

日本におけるクラウドSAFEの試み

松尾 順介

はじめに

昨年、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が稼働を開始し、非上場会社がクラウドファンディングで資金調達する事例が相次いで登場し始めた。

他方、直接株式を発行するのではなく、新株予約権の一種を発行することで資金調達するスキームを手掛けるプラットフォームも登場し、その導入事例も見られるようになった。

米国では、すでに直接株式ではなく、将来株式取得略式契約 (Simple Agreement for Future Equity: 以下SAFE) をクラウドファンディング・プラットフォーム上で購入する事例が多数見られ、これらはクラウドSAFEと称されている。⁽¹⁾これと類似したスキームが日本でも登場したといえるものであり、わが国の投資型クラウドファンディングにおけるイノベータータイプな試みとして特筆すべきものと思われる。

このスキームに取り組んでいるプラットフォームは、エメラダ株式会社²の運営する、エメラダ・エクイティであり、その第一号案件は、クラフトビールの製造・販売を手掛ける、Far Yeast Brewing株式会社である。

本稿では、米国におけるSAFEの仕組みとクラウドSAFEの現状を概観した上で、エメラダ・エクイティの取組とFar Yeast Brewingの導入事例をインタビュー調査に基づいて紹介する。

1 S A F F E の仕組み

S A F F E は、二〇一三年、アメリカのスタートアップ・アクセレーター、Y Combinator⁽²⁾が簡略な資金調達書類をリリースしたことに始まるとされる。

このS A F F E は、ユニークな金融スキームであり、これを理解する上で、以下の点がポイントとなる。⁽³⁾

① S A F F E は、転換社債と異なり、S A F F E は債務証券ではない。したがって、利払いや満期という概念は存在しない。

② S A F F E は、通常の新株予約権のような権利の購入ではなく、将来的に新株が発行された場合、その新株を一定の条件で取得する契約であり、予め契約段階で新株取得の対価が支払われる。

③ 将来的に新株が発行されるのは、当該企業においてI P O や買収などのイベントが発生した場合であり、このようなイベントが発生しない場合、つまり当該企業が成長がなかった場合、S A F F E は「塩漬け」状態となる。

④ S A F F E は、契約であるが、予め設定されたひな形があるため、契約時において多数の交渉事項を必要としない。したがって、スタートアップ企業にとっても、投資家にとっても、弁護士費用が節約できるとともに、両者が条件交渉に費やす時間も節約できる。

⑤ S A F F E の契約の際、もつとも重要な交渉事項は、バリュエーション・キャップ (valuation cap) およびデイスカウント率であり、これらは後述するように、S A F F E 取得者による新株取得条件を決定するものである。まず、バリュエーション・キャップとは、当該企業の時価評価の上限を意味しており、実際の時価評価がこれを上回っていても、S A F F E 取得者はこの上限額を基準として新株の取得価格が産出される。したがって、バ

リユエーション・キャップが低く抑えられたほうがSAFE取得者にとってより安価で新株が取得できる。また、デイスカウント率は、一般の新株取得者の取得価格に対する割引率を意味している。なお、SAFEには、上記の一方だけを設定したものと両方を設定したものがあ

以下、簡単な数値例で、バリュエーション・キャップを設定した場合とデイスカウント率を設定した場合とを説明しよう。⁽⁴⁾

① バリュエーション・キャップのみの設定例

投資家がSAFEを一〇万ドルで購入し、バリュエーション・キャップが五〇〇万ドルの場合である。当該会社は、プレマネーバリュエーションが一〇〇万ドル時点で投資家と交渉し、一〇〇万ドル相当のA種優先株を発行する。新株発行直前の同社の最大希薄化分の株式は、このファイナンスに関連した一〇〇万株のオプション分の株式数を含め、一一〇〇万株である。ここでプレマネーバリュエーションとは、新株発行直前の企業価値を指している。

この場合、同社はA種優先株を新規の投資家に一株〇・九〇九ドルで、一一〇万一一〇株発行する。同社は、SAFE投資家に対して、A1種優先株を一株〇・四五四五ドルで、二二万二二株発行する。ここでの株価〇・九〇九ドルは、プレマネーバリュエーション一〇〇万ドルに対して、最大希薄化分の株式数一一〇〇万であるため、前者をこの株数で除したものである。他方、SAFE投資家は、バリュエーション・キャップが五〇〇万ドルであるため、これを一一〇〇万株で除した株価、〇・四五四五ドルで優先株を取得できることになる。この株価でSAFE保有者があらかじめ支払い済みの一〇万ドルで、A1種優先株を取得すると、その株数は二二万二二株となる（一〇万ドル・〇・四五四五ドル）。なお、ここでA種優先株は、標準優先株と同じであり、A1種

優先株は、SAFE優先株を意味している。

② バリュエーション・キャップとディスカウント率の両方の設定例

投資家がSAFEを一〇万ドルで購入し、そのバリュエーション・キャップが七〇〇万ドル、ディスカウント率が八五%（一五%の割引）の場合である。

同社は、新規の投資家にA種優先株一〇〇万ドル分を発行するとする。なお、その際のプレマネーバリュエーションは、一〇〇〇万ドルであり、同社の最大希薄化株数は、オプション分一〇〇万株を含めて、一一〇〇万株とする。

この場合、同社は新規の投資家にA種優先株一一〇万一一〇株を発行することになる。つまり、一株の価値は、一〇〇〇万ドル・一一〇〇万株 \parallel 〇・九〇九ドルであるため、株数は、一〇〇万ドル・〇・九〇九ドル \parallel 一一〇万一一〇株となる。

この場合、SAFE投資家には、二つの選択肢がある。一つはバリュエーション・キャップをもとに権利行使するという選択肢であり、もう一つはディスカウント率をもとに権利行使するという選択肢である。前者の場合、SAFE投資家は、〇・七二七二ドル（八〇〇万ドル・一一〇〇万株）で、株式を取得できるが、後者の場合、一株〇・七七二六五ドル（〇・九〇九 \times 〇・八五）となる。したがって、SAFE投資家は、前者を選択する方が有利である。

2 米国でのクラウドSAFE

米国の株式投資型クラウドファンディングの代表的なプラットフォームである、WEFUNDERのサイトを

見ると、現在募集中の四六案件のうち、二〇案件がSAFEであり、株式二〇案件と並んでいる⁽⁵⁾。これらの案件をまとめると、以下である。

このHPに掲載された事例から、以下の点が指摘できる。

① バリュエーション・キャップとディスカウント率の両方を設定している場合と一方だけの場合がある。なお、ディスカウント率は、一〇〜二五%程度が標準的な水準であると推測できる。

② SAFEのスキームに関する詳しい説明はなされておらず、上記のバリュエーション・キャップやディスカウント率だけが明示されている。このことは、SAFEのスキームについての理解が自明の前提とされているように思われる。

③ 当該企業の成長シナリオがアピールされているが、そのシナリオは必ずしも明確に裏付けられたものではない。

④ 当該企業の出資者のプロフィールや投資動機などが掲載されており、このことはクラウドファンディングの投資家が、企業の事業内容や財務情報だけでなく、どのような出資者が先行投資しているかを投資の判断材料にしていることを示唆するものと思われる。

⑤ 早期申込者への特典を設定している場合が少なくない。

⑥ ほとんどすべてのプロジェクトが投資家特典を用意している。特に、この投資家特典には、特製Tシャツなどが含まれており、このことは投資家が価値観を共有しており、一種のコミュニティを形成していることを示唆するものと思われる。

図表1 WEFUNDERでのSAFEの事例

社名	業種	資金調達 目標額	バリュエー ション・キ ャップ	ディス カウン ト率	最低 投資 額	早期申込特典	投資家特典 (一部のみ)
MOBODEXTER	IoTやドローン関 連ソフトウェア	\$100,000～ \$803,000	\$20,000,000	－	\$300	－	\$300：感謝状 \$500：特製バッグ
MOJOE BREWING COMPANY	コーヒーや茶など の飲料	\$50,000～ \$107,000	\$6,000,000	－	\$250	バリュエーショ ン・キャップ： \$4,000,000	\$500：商品セット
Hiero 2	絵文字アプリの開 発	\$100,000～ \$500,000	\$2,500,000	－	\$250	バリュエーショ ン・キャップ： \$2,000,000	\$250：ウェブサイ ト上の氏名掲載
IMPACT SCIENCE EDUCATION	科学教育	\$50,000～ \$800,000	\$3,500,000	20%	\$100	－	\$500：サンプルユ ニット
GRIT GROCERY	飲食	\$70,000～ \$1,000,000	\$5,000,000	－	\$250	－	\$500：特製ハット
CHICAGO STEAK COMPANY	食品	\$50,000～ \$1,000,000	\$10,000,000	－	\$100	バリュエーショ ン・キャップ： \$8,000,000	\$250：特製Tシャ ツ
INDUSTRY WATER FILTRATION	水質改善	\$50,000～ \$1,000,000	\$2,500,000	10%	\$100	バリュエーショ ン・キャップ： \$2,000,000およ びディスカウン ト率：15%	\$250：家庭用浄化 フィルター
SPACEFAB	宇宙望遠鏡	\$150,000～ \$1,070,000	\$6,000,000	－	\$100	－	\$1,000：望遠鏡の 画像提供
LOVESEAT	家具	\$50,000～ \$1,070,000	\$8,000,000	－	\$100	バリュエーショ ン・キャップ： \$7,000,000	\$100：愛と感謝 \$500：15%割引券
NEW CENTURY CYBER	サイバー技術	\$50,000～ \$1,070,000	\$7,000,000	－	\$100	バリュエーショ ン・キャップ： \$5,000,000およ びディスカウン ト率：20%	\$250：\$50のクー ポン券
PILLOW	携帯アプリ	\$111,000～ \$333,000	\$2,750,000	－	\$111	バリュエーショ ン・キャップ： \$2,250,000	\$111：1年間アプ リ使用权と感謝状
RUMOR	ソーシャル・メデ ィア	\$50,000～ \$415,000	\$5,000,000	20%	\$100	バリュエーショ ン・キャップ： \$3,000,000	\$100：購入ポイン ト、バッジ、製品 情報

次ページへ続く

社名	業種	資金調達 目標額	バリュエー ション・キ ャップ	ディス カウン ト率	最低 投資 額	早期申込特典	投資家特典 (一部のみ)
KALIIN	アプリ・AIプラッ トフォーム	\$50,000～ \$1,070,000	\$10,000,000	25%	\$100	－	\$100：1年間の購 入権
FORTRESS PRESENTS	イベント企画	\$150,000～ \$300,000	\$7,000,000	－	\$250	バリュエーシ ョン・キャップ： \$6,000,000およ びディスカウン ト率：20%	\$250：イベントの 1日券
GLOBECHAT	翻訳ソフト	\$100,000～ \$1,000,000	\$25,000,000	－	\$200	－	\$200：愛と感謝
TREBEL MUSIC	音楽配信	\$100,000～ \$1,070,000	\$15,000,000	－	\$100	－	\$149：特製Tシャ ツ、帽子など
IGENAPPS	携帯アプリ	\$100,000～ \$1,000,000	\$4,500,000	－	\$100	－	\$500：特製Tシャ ツとキャップ
PERCHANCE	携帯アプリ	\$50,000～ \$1,070,000	\$4,000,000	－	\$100	－	－
WIND RIVER BIOMASS UTILITY	バイオマス	\$150,000～ \$480,000	\$2,000,000	－	\$100	－	\$250：薪10立方フ イート
JUPITER LABS	音楽関連	\$150,000～ \$500,000	\$5,000,000	25%	\$500	バリュエーシ ョン・キャップ： \$3,500,000	\$1,000：特製Tシャ ツ

(出所) WEFUNDERのHP、<https://wefunder.com/> (2018年1月16日時点)

3 エメラダ・エクイティの取組

日本において米国のSAFEに類似したスキームをクラウドファンディングに導入したのが、エメラダ株式会社の運営するプラットフォーム、エメラダ・エクイティである。

同社は、東京都千代田区に所在し、二〇一六年六月に設立された。以下、インタビューに基づき同社のプロフィールを紹介する。

(1) 同社設立の背景

共同創業者兼CEOの澤村帝我氏は、野村証券、ゴールドマン・サックスで、企業の資金調達及びM&A業務に携わり、経験を蓄積してきた。その間、大企業の資金調達は、証券会社を仲介機関として、効率的に行われているのに対し、非上場企業の資金調達は、資金調達企業と投資家間で、情報の非対称性が大きく、効率的でないことを認識した。さら

に、ベンチャーファイナンスの分野では、エンジェルやベンチャーキャピタルなど、プレーヤーは多いものの、各社横並びで、ベンチャー育成・支援の機能を十分果たしているようには思えなかったという。そこで、同氏はインターネットの力で、この非対称性を緩和することを構想し、同社を立ち上げることを決意し、ゴールドマン・サックス勤務時代からの人間関係から、投資ファンド「D4V1号投資事業有限責任組合」（東京・港）等にアプローチし、二〇一七年四月、第三者割当増資による出資（約二億円）を受けることができた。その際、澤村氏は同ファンドに対して、自身の事業構想を周到に説明し、これによって同ファンドはこの事業の可能性を評価し、出資を決定したと思われる。同ファンドは、デザイン・コンサルティング会社の米IDEO（カリフォルニア州）とベンチャーキャピタルのジェニユインスタートアップス（東京・渋谷）が共同設立した投資ファンドであり、いわゆる「大人ベンチャー」と呼ばれる案件に投資して⁶⁾る。

（2）同社の特徴

同社の特徴は、第一に、広範で多彩な人的構成を擁していることである。証券・金融関連はもとより、システム開発、デザイン、内部管理など多彩である。これらの人材の調達は、ゴールドマン・サックスの人脈だけではなく、ソーシャルネットワークワークなどを通じてアプローチしたという。

次に、同社独自のスキームである「エメラダ型新株予約権」を開発し、同社の投資案件は、このスキームを利用している点である。このスキームの詳細は、後述するが、基本的には米国のSAFEに類似しているものの、同社が独自に工夫し、スキーム上の変更が加えられている。このようなスキームを導入・採用した理由の一つは、株式投資型クラウドファンディングによって、普通株あるいは種類株を多数の投資家に発行し、初期段階の企業

において株主構成が分散化すると、会社法上の手続きにおいて、支障が出ることが懸念されたことである。たとえば、株主総会の招集・開催が難しくなるような事態も想定されるだけでなく、それによって迅速な意思決定が阻害される危険性も生じうるからである。

第三に、同社プラットフォームでの案件は、全てベンチャーキャピタルが出資した案件に限定している点である。これには、すでにベンチャーキャピタルが専門的な知見を元に出資判断を下した案件に限定することで、クラウドファンディングで出資する個人投資家のリスクを低下させることができる。さらに、ここではクラウドファンディングに出資以外の機能も期待されている。同氏は、これを「面のサポート」と呼び、ベンチャーキャピタルとは異なる支援をクラウドファンディングの出資者には期待できると考えている。この「面のサポート」とは、出資者が当該企業の顧客となること、同社及び同社のPRを担ってくれること、つまり近年マーケティング分野では、コミュニティマーケティングが注目されているが、同社のプラットフォームにおいても、出資者がコミュニティのメンバーとなることが期待されている。同社は、このような出資者を「コミュニティ・アンバサダー」と呼んでいる。

(3) 「エメラダ型新株予約権」の仕組み

同社は、自社のスキームをエメラダ型新株予約権と称し、そのスキームを以下のように同社HPにおいて説明している。⁽⁷⁾ その概要は以下である。

・定義…エメラダ型新株予約権は、一定の事由が生じた時に新株予約権をその発行者が取得する定めがついた取得条項付新株予約権である。

・権利行使…発行者が上場を承認された場合もしくは発行から一〇年間が経過する最後の一カ月の間のみ権利を行使することができ、権利を行使した後に発行者が上場した場合には、権利行使により取得した株式を市場で売却することができる。また、発行者がM&Aにより売却されたときは、取得条項の発動により新株予約権が譲渡され発行者から金銭を取得することができる。

・転換価額…投資家が将来受け取る株式数は、エメラダ型新株予約権では「転換価額」に基づき決定される。

・転換価額の決定…転換価額の決定タイミングは、投資開始時ではなく将来に先延ばしされる。投資開始時点で評価したベンチャー企業の企業価値は必ずしも適正とは限らない。将来ベンチャーキャピタル等プロ投資家が当該ベンチャー企業に追加投資を行う際に、その時点の企業価値も考慮して、エメラダ型新株予約権の「転換価額」が決定される。

・投資家の受取額…将来受け取る株式数と株式市場での売却時やM&A時における「一株当たりの評価額」を掛け合わせることで決定される。上場後に株式市場で売却する場合の「一株当たりの評価額」は、売却時点において市場で取引されている株価である。M&Aで企業が他の企業に売却される場合は、M&A時の企業価値に基づき「一株当たり評価額」である。M&Aの場合、実際には株式ではなく金銭を受け取ることになるが、受取額を算出するために株式数が決まるとみなし「一株当たり評価額」を掛け合わせて受取額が決定される。

・投資後の流れ…投資後の流れとして、図表2の通り、以下の四つが想定される。

(ア) 上場…投資家は、投資先企業の上場承認後に権利行使し、株式を取得する。権利行使の際、新株予約権一個につき一円の行使価額を発行企業の指定された口座に支払い、その対価として上記で計算された株数の株式を取得する。その株式を上場市場で売却することで金銭を得られ、利益を確定できる。

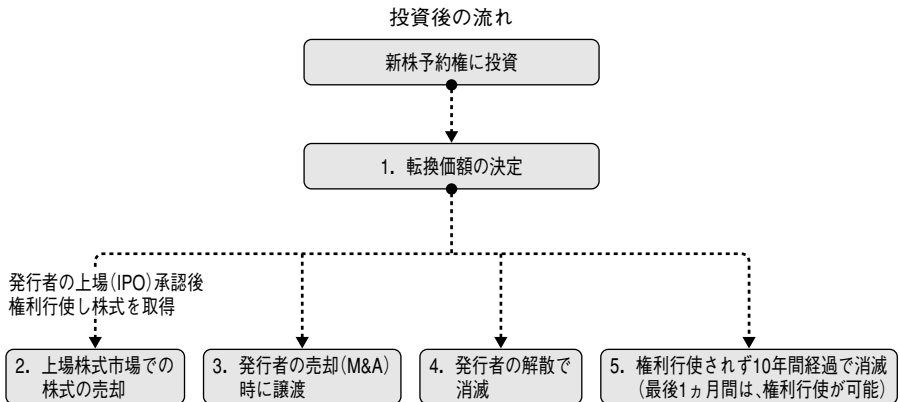
取得株式数(株)×売却時の評価額(円/一株当たり)－新株予約権購入価格(円)＝売却損益(円)

その際、売却益になる数値例として、四〇万円の新株予約権を購入し転換価額が五万円に確定すると、四〇万円・五万円＝八株の株式を取得できる権利を手にする。発行者の上場後に権利行使し八株の株式を取得し、上場市場ですべてを一株一〇万円です売却する。売却損益は(八株×一〇万円)－四〇万円＝四〇万円となる。

また、売却損になる数値例として、同様に、四〇万円の新株予約権を購入し、発行者の上場後に権利行使を行い八株の株式を取得し、上場市場においてすべて一株一〇円で売却する。この場合の売却損益は(八株×一〇万円)－四〇万円＝三二万円となり、一株当たりの評価額によっては売却損になる(この場合、手数料、課税額、その他諸費用等は考慮していない)。

(イ) 売却 (M & A) … M & A で投資先の発行者が他の企業に売却されると、当該発行者は投資家の保有する新株予約権を取得し、投資家はその対価として金銭を受け取る。投資家の譲渡損益は以下のように計算される。

図表 2 投資後の流れ



(出所) 同社HP、<https://emeradaco.com/seed>

将来取得できるとみなされる株式数(株)×譲渡時の評価額(円/一株当たり)―新株予約権購入価格

(円)＝譲渡損益(円)

その際、譲渡益になる数値例として、四〇万円を投資して、転換価額五万円得八株の株式を取得できる権利を手にしたとする。買収する側の他の企業は、投資先企業の株式を一株八万円と評価した。この場合、(八株×八万円)―四〇万円＝二四万円が譲渡益として投資家に支払われる。

また、譲渡損失になる数値例として、同様に、四〇万円を投資して、転換価額五万円得八株の株式を取得できる権利を手にしたとする。買収する側の企業が投資先である発行者の株式を一株三万円と評価した場合、(八株×三万円)―四〇万円＝一六万円が譲渡損失となり、一株当たりの評価額によっては損失になる(手数料、課税額、その他諸費用等は考慮していない)。

(ウ) 発行者の解散・エメラダ型新株予約権を取得後、その発行者が解散すると権利は自動的に消滅する。投資家は株式や金銭は一切取得できない。

(エ) 投資後一〇年経過…エメラダ型新株予約権を取得後、権利行使を行わずに一〇年間に経過すると権利は自動的に消滅する。その場合、株式や金銭は一切取得することができない。ただし、一〇年間の最後の一ヵ月については企業が上場しなくとも権利行使が可能である。一〇年が一つの基準となる理由は、ベンチャーキャピタルの一般的なファンド運用期間を参考にしてている。

なお、最後の一ヵ月に権利行使をする場合の数値例としては、投資家は四〇万円を投資して、転換価額五万円得八株の株式を取得できる権利を手にしたが、発行者の上場や企業売却がなく権利行使がされないまま一〇年間に経過しようとしていたとする。この場合、投資家は最後の一ヵ月に権利行使を行うことで八株の

株式を取得することができる。取得株式は、譲渡や企業の上場により換金できる可能性があるが、未上場株式であるため一般的に換金性が著しく乏しい可能性が高い。また、株式取得後も投資先企業について、エメラダからの定期的な情報提供が継続される。

・ 転換価額の決定方法…ベンチャーキャピタル等プロ投資家がこの企業に対して将来的に追加投資を行うことになった際は、先に投資を行っているエメラダ型新株予約権の投資家にとって有利な条件になるように転換価額が決定される。転換価額の決定については、募集開始時に暫定的な一株当たり評価額（暫定転換価額）が決定された後、次回資金調達がある場合は、次回資金調達時の一株当たりの評価額×80%と暫定転換価額との間で低いほうの価額で転換される（図表3参照）。

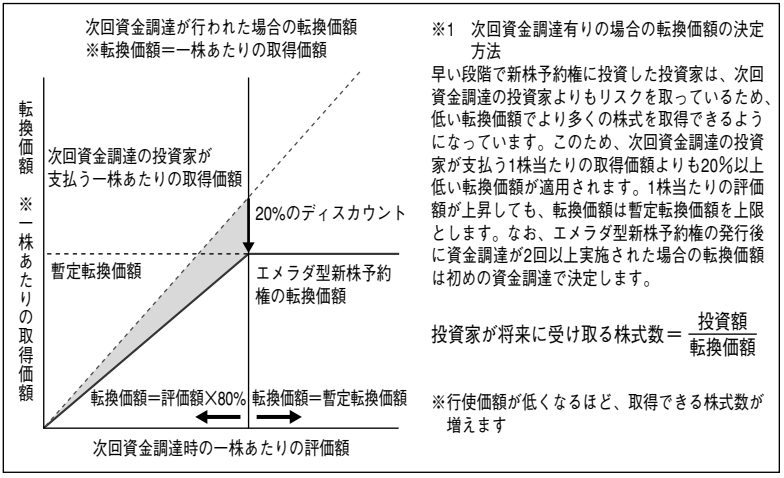
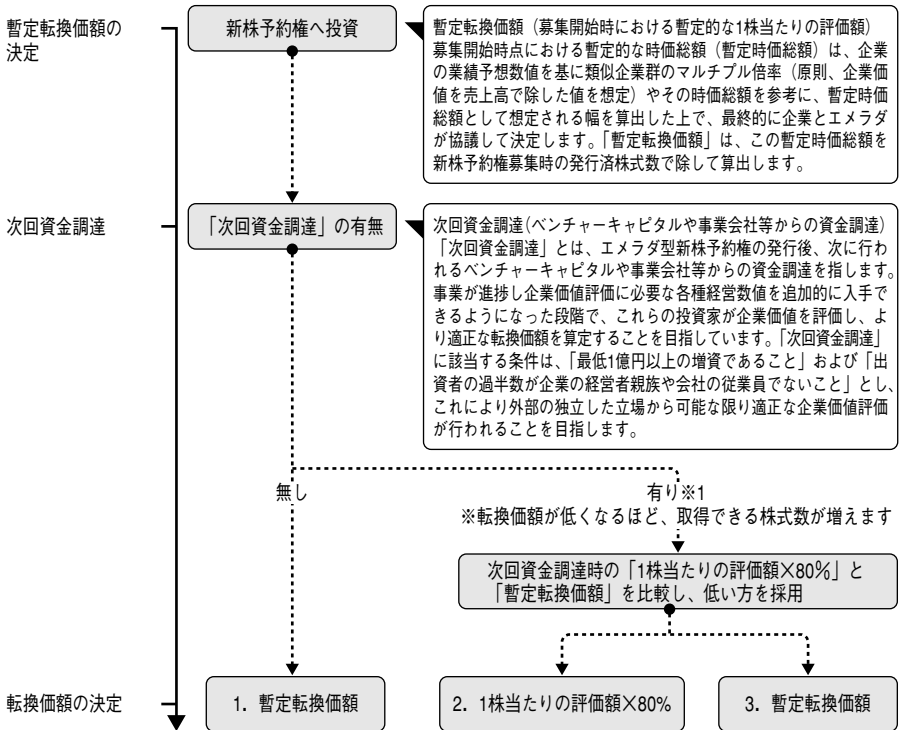
その際の数値例は、以下の通りである。

(ア) 次回資金調達が行われない場合、暫定転換価額がそのまま転換価額となり、暫定時価総額10億円、発行済株式数一億株とすると、暫定転換価額10万円となり、これが転換価額となる。

(イ) 次回資金調達時に「一株当たり評価額×80%」が暫定転換価額より低かった場合、一株当たり評価額10万円×80%＝8万円となり、暫定転換価額10万円よりも低いため、8万円が転換価額となる。

(ウ) 次回資金調達時に暫定転換価額が「一株当たり評価額×80%」より低かった場合、一株当たり評価額15万円×80%＝12万円となり、暫定転換価額10万円のほうが低いため、転換価額は10万円となる。

図表3 転換価額の決定



(出所) 同社HP、<https://emeradaco.com/seed>

(4) スキーム導入の理由

同社は、株式そのものでなく、エメラダ型新株予約権を導入した理由として下記の点を指摘している。

まず、株式投資型クラウドファンディングによって、多数の個人投資家に普通株が拡散した場合、株主総会開催や議決において支障が出る可能性がある。手続き上の瑕疵が発生すると会社法上問題となるリスクがある。

次に、株主の分散化は、迅速な経営意思決定の妨げとなる可能性がある。

第三に、エメラダ型新株予約権は、普通株等よりも投資家に有利なスキームである。

(5) 今後の課題

前述の同社の特徴点は、独自性を有しているとともに、ベンチャーファイナンスという観点からも合理的に設計されていると思われる。したがって、同社の今後の注目点としては、今後のクラウドファンディング市場において、これらの特徴をどれだけ確固たるものとし、市場にアピールできるかどうかであろうと考えられる。

以下、簡単にコメントする。

第一に、多くのクラウドファンディングのプラットフォームは、案件を広く公募しているが、同社の場合、案件をベンチャーキャピタル出資案件に限定している。同社の強みは、ベンチャーキャピタルや起業家とのネットワークを形成している点であるとされており、これは同社の強みが発揮できる点であると考えられる。ただし、ベンチャーキャピタルの出資案件に限定するというのは、一定の制約条件でもある。したがって、今後もベンチャーキャピタルなどのネットワーク強化が重要であり、その際、クラウドファンディングの意義や役割について、ベンチャーキャピタルの理解が得られるかどうか、ひとつのポイントになるだろう。

第二に、上記に関連するが、そのためには各出資案件において、クラウドファンディングの出資者がコミュニティ・アンバサダーとしての役割を担えるかどうかが課題となろう。同社では、このような機能を発揮するため、案件ごとに同社の社員をコミュニティマネージャーとして割り当て、コミュニティの情報を管理し、コミュニティ内で出資者の知見が蓄積・共有されるように工夫しており、コミュニティ内で、「集合知」が形成されるよう工夫されている。このような取組が資金調達企業の成長に寄与するかどうかが目される。

第三に、資金調達企業や出資者に対して、同社のスキームの特徴が周知されるかどうかという点も重要である。クラウドファンディングの場合、出資者はもとより資金調達企業においても金融や証券投資の専門家は少ないことが想定される中で、株式やファンドに比べると、同社のスキームはやや複雑な面があると思われる。単にそれが理解されるだけでなく、投資スキームとしての意義や魅力が理解されることも重要である。同社としては、HP上でそのスキームをわかりやすく解説することに注力しており、今のところスキームに関する問い合わせはほとんど寄せられていないという。また、同社はほぼ毎日のようにセミナーを実施し、周知されることに尽力している。

4 Far Yeast Brewingの導入事例

エメラダ型新株予約権を最初に導入したのは、Far Yeast Brewing株式会社である。同社は、東京都渋谷区に本社を置き、二〇一一年九月に設立された、クラフトビールの製造販売会社である。同社のビジョンは、「日本発のオリジナリティ溢れるビールを世界中に発信し、誰もがワクワクするような新しい価値を創造していく」というものであり、個性的なクラフトビールの製造販売を手掛けるとともに、渋谷に直営店も展開している。

同社でのインタビューを基に、今回の取組をまとめると以下である。

まず、同社がこのエメラダ型新株予約権というスキームを導入して資金調達したのは、同社は運転資金および設備投資資金の両面において常に資金需要を有しているという事情があるとともに、経営トップ同士が知り合いであったことがきっかけとなっているという。なお、同社代表取締役の山田司朗氏は、大手ベンチャーキャピタルにおいて、ベンチャーキャピタリストとしてキャリアをスタートした後、サイバーエイジェント、オン・ザ・エッジ（現ライブドア）などで経営陣の一員として、上場準備・経営企画・財務・M&Aなどの業務に携わった経験を有している。その後、ビール事業の準備をスタートし、二〇一一年九月同社を設立した。このようなキャリアがこのスキームの導入につながった。

さらに、同社は、二〇一七年七月、購入型クラウドファンディングのMakakeで、総額三六八万九〇〇〇円の資金調達を行ったこと⁽⁸⁾から、クラウドファンディングの経験を有していたことも今回のスキームの導入につながった。購入型では、製品のプロモーションに寄与する反面、資金調達額が少なく、資金調達という面では十分ではないことから投資型を選択することになった。

他方、普通株式をベンチャーキャピタル向けに第三者割当によって発行したが、当該ベンチャーキャピタルは、主に海外不動産に投資しており、エメラダ株式会社とは無関係であるという。

次に、今回のスキーム導入のメリットは、このスキームの場合、資金調達によって株式数が増加せず、株主の分散化も生じない点である。また、募集開始後の出足は鈍く、やや不安があったが、エメラダ・エクイティの第一号案件であったため、メディアで取り上げられ⁽⁹⁾、PR効果が発揮できたこともメリットとして挙げられる。他方、課題としては、まずエメラダ・エクイティ側からのリクエストは必ずしも容易に対応できず、情報提供の内

容をより充実したものにすることがある。また、今回の手取り金をどのように会計上処理するかも検討課題である。⁽¹⁰⁾

第三に、今後の成長シナリオとしては、まず国内市場だけでなく、自社製品の海外展開を視野に入れており、アメリカ、韓国、香港、スイス、フランス、スペイン、さらに中国など、各国のインポーターにアピールしている。また、将来的にはマザーズなどの上場市場でのIPOを目ざして、ロードマップを策定しているが、M&Aについては、独自性が失われる可能性があり、懸念がある。

今後、出資者には、情報開示を充実させるとともに、自社製品のファンとなってもらうために、通販クーポンやチケットなどの配布といった優待を検討している。

同社のスキームは、図表4のとおりである。

まとめ

本稿では、米国のSAFEのスキームとクラウドSAFEの現状を紹介した上で、このスキームと類似した、エメラダ・エクイティによるエメラダ型新株予約権の取組とこのスキームの第一号案件について概観した。これは、日本版クラウドSAFEのパイオニア的な事例となるものと思われる。

ただし、米国のクラウドSAFEの取組とは、相違点があり、またエメラダ・エクイティの独自性もあるように思われる。

まず、米国のSAFEでは、満期という概念は存在しないが、エメラダ型新株予約権の場合、一〇年を限度として、直前の一カ月に権利行使して株式を取得できる条項が付されている。

図表4 Far Yeast Brewing株式会社エメラダ型新株予約権の概要（抜粋）

申込期間：2017年11月9日～2018年1月8日

割当日：2018年1月15日

払込期日：2018年1月15日

募集の方法：株式投資型クラウドファンディングによる募集

本新株予約権の目的である株式の種類および数：本新株予約権の目的である株式の種類は、発行者普通株式とします。本新株予約権の行使により発行者が発行者普通株式を交付する数は、行使請求に係る本新株予約権の払込金額の総額を第9項に定める転換価額で除した数とします。ただし、行使により生じる1株未満の端数は切り捨て、現金による調整は行いません。

本新株予約権の総数：600個

本新株予約権の払込金額：本新株予約権1個あたり70,000円

本新株予約権の払込金額の総額：42,000,000円

本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額：各本新株予約権の行使に際して出資される財産は金銭とし、その価額（行使価額）は1円とします。

転換価額：転換価額は、当初7,528円【＝発行決議日における、暫定時価総額（2,000,000,000円）÷完全希釈化後株式数（265,700株）】とします。以下「次回資金調達」という。）が行われた場合、以下の方法により算出される金額のうち、最も低い額（小数点以下切上げ）に修正されます。

(x) 以下の方法により算出される金額に0.8を乗じた金額：

- ・発行者普通株式の発行の場合：発行者普通株式1株あたりの発行価額
- ・発行者普通株式を交付する定めのある取得請求権付株式または発行者普通株式の交付を請求できる新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを含む。）その他の権利の発行の場合：発行される取得請求権付株式に係る取得請求権または新株予約権その他の権利が当初の条件で全て行使され発行者普通株式が発行されたものとみなして算出された、発行者普通株式1株あたりの価額

(y) 2,000,000,000円（以下「暫定時価総額」という。）を次回資金調達の払込期日（払込期間が設定された場合には、払込期間の初日。以下同じ。）の直前における完全希釈化後株式数で除して得られる額

なお、本募集事項において「完全希釈化後株式数」とは、発行者の発行済普通株式の総数（ただし、自己株式を除く。）をいう。（以下略）

なお、本募集事項において「普通株式相当金交付事由」とは、以下のiからivのいずれかをいいます。

- i 発行者の資産の全部または実質的な全部の売却、譲渡その他の処分
- ii 合併、株式交換または株式移転（ただし、かかる行為の直前における発行者の株主が、存続会社または完全親会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）
- iii 吸収分割または新設分割（ただし、発行者の事業の全部または実質的に全部が承継される場合に限り、かかる行為の直前における発行者の株主が、承継会社または新設会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）
- iv 発行者の株式等の譲渡または移転（ただし、かかる取引の直前における発行者の株主が、当該取引の直後において引き続き総株主の議決権の過半数を保有することになる場合を除く。）

転換価額の調整：(略)

本新株予約権を行使することができる期間：本新株予約権は、2018年1月16日【払込期日の翌日】から2028年1月15日【行使請求期間末日。払込期日から10年後の応答日】まで行使をすることができます。ただし、第12項記載のとおり、2018年1月16日【払込期日の翌日】から2027年12月15日【行使請求期間末日の1ヵ月前の日】までの間、本新株予約権は、証券取引所が発行者普通株式の上場を承認した日以後に限り、これを行使することができます。

その他本新株予約権の行使の条件：各本新株予約権の一部行使はできません。

2018年1月16日【払込期日の翌日】から2027年12月15日【行使請求期間末日の1ヵ月前の日】までの間、本新株予約権は、証券取引所が発行者普通株式の上場を承認した日以後に限り、これを行使することができます。

本新株予約権の取得：発行者は、発行者が「普通株式相当金交付事由」を決定した場合、当該普通株式相当金交付事由の実行日（または発行者代表取締役が別に定める日）を取得日として、当該取得日に残存する本新株予約権者（発行者を除く日）の保有する本新株予約権の全部を取得することができます。発行者は本新株予約権の取得の対価として、当該本新株予約権の払込価額を当該取得日における転換価額で除して得られる数に、当該普通株式相当金交付事由における当社普通株式の1株当たりの取引価格（ただし、普通株式相当金交付事由 i に該当する場合は、当該普通株式相当金交付事由の実行日における、発行者の1株あたり純資産の額）を乗じた金額に相当する金銭を交付します。

本新株予約権の行使請求の方法：本新株予約権を行使する場合、第11項記載の本新株予約権を行使することができる期間中（2018年1月16日【払込期日の翌日】から2027年12月15日【行使請求期間末日の1ヵ月前の日】までの間は、証券取引所が発行者普通株式の上場を承認した日以後に限り）、第18項記載の行使請求受付場所に対して、行使請求に必要な事項を通知するものとします。行使請求受付場所に対し行使請求に要する書類を提出した者は、その後これを撤回することができます。

新株予約権証券の不発行：発行者は、本新株予約権に関して、新株予約権証券を発行しません。

本新株予約権の譲渡制限：譲渡による本新株予約権の取得については、株主総会（発行者が取締役会設置会社となった場合は、取締役会）の承認を要します。

(出所) エメラダ・エクイティHP、<https://emeradaco.com/projects/1>

次に、バリユエーション・キヤップなどの用語を使わずに、個人投資家になりなじみ深い転換社債の用語である転換価額などを用いて説明されており、個人投資家にとってスキームを理解しやすくする工夫がなされている。

さらに、エメラダ・エクイティでは、投資家のリクエストに応じて、柔軟に説明会が開催されており、周知性を高めることに注力していることも注目される点である。

このような新規の取組が、日本の投資型クラウド

ファンディングの分野でどのように展開するのか、今後注目される。

〔謝辞〕本稿を作成するにあたって、澤村帝我氏（エメラタ株式会社）、藤井勇介氏（Far Yeast Brewing株式会社）、梅本剛正氏（甲南大学法科大学院）のご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 米国におけるクラウドSAFEについては、松尾・梅本〔二〇一七〕参照。
- (2) 同社については、ランダル・ストロス『Yコンビネーターシリコンバレー最強のスタートアップ養成スクール』（滑川海彦訳）、二〇一三年、日経BP社、などで紹介されている。
- (3) SAFEの仕組みについては、松尾〔二〇一七a〕および松尾〔二〇一七b〕参照。
- (4) これらの数値例については、Y CombinatorのHPによる。
- (5) 二〇一八年一月一六日時点。なお、同サイトでは、SAFE、という名称ではなく、“FUTURE EQUITY”としている。また、残りの六案件は、収益株式（revenue share）五案件、手形（promissory note）一案件となっている。
- (6) ここでいう「大人ベンチャー」とは、あいまいであるが、大企業出身者などによるベンチャー企業で、比較的リスクの低いものを指していると解される。
- (7) 同社HP参照。 <https://emeradaco.com/seed>
- (8) MakakeのHPでは、二〇一七年七月一七日、プロジェクトが無事終了致し、総勢二三三名から、三二六八万九〇〇〇円の支援をいただいたことが報じられている。

- (9) 例えば、「エメラダが株式型クラウドファンディング」『日本経済新聞電子版』二〇一七年二月六日、「エメラダ、出資見返りに未公開株、仲介事業に参入」『日本経済新聞』二〇一七年二月七日、「ベンチャー企業の投資機会拡大へ―株式投資型クラウドファンディング「エメラダ・エクイティ」始動」『日本証券新聞』二〇一七年一月一〇日、など。

(10) 米国では、メザニンとして処理するといわれるが、米国の場合、優先株は負債計上されることから、優先株に転換されるスキームの場合、SAFEも負債計上されるべきという意見もある。

参考文献

- ・松尾順介「二〇一七 a」「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング」『証研レポート』No. 一七〇〇、二〇一七年二月、一三～二五頁
- ・松尾順介「二〇一七 b」「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題―クラウドファンディングとの関連で―」『証研レポート』No. 一七〇一、二〇一七年四月、九～二四頁
- ・松尾順介・梅本剛正「二〇一七」「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング」『証券経済研究』第九九号、一～一七頁

(まつお じゅんすけ・客員研究員)