

# 事務局説明資料

平成25年9月27日(金)

金融庁総務企画局

クラウドファンディング

# 投資型クラウドファンディングの導入に係る主な論点

1. できるだけ「仲介者」にとって参入が容易な制度とする観点から、投資型クラウドファンディングに係る業務をどのように位置付けるべきか。

- 「仲介者」にとって参入が容易な制度とする観点から、募集総額及び一人当たり投資額の上限を設けることを前提に、
  - 「株式型」に係る募集の取扱いは「第1種金商業の特例」、
  - 「匿名組合理型」に係る募集の取扱いは「第2種金商業の特例」  
として位置付け、  
業務の特性や実態に応じた規制を課すことが考えられるのではないか。
- 具体的には、
  - ① 財産規制を緩和することや、
    - 現行法の下では、資本金について第1種金商業は5,000万円以上、第2種金商業は1,000万円以上とされている
  - ② 「発行者」に関する一定の情報を「仲介者」のウェブサイト上で開示させることを前提に、契約締結前交付書面の記載事項の簡素化を図ること  
などが考えられるのではないか。

# 投資型クラウドファンディングの導入に係る主な論点

---

## 2. 「投資者」に安心して投資してもらえる環境を整備する観点から、信頼できる「仲介者」をどのようにして確保すべきか。

- 投資者に安心して投資をしてもらう観点からは、自主規制機関による適切な自主規制が行われることが肝要。
- このため、自主規制機関における自主規制の現在の運営状況、クラウドファンディング業務の特性を踏まえた上で、クラウドファンディングに係る自主規制機関のあり方や体制等について検討することが必要なのではないか。
- また、クラウドファンディングにおいては、「発行者」に関する一定の情報を「仲介者」のウェブサイト上で開示させることにより投資者保護を図るという点が重要であることに鑑み、「仲介者」に対して、ウェブサイトを適切に管理すること等の体制整備を求めることが必要ではないか。

# 投資型クラウドファンディングの導入に係る主な論点

## 3. 「株式型」クラウドファンディングにおける商品性をどのように考えるか。

- 「株式型」クラウドファンディングにおいては、
  - 反社会的勢力が小口の株式を買い集め、新規・成長企業等の経営に関与してくる可能性を排除する必要があること
  - 一人あたりの投資額に上限を設けることに鑑み、株式に一定の譲渡制限を付すこととしてはどうか。
  - ー 米JOBS法においては、購入日から1年間、原則として投資者による譲渡が制限されている。
- 多数の株主が出現することにより、発行者の株主管理コストが嵩むおそれもあることから、議決権を制限する種類株式を活用することも考えられるか。
- 「株式型」の場合、「匿名組合理型」とは異なり償還期限がないため、換金性についても検討する必要があるのではないか。
  - ー 米JOBS法においては、適格投資家 (accredited investors) への譲渡は制限なく行うことができる。
  - ー 新たなグリーンシート銘柄制度の活用も考えられないか。

# 新たなグリーンシート銘柄制度

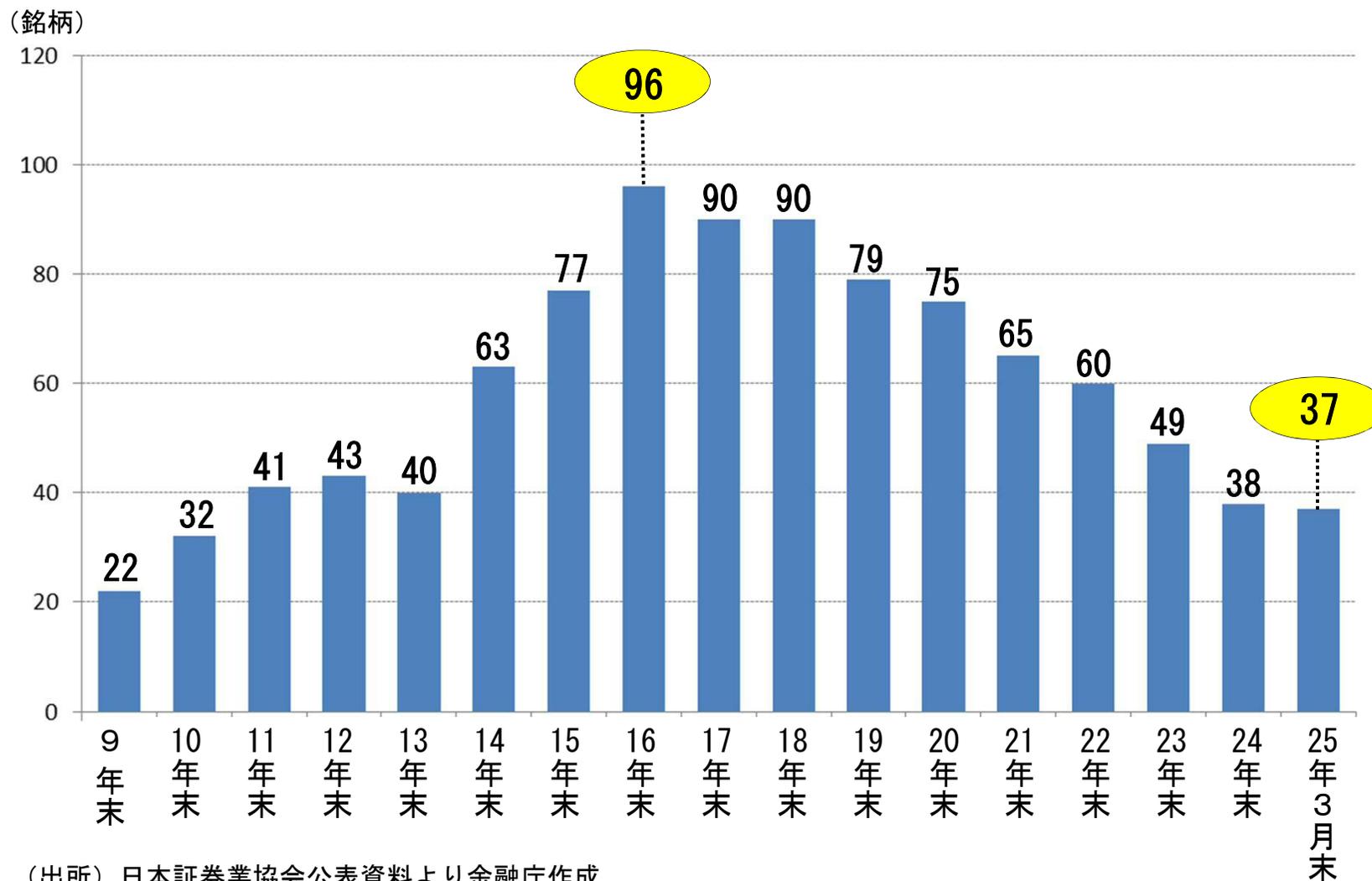
# グリーンシート銘柄制度とは

- 平成9年、日本証券業協会により創設された、非上場株式等の投資勧誘及び売買の制度。
  - 非上場株式等の投資勧誘を、証券会社による気配の提示、発行会社による会社内容説明書の作成等を条件として解禁するもの。
- グリーンシート銘柄は、その発行会社等の特徴により区分。

銘柄・区分名		特徴
グリーンシート銘柄		証券会社が審査し、適当性を判断したもの
区分	エマージング	成長性を有する等の発行会社の株券等が対象
	オーディナリー	エマージング以外の発行会社の株券等が対象
	投信・SPC	優先出資証券(特定目的会社法)、投資証券が対象
(参考) フェニックス銘柄	取引所上場廃止銘柄が対象 (証券会社が流動性を確保する必要があると判断したもの)	

# グリーンシート銘柄数

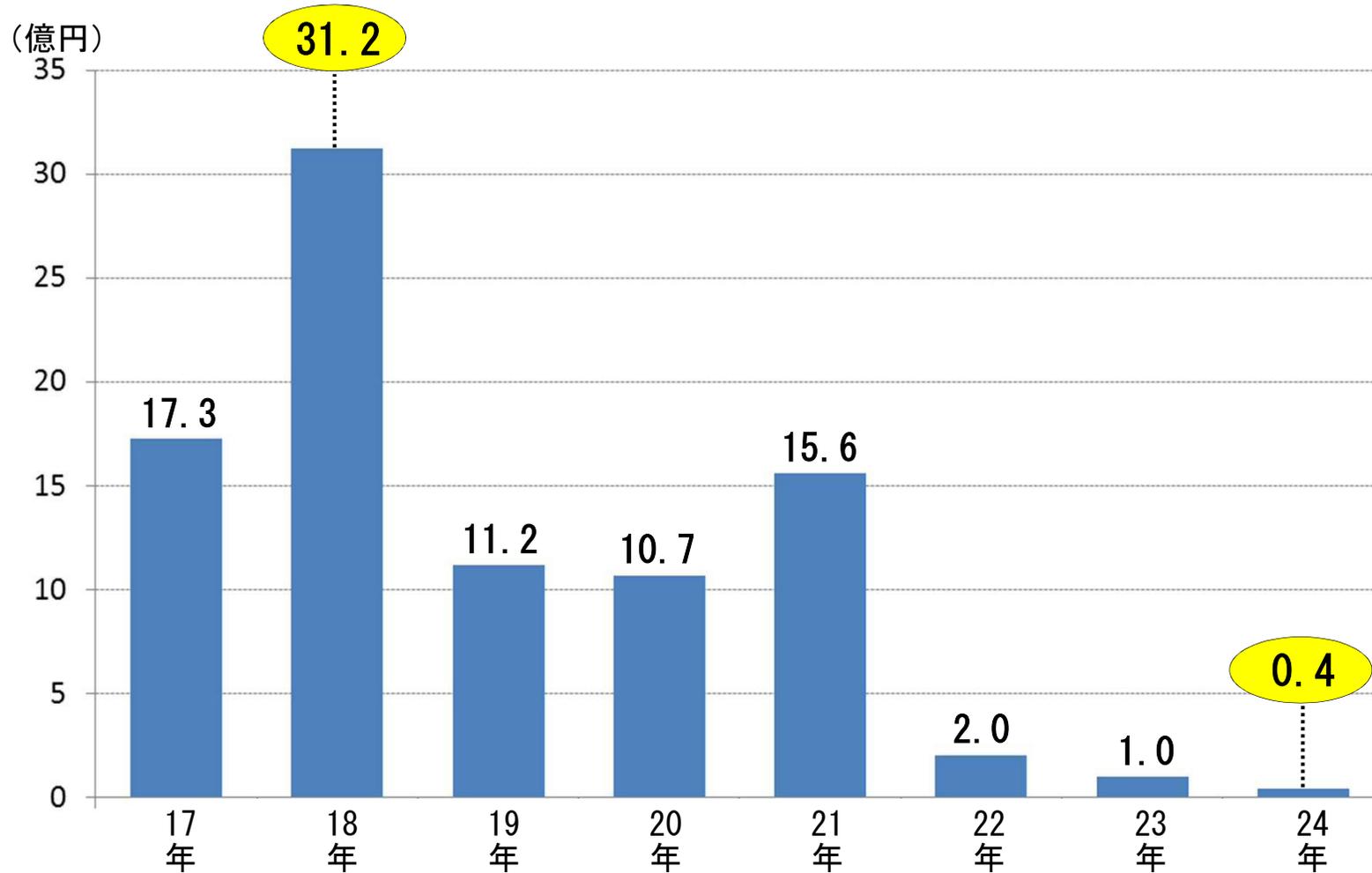
- 銘柄数は、平成16年をピークに減少（16年末96→25年3月末37）。  
取扱証券会社も平成25年4月時点で9社のみ。



(出所) 日本証券業協会公表資料より金融庁作成

# グリーンシート銘柄の売買代金

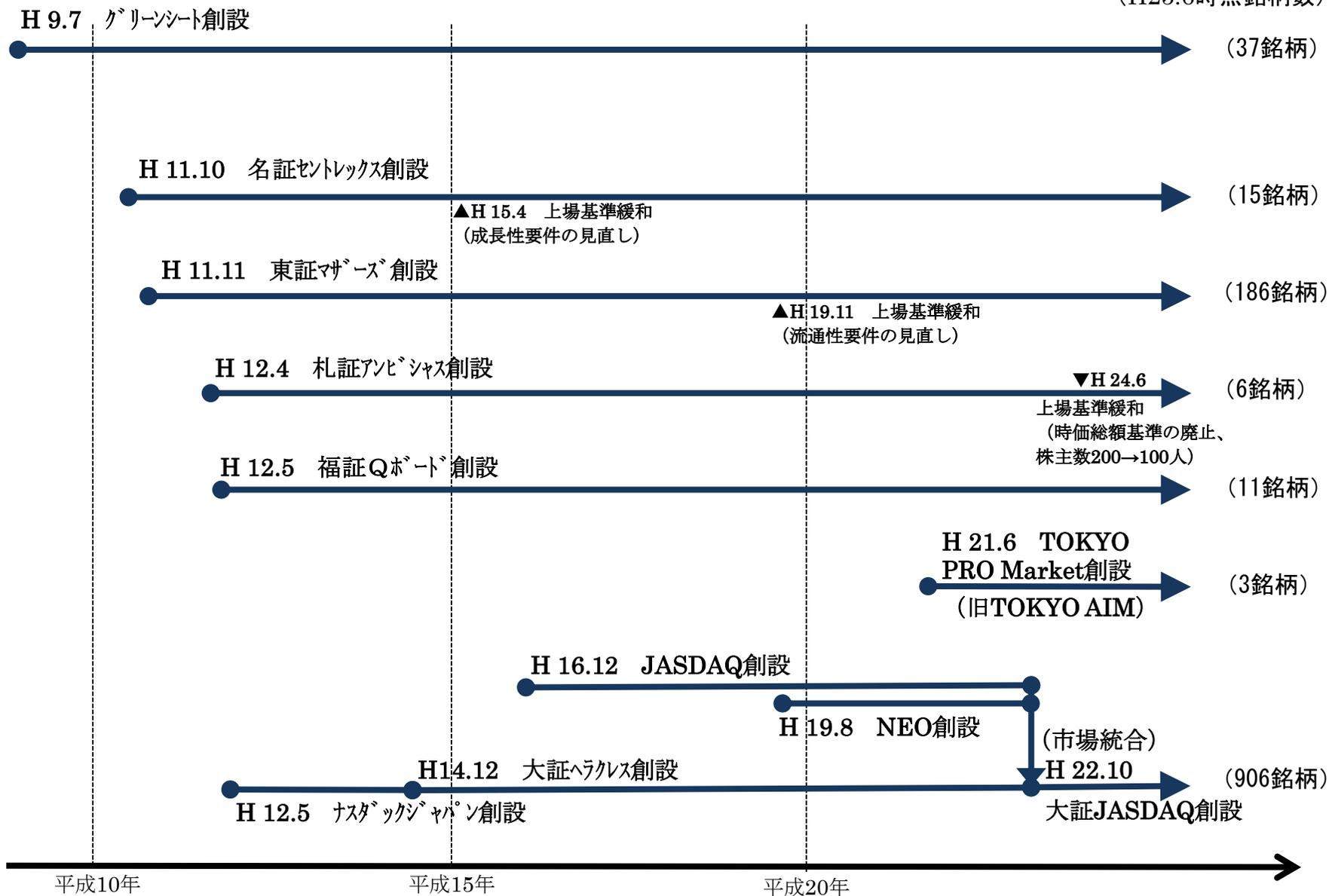
- 年間売買代金もピーク時に比べて激減(18年約31.2億円→24年約0.4億円)



(出所) 日本証券業協会公表資料より金融庁作成

# 新興市場の主な変遷

(H25.6時点銘柄数)



# 新たなグリーンシート銘柄制度に係る主な論点

## 1. 新たなグリーンシート銘柄制度の意義をどのように考えるか。

- 現行のグリーンシート銘柄制度は、近年、利用企業数が減少し、売買も低迷。
- その要因としては、

① 新興市場における上場基準の引下げにより、流通市場としての役割が相対的に低下したこと

② 一方で、発行者に対して上場企業と大差のない負担が課されていること

ー 上場企業並の情報開示(定期的な開示及び適時開示)

ー インサイダー取引規制等の不公正取引規制

などが考えられる。

- 新規・成長企業や地域に根差した企業を念頭に、流通範囲に制限を課し、これらの企業をよく知る、ある種限られた範囲の投資家の間で株式が流通することを前提に、発行者の負担を極力軽減した新たな制度を設けることができないか。

# 新たなグリーンシート銘柄制度に係る主な論点

## 2. 新たなグリーンシート銘柄制度において、株式の流通範囲に制限を課することとする場合には、どのような制限が考えられるか。

- 新たなグリーンシート銘柄制度の利用者としては、次のような企業が考えられる。
  - ① 新規・成長企業
  - ② 地方の老舗企業など、地域に根ざした企業
- 例えば、企業の継続的取引先、経営者の親族・従業員、企業所在地域の居住者など、企業をよく知る一定数以下の者の間において取引がなされる仕組みとすることが考えられるのではないか。
  - － 流通範囲を制限する方法としては、会社法上の譲渡制限や、発行者・仲介者・投資者の3者間における契約などが考えられるか。

## 新たなグリーンシート銘柄制度に係る主な論点

### 3. 新たなグリーンシート銘柄制度において、株式の流通範囲に一定の制限を課すことを前提に、発行者の情報開示負担を軽減できないか。

- 現行のグリーンシート銘柄制度において、発行者に作成が求められている「会社内容説明書」は、有価証券報告書の「企業情報」に準拠して作成する必要があり、また、その中の会計書類部分に対しては外部監査が必要。
  - － 発行者は、会計書類として、「金商法ベースの財務諸表及び連結財務諸表」又は「会社法ベースの計算書類等」を作成する必要があり、いずれも外部監査が必要。
- 株式の流通範囲に一定の制限が課され、企業をよく知る限られた範囲の投資家の間で株式が流通するのであれば、情報開示に関しては、以下のような形で負担軽減ができないか。
  - － 例えば、「会社内容説明書」に代えて、会社法に基づく事業報告を活用することが考えられないか。
  - － 「会社内容説明書」を引き続き求めるとしても、外部監査については、その負担軽減を図ることが考えられないか。

## 新たなグリーンシート銘柄制度に係る主な論点

### 4. 新たなグリーンシート銘柄制度において、株式の流通範囲に一定の制限を課すことを前提に、不公正取引規制等を緩和することができないか。

- 現行制度の下では、グリーンシート銘柄について、不公正取引の一般的禁止規定（偽計・風説の流布の禁止等）に加えて、インサイダー取引規制（及び適時開示規制）が課されている。
  - － 他方、グリーンシート銘柄又はフェニックス銘柄以外の非上場企業の株式については、インサイダー取引規制（及び適時開示規制）の適用対象外とされている。
- 多くの非上場企業にとって、これらの規制対応の負担が大きいことが、グリーンシート銘柄制度の利用が敬遠される要因になっているとの指摘がある。
- 株式の流通範囲に一定の制限が課され、企業をよく知る限られた範囲の投資家の間で株式が流通するのであれば、投資家間での自律的防止措置等が講じられることを条件に、インサイダー取引規制（及び適時開示規制）の適用を免除することが考えられないか。
  - － 一方で、不公正取引の一般的禁止規定については、引き続き適用対象とすることが適当ではないか。
  - － 不公正取引を排除する観点から、信頼できる「仲介者」による一定の関与（例えば、取扱証券会社による取引の適法性の確認など）は、引き続き求めていくことが必要なのではないか。

# 新興市場における新規上場時の株主数基準

## 問題意識

---

- 新興市場における新規上場を容易にする観点から、「新規上場時における上場基準」を見直すことが考えられないか。

(参考) 規制改革実施計画(抜粋) (平成25年6月14日閣議決定)

No5 新規上場時における最低株主数基準などの緩和(平成25年度検討・結論)

新興市場における新規上場を容易にする観点から、上場時に取引所が要求する株主数などの形式基準の見直しの方向性について、取引所において、一定の流動性の確保に留意しつつ検討を行い、結論を得るよう要請する。

## 上場基準の見直しの対象

---

- 新興市場における新規上場時の形式基準には、
  - ① 企業の内部管理体制に係る基準（監査法人による監査、監査報告書等における無限定適正意見の記載等）
  - ② 流動性に係る基準（株主数、流通株式数、流通株式比率等）等が存在。

（注）新興市場では、将来の成長可能性を重視して過去の実績を求めないとの観点から、財務基盤等に係る基準（利益、純資産の額等）を設けていないケースが多い。
- このうち、①企業の内部管理体制に係る基準については、企業自身の努力で達成が可能なものであり、また、市場に対する投資家の信頼を確保する観点からも、十分な品質を確保する水準とすることが適当。
- 一方、②流動性に係る基準については、上場後の市場における円滑な取引を確保する観点から設けられているものであり、円滑な取引に支障が生じない範囲で柔軟に基準を見直すことも考えられるのではないか。

## 流動性を踏まえた新興市場における新規上場時の株主数基準のあり方

---

- 現行の新規上場時の流動性に係る基準としては、複数の基準が存在。
  - 「流通株式数基準」・「流通株式比率基準」：上場後に流通が見込まれる株式の数量や全上場株式に占める割合を具体的に求める基準。
  - 「株主数基準」：株式が一定数の株主により分散所有されることで、潜在的な売主数を確保する基準。
- このうち、「株主数基準」について、東証マザーズ市場等<sup>(注)</sup>では、
  - 「新規上場時の株主数基準」を300名以上とする一方で、
  - 「上場廃止に係る株主数基準」は150名未満としているところ。

(注) 東証マザーズ市場、東証JASDAQ市場、名証セントレックス市場。

(参考) 実際に、株主数が300名未満となった銘柄についても、日々売買が行われているところ。
- また、地方取引所（福証・札証）においては、「新規上場時の株主数基準」について、福証は200名以上、札証は100名以上としているところ。
- 以上を踏まえれば、東証マザーズ市場等における「新規上場時の株主数基準」について、円滑な取引を確保しつつ、より低い水準に下げる余地があるのではないか。

## 参考

### ○ 新興市場の「株主数基準」比較

市場	東証マザーズ	東証JASDAQ	名証セントレックス	福証Q-Board	札証アンビシャス
新規上場	300名以上			200名以上	100名以上
上場廃止	150名未満			100名未満	100名未満

(出典)各証券取引所規則