

1. 会合名	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（第2回）
2. 日 時 場 所	平成 25 年 5 月 24 日（金）13:00～14:30 東京証券会館 5階 第1会議室
3. 議 案	1. IPOの現状・今後の展望、ベンチャー投資活性化策 2. クラウドファンディングに関する追加的討議
4. 主な内容	1. IPOの現状・今後の展望、ベンチャー投資活性化策 前川委員（野村證券㈱執行役員）より、IPOの現状・今後の展望、ベンチャー投資活性化策について説明が行われた。 その後、事務局より、前回の会合後に委員から寄せられた意見や提案等について説明が行われた。 これまでの説明を踏まえ、大要以下のとおり、意見交換が行われた。 ・投資銀行サイドからすると、会社が一定の規模まで成長していないと、IPOを実施しても経済合理性がない。しかし、わが国の証券会社は、米国の投資銀行に比べて、小規模でも成長性のある企業や地域企業の掘り起こしを積極的に行っている。このことが、米国の方がIPOあたりの調達額が大きい所以のひとつになっている。 ・米国と比較し、日本の方が事業の早い段階でIPOを行うことも、IPOあたりの調達額の差に繋がっている。これは米国のベンチャー・キャピタル等は、一定のリターンが得られるよう会社が一定規模に成長するまでIPOを実施しない傾向にあることなどにも起因すると考えられる。一方、日本のベンチャー・キャピタルは、企業が成長途中の段階でも株式公開し、株式を手放してしまっているように思える。株式公開したら終わりではなく、その後も投資した企業の更なる成長を促すような支援が必要ではないか。 ・良質なベンチャー・キャピタルにどのように資金を供給するかについて検討が必要ではないか。そのようなベンチャー・キャピタルが、企業を成長させ、リターンを得て、更に投資家が集まるといった形での資金の循環が重要と考えられる。 ・現状では、生保や年金といった長期投資を行う機関投資家からベンチャー・キャピタルへの資金供給は少ないが、これを増やしていく必要がある。 ・戦後、銀行がローンの継続的な更新を行う等一種の疑似エクイティ機能を提供する役割を果たし、その中で、日本を代表する大企業が育ち、日本の産業構造が転換してきたと言われている。しかしながら、近年は金融機関のリスク管理が厳格になり、銀行はリスクマネーを扱いにくく

なっている。そのため、銀行に代わって、リスクマネー供給の担い手の中心になると考えられるベンチャー・キャピタルの育成等が非常に重要な課題になるのではないかな。

- ・例えば、一定基準を満たしたベンチャー・キャピタルに認定を与え、税制優遇措置を含めて、資金が循環するような方策なども考えられないかな。

2. クラウドファンディングに関する追加的討議

事務局より、前回の会合後に委員から寄せられた意見や提案等について説明が行われた。

その後、金融庁担当官より、クラウドファンディングに関する補足説明が行われた。

これまでの説明を踏まえ、大要以下のとおり、意見交換が行われた。

- ・「クラウドファンディング」という用語が一人歩きしてしまうのではないかと懸念している。基本的には、有価証券を投資家が取得する仕組みであることを考えた場合、金商法の枠組みを意識して議論しなければならない。
- ・募集規制について、証取法において、発行総額が「5億円以上」になる場合には募集に該当する基準を設けていたが、通信技術の発達によりインターネットを利用して広範囲に投資勧誘を行うことが可能になったことなどから、その基準を「1億円以上」まで引き下げた経緯がある。今後、検討していく上では、その点も考慮していく必要もあるのではないかな。米国 JOBS 法では、発行会社の募集総額だけでなく、各投資家の投資総額にも上限が設けられており、不測の損害を被った場合や、仮に詐欺にあった場合でも被害が拡大しないよう工夫がされているが、未公開株等の詐欺事案が多い日本でも、そのような仕組みを検討すべきではないかな。
- ・米国 JOBS 法におけるクラウドファンディング規制では、例えば、投資家の投資額規制に関し、画一的な基準ではなく、投資家の年収又は純資産の状況に応じて異なる基準を設けているのは興味深いと思われるが、仮に日本でも同じようにする場合には、年収又は純資産の状況の調査及び正確な把握等に関する運用面での検討が重要になるのではないかな。また、米 SEC に提出する発行会社の会計書類等に関し、目標募集金額に応じて、CEO による証明、公認会計士によるレビュー、又は公認会計士による監査証明と段階的に規制されていることは興味深いと思われるが、仮に日本でも同じようにする場合には、公認会計士の監査業務以外の業務の位置づけについても検討する必要があるのではないかな。

	・米国では、エクイティ型のクラウドファンディングは多くなく、購入型が多い。米国 JOBS 法によって、エクイティ型のクラウドファンディングが増えるのではないかと期待されている。 ・クラウドファンディングを用いるような創業時の企業の資金ニーズについては、（開示規制のかからない）年間 1 億円未満くらいかもしれないが、次回会合で議論する新グリーンシートについては、もうすこし上の 5 億円ぐらいまでの調達額を念頭に置いた制度設計でないと資金ニーズを満たせないのではないか。 ・米国 JOBS 法で十分に触れられていない事項として、クラウドファンディングの担い手に関し、一定の要件に適合する者であれば全て担い手になることを容認するのか、又は、担い手に関し当局・自主規制機関による審査等を通じて、特定の者を指定する仕組みとするのかなども、今後の制度設計における検討課題になると考えられる。いずれにせよ、ゲート・キーパーとなり得る適切な担い手の関与のあり方について検討していくことも重要である。 【今後の予定】 次回会合において、「地域における資本調達を促す仕組み及びグリーンシート銘柄制度」について議論をすることとなった。 以 上
5. その他	特になし ※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問い合わせ先	自主規制本部 エクイティ市場部（03－3667－8481）