

スタートアップの資金調達手段を多様化し  
投資家の資産所得倍増を目指す  
株式投資型クラウドファンディング制度のご提案

2024.04.03



# はじめに：イークラウドについて

## イークラウド株式会社

### 事業

株式投資型クラウドファンディングにおける募集の取扱業務  
非上場企業がウェブサイトを通じて  
個人投資家から資金調達ができるサービス

### 代表

波多江 直彦

### 創業

2018年7月（サービス開始：2020年7月）

### 住所

東京都中央区八重洲1丁目5番20号 東京建物八重洲さくら通りビル3F

### 株主

 大和証券グループ本社  
Daiva Securities Group Inc.

 CREDIT  
SAISON

 XTech  
Startup Studio

 Genesisia Ventures

 ceres

\*大和証券グループと、クレディセゾンが出資しているFintertech経由での出資

他

### 登録

第一種少額電子募集取扱業者 / 関東財務局長（金商）第 3181号 /  
加入協会 日本証券業協会 / 経済産業省認定クラウドファンディング事業者  
スタートアップ協会 / スタートアップエコシステム協会 他

# はじめに：株式投資型クラウドファンディング(ECF)とは

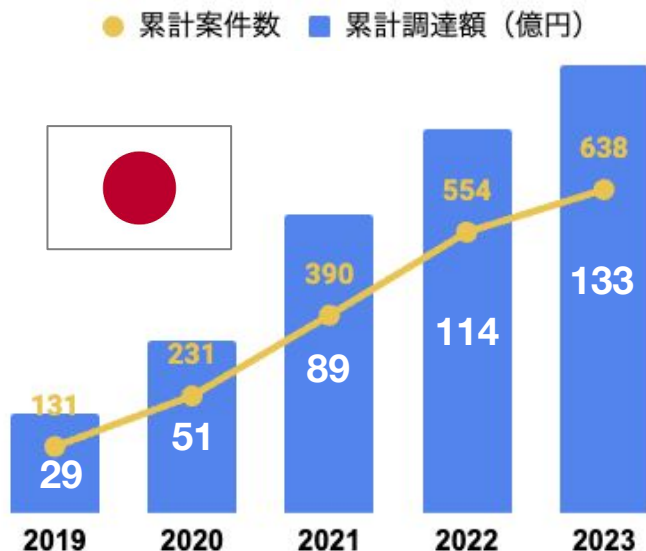


非上場のベンチャー企業が複数の個人投資家から  
WEBサイト上で少額ずつ出資を募ることができる仕組み

- ※ベンチャー企業が資金調達できる金額は 1年間に1億円未満
- ※個人投資家が投資できる金額は1社につき 1年間に50万円以下
- ※対面等、インターネット以外での勧誘行為は禁止
- ※特定投資家は50万円を超えて投資することも可能

# はじめに：株式投資型クラウドファンディング(ECF)とは

## 株式投資型クラウドファンディング 取扱案件数と累計調達額の推移



イークラウドは大和証券と業務提携し  
2020年からプラットフォームとして参入

## 株式投資型クラウドファンディングの事業者

	関東財務局登録	経営母体・株主など
FUNDINNO 株式会社FUNDINNO	2016年10月	日本初の株式投資型 CF、累計約84億円を調達 株主に野村ホールディングス、東急など
CF Angels 株式会社 CFスタートアップス	2017年7月 ※DANベンチャーキャピタルとして	CAMPFIREから株式会社 Dホールディングスへ 2022年4月に事業譲渡
ユニコーン 株式会社ユニコーン	2018年12月	金融メディアやフィンテック事業を展開する ZUU(4387)の子会社が運営
Angel Navi エンジェルナビ株式会社	2019年6月 ※SBIエクイティクラウドとして	2021年9月にSBIのグループ企業より 株式を譲受け事業を開始
イークラウド イークラウド株式会社	2020年3月	最後発で株式投資型 CFに参入、株主に 大和証券系の Fintertech、セレス、XTechなど

※出所：日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」

# 本日、以下について提言いたします

1. 1億円→5億円への上限引き上げに係る課題について
2. 個別銘柄を対象とした専用ファンド（シンジケートファンド）について

# 提言1: 1億円→5億円への上限引き上げに係る課題について

## 【現在】

発行総額上限を1億→5億円未満とすることが適当とされ、簡素化された有価証券届出書等の詳細が議論に

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書（2023年12月12日）p16-p18

少額募集に係る有価証券届出書の利用状況は、直近10年間で5件程度と、利用実績に限られている状況である。近時、上場会社を念頭に非財務情報の開示の充実が図られてきたことを踏まえ、現状、少額募集に係る有価証券届出書42において、スタートアップ企業にとっては、開示負担が大きい項目が存在しているものと考えられる。そこで、**スタートアップ企業の資金調達に係る情報開示の負担軽減・合理化の観点から、当該届出書に係る開示内容等をより簡素化することが適当である**

<中略>

我が国において、スタートアップ企業における資金調達需要は年々増加しており、年間1億円を超える資金調達、特に、足元では1億円以上5億円未満の資金調達を行うスタートアップ企業が多く存在している。そうした資金調達ニーズの動向を踏まえ、1億円以上の資金調達をする企業が必要な開示を行うことを前提に発行総額上限を引き上げ、5億円未満とすることが適当である。この場合、1億円以上5億円未満の資金調達を行う企業については、**簡素化された有価証券届出書等の開示書類の様式が利用可能となる**(前述のとおり、当該届出書に係る開示内容がさらに簡素化された場合には、その利用が促進されるものと考えられる)。

## 【具体的に発生している課題】

- ・有価証券届出書“等”というのが報告書の内容であるが、金融庁は有価証券届出書をベースで考えており、使用者責任（法17条）、法定開示情報等以外の情報利用制限（法13条5項）なども含めて検討する中で、ECF事業者やスタートアップにおいて、制度が利用されない**致命的な負担増になる可能性が高い**
- ・有価証券届出書等に加えて、継続開示（有価証券報告書）がセットになると考えられるが、スタートアップにとって上記と併せて致命的な負担増になる可能性が高い

# 提言1: 1億円→5億円への上限引き上げに係る課題について

## 【有価証券届出書の作成をする場合に、スタートアップに発生するコストについて（募集前）】

社内の体制整備に関するコスト、監査法人のコスト、印刷会社のコスト、ECF事業者の手数料が発生することとなります。IPOを目指しているスタートアップでは段階的に整備するものでありますが、IPOの準備に係るコストと同様のコストがスタートアップにかかることになる場合には大きな負担となる可能性が高い

- ・スタートアップ社内のコスト：金商法に準拠した会計処理、有価証券届出書の準備など体制整備のコストとしては、最低でも3名程度の販売管理費等が発生することが想定される。年800万円/人として、2,400万円の年間コスト増が発生することが想定される
- ・監査法人コスト：事業内容や監査法人にもよるが年1,000万円-年1,600万円程度と言われており、年々上昇傾向。2期監査となると、契約の年数は2年以上となり、2,000万円以上となることが想定される。監査期間を1期にするという案も提示されていますが監査証明は2期監査が終わった後に監査法人が作成するものとなっており、1期監査した状態では監査証明を作成しないことが通例となる。この点、監査法人や日本公認会計士協会等にも十分確認する必要がある
- ・印刷会社のコストは毎年100万円程度
- ・上記の他、株式投資型クラウドファンディングのプラットフォームに対する手数料は10%程度発生することが想定される（現状、1億円未満の調達支援の場合には15%-20%程度が標準的な手数料となっている）

仮にスタートアップが3億円の資金調達手段として利用した場合には利用時までにかかるコストの合計は以下通り

**コスト：2,400万円\*2年（社内コスト）+2,000万円（監査コスト）+100万円（印刷会社コスト）+3,000万円（ECF手数料）=合計約1億円**

調達額：1億円の場合（調達資金が全額コストで消失する）

調達額：2億円の場合（調達コストが約50%となります。継続開示も含めると、調達コストは上記以上）

調達額：3億円の場合（調達コストが約33%となります。継続開示も含めると、調達コストは上記以上）

調達額：5億円の場合（調達コストが約20%となります。継続開示も含めると、調達コストは上記以上）

## 【スタートアップに発生するコストについて（募集後）】

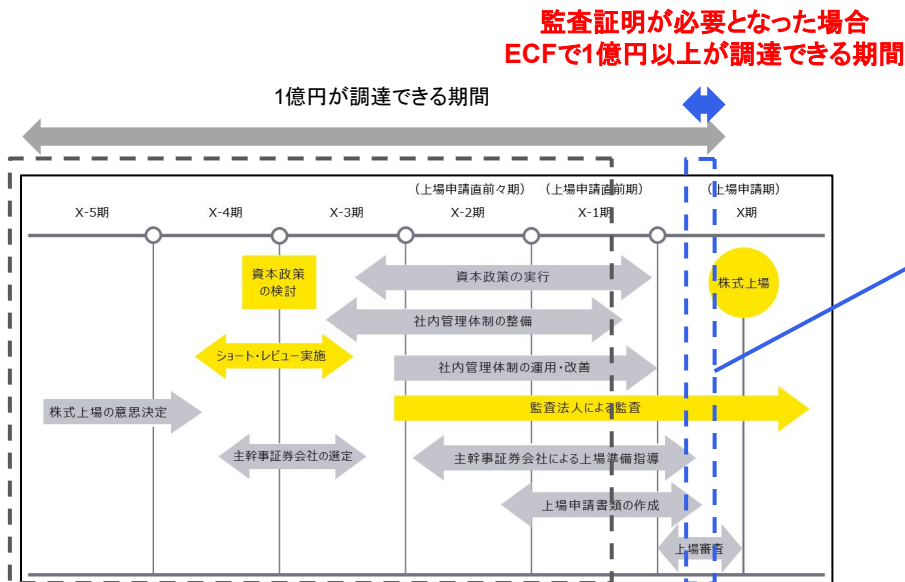
また、継続開示が必要になることから、暫定的な費用ではなく毎年かかるコストとなる

**コスト：2,400万円（社内コスト）+1,600万円（監査コスト）+100万円（印刷会社コスト）=合計約0.4億円**

（\*未上場の継続開示に特化した監査法人の場合、800万円程度の事例もあり）

# 提言1: 1億円→5億円への上限引き上げに係る課題について

【有価証券届出書の作成が必要となる場合、スタートアップがECFを利用可能になる時間軸について】



IPOのプロセスが進んでいる会社において監査証明を提出することが可能なのは、IPOの申請期であり、IPO直前での株式投資型クラウドファンディングに関しては利用する意味が極めて薄いのではないかと。

平均資金調達金額が数億円程度となる中で、スタートアップにとって資金調達の選択肢としてニーズがあり、資金調達手段の多様化として目指されるべきはスタートアップの数が多い時期なのではないか



# 提言1: 1億円→5億円への上限引き上げに係る課題について

## 【提言】

スタートアップにとって現実的な負担の範囲と投資家保護を両立する枠組みに調整できないか

【プランA】開示が必要となる基準を1→5億円へ引き上げる方向で再調整することはできないか

【プランB】有価証券届出書とは異なる新たな定義で整理をすることはできないか

例：有価証券届出書に準じる書類として政令で定めるもの

届出書提出会社においては監査、証券審査、東証審査などを経ているものとは審査やレベル感が大きく異なる可能性があることを投資家にリスクとして理解してもらうことが必要。「有価証券届出書」等の名称が残ることで、投資家から見た場合には上場水準の会社が作成しているものと同じレベルのものであると誤解されやすい枠組みであるため、別の名称で整理することも引き続き検討するべきではないか。

有価証券届出書に準じる書類として政令で定めるものとして、例えば、以下の方向性を検討し、定めることはできないか

- ・財務諸表（金商法ベース）は会計士の監査ではなくレビューとする
- ・会計士による任意監査（任意監査項目は協会等自主規制で別途定める）
- ・財務諸表（金商法ベース）ではなく、計算書類（会社法ベース）で代替する
- ・有価証券通知書 +  $\alpha$ （ $+\alpha$ の項目は協会等自主規制で別途定める）

# 本日、以下について提言いたします

1. 1億円→5億円への上限引き上げに係る課題について
2. **個別銘柄を対象とした専用ファンド（シンジケートファンド）について**

## 提言2: 個別銘柄を対象とした専用ファンドについて

海外でも「多数の株主」が課題だったが  
個人投資家をまとめるスキームが整備され、市場が拡大



## 提言2: 個別銘柄を対象とした専用ファンドについて

非上場の段階で「多数の株主」が出現することへの懸念の声がある

### 主要な証券会社等の声

- ・ 課題がある株主がいた場合IPOが難しくなる（属性の課題）
- ・ 制度ロックアップや任意ロックアップへの対応などができないのでIPOが難しくなる（ロックアップの課題）
- ・ 上場手続きを進める上で、証券口座開設が多いと手間で受けられないのでIPOが難しくなる（証券口座開設の課題）

[株式投資型クラウドファンディングで株主が増えるとIPOできない？](#)

### 日本ベンチャーキャピタル協会（JVCA）の声

- ・ ECF実施先には、VCは投資できない（しにくい）
- ・ ファンドの形式で名義を一本化し、ファンドを代表する者が株主としての意思決定を行う仕組みを検討しては。

ECF参加者の属性管理はECF業者が行うこととし、取引所における上場審査に当たっては、クラウドファンディングに参加する個別投資家の属性確認まで求めないようになれば、発行会社、VCともに、株主管理上の懸念をクリアできる

[金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」\(第6回\)議事録](#)

### 新経済連盟の声

「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ECFを導入すべき。シンジケートを組成するECF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）」

[新経連「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](#)

## 提言2: 個別銘柄を対象とした専用ファンドについて

### 【現在】

投資運用業の参入要件を緩和する流れの中での投資運用業への登録を求められている

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書（2023年12月12日） p18

なお、個人株主が多数いることを嫌う機関投資家もいることや多数の個人株主が生じることにより円滑な業務運営が困難となり得ることが指摘されており、スタートアップ企業において、徐々に機関投資家からの資金調達が進んでいくのではないかと指摘もある。基本的には、スタートアップ企業がそうした可能性も含めて資金調達手段を検討すべきであるが、CF事業者においても、そうした可能性をスタートアップ企業が適切に理解しているか確認するなどの対応を行い、また、当局においてもCF業者が適切な業務運営を行っているかをモニタリングすることが適当である。現行法でも、投資運用業と第二種金融商品取引業に登録し、ファンドを介在させることによって株主の一元化を図ることは可能であり、**上述の投資運用業の参入要件の緩和に関する枠組みも活用して、個人株主が多数いることに伴う課題に対応することも考えられる。**

### 【課題】

「投資運用業の体制整備による事業者のコスト」や「運用に関する間接コスト」なども上がることからスタートアップの負担or個人投資家の負担が増えることなどにより、経済的合理性の観点から課題が発生することが想定される

## 提言2: 個別銘柄を対象とした専用ファンドについて

### 「投資運用業の体制整備による事業者のコスト」や「運用に関する間接コスト」について

業務執行体制の構築のため、二種業と投資運用業を取得するためには追加コストが発生することが想定される

・運営のコスト：ファンドの運用部、営業部、管理部が追加必要になると想定しており、各部署は最小限の2名体制として試算します。また、システム開発、保守でも2名程度の人員が必要になると想定しており、合計8名程度の主務となることが想定される。1名800万円と簡易的に試算した場合には、6,400万の年間コストが発生する

・ファンド監査のコスト：ファンド1本当たり、100万円程度のコストが発生することが想定される  
仮に10本ファンドを運営した場合には1,000万円のコストが発生  
(投資一任の場合はファンド監査が必要で、自己運用の場合にはファンド監査は法定では無いと理解しています)

現状のECFは3,000万円程度が平均額であるが、これらの規模をファンド化した場合には管理報酬を1%-3%だとすると

$3,000万円 \times 3\% = 90万円$

$3,000万円 \times 2\% = 60万円$

$3,000万円 \times 1\% = 30万円$

程度となるが、監査コストだけでも赤字になる

**上記コストも加味すると、ファンド化することができるのは、調達額が数億円程度となることが見込むことができる案件のみが対象となる**

年間コストの上昇分は7,400万円程度だと試算した場合、ファンドの管理報酬は1%-3%だとすると

体制を維持するためのAUM（損益分岐点）は以下の通りとなる

$7,400万円 / 3\% = \text{約}25\text{億円のAUMが必要（平均額}2.5\text{億円）}$

$7,400万円 / 2\% = \text{約}37\text{億円のAUMが必要（平均額}3.7\text{億円）}$

$7,400万円 / 1\% = \text{約}74\text{億円のAUMが必要（平均額}7.4\text{億円）}$

## 提言2: 個別銘柄を対象とした専用ファンドについて

### 【提言】

#### 【プランA】投資運用業の登録を不要と整理できないか

投資運用業に該当しないという例外規定で整理することができないか（単一銘柄の場合の例外等を新設）

#### 【プランB】投資運用業の登録要件を緩和することができないか

・ファンドの間接コストが発生することで、経済的合理性が失われることが最大の懸念。参入要件に加えて、運営要件も含めて経済合理性の観点も併せて検討をお願いしたい。また投資顧問業協会との規則等でも整合性がとれるのかも慎重に調整をお願いしたい

・社内コストとして人的構成・体制整備に係る要件を最大限緩和していただきたい。本スキームでは、ファンドの運用部は個別銘柄の選定や運用は行わないことや、管理部については、第一種少額電子募集取扱業の業務執行体制との兼務なども認めていただきたい

・個別銘柄を対象とした専用ファンドの運用対象物は明確であり、運用における投資判断の余地も少ないことから、投資一任契約型であってもファンド監査を不要とすることができない検討していただきたい

#### 【その他】\*本ワーキングの対象外

・市場の形成、促進のために、英VCT（ベンチャーキャピタルトラスト）の税制優遇を参考に、日本の未来に投資される貴重な投資資金を「全額税額控除」など世界最高水準の枠組みを用意することも考えられるのではないか

xBridge-Tokyo

# Appendix



# 提言1: 1億円→5億円に上限引き上げに対するの課題について

## 上限1億では調達ニーズを満たせない



## 米国では上限額の拡大を境に利用量が急増

### アメリカにおける動向



※出所: Kingscrowd, 1ドル=130円で換算

国内スタートアップの資金調達平均は**4.01億円**




1~5億円未満の調達を行う社数割合は過去**10年で約2倍**に

100万ドルの**調達上限**が  
明確に**ボトルネック**であったことがわかる

※ INITIAL 「Japan Startup Finance」

## 提言2: 個別銘柄の専用ファンドを取扱い可能に

海外の株主まとめスキームの中でも「SPV」が日本に転用できる可能性が高い

	概要	課題 / 日本での転用可能性
 カストディ (代理人制度) ノミニー (第三者名義)	<ul style="list-style-type: none"><li>・代理人 (カストディ) 制度における第三者名義 (ノミニー) で一元化 (英受託者法)</li><li>・代理人に議決権行使などの権限を付与し、個別名義を代理人名義に替えて管理 (米カストディ)</li></ul>	日本国内では小口の名義をまとめる制度とはなっておらず転用が難しい  ※海外投資家が金融機関 (信託銀行やカストディ銀行等) を通じて管理運用等の委託を行うなどの用途が主
 SAFE 将来株式取得略式契約スキーム	新株予約権 (将来株式を付与する権利) を使い暫定的には株主としない座組み	将来的に株式を転換することになるため株主が増える課題の本質的な解決手段ではない
 SPV 特別目的会社	<ul style="list-style-type: none"><li>・プロジェクトごとにSPVを設立 または1つのSPVから複数企業に出資</li><li>・米・英ともに2021年より施行</li></ul>	日本国内での転用可能性◎ (詳細: 次ページ)

## 提言2: 個別銘柄の専用ファンドを取扱い可能に

SPVとしては米国ではLLC（合同会社）が主流であるが、国内においては課税関係の違いがあることから合同会社の活用メリットは低く、「匿名組合」の枠組みを中心に整備することが望ましい

	考え方	投資家の責任	監査	課税関係	
 <b>SPV</b>	株式会社	法人	有限責任	資本金、 株主数要件等あり 法人税	
	合同会社 (LLC)	法人	有限責任	任意 法人税 <small>※米国LLCはパススルー</small>	
	任意組合	法人格なし	無限責任	任意	パススルー
	匿名組合	法人格なし	有限責任	任意	パススルー
	投資事業 有限責任組合	法人格なし	有限責任	必要	パススルー
	有限責任事業組合	投資家 =共同事業者	有限責任	任意	パススルー



Fin

## イークラウド株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第3181号

加入協会：日本証券業協会

本社所在地：〒103-0028 東京都中央区八重洲1-5-20 東京建物八

重洲さくら通りビル3階

代表取締役：波多江直彦

サービスサイト：<https://ecrowd.co.jp/>

コーポレートサイト：<https://corp.ecrowd.co.jp/>