

# 株式投資型クラウドファンディング の規制改革要望

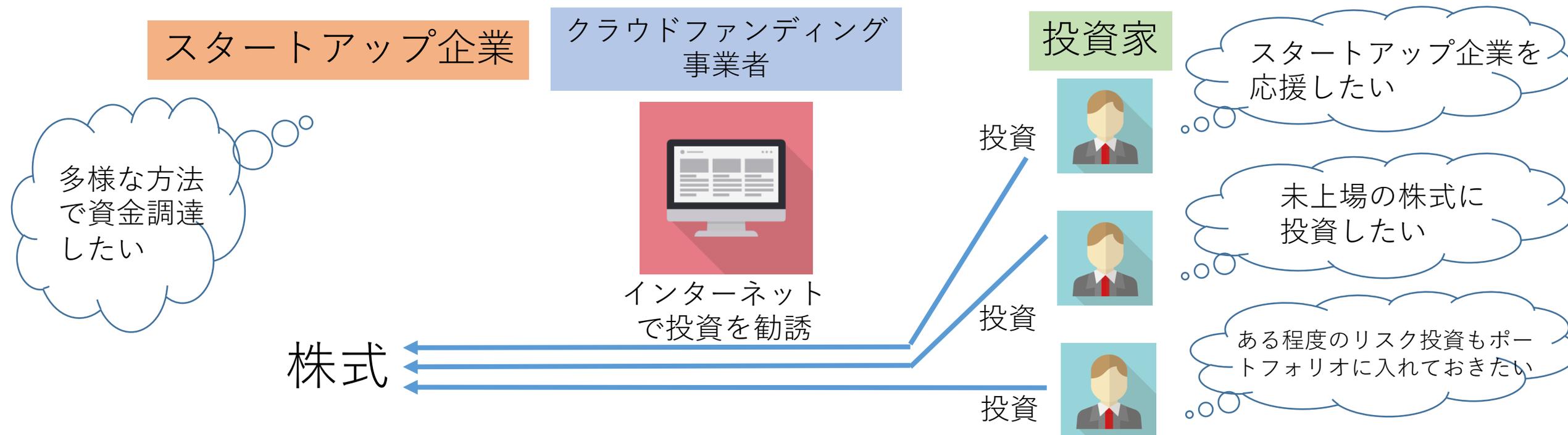
2020年2月12日

**Hello, Future!**



# 株式投資型クラウドファンディングとは何か？

株式投資型CFは、非上場株式の発行によりインターネットを通じて資金調達する仕組み

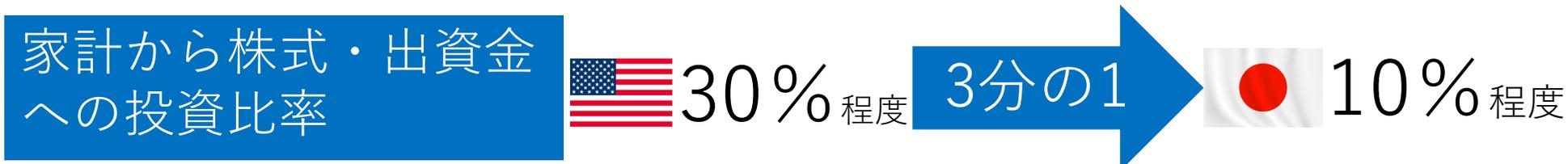


# 株式投資型CFの意義

- ✓ 日米における開業率には2倍程度の開きがある。



- ✓ この要因の一つとしてリスクマネーの供給不足が指摘されている。特に、日本では家計からエクイティへの投資<sup>(※)</sup>が極めて少ない。



出所：大和総研「リスクマネー供給構造の現状と課題～国際比較でみた直接・間接の供給パイプ～」

- ✓ 株式投資型CFによって家計からエクイティにリスクマネーを供給することにより、家計のポートフォリオの最適化（分散化）を進めるとともにスタートアップ企業の成長を後押しすることが期待されている

# 株式投資型CFの制度

株式投資型CFは、リスクマネー供給を目的に、**少額**であることを要件として2015年から実現している

## ■主な改正内容

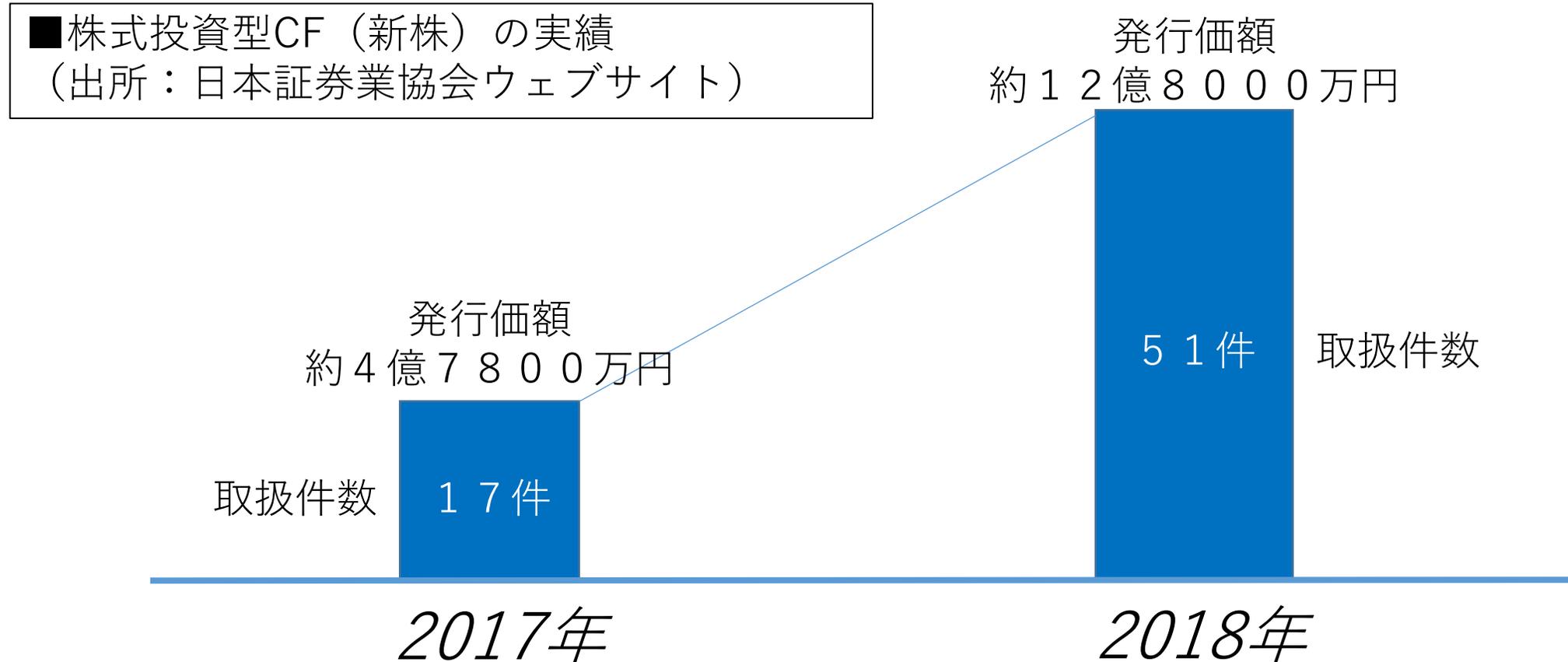
- 非上場株式の勧誘の解禁（自主規制規則）
- 少額電子募集取扱業者を創設し、最低資本金基準の引下げや兼業規制を緩和

ここでいう「**少額**」とは以下の場合をいう（**1億円・50万円要件**）

発行総額1億円未満	当該CFによる調達額と、過去1年間及び募集期間中に同一の発行者が行った他の資金調達（ベンチャーキャピタルからの出資等）の額とを <b>合算して</b> 1億円未満であること
一人当たり投資額50万円以下	投資先の事業者ごとに年間50万円まで

# 株式投資型CFの実績

株式投資型CFの取扱件数及び発行価額は伸びているが、期待されているほどには伸びていないのが実情



# 何が原因なのか？

実績が大きく伸びないのは、スタートアップ企業や投資家に株式投資型CFの利用を躊躇させる要因があるから

- ① 1億円・50万円問題
- ② 多数の者が株主となる問題
- ③ 流動性問題



それぞれの問題に対する解決策を提案する

# ①1億円・50万円問題

現状の少額要件（発行総額1億円未満・一人当たり投資額50万円以下）は、資金調達者（スタートアップ企業）及び投資家の双方の観点からみて、条件が厳しすぎるのではないか？

1億円では資金調達額としてぜんぜん足りないな…



スタートアップ事業者

手持ち資金に余裕があるので、もっと投資したいけど50万円を超えてしまう…



投資家

## 1億円・50万円問題

# これまでの議論の経緯

当連盟は、2018年2月の規制改革会議において1億円・50万円問題について提起したが、制度改革には至らなかった。

2018年2月27日 規制改革推進会議 投資等WGにおいて要望



2018年6月 4日 規制改革推進会議答申（抄）

株式型クラウドファンディングについては、規制改革実施計画（平成25年6月閣議決定）を踏まえた金融商品取引法（昭和23年法律第25号）の改正などにより、平成27年5月から我が国でも実施可能となり、平成29年度以降活用事案が出るなど、新規・成長企業等の新たな資金調達手段の一つとして注目が高まっている。発行総額（1億円）及び投資家1人当たりの投資額（50万円）の上限の在り方について、資金調達方法として活用するに当たりネックとなっている事例があるとの指摘や、これまでの活用状況を踏まえれば現時点での見直しの検討は適切ではないとの意見があった。いずれにせよ、非公開株式の募集における投資家保護の確保を図りつつ、成長企業に対するリスクマネー供給の円滑化を図っていく必要がある。

両論併記であり、制度改革の方向性は盛り込まれず

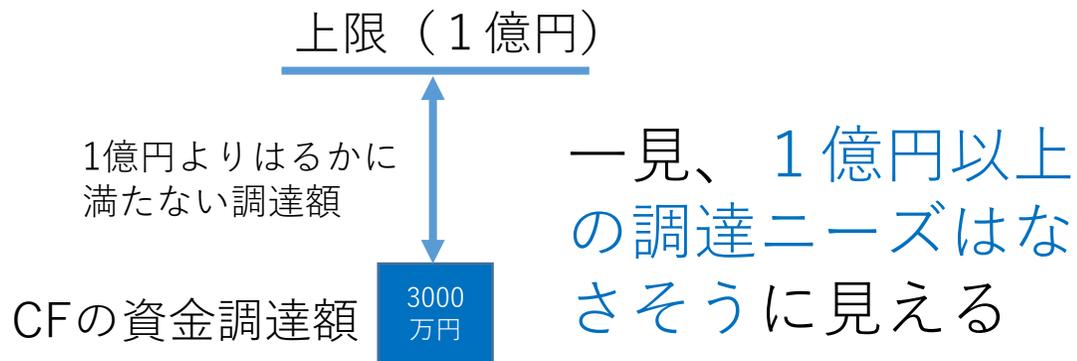
# 1億円要件について

## 金融庁のご認識

### 1億円以上の資金調達ニーズはない

- ✓ 1億円以上の資金調達ニーズが強いのなら、株式投資型CFの資金調達額は上限の1億円に張り付くはず。
- ✓ しかし、2017年実績によると1案件あたり平均取扱額は2,800万円、最大6,000万円弱にすぎない

#### ■株式投資型CFだけでみると…

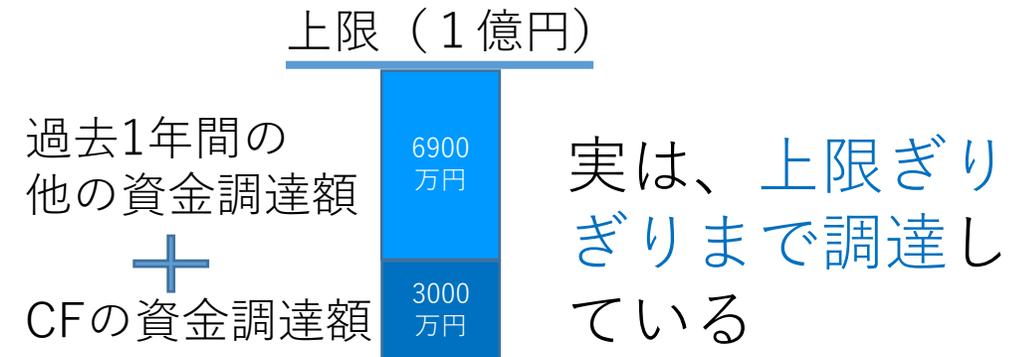


## 当連盟の認識

### 他の資金調達方法も考慮して判断すべき

- ✓ 1億円の算定には過去一年間の他の資金調達額が合算される
- ✓ 株式投資型CFだけでみると1億円に満たない場合でも、他の資金調達額をあわせると上限ぎりぎりで調達している場合がある

#### ■他の資金調達方法もあわせてみると…



# 具体的なデータ

CF以外の資金調達方法とあわせると、実は上限の1億円ぎりぎりまで資金調達している事例が数多くあるのが実態

## 【上限に近い資金調達を実施している事例】

※資料提供：株式会社日本クラウドキャピタル

単位：円	CF以外の資金調達額①	CFの調達金額②	①と②の合計	上限1億円に対する割合
A社（インターネットサービス業）	40,936,000	50,000,000	90,936,000	91%
B社（広告業）	10,500,000	85,000,000	95,500,000	96%
C社（インターネットサービス業）	53,317,600	40,050,000	93,367,600	93%
D社（製造業）	31,000,000	65,700,000	96,700,000	97%
E社（情報サービス業）	52,422,540	44,800,000	97,222,540	97%
F社（製造業）	44,400,000	50,000,000	94,400,000	94%
G社（情報サービス業）	49,750,000	50,000,000	99,750,000	100%
H社（製造業）	0	90,000,000	90,000,000	90%
I社（製造業）	55,004,000	44,000,000	99,004,000	99%

# 1億円要件により円滑な資金調達が妨げられている実情



あるクラウドファンディング事業者

資金調達を希望するスタートアップ企業と話をしている中で、合算1億円の上限を超えている（あるいは上限に近い水準にある）ことが判明し、当該スタートアップ企業がクラウドファンディングによる資金調達を断念してしまう事例は非常に多い

- ✓ 上記のような潜在案件は統計にはあらわれないが、多数存在していると思われる。
- ✓ 過去には、株式投資型CFの募集期間中にVC等から2億円の出資を受けたことにより、当該株式投資型CFが1億円要件を満たさなくなり、**募集中止（投資家に全額返金）**となった事例も

EMERADA EQUITY サービスについて エメラダ型新株予約権 会社概要 ヘルプ ブログ ログイン

会社概要 >  
プレスリリース >  
財務情報 >  
メンバー >

### 『エメラダ・エクイティ』におけるWonderWall募集の中止と投資家への全額返金について

2018年6月6日

エメラダ株式会社（本社：東京都千代田区、以下「当社」）は、株式投資型クラウドファンディングサービス『エメラダ・エクイティ』において、WonderWall株式会社（本社：東京都品川区、以下「同社」）の募集を中止いたしました。中止に伴い、同社の新株予約権に応募されたすべての投資家には応募額が全額返金され、銀行口座への振込みを希望される方には当社が当初送金時の振込手数料を負担し、ご依頼から1週間程度で送金いたします。関係者の皆様にご迷惑をおかけしますことを深くお詫言申し上げます。

■WonderWall募集の中止に至る事実関係について

当社は『エメラダ・エクイティ』にて5月22日より目標募集額4,998万円の株式投資型クラウドファンディング（以下「本株式CF」）の募集を開始いたしました。また、本株式CFの募集期間中に、同社は株式会社ベクトル、株式会社ベストフンドットコム、東証一部上場創業者、マザーズ上場創業者などから総額約2億円の第三者割当増資（以下「本追加増資」）を実施しております。ベンチャー・キャピタル、事業会社、エンジェル投資家などのプロ投資家が出資する案件のみを取り扱う当社といたしましては、同社がプロ投資家から2億円にも上る出資を受けたという事実はエメラダ・エクイティの投資家にもプラスであると考えております。一方、株式投資型クラウドファンディングは、法令上、発行者が資金調達できる額は1年間に1億円未満の少額要件が設けられています（以下、「少額要件」）。当社が本株式CFの募集を開始した時点では本追加増資は実施されておりましたが、本株式CFの募集期間中に本追加増資が実施され、少額要件を満たさなことが発覚したことを受け、同社と協議の上、本株式CFの募集を中止することを決定しました。本件の発生は、当社が

出所：エメラダ株式会社ウェブサイト

<https://emeradaco.com/news/10?fbclid=IwAR1K5pOgdaZReryuvus8npbMZqkwlwbA7ZdMOG6lmR9CxUxgJtWutSHXuM0>

# 50万円要件について

## 金融庁のご見解

投資家保護のために50万円要件は必要

- ✓ 株式投資型CFはリスクの高い投資であり投資家の保護の観点は重要
- ✓ 現状の50万円の上限は、米国の制度も参考にしつつ設定されたもの
- ✓ 米国では、年収10万ドル未満の人の場合、「2,000ドル又は年収の5%のいずれか大きい方」が投資金額の上限となっている

## 当連盟の見解

投資家の属性についても考慮する必要

- ✓ 投資家保護の重要性に異論はないが、さまざまな属性の投資家がいることを考えると一律50万円の要件は硬直的
- ✓ 米国においては、年収及び資産額に応じた柔軟な上限額の設定がなされている

リスクの高い投資  
だから50万円く  
らいで十分だな



投資家A  
年収800万円

50万円しか投資  
できないなら選択  
肢にならないな

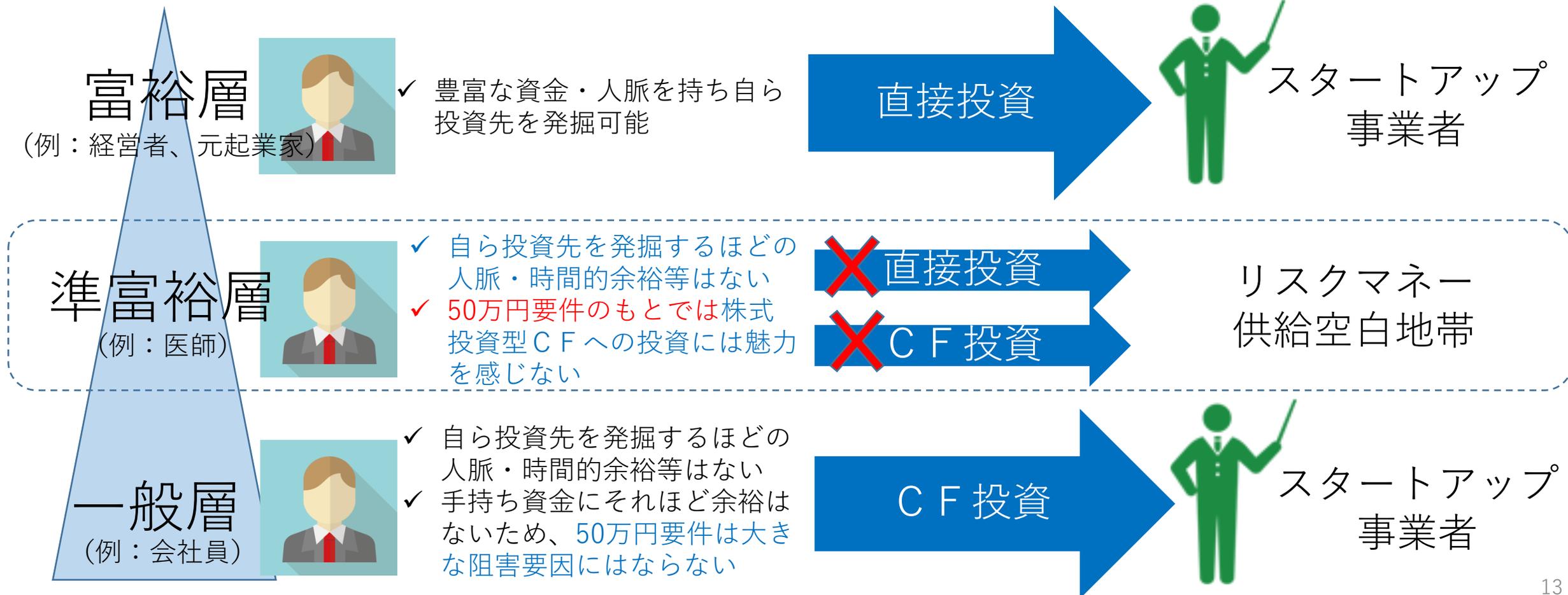


投資家B  
年収5000万円

50万円という上限は、Aさんにとっては問題ないが、Bさんにとっては不十分

# 投資家の層による違い（イメージ）

現状は、本来CF投資に向いている準富裕層からのリスクマネー供給を取り逃がしている状況

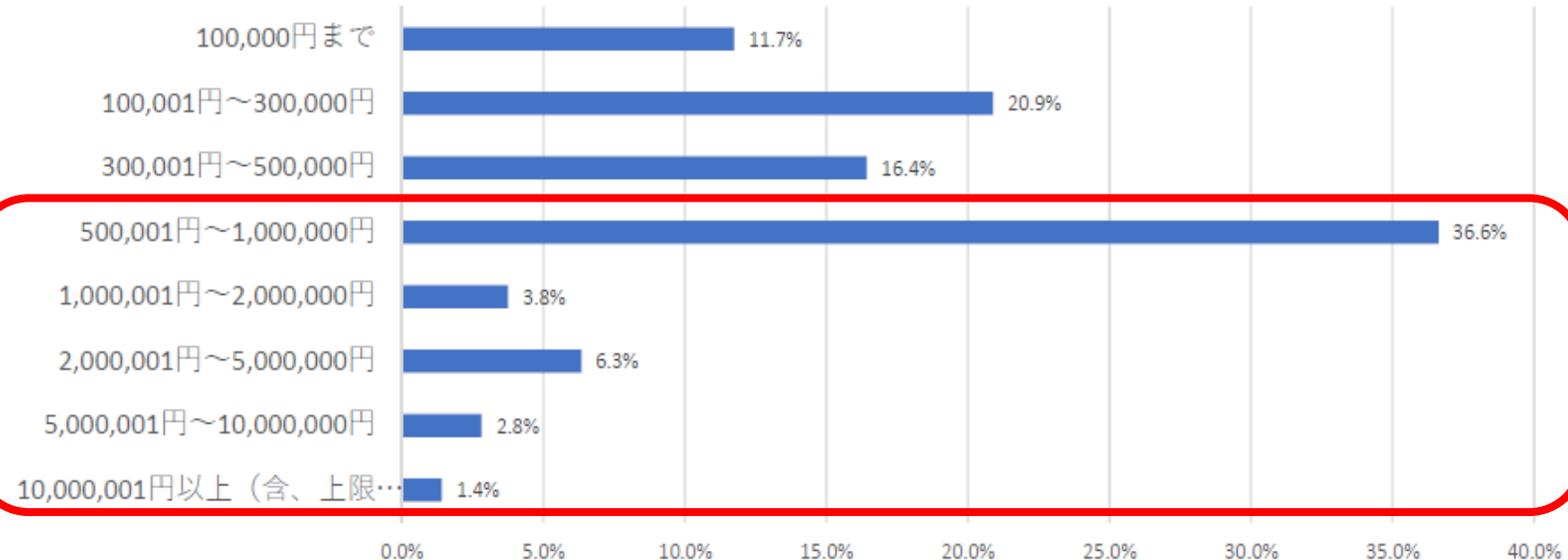


# 具体的なデータ

ある事業者が実施したアンケート調査の結果では、投資金額は50万円以下で問題ないという回答も多くあった一方で、投資金額50万円超を望むという回答が50%以上

Q7.もし魅力的な未上場企業があった場合、最大いくらまで投資したいですか？

FUNDINNOの投資上限規制額である年間50万円は考慮されないで結構です



50%超が50万円以上を望むと回答

# 参考：米国の規制

- ✓ 米国では年収及び資産額によって、投資上限が異なっており、  
年収及び資産が多いほど、上限が高くなる仕組み

投資家の属性	投資上限額の計算方法	具体例
年収及び資産のいずれかが \$ 107,000 (約1200万円) 未満	下記のいずれか大きい方 \$ 2,200 or 年収又は資産額の小さい方の額の 5 %	投資家 A 年収：\$ 80,000      資産：150,000  ⇒ 上限は \$ 4,000 (約44万円) ※年収 \$ 80,000の5% (\$ 4,000) が \$ 2,200より大きいため
年収及び資産の双方が \$ 107,000 (約1200万円) 以上	年収及び資産の低い方の10%	投資家 B 年収：\$ 500,000      資産：\$ 1,000,000  ⇒ 上限は \$ 50,000 (約550万円) ※年収 \$ 500,000の10%

米国SECウェブサイト「Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers」をもとに当連盟作成  
<https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>

## ②多数の者が株主となる問題

株式投資型CFでは多数の投資家が株主として名簿に名を連ねるが、このことが懸念材料となりVCがスタートアップ企業に対する投資を躊躇するという問題がある。

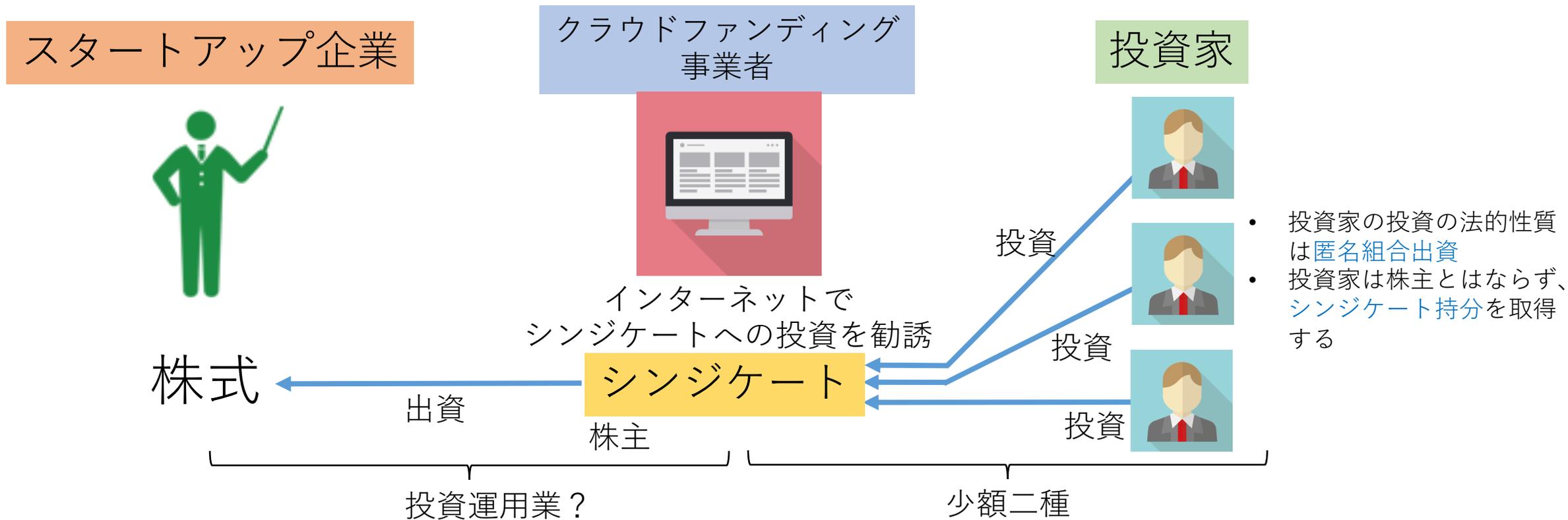
(VCが投資を躊躇する理由)

- ① 全株主の同意が必要となるような投資契約の締結が困難となる
- ② 株主の中に (VCにとって) 好ましくない者がいる可能性が否定できない

- 
- ✓ 上記懸念解消のため、シンジケート型（個々の投資家ではなくシンジケートが株主となる形態）の株式投資型CFを導入すべき
  - ✓ 具体的には、シンジケートを組成するCF事業者に**投資運用業**のライセンスが必要になると思われることから、当該規制の特例措置を導入すべき（例：シンジケート型を少額一種の範囲に含め投資運用業は不要とする 等）

# (参考) シンジケート型CFのイメージ

- ✓ シンジケート型CFは、**シンジケートが株主**となり、投資家は当該シンジケートに匿名組合出資する形態
- ✓ プラットフォームには少額二種に加えて**投資運用業**のライセンスが必要とされる可能性



### ③流動性問題

株式投資型CFは未上場株への投資であり、投資家がリターンを得るためには、一般的に上場までの数年間待たなければいけない。このことが、一般投資家に株式投資型CFの利用を躊躇させているという問題がある。



- ✓ 株主コミュニティ制度の活用により投資家がリターンを得やすくなれば、より気軽に投資できるようになるのではないか
- ✓ 株主コミュニティ制度の運用のためには第一種金融商品取引業のライセンスが必要となるが、CF事業者のための特例を導入できないか
- ✓ シンジケート型CFを導入する場合、その持分についても、セカンダリーマーケットを整備できないか

# 提 案

## ①1億円・50万円問題



- ① 上限1億円の判定にあたって、他の資金調達方法を合算しない
- ② 1億円要件の段階的な緩和（例：3億円とする等）
- ③ 投資家の年収・資産に応じ50万円の上限を緩和する制度の創設

## ②多数の者が株主となる問題



シンジケート型CFの創設

## ③流動性問題



株主コミュニティ制度の柔軟な活用  
(CF事業者が運営する場合のライセンスの特例措置)

すべてのスタートアップと、それを応援したい投資家をつなぐために。

株式投資型クラウドファンディングの規制改革を！

**Hello, Future!**



**新経済連盟**

Japan Association of New Economy