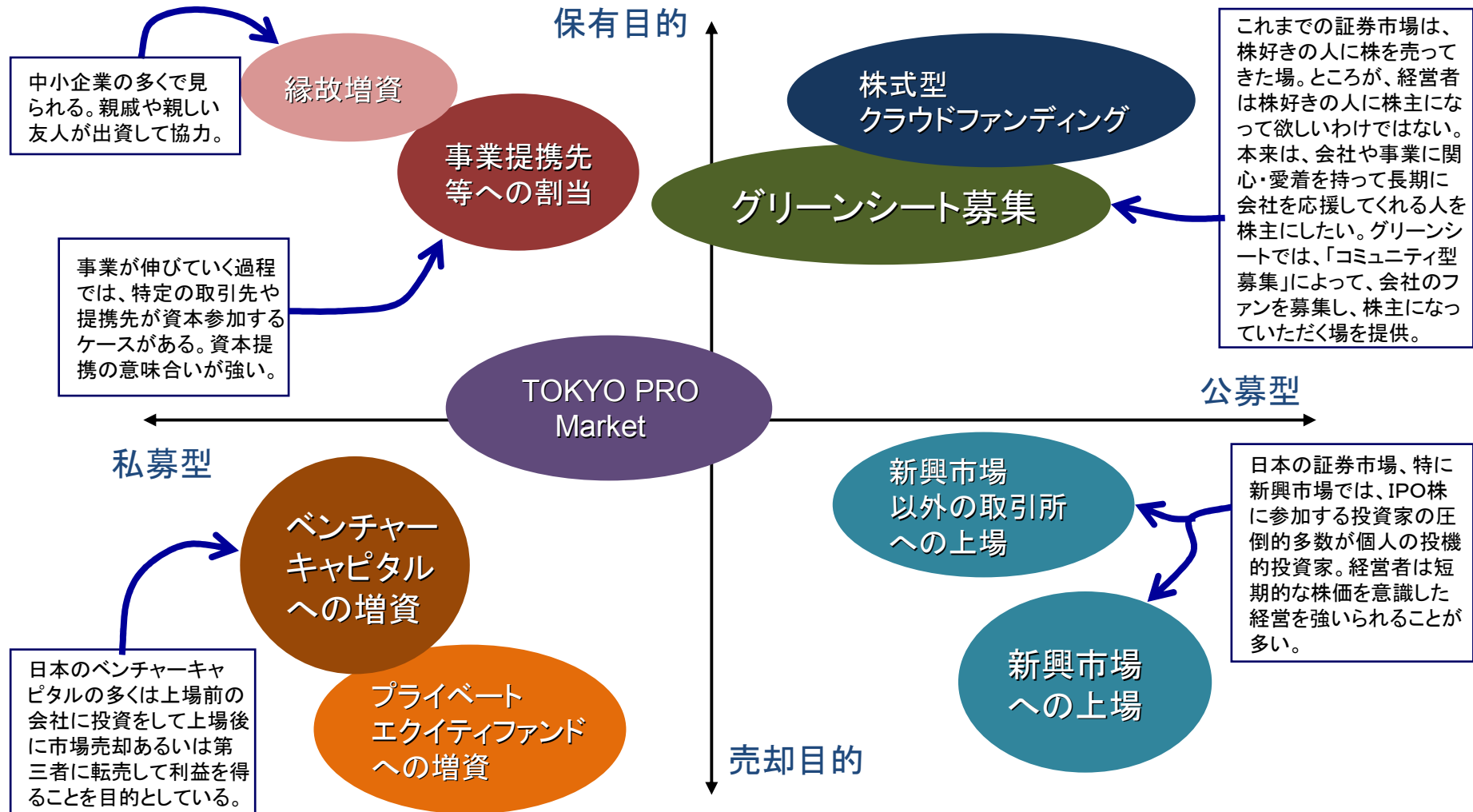
※一定の要件＝上場企業に準じた開示と取扱証券会社による審査等

【グリーンシート銘柄の取引の実態】

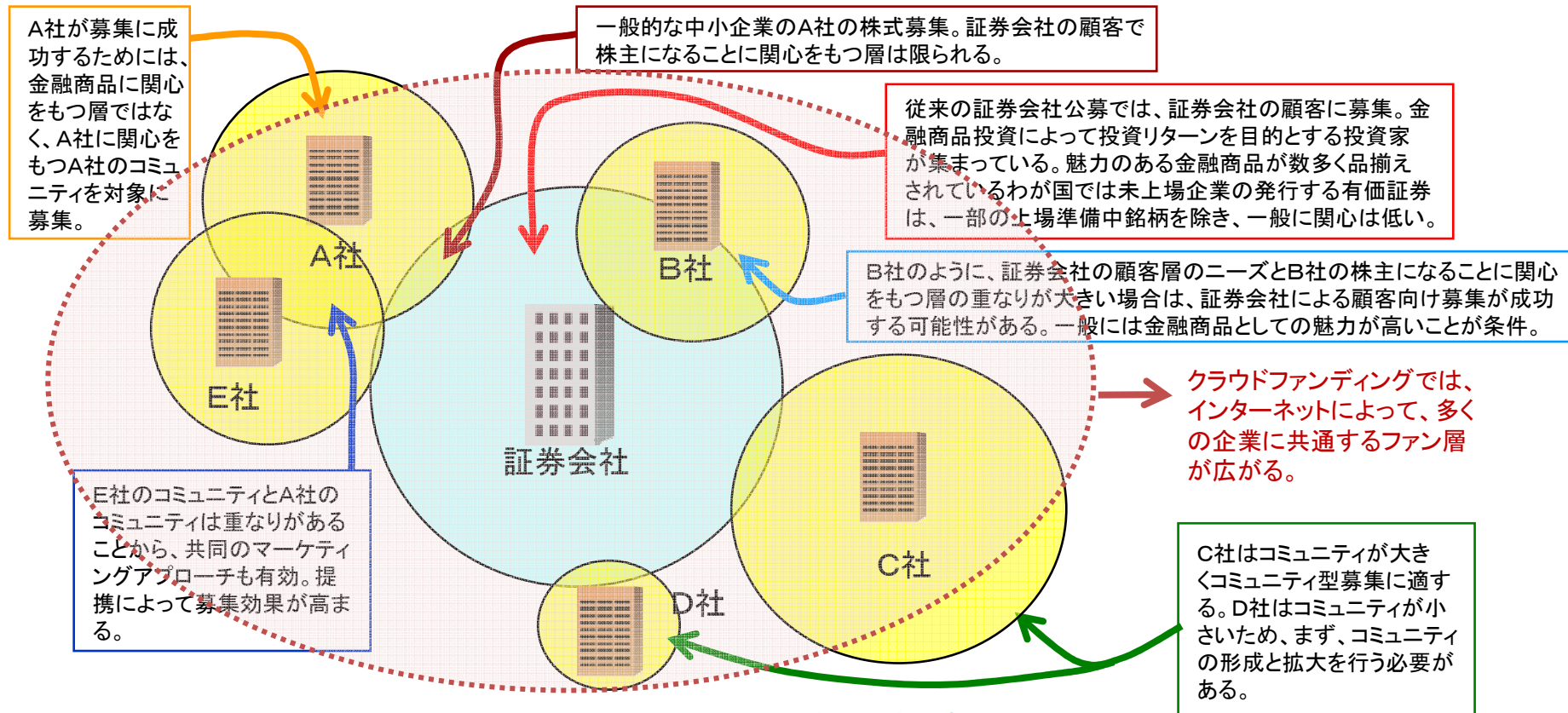
- 1997年の制度発足から現在までに証券会社の募集取扱いにより資金調達を行ったグリーンシート企業数は149社、資金調達の総額は114億円。
- そのうち、日本クラウド証券(旧ディー・ブレイン証券)が主幹事を務めたのは141社、112億円。1社平均の資金調達額は70百万円。
- 証券会社は毎日売買注文に基づいて、気配を提示し、相対で取引をつなぐ仕組み。売買高の多い銘柄でも週に数回程度の取引。1年間売買がない銘柄もある。
- グリーンシートから証券取引所に上場した会社は17社(うち5社は上場会社との経営統合)。

株式発行による資金調達の分類

株式発行等による資金調達(エクイティファイナンス)を分類する。日本では50名以上に声をかけて株式を発行すると公募(募集)になり、それ以外は私募となる。縦軸は投資目的による分類。



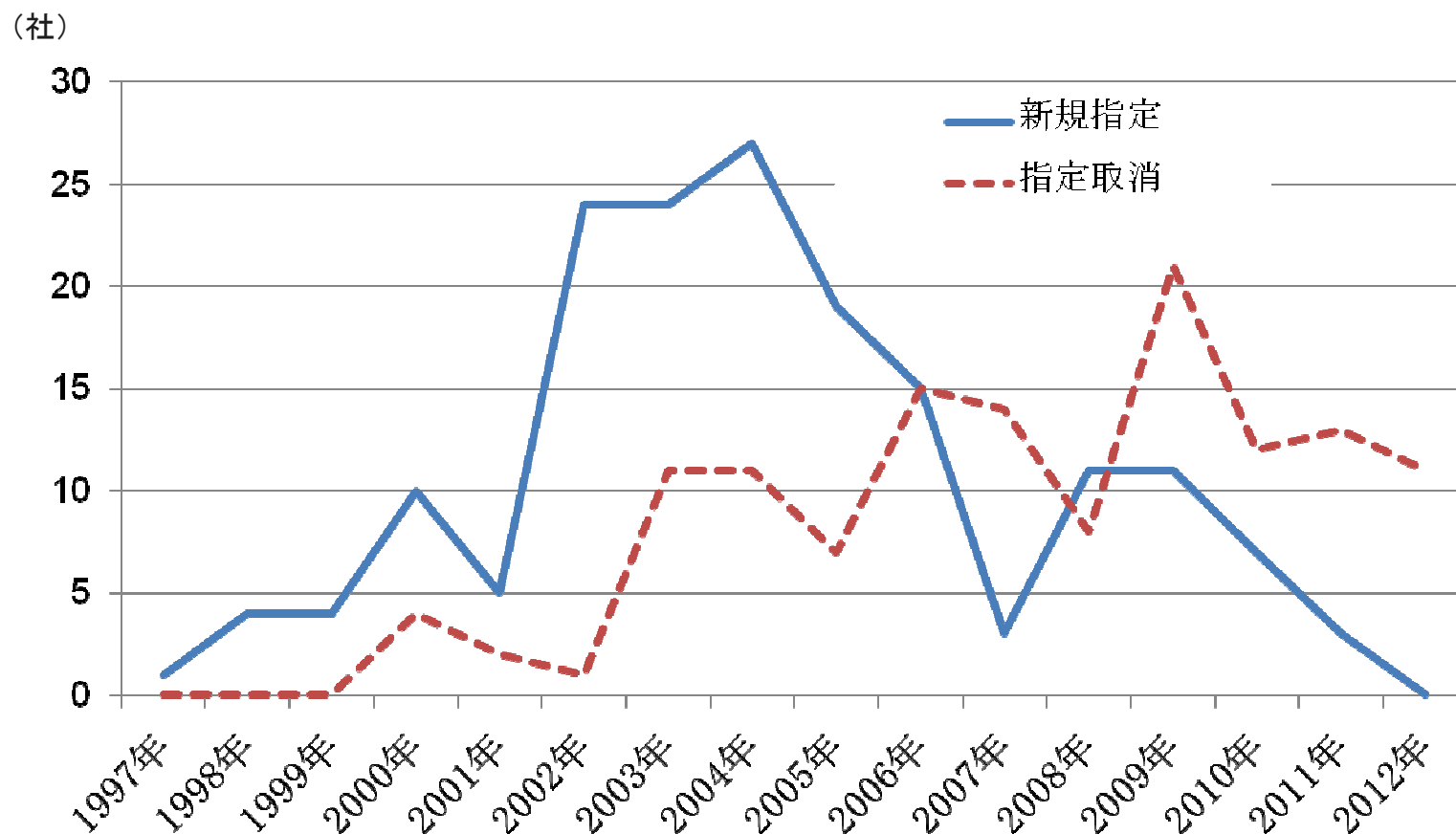
コミュニティ型(拡大縁故型)資金調達のアプローチ



コミュニティ型募集の成功事例

- ① 学習塾の名学館はFC加盟店180店を対象に株主を募集。9千万円を調達。
- ② 精密金属加工のマルマエは地元の商工会議所の経営者仲間と取引先企業経営者を対象に株主を募集。1億3千万円を調達。その後マザーズに上場。
- ③ BMW二輪車専門店のダッツはユーザーのBMWファンの顧客を対象に株主を募集。1億4千万円を調達。
- ④ グリーンシート専門のディー・ブレイン証券は、投資家の顧客を対象に株主を募集。3億円を調達。
- ⑤ ロードサイドファミリーホテルチェーンを展開する旅籠屋は、主にインターネットを通じて幅広く株主を募集。9千9百万円を調達。株主優待等により多くがコアのユーザーとなる。(クラウドファンディング型に近い。)

グリーンシート新規銘柄と廃止銘柄の推移



(日本クラウド証券集計データより作成)

金融商品取引法等の一部を改正する法律案の概要

家計の金融資産を成長マネーに振り向けるための施策をはじめとする『日本の金融・資本市場の総合的な魅力の向上策』を整備

成長戦略を金融面から加速・強化

市場の活性化

(新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等)

投資型クラウドファンディング^(注)の利用促進

- ◆ 少額（募集総額1億円未満、一人当たり投資額50万円以下）の投資型クラウドファンディングを取り扱う金商業者の参入要件を緩和
- ◆ インターネットを通じた投資勧誘において詐欺的行為等が行われることを排除するための行為規制を導入等

(注) 新規・成長企業等と投資者をインターネット上で結び付け、多数の者から少額ずつ資金を集める仕組み。

新たな非上場株式の取引制度

- ◆ 非上場株式の取引・換金ニーズに応える新たな取引制度を設けるに当たり、限定された投資家間での流通に留めることから、現行のグリーンシート銘柄制度^(注)とは異なり、通常の非上場株式と同様の規制を適用

(注) 現行の非上場株式の取引制度。上場株式に近い規制を適用。

金商業者の事業年度規制の見直し

- ◆ 「4月1日から3月31日まで」に限定されている現行の事業年度について、金商業者ごとに異なる設定をすることを許容

(注) この措置により、会計年度の異なる外国金融機関等の負担が軽減されるため、我が国への参入の促進が期待される。

市場の活性化

(新規上場の促進や資金調達円滑化等)

新規上場に伴う負担の軽減

- ◆ 新規上場後一定期間に限り、「内部統制報告書」に対する公認会計士監査の免除を選択可能

(注) 特に企業規模が大きく、社会・経済的影響力の大きな新規上場企業は対象外。

上場企業の資金調達の円滑化等

- ◆ 上場企業が自社株を取得・処分する場合には、「大量保有報告書」の提出を不要に（大量保有報告制度の対象となる株式から自社株を除外）

- ◆ 虚偽の開示を行った上場企業が流通市場の投資家に負う損害賠償責任を見直し（「無過失責任」から「過失責任」への変更等）等

(注) 上場企業が免責されるためには、企業側が「無過失」を立証した場合に限る仕組みとすることにより、投資者保護にも配慮。

市場の信頼性確保

ファンド販売業者に対する規制の見直し

- ◆ 第二種金商業者が、ファンドに出資された金銭が目的外に流用されていることを知りながら、その募集の取扱いを行うこと等を禁止

- ◆ 第二種金商業者について、国内拠点の設置等を義務付け等

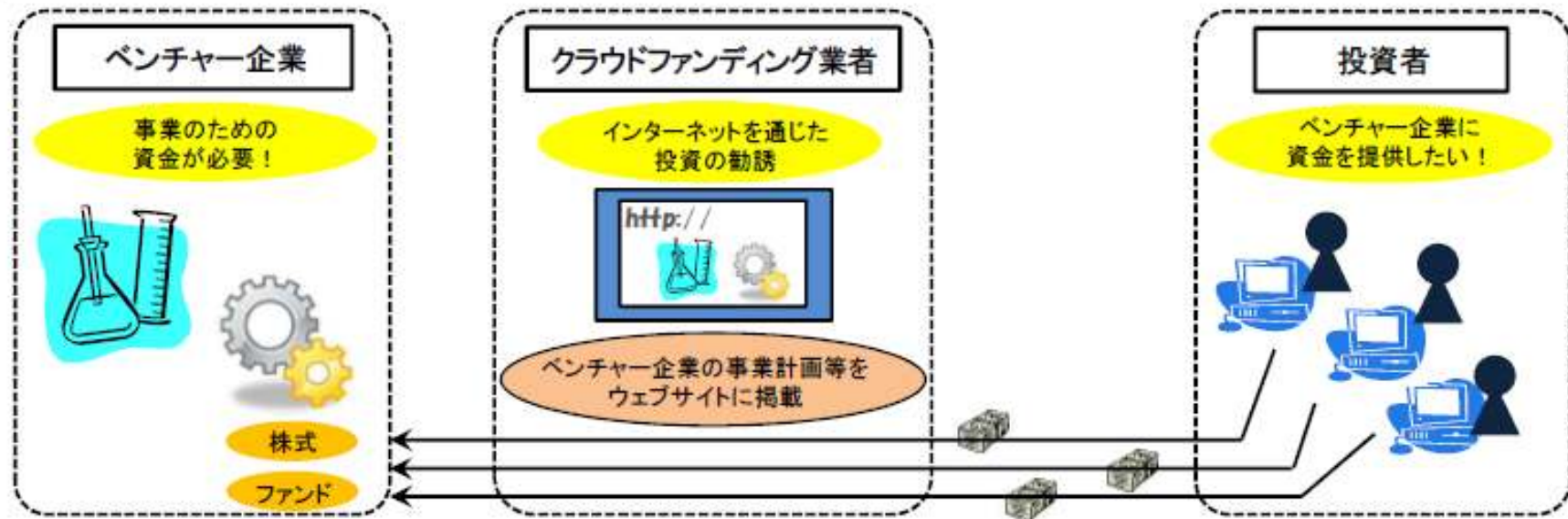
金融指標に係る規制の導入

- ◆ 特定の金融指標の算出者に対して規制を導入等

電子化された株券等の没収手続の整備

- ◆ 不公正取引等により取得した財産の没収手続について、没収の対象が電子化された株券その他の無体財産である場合の規定を整備

投資型クラウドファンディングの利用促進(第29条の4、第29条の4の2、第35条の3、第43条の5関係)



《現状》

- 有価証券を勧誘するためには、「金融商品取引業者」としての登録が必要。
 (「株式」の勧誘: 第一種金融商品取引業者 ～兼業規制あり、最低資本金5,000万円)
 (「ファンド」の勧誘: 第二種金融商品取引業者 ～兼業規制なし、最低資本金1,000万円)
- 非上場株式の勧誘は、日本証券業協会の自主規制で原則禁止。

《改正案》

参入要件の緩和等

- 少額^(注1)のもののみを扱う業者について、兼業規制等を課さないこととするとともに、登録に必要な最低資本金基準^(注2)を引下げ。(第29条の4の2、政令)
- 非上場株式の勧誘を、少額^(注1)のクラウドファンディングに限って解禁。(自主規制規則)

投資者保護のための ルールの整備

- 詐欺的な行為に悪用されることが無いよう、クラウドファンディング業者に対して、「ネットを通じた適切な情報提供」や「ベンチャー企業の事業内容のチェック」を義務付け。
(第29条の4、登録の拒否、第35条の3 業務管理体制の整備、第43条の5)

(注1) 発行総額1億円未満、一人当たり投資額50万円以下

(注2) 第一種金融商品取引業者: (現行)5,000万円 ⇒ 1,000万円。第二種金融商品取引業者: (現行)1,000万円 ⇒ 500万円。

新たな非上場株式の取引制度（第67条の18関係）

非上場企業（地域に根差した企業や新興企業など）の株式：取引・換金ニーズが存在。

現行制度

（日本証券業協会の自主規制に基づく）

【一般の非上場株式の場合】



- 投資勧誘は原則禁止。
- 一方で、非上場株式は、流通性が乏しいことも踏まえ、
 - インサイダー取引規制
 - 開示義務
 の適用対象外。

【グリーンシート銘柄の場合】



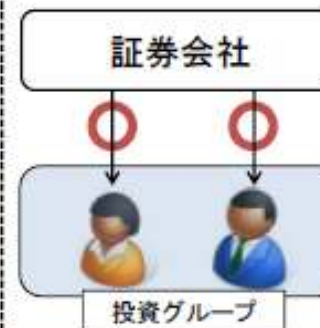
- 投資勧誘が可能。
- 一方で、グリーンシート銘柄は、高い流通性に鑑み、
 - インサイダー取引規制
 - 開示義務（自主規制）
 の適用対象。

⇒ 非上場企業にとって大きな負担。

↓
グリーンシート銘柄制度の利用は低迷。

新制度

（日本証券業協会の自主規制に基づく）



・証券会社は、「投資グループ」を組成
 （注）投資グループのメンバーとして想定される者

- ✓ 当該企業の役員・従業員
- ✓ 当該企業の株主・取引先
- ✓ 当該企業から財・サービスの提供を受けている者 等

- 「投資グループ」のメンバーに限って、投資勧誘が可能。
- 一方で、新制度の対象銘柄は、高い流通性を持たないため、一般の非上場株式に準じた規制内容に。
 - インサイダー取引規制は適用対象外《改正案》。
（第67条の18）
 - 開示の負担も軽減（自主規制）
 ⇒ 非上場企業の負担を大幅に軽減。

↓
非上場株式の取引・換金ニーズに
 応えられるような制度となることを期待。

～金融庁公表「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」に係る説明資料より～

投資型クラウドファンディング制度の方向

- 証券会社以外に「投資型クラウドファンディング」のみを取り扱うことができる新たな登録業者制度(第一種少額電子募集取扱業者:クラウドファンディング業者)を新設して募集取扱業者を広げる。最低資本金1千万円(従来の第一種金融商品取引業者は5千万円)とした上で、兼業規制は行わない。
- 「投資型クラウドファンディング」とは非上場の株式等のWEBサイトを通じて行う募集取扱い(引受けはできない。)で、一社あたり1億円未満、投資家一人当たり投資額50万円以下の募集とする予定。
- 電話や対面その他の方法による勧誘または、これらの方法とWEBサイトの併用による募集は認められない。ただしWEBサイトの内容に関する電話での問い合わせについて、現実にとのように対応すべきかについては今後検討の予定。
- クラウドファンディング業者には、「適切な情報提供」と「発行者の事業内容のチェック」を義務付ける予定。少なくとも①事業の実在性、②事業計画の妥当性、③法令遵守状況を含めた当該事業の社会性及び反社会的勢力との関係の有無について確認すべき旨が日本証券業協会の規則で定められる予定。
- 投資型クラウドファンディングの発行会社の情報開示は、内閣府令で以下を定める予定。
 - ①商号・所在地・代表者等、②事業内容・事業計画、③資金使途、④投資リスク

投資型クラウドファンディング制度の方向②

- 第一種少額電子募集取扱業務は従来の証券会社も取扱いができる。投資後の売買仲介等は、「新たな非上場株式の取引制度」を利用すれば可能。
- 第一種少額電子募集取扱業者は、有価証券の預託はできないが、株式払込代金等、電子募集取扱業務に関連する資金の預託は可能(株式の払込みまでの期間に限った預託で、自由な金銭の預託は認められない。)。この場合に、分別管理が求められる。なおエスクロー契約等による資金の預託が兼業で認められるかは別途検討が必要。
- 第一種少額電子募集取扱業者は、日本証券業協会への加入が実質的に求められる予定。日本証券業協会では新規則を作って対応。遵守事項、監査、会費等を定める予定。
- 上記の日本証券業協会を通じて、第一種少額電子募集取扱業者も証券会社と同様、口座を開設する際に反社チェックを行うことができるようになる予定。
- 第一種少額電子募集取扱業務の対象となる有価証券は、株式(種類株を含む)に限定される予定。新株予約権、新株予約権付社債(CB型含む)は取り扱えない方向で検討中。

投資型クラウドファンディング制度の方向③

- 投資家に対するリスク説明として、以下を示すことが日本証券業協会の規則で求められる予定。
 - イ 金商法に基づく開示や、上場会社のような適時開示が行われないこと。
 - ロ 取引の参考となる気配・相場が存在しないことが多いこと。
 - ハ 株式は、償還が行われず、利息も支払われないこと、及び、発行者において利益が計上されない株式について配当が支払われることは稀であること。
 - ニ 発行者自身又はその周辺の状態により、取得する株式の価値が大きく失われるリスクがあること。
 - ホ セカンダリー場面で後述の投資グループが組成されない場合、募集が終了すると、金融商品取引業者による会社情報の提供が行われなくなるとともに、換金性が著しく乏しくなること。
 - ヘ 会社法上の譲渡制限が付されている場合には、取引を行っても、発行者による承認が得られない(株主としての権利の移転が認められない)場合があること。
 - ト 投資者一人当たりの投資額が「少額」に限られること
- 第一種少額電子募集取扱業を行うファンディングポータル及び証券会社は、当該業務を開始する前に業務管理体制を整備し、その内容を示した「取扱要領」を日本証券業協会に提出することが求められる予定。

「新たな非上場株式の取引制度」の方向

- 銘柄別グルーピング(投資グループ)によって、グループ内に金融商品取引業者の投資勧誘の範囲を限定することで、流通性を制限。投資グループの例としては以下を想定。
 - 発行会社の役員従業員
 - 発行会社の株主・取引先
 - 発行会社から財・サービスの提供を受けている者
 - その他
- 証券会社が勧誘を行う場合の開示書類は、会社法上で求められるものに加え、募集取扱いや引受けの場合は資金使途は必須。その他、投資勧誘を行う証券会社が必要と考える情報。
- 流通性が制限されていることにより、インサイダー取引等の不公正取引規制は不要に。適時開示・四半期開示等は不要。継続開示は会社法及び金商法に委ねる。
- 日本証券業協会による銘柄指定制度とはせず、要件を満たす未上場株式について、証券会社は自由に株式募集行為ができる。
- グリーンシート銘柄制度は廃止。3年間の猶予期間が設けられる予定。

クラウドファンディングにおいて広がる財務専門業務

- 資金ニーズのある企業に対する最適なクラウドファンディングの提案及び企画
- 最適なクラウドファンディングポータルを紹介
- クラウドファンディングに提供する財務情報・事業計画その他の情報の作成又は作成指導。
- 投資型クラウドファンディングにおいて開示すべき企業内容・資金使途・事業内容・事業計画及び投資リスク等の作成または作成指導
- 第一種少額電子募集取扱業者または証券会社より投資型クラウドファンディング業として行うべきチェック・指導業務の受託
- 第一種少額電子募集取扱業を開始する事業者に対する体制構築等の指導業務
- 登録により自らが行う第一種少額電子募集取扱業務

米国JOBS法とSECのCrowd Funding規則案(参考)

- 2012年4月にJOBS法 (Jumpstart Our business Startup Act.) が成立。ただしクラウドファンディングに関連する部分、第3章 “Crowd Funding” は施行が遅れ、ようやくパブリックコメントを募集の段階。
- 米国内のSEC非登録企業(投資会社等を除く)はクラウドファンディングにより年間100万ドルまでの株式等の募集が可能。
- 年収及び純財産が10万ドル未満の個人は、年間に年収または純財産の5%のいずれか多い額(最低2千ドル)を限度としてクラウドファンディングにより株式等に投資できる。
- 年収又は純財産が年間10万ドル以上の個人は、年間に年収または純財産の10%のいずれか多い額(最大10万ドル)を限度としてクラウドファンディングにより株式等に投資できる。
- クラウドファンディングによる募集を行う場合には、以下の情報をSECにファイリングし、かつ投資家に提供する。
 - ①取締役、執行役及び20%以上のシェアを有する株主
 - ②事業の内容及び資金使途
 - ③募集価格、募集目標金額その他の条件
 - ④関連当事者取引
 - ⑤税務申告書又は公認会計士の監査報告書付財務諸表
- クラウドファンディングによる投資は、SECに登録された証券会社又はファンディングポータルを通じてオンラインで行われるものに限る。

ファイナンス支援実務研究会の目的と活動(参考)

本研究会の目的は、財務専門家はその専門能力を生かして、企業に最適かつ円滑なファイナンスを実現し、経済社会の発展に役立つこと。

- 新たなファイナンス手法に関する情報を収集し、これを研究する。
 - 研修及び会報による情報共有、個別情報共有等
- ファイナンスの周辺に発生する専門業務を研究し実務として開発する。
 - 専門委員会の発足と専門業務の開発及び確立
 - 専門業務の標準化及びマニュアル化
 - 専門業務の実例の共有
 - 専門業務に関する個別研修
- 会員のクライアントあるいは潜在クライアントに対して新たなファイナンス手法を積極的に提案し、クライアントの発展に貢献する。
 - 会員クライアント等向け研修、講師の派遣
 - 営業提案ツールの開発と共有、営業提案業務の標準化
- 会員がファイナンス周辺の専門業務に事業領域を拡大し、会員の事務所の発展に資する。
 - 会員の行う継続的ファイナンス専門業務のための体制整備
 - 会員に対する専門人材の支援

F研 年間研修スケジュール

回次	日時	参加費	研修テーマ
第1回	4月24日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	オールタナティブ・ファイナンス全体像とクラウドファンディングにおける財務専門業務
第2回	5月26日(月) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	米国で急成長、購入型(報酬型)クラウドファンディング事例研究“Kickstarter”
第3回	6月23日(月) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	英国の貸付型クラウドファンディング事例研究“Zopa”
第4回	7月24日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	米国の貸付型クラウドファンディング事例研究“Lending Club”
第5回	8月28日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	英国の株式型クラウドファンディング事例研究“CrowdCube”
第6回	9月25日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	JOBS法と米国の株式型クラウドファンディング事例研究“CircleUp”
特別研修	10月16日(木) 18:30~20:30	会員:5,000円 一般:12,000円	金商法改正による投資型クラウドファンディング制度及び新たな非上場株式の取引制度と必要な財務専門業務について
第7回	10月30日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	匿名組合契約によるファンドを利用する資金調達事例研究“ミュージックセキュリティーズ”
第8回	11月27日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	日本の貸付型クラウドファンディング事例研究“Maneo”
第9回	12月25日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	マイクロファイナンスの台頭事例研究“グラミン銀行”
第10回	1月22日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	日本の購入型クラウドファンディングの現状と課題事例研究“ReadyFor”
第11回	2月26日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	米国の収益シェアタイプのクラウドファンディング事例研究“Bolstr”
第12回	3月26日(木) 18:30~20:30	会員:無料 一般:10,000円	証券会社が行う総合クラウドファンディング事例研究“日本クラウド証券”