

クラウドファンディング実現に向けて 大きな一歩

—ジョブズ法の施行規則・細則案が発表される



資本市場研究会 会報部 主任調査役

せん だ のり ひ こ
千田 雅彦

■ I. ジョブズ法の細則案の発表

(1) 第3編細則案の発表へ至る展開

ジョブズ法（JOBS Act）は、2012年4月に成立した^{（注1）}。そして同法は、その実際の運用に必要な施行規則・細則案（以下、細則案）を90日～270日以内に提出するようにSECに求めていた。しかし、投資家保護の規定や詐欺防止の観点からの議論等が長引いたことから、その提出は大幅に遅れていた。

結局、本来の予定から約10か月遅れたものの、2013年10月23日にジョブズ法の核とも言える同法の第3編に関する細則案がSECから提示された^{（注2）}。

しかし、そこに至る間にも、ジョブズ法が

部分的にとはいえ順次施行されていた事実を見落としてはならない。具体的には、同法の第1編（Title 1）の“新興企業（EGC^{（注3）}）”規定を利用したIPOの実現や、第2編（Title 2）の広告規制の緩和実施^{（注4）}などである。ところが、ジョブズ法の核となる第3編^{（注5）}（Title 3）の細則案の提出に関しては、大幅に遅れていたのであった。

上記の漸進的発効の過程は、今回公表された細則案の位置づけを理解するうえで重要となるので、一連の動きを整理しておく、

- ① “EGC” 規定を利用したIPOとは、売上高が一定の金額以下などの条件を充たす新興企業が、短縮された期間の財務諸表等でIPOが可能になったこと（従来は、直近3年分が必要であったが、2年分でも可能になったなど）、
- ② 第2編の広告規制緩和とは、従来は禁止されていた少額私募の一般勧誘・広告（General Solicitation）が、解禁された

— 目 次 —

- I. ジョブズ法の細則案の発表
- II. 細則案の内容

(図表 1) ジョブズ法の第 1、2 編と第 3 編の関係

～第 1、2 編は、緩和の効果がアクレディテッド・インベスターに留まる
第 3 編により、非アクレディテッド・インベスターにも効果が拡大～

各編／適用範囲	アクレディテッド・インベスター	非アクレディテッド・インベスター
第 1 編：EGC ^(※) 緩和など	○	×
第 2 編：広告緩和	○	×
第 3 編：クラウドファンディング導入による諸々の緩和・適用拡大	○	○

※EGCについては、注 2 を参照

(図表 2) ジョブズ法の概要

～第 1、2 編は EGC、広告緩和など、核となるのは第 3 編～

各編・Title／内容	主な内容
第 1 編：EGC緩和など	・ EGCの定義 ・ 開示の免除、緩和（役員報酬開示免除など、財務諸表が 3 年分から 2 年分へ軽減） ・ その他（リサーチレポート、事前ミーティング等）
第 2 編：広告緩和など	・ 少額私募の一般広告解禁 ・ クラウドファンディングを司る仲介業者へ、証券取引プラットフォーム技術を提供するIT業者のブローカー・ディーラーとしての登録免除^(※) など
第 3 編：クラウドファンディング導入	・ 発行案件がSECへの登録免除となるなどの要件（調達金額と投資金額の制限、発行体・仲介業者の義務など） ・ 新たにファンディング・ポータルを設ける ・ その他（不正防止、州法との関連等）

※ただし、これにより登録免除となるIT企業は、個々の証券取引に起因する報酬は得ることは出来ない（ジョブズ法SEC（条）.201）

こと（ただし、対象者は、これまでと同じくアクレディテッド・インベスター・Accredited Investor^(注 6)のみ）、

- ③ 第 3 編の細則案は、従来アクレディテッド・インベスターに限定されていた少額私募そのものを、『非』アクレディテッド・インベスター（アン・アクレディテッド・インベスター）にも解禁していくという、大胆な変革を可能にするための諸施策の集合体と位置づけ出来よう。つまり、第 1 編と第 2 編は、開示と広告等

について緩和を実現したものの、対象としていたのは、あくまでアクレディテッド・インベスターのみであって、この点では、従来のフレームワークと何ら変わらなかったのである。そして、第 3 編の緩和により、この変革が非アクレディテッド・インベスターにも及ぶことになるのである。この点で、第 3 編の緩和は、『革命的』と評価出来ようし、また、非アクレディテッド・インベスターをその名前“Crowd（群衆）”に内包しているクラウドファンディングに相応しいものになってい

ると言えよう。

(2) 第3編の内容とまとめ

第3編の内容は、クラウドファンディングに付与されている様々な免除要件を充たすための投資および調達金額の制限（細則案のA章）、また発行体（B章）と仲介業者（ブローカー・ディーラーおよび新たに設置されたファンディング・ポータル）の基準・義務等（C、D章）である。以上の内容を図表化したのが、図表1である。また、ジョブズ法の各編の構成を図表2に挙げておく。

■ II. 細則案の内容

いよいよ、細則案の内容に入る。細則案の内容は多岐に亘るため、同案の全体像を事前に把握しておくことは有益であろう。この点で細則案の目次は、その全体像を示しており、また今回の意図が明確に出ているため、議論を進めるうえで参考になると思われるので、図表3として挙げておく。なお、細則案の内、本稿で重点的に取り上げるのは、その第II編の下掲の章である。

A章 免除要件（発行金額・投資金額の制限など）

B章 発行体の要件（ディスクロージャーなど）

CおよびD章 仲介業者の基準・義務など
上記章を重点的に取り上げる理由は、細則案作成過程で問題となっていたのは、投資家

保護を如何に保持するかであり、特にこれに関係してくるのが、上記章であるからである。

また、その『序論と背景』では、当局が細則案策定に当たって、どのような姿勢・観点から取り組んだかが説明されている。その内容は、日本のクラウドファンディングの導入に際しても^(注7)、非常に示唆に富むと考えられるので、それについては最初に取り上げる。

(1) 序論と背景

そもそも論になるが、ジョブズ法が目指すのは、リスクマネーの供給である。リスクマネーの供給は、資本市場の重要な役割である。円滑なリスクマネー供給のためには、投資家保護のための規制が必要である。その規制が効果を発揮してリスクマネー供給のスキームへの信頼がより高まれば、それに応えてリスクマネー供給がより一層活発になるという好循環が期待される。しかし、投資家保護の手立ては、例えば、資金調達側のディスクロージャー充実という、総じて資金調達側（発行体）の負担を伴う内容となる^(注8)。

このためリスクマネー供給という目的と、投資家保護ないしは資金調達側の負担とにトレードオフ関係が存在する。米国においてリスクマネー供給が重視された時期には、投資家保護の基準が一部で緩和される一方で、その影響を緩和するために他の分野で基準が強化されるなどの措置が同時に取られている。

こうしたポリシー・ミックスの一例を、ジ

(図表 3) 細則案の目次

(・・・は省略された項目)

Table of Contents	目次
I. Introduction and Background	I. 序論と背景
A. Overview of Crowdfunding	A. クラウドファンディングの概観
B. Title III of the JOBS Act	B. ジョブズ法の第3編
C. Approach to proposed Rules	C. 細則案の考え方・姿勢
II. Discussion of proposed Regulation Crowdfunding	II. 細則案の議論
A. Crowdfunding Exemption	A. 免除規定
1. Limitation on Capital Raised	1. 調達金額の制限
2. Investment Limitation	2. 投資金額の制限
3. Transaction Conducted Through an Intermediary	3. 仲介業者を通じた（プライマリー）取引に関して
...	...
B. Requirements on Issuers	B. 発行体の義務
1. Disclosure Requirements	1. ディスクロージャーの基準
2. Ongoing Reporting Requirements	2. 継続の開示
3. Form C and Filing Requirements	3. フォームCの登録
...	...
C. Requirements on Intermediaries	C. 仲介業者の要件・義務
1. Brokers and Funding portals	1. ブローカーとファンディング・ポータル
2. Requirements and prohibitions	2. 要件と禁止事項
3. Measures to Reduce Risk of Fraud	3. 不正防止策
4. Account Opening	4. 口座開設
...	...
D. Additional Requirements on Funding p.ortals	D. ファンディング・ポータルの追加的要件・義務
1. Registration Requirement	1. 登録義務
2. Exemption from Broker-Dealer Registration	2. ブローカー・ディーラーとしての登録免除
...	...
E. Miscellaneous provisions	E. その他
...	...
III. Economic Analysis	III. 経済（費用削減）効果分析
...	...
IV. V. VI.	IV. V. VI. (省略)

ジョブズ法で探せば、発行体側の負担軽減のため、財務報告期間の短縮という緩和策を打ち出す一方で、投資家保護の観点から、調達および投資金額に制限を課し、また財務開示の更なる緩和要求を退けることにより、バランスを取り、最適点を見出そうとする点に見ることが出来る。

これ以外にも、今回細則案で示された運用指針、解釈では、至る所で締めるところは締

めながら、緩和するところは前向きに緩和して、最適点を見出そうとするという姿勢が非常に強く窺える。細則案では、ジョブズ法の問題は、クラウドファンディングという新たな資金調達の道を企業に確保しようとするものであるという解釈が至る所で打ち出されている。

さらに、ジョブズ法の大きな特徴は、従来の枠組みとは若干異なる価値観を組み込んで

いる点である。『序論と背景』では、クラウドファンディングは、投資の動機が必ずしも金銭的なものではなく、アイデアへの共鳴でもあり得る点、また情報もインターネット上で共有されたものに一定の意義、価値を認めているなど、これまでの投資動機、情報開示のスキームとは異なる斬新な論理が述べられている^(注9)(細則案原文p.8、11；以下、特に断りの無い限り、細則案の原文での頁数)。

インターネットに特有の価値・意義を見出している例として、インターネットを用いないクラウドファンディングの禁止がある。これは、コミュニティバンクなど零細金融機関がクラウドファンディングの仲介業者になる場合、印刷された資料等によるものも認めるべきとの意見があったが、SECは、そうした「オフライン」では、インターネットが持つ情報共有などの特性が活かされないとして退けている。これは、SECが、クラウドファンディングはインターネットの特性・長所を前提として初めて成立するものであるという認識を有していることを示している(pp.30-31、33)。

(2) 各章の内容

これから各章を見ていく。なお、細則案の原文は585頁あり、その全てを詳細に論じるのは本稿の範囲を超えている。また、始めに細則案とジョブズ法の位置関係を一応説明しておく。

言うまでもないが、細則案の目的は、本則であるジョブズ法が定めた内容に関して、

様々な解釈が可能な場合、また実際の運用上、生じるであろう不明点に対して、暫定的ではあるが最終的解釈を示し、運用上の指針を示すことにある。

例として、ジョブズ法本則が定めているクラウドファンディングの12か月間の資金調達額の100万ドルへの制限を取り上げよう。実際の運用となると、当該企業が1か月前に30万ドルを、少額私募でもレギュレーションDのスキームを使って調達していた場合、クラウドファンディングで調達出来るのは、その額だけ減額されて70万ドルになるのか、それには影響されないで100万ドルなのか、といった疑問が生じる。細則案は、こうした疑問に対して答えていくという位置づけになる。従って、当然のことであるが、細則案が取り上げるトピックスは、ジョブズ法の本則と同一であり、トピックスに関する限り、細則案はなんら新しいものを含んでいない。

A章 免除要件

A章は、資金調達がクラウドファンディングと認定されて、それに付与されている様々な免除・軽減措置を享受するためには満たしていなければならぬ要件の内、第1節で資金調達額、第2節で投資可能額、第3節で取引に関する要件などを取り上げている。

A第1節 資金調達額の要件

クラウドファンディングの調達金額は、ジョブズ法の本則で、12か月間で100万ドルに制限されている。公開コメント募集では、上

限を増額すべきとの意見があった。これに対してSECは、100万ドルという金額は新興企業にとっては多額であるとして、この意見を退けている (p.16)。

しかし、一方で、12か月間中にレギュレーションDなど他の私募形式による資金調達があった場合、その調達金額をクラウドファンディングの100万ドルの枠から減額すべきとの意見があったが、SECはそれを退けて合算しない方針を打ち出した (p.17)。これにより、クラウドファンディングによる資金調達枠100万ドルは、他の形式の私募の実施によって減額されることは無くなった。

同じく資金調達額の計算で、クラウドファンディングでも、寄付型や購入型で取得した資金、およびスタートアップ段階で一般的な家族や友人からの出資資金は、100万ドルに合算しないとした (p.18)。

また、クラウドファンディングによる資金調達とレギュレーションDなど他の私募による調達金額の同時進行に関しては、一定の制限・規制を課したうえで、同時進行を認めた (pp.18-19)。具体的には、一般勧誘 (一般広告・General Solicitation) が認められている案件とそうでない案件が同時進行する場合、前者の勧誘・広告のなかに、後者が含まれてはならないとするものである。

A第2節 投資金額の要件

ジョブズ法の目玉であった改革の一つが、非アクレディテッド・インベスターに、少額私募への投資の途を拓いた点である。従来は、

アクレディテッド・インベスター (注10) のみが参加を認められていた。

これに対して、ジョブズ法は、①年収または純資産が10万ドル未満の投資家は、12か月間に2,000ドルまたは、年収または純資産の5%のいずれか大きい額を、②同10万ドル以上100万ドル未満の投資家は、同期間に10万ドルを限度として年収または純資産の10%まで、クラウドファンディングへの投資を認めた。

ただし、①と②で解釈が迷うのが、年収と純資産が各々①と②に当てはまる投資家の場合である。例えば、年収は10万ドル未満であるが、純資産は10万ドル超といった場合は、どちらの基準を当てはめるべきか、ということである。細則案は、ジョブズ法の意図は10万ドルを限度として、非アクレディテッド・インベスターにもより多くの投資機会を与えることであるとして、高い方の基準を満たす条件に基づいて、投資限度額を計算すべし、としている。即ち、このケースでは②を当てはめるのである (p.24)。

さらに、発行体の実務的な負担を軽減するために、細則案は、投資家の投資限度額遵守に関して、発行体による確認を免除している。発行体は仲介業者の確認を信頼してよいとされた (p.25)。

投資限度額に関しては、250ドルを限度とする地域限定の少額募集の提案や、在米外国人・非居住者への適用を問う質問等があった。細則案は、前者に対しては、ジョブズ法の精

神は、均一な投資限度額が全ての投資家に適用されることであるとして、別途例外的に限度を設けることを退けている (pp.26-27)。また、在米外国人・非居住者についても、ジョブズ法は、条件を満たしていれば、均一な投資限度額が全ての投資家に適用される、として同一の基準の適用を結論付けている (p.27)。

A第3節 取引に関する要件

ジョブズ法は、クラウドファンディングによる資金調達は、ブローカーまたはファンディング・ポータルによるべきとしている。これ自体は、私募は登録仲介業者によって行われるべきとするものであり、当然の内容である。しかし特筆すべきなのは、細則案が、クラウドファンディングによる資金調達は、一仲介業者に集中すべきとしている点であり、その根拠である。

根拠として二つ挙げており、一つが発行体の資金調達限度額の遵守の確認の容易性であるが、もう一つの根拠は、仲介業者を一社に限定することにより^(注11)、発行体に関する情報が集積し、インターネットの特性である“Wisdom of Crowds” (群衆の叡智) が発揮されることを期している点である (pp.30-31) (注12)。

また、こうしたインターネットの特性が活かされないとして、クラウドファンディングを、コミュニティバンクなどが行う少額のものに限定して「オフライン」のものも認めるべきという意見を退けている^(注13) (p.33)。

B章 発行体の要件

発行体がディスクローズすべき内容についても、SECは、過度の負担や緩和を避けつつ、クラウドファンディングの定着を図るべく、現実的なアプローチを随所で取っている。実際、B章の冒頭部分で、発行体がディスクローズすべき内容として、役員、会社の所在地、事業内容等一般的な項目を挙げた後 (pp.41-42)、新たな開示様式のForm Cを提示し (p.101)、さらにこのForm Cは、インターネット上のデータ共有の言語XML (Extensible Markup Language) で提出して良いとし (p.43、103)、また開示文章に関しても、例えば、事業説明とリスク要因説明等の部分で重複があれば、省略を認めている (p.67)。

他にも、非常に実務にも通じた現実的な解釈、指針が多く示されており、その内重要と考えられるものを取り上げておく。

① 財務状態の開示：設立間もない新興企業なため、過去の実績・データが整っていない場合、これまでの金額的達成事項、また経営、資金繰り、その他での課題等を開示することを義務付け、設立後一定期間経った企業の基準と区別 (p.66)。

② 財務開示の規定：ジョブズ法本則では、12か月間の資金調達額が10万ドル以下の場合、納税申告書とCEOによる証明付きの財務書類となっている。しかし、より厳しい基準の財務書類の提出を求める意見があった。また、資金調達額が、i) 10万ドル超から50万ドル以下の場合、公認会計士に査閲

(review) された、ii) 50万ドル超の場合は、公認会計士に監査された財務諸表の提出が求められている^(注14)。これについて、開示期間を5年にすべきなど、より厳しい意見があった一方で、基準を緩和すべきとの意見もあった。SECは、結論として、a) 金額別の必要書類の規定はジョブズ法の本則通りいくこと^(注15)、b) 財務書類は全て米国GAAP基準に依ることとし (p.71)、c) 期間は、本則通り2年^(注16) または設立以来とし (pp.71-72)、d) 新年度になった場合、通常は60日以内に年度決算書を提出せねばならぬが、120日以内とし、その期間内は、重要な事後事象を記載した上で、前々年度のものを代替して良いとした (p.72)。他にも、f) 四半期データの提出は退け、年次データでいいとし (p.94)、またg) 開示データは、発行体のホームページ掲載で充分とし、印刷物にすることを求めないとした (pp.94-95)。

③ 新たなForm Cの提示：クラウドファンディングを利用する企業が、求められる企業および財務情報等を提出するフォーマットとして、SECは新たにForm Cを提示した (pp.101-106)。SECは、ジョブズ法の本則は、特定のフォーマットの使用を求めているが、標準化による利点が大きいとして定めたとしている。また、このForm Cは、前述のようにXML形式で提出してよいとしている (p.43, 103)。データ共有が容易なXML形式であることにより、SECは、発行体・発行証券の監視・監督も効率的になるメリットを挙

げている。さらに図表データ (exhibit) に、ビデオ・プレゼンテーションのテキストを掲載することを認めている (pp.103-104)。

C章とD章：仲介業者

C章とD章は、仲介業者および新たに設けられたファンディング・ポータルについて取り上げている。C章は、クラウドファンディングで仲介業者として機能するブローカー・ディーラーとファンディング・ポータルの規制等について、D章はファンディング・ポータルについての補足的な規制である。

まず、ファンディング・ポータルの登録について取り上げる。ジョブズ法は、クラウドファンディングは仲介業者を通して行うべきことを定めており、同時に仲介業者にファンディング・ポータルという新たな範疇を設けた。細則案は、ファンディング・ポータルは、その業務がクラウドファンディングに限定されているとはいえ、顧客資金による証券取引を成立させていることから、ブローカーの範疇に入るとしている。よって、本来であれば、通常のブローカー同様、SECに直接登録することが要請される (pp.125-126)。しかし、SECに登録し、継続的に書類提出する等の負担は現実的でないとしている。解決策としてSECは、ファンディング・ポータルの業務を狭い範囲に限定することにより、登録を免除し、その代わり34年証券取引所法に定められた証券自主規制組織（現時点ではFINRAのみ）に加入することとしている (p.127)。

SECによれば、費用削除効果は、初年度で35万3千ドル、翌年以降で18万ドルとしている(pp.385-386) (注17)。

また、この措置により、ファンディング・ポータルの業務は、クラウドファンディングでのプライマリー業務に限定され、セカンダリー、アドバイザー業務は出来ない。このためファンディング・ポータルは、顧客の証券・資金を預かることは出来ない。唯一顧客資金に絡むのは、プライマリー業務で決済資金が一時的にそのエスクロー口座に留まることのみである。

禁止事項として挙げられている主なものは、利益相反である。特に、ファンディング・ポータルの運営者、およびその関係者が、プライマリー業務で関与する企業に利益関係を持つことを禁止している (p.132)。

不正防止に絡んでは、仲介業者による、発行体の役員・関係者の経歴および証券違反等の記録チェック、および発行体の資本取引の記録の正確さの確認を義務付けている(pp.136-137)。ただし、発行体の提出資料が、「合理的な根拠で“reasonable basis”」信頼できると判断される場合は、それに基づく確認で充分としている。資本取引の記録に関しては、SEC等への直接登録を求める意見もあったが、費用面などから現実的でないとして退けて、銀行等での記録も認めるとしている(pp.138-139)。

また、投資家に対して「教育的“educational”」な事前説明書の配布（イン

ターネット経由）と、投資金額制限遵守の確認を求められている (pp.152-160)。前者は、募集プロセスの説明や発行体の情報提供などの一般的内容に加え、特に、種類株のリスク（権利の制限、希薄化リスク等も含めpp.154-156）と投資金額制限の説明 (p.155) などに重点が置かれている。後者に関しては、投資家の提出書類が「合理的な根拠で」信頼され则认为られる場合は、それに基づく確認で充分としている (p.155)。

(注1) 4月5日、オバマ大統領が署名し成立。正式名称は、Jumpstart Our Business Startups Act。ジョブズ法に関しては、中村聡 (2013)「米国JOBS法による証券規制の変革」『研究記録』第40号 日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会、尾崎悠一 (2013)「米国におけるクラウドファンディングに関する議論について」『企業法制の将来展望』資本市場研究会pp. 209-244、野村敦子 (2013)「米国で成立したクラウド・ファンディング法の概要とわが国への示唆」『金融』2013年6月号 (795号) 全国銀行協会pp.3-11、神山哲也 (2013)「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」『野村資本市場クォーターリー』2013Spring 野村資本市場研究所pp.174-191、岩井浩一 (2012)「JOBS法の成立と米国IPO市場の今後の動向」同前 2012 Autumn pp.125-136、拙論・千田雅彦 (2012)「クラウドファンディングの幕開け～Jobs Act成立の意義とその背景～ ―米国の起業支援に見る金融規制緩和―」『月刊資本市場』2012年7月号 (323号) 資本市場研究会pp.38-47など。

また、リスクマネー供給の観点から米国の少額私募等の全体像を捉える論文は、淵田康之 (2013)「リスクマネーの供給と投資家保護」『野村資本市

- 場クオータリー』2013Autumn 同前pp.85-118等。
- (注2) 第3編細則案の原文掲載URLは、<http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>。また、同細則案は、2014年2月3日まで約100日間の公開意見募集期間であったが、3月12日時点で、新たな意見が継続して掲載されている。また、同細則案の施行時期は不明だが、米国メディアには、意見募集終了から約半年後の2014年9月頃との見方が紹介されている。
- (注3) Emerging Growth Companyの略。種々の規定があるが、代表的なものは、直近年度売上高が10億ドル未満である事。他の諸規定とこの売上高条件を充たしていれば、5年間はEGC規定を受けられ、本論で説明するジョブズ法の様々な免除・軽減措置を享受出来る。
- (注4) 2013年7月23日に案が公表され、2014年9月23日に発効した
- (注5) 実際、ジョブズ法の第3編の名称は“CROWDFUNDING”であり、第3編に基づく細則(ルール)案が“Crowdfunding Rule”と呼称されている。
- (注6) 純資産(自身の住居用不動産を除く)が100万ドル超、または年収が直近2年間20万ドル超で、本年も同様の見通しであること。配偶者がある場合は、資産要件は同額、年収要件は30万ドル超へ。
- (注7) 金融庁の「有識者会合」(座長・吉野直行慶応大学教授)の報告、同庁の金融審議会金融分科会および「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」の報告等を参照。
- (注8) この節の論考は、注1で挙げた淵田康之氏論文(2013)に負うところが非常に大きい。
- (注9) クラウドファンディングのこうした特性およびインターネットの意義に関しては、柳川範之(2013)「講演録：クラウド・ファンディングとこれからの金融市場」『月刊資本市場』2013年12月号(340号) 資本市場研究会pp. 58-70など。

- (注10) アクレディテッド・インベスターについては、注6参照。
- (注11) 仲介業者を一社に限定する原則は、発行体が複数のクラウドファンディングを同時に進める場合にも適用される(p.30)。
- (注12) また、細則案は、モバイル機器に対応したクラウドファンディングのプラットフォームの登場にも期待を寄せている(p.32)。
- (注13) 同様に、閉じられたネットワークでのクラウドファンディングは、インターネットの特性である情報の共有・集積効果が期待出来ないとして、認可しないとしている(p.33)。
- (注14) 年間費用は、査閲が14,350ドル、監査が28,700ドルとしている(pp.358-359)。
- (注15) 金額の計算に、部分的受取りに終わった案件の計画全額を加算するのか、実際の受取り額のみなのかの疑問に対して、後者の金額と今回の計画額とした(pp.70-71)。
- (注16) 2年間としたのは、3年間ないしは1年とすることも考慮したが、3年はスタートアップ企業には負担が大きいこと、一方、1年では投資家が時系列比較を出来ないため、最低限の時系列比較が出来る2年としたと説明している(p.71)。
- (注17) 同ページに詳細な数表が掲載されている。

