

拡大する国内株式投資型クラウドファンディング

松尾 順介

はじめに

昨年、複数の株式投資型クラウドファンディング・プラットフォームが運営を開始して以来、案件が増加している。現在までの案件数は、二四件、資金調達額は七億円超に達している（二〇一八年三月一五日現在）。

国内の投資型クラウドファンディングに関しては、ファンド投資型と株式投資型に大別されるが、従来ファンド投資型が主流であり、株式投資型に関しては、その市場拡大に関しては必ずしも楽観視されていなかったように思われる。

その理由としては、クラウドファンディングでの資金調達企業は、中堅・中小企業であり、株式発行による株主分散化を好感しない面があることや、投資家側も流動性の低い非上場企業の株式取得に慎重であることなどが挙げられる。

しかし、現状では、株式投資型クラウドファンディングは、拡大傾向を示しており、この予想は的外れなものとなっている。

そこで本稿では、国内株式投資型クラウドファンディングの現状を概観した上で、株式投資型クラウドファンディング・プラットフォームの一つである、GoAngelの取組を同社へのインタビュー調査をもとに紹介するとともに、同プラットフォームにおいて資金調達を行った四社へのインタビュー調査の結果を報告する。それによつ

て、株式投資型クラウドファンディングの一端が確認できるとともに、今後の可能性や課題について示唆するところがあると思われる。

1 国内株式投資型クラウドファンディングの概況

国内における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ついては、二〇一六年一〇月、日本クラウドキャピタルが、日本で第一号となる第一種少額電子募集取扱業の登録承認を受け、二〇一六年十二月、「FUNDIRNO」という名称のプラットフォームで投資家登録申請の受付を開始した。さらに、二〇一七年七月、DANベンチャーキャピタルが第一種少額電子募集取扱業の登録を終え、二〇一七年九月から「GoAngel」という名称のプラットフォームを開設した。さらに、同年九月、エメラダ株式会社が第一種少額電子募集取扱業者に登録完了し、「エメラダ・エキイテイ」というプラットフォームでの取組を開始した。なお、エメラダ・エキイテイは、エメラダ型新株予約権というスキームを使った、株式投資型クラウドファンディングを導入している⁽¹⁾。したがって、現在三つのプラットフォームが稼働している。

これらのプラットフォームでの募集案件は、各プラットフォームのホームページで閲覧できるだけでなく、日本証券業協会が定期的に集計結果を公表している。この集計結果をまとめたものが、図表1である。これによると、第一号案件の募集開始日（二〇一七年四月二四日）以降、二〇一八年三月一五日公表時点までに、二四件が資金調達を達成している。月次の推移をみると、二〇一七年四月一件、五月〇件、六月一件、七月〇件、八月二件、九月〇件、一〇月五件、十一月六件、十二月四件、一月四件、二月一件（申込期間最終日で集計）と、尻上がりにペースを速めているように思われる。

図表 1 株式投資型クラウドファンディングの資金調達案件
(達成のみ、2018年3月15日公表分まで)

銘柄名	目標 募集額 (円)	新規発行 株式数 (株)	募集 価格 (円)	募集価格 の総額 (円)	発行 価額 (円)	発行価額 の総額 (円)	発行 決議日	申込期間	払込期日	目標募集 額の達成 状況等
Bank Invoice 株式会社	5,000,000	365,000	40	14,600,000	40	14,600,000	2017年 4月21日	2017年4月24日～ 2017年4月24日	2017年 6月13日	達成
株式会社JAM	20,000,000	122,800	250	30,700,000	250	30,700,000	2017年 6月15日	2017年6月16日～ 2017年6月17日	2017年 8月1日	達成
株式会社オール ユアーズ	28,500,000	518	62,500	32,375,000	62,500	32,375,000	2017年 7月28日	2017年7月28日～ 2017年8月1日	2017年 8月29日	達成
AuB株式会社	25,200,000	686,000	50	34,300,000	50	34,300,000	2017年 7月25日	2017年8月10日～ 2017年8月10日	2017年 9月5日	達成
株式会社マル チブック	20,000,000	400	54,000	21,600,000	50,000	20,000,000	2017年 9月12日	2017年9月13日～ 2017年10月11日	2017年 10月20日	達成
株式会社エデ ューレエルシ ーエー	20,000,000	200	108,000	21,600,000	100,000	20,000,000	2017年 9月12日	2017年9月13日～ 2017年10月27日	2017年 11月7日	達成
株式会社 アイ・エム・ ユー	19,000,000	330	100,000	33,000,000	100,000	33,000,000	2017年 10月10日	2017年10月15日～ 2017年10月21日	2017年 11月14日	達成
株式会社 ONE ACT	16,800,000	2,975,000	10	29,750,000	10	29,750,000	2017年 10月18日	2017年10月29日～ 2017年10月29日	2017年 11月21日	達成
株式会社 Mealthy	20,280,000	448	65,000	29,120,000	65,000	29,120,000	2017年 10月27日	2017年10月31日～ 2017年10月31日	2017年 11月28日	達成
株式会社 MOSO Mafia	25,200,000	11,900	2,800	33,320,000	2,800	33,320,000	2017年 9月5日	2017年9月15日～ 2017年11月14日	2017年 12月12日	達成
株式会社SKR	30,000,000	132,000	250	33,000,000	250	33,000,000	2017年 9月15日	2017年9月25日～ 2017年11月24日	2017年 12月19日	達成
株式会社コラ ボプラネット	18,500,000	4,850	4,000	19,400,000	4,000	19,400,000	2017年 10月12日	2017年10月21日～ 2017年11月20日	2017年 12月19日	達成
株式会社プレ スサービス	18,000,000	3,525,000	10	35,250,000	10	35,250,000	2017年 11月16日	2017年11月22日～ 2017年11月22日	2017年 12月15日	達成
株式会社マザ ープラス	10,000,000	1,143,750	20	22,875,000	20	22,875,000	2017年 11月22日	2017年11月25日～ 2017年11月26日	2017年 12月19日	達成
Bank Invoice 株式会社	24,000,000	597,500	100	59,750,000	100	59,750,000	2017年 11月29日	2017年11月30日～ 2017年11月30日	2017年 12月26日	達成
悟中株式会社	16,100,000	35,000	497	17,395,000	460	16,100,000	2017年 11月27日	2017年11月27日～ 2017年12月20日	2017年 12月29日	達成
バセル株式会 社	9,200,000	20,000	497	9,940,000	460	9,200,000	2017年 11月27日	2017年11月27日～ 2017年12月20日	2017年 12月29日	達成
株式会社カタ リベ	20,100,000	284	150,000	42,600,000	150,000	42,600,000	2017年 12月9日	2017年12月12日～ 2017年12月12日	2018年 1月5日	達成
株式会社漢方 生薬研究所	12,000,000	58,500	500	29,250,000	500	29,250,000	2017年 12月18日	2017年12月29日～ 2017年12月29日	2018年 1月23日	達成

次ページへ続く

銘柄名	目標募集額 (円)	新規発行 株式数 (株)	募集 価格 (円)	募集価格 の総額 (円)	発行 価額 (円)	発行価額 の総額 (円)	発行 決議日	申込期間	払込期日	目標募集 額の達成 状況等
Far Yeast Brewing株式 会社	42,000,000	600	70,000	42,000,000	70,000	42,000,000	2017年 10月27日	2017年11月9日～ 2018年1月8日	2017年 12月15日	達成(12 月4日に 目標募集 額を達成。 早期終了)
株式会社クラウド 漁業	20,000,000	75,750	500	37,875,000	500	37,875,000	2017年 12月28日	2018年1月6日～ 2018年1月6日	2018年 2月6日	達成
日本エコロ ブル株式会社	40,000,000	93,500	500	46,750,000	500	46,750,000	2018年 1月16日	2018年1月26日～ 2018年1月29日	2018年 2月28日	達成
株式会社グ ローバルゲ イツ	20,000,000	400	54,000	21,600,000	50,000	20,000,000	2017年 12月6日	2017年12月7日～ 2018年1月21日	2018年 1月30日	達成
株式会社ラン トリップ	30,030,000	429	70,000	30,030,000	70,000	30,030,000	2017年 12月1日	2017年12月8日～ 2018年2月6日	2018年 1月31日	達成(1 月22日に 目標募集 額を達成。 早期終了)

(資料) 日本証券業協会、<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucrowdfunding/toriatsukai/archive2017.html>

また、募集金額は、二四件の総額で、七億二八〇万円に達しており、一件平均約三〇〇〇万円となっている。なお、最高額は五九七五万円であり、最小額は九九四万円となっている。投資型クラウドファンディング規制上の上限額は一億円と定められているが、おおむねの案件は、それをかなり下回る募集金額となっている。

さらに、申込期間の日数を見ると、平均一九日であり、最短一日、最長六一日とかなりばらつきがあることがわかる。

当初、株式投資型クラウドファンディングについては、非上場企業の株式発行ニーズがどの程度あるのか、あるいはこれらの企業の株式に対する投資ニーズがどの程度あるのかという点から、案件数が積みあがるかどうか、疑問視する向きもあったが、結果的には好調な滑り出しと言えるだろう。

2 DANベンチャーキャピタルの取組

同社は、出縄良人氏によって、二〇一五年五月、設立

された。同氏は、一九九三年、ディーブレイン証券（現、日本クラウド証券）を設立し、グリーンシート市場の運営に携わるなど、中小企業・ベンチャー企業の株式公募による資金調達支援に携わってきた専門家であり、この分野の第一人者として著名である。同氏は、かねてよりクラウドファンディングに注目し、研究会を主催するなど、準備を重ね、二〇一七年七月、第一種少額電子募集取扱業者として登録、同年九月、株式投資型クラウドファンディング・プラットフォーム「GoAngel」の運用を開始した。同社GoAngelにおける発行会社向け支援サービスおよび発行会社登録と株主募集のステップは以下の通りである。

同社は第一種少額電子募集取扱業者の登録を行い、業務を開始した。

同社のプラットフォームは、株式投資型に特化しており、ファンド型は取り扱わない。その理由は、次の二点である。

(a) 中小企業にとって、ファンド型による資金調達は、金融庁の検査マニュアル上、「劣後的資本」とされる面もあるものの、事実上負債になるものと判断している。営業キャッシュフローからの返済は、資金調達企業にとって負担が大きいと考えている。常々強調しているように、中小企業にとっては、資本増強が必要であり、いわば基礎体力の向上なしに成長はないと考えている。

(b) 株式発行には、単に資金調達だけでなく、事業パートナー作りという側面があるが、ファンド型では、経営参加権が付与されないため、事業パートナー作りができないと考えている。また、外部の株主が登場することで、資金調達企業のカバナスに対する意識も向上すると考えている。その結果、社内の内部管理体制の整備につながると考えている。株式は、シェアと言われるように、本来的には事業をシェアするものであり、昨今注目される、シェアリング・エコノミーの代表と考えている。

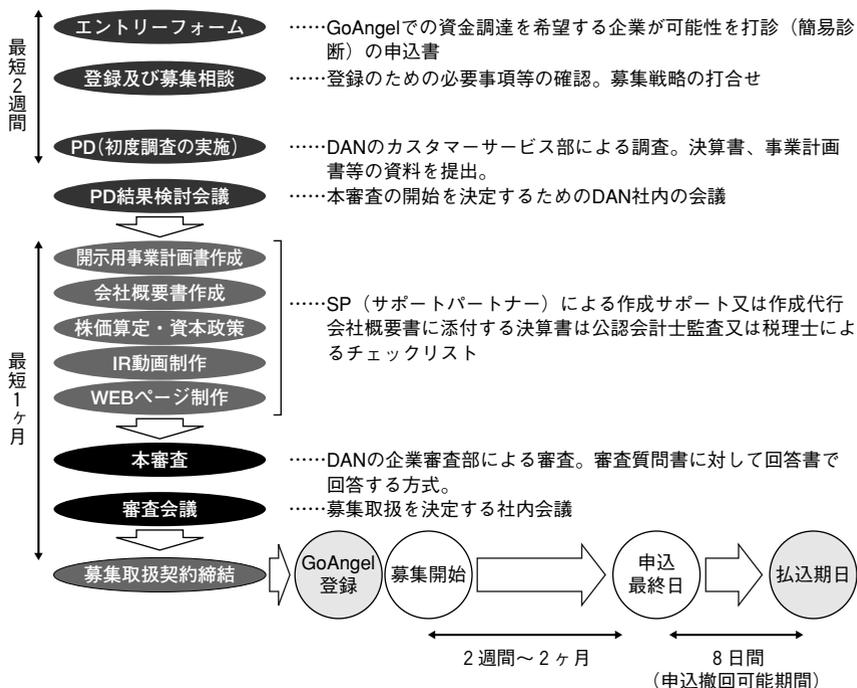
図表 2 GoAngelの発行会社向け支援サービスおよび発行会社登録と株主募集のステップ

【発行会社向けのサービス】

「サポートパートナー（SP）」という支援専門家ネットワークを構築し、GoAngelに登録して資金調達を行う会社向けに、登録に必要な業務のサポートを行っています。

- ① プロジェクトマネージャー：発行会社のサポートの統括、他の専門家SPの手配
- ② キュレーター：GoAngelのWEBサイト上の発行会社ページの企画・構成
- ③ IRサポートパートナー：事業計画等のIRコンテンツ制作パートナー
- ④ 動画制作パートナー：動画コンテンツの制作パートナー
- ⑤ PP（プロフェッショナル・パートナー）：公認会計士等の専門家が、財務諸表の作成・株価算定・財務モニタリング等を支援

【発行会社登録と株主募集のステップ】



(出所) DANベンチャーキャピタル資料

同社の特徴としては、「拡大縁故募集」という独自の株主募集の方法が挙げられる。同社のプラットフォームを「GoAngel」と命名したが、これは文字通り「Go+Angel」であることも、「縁」と「Gel」（仲間作りの意）とを合成しており、長期的なエンジェルマインドの醸成とともに、資金調達企業及びその事業に共感し、支援してくれる出資者を集めるという基本姿勢を表現している。ただし、そのために特段の細工はせず、長期的にエンジェルマインドを醸成していくことを考えている。そこで重要なことは、社会に有用な企業を育成するというコンセプトが共有されることであり、これはドロッカーが重視した面である。同社では、資金調達企業を選定する際、当該企業の社会貢献性を重視している。

また、同社の手数料設定について、同社の特徴は、費用が発行者負担ではなく、投資家負担であるという点である。発行者負担としなかったのは、ファイナンスによって、企業収益にマイナスの影響が出ることを回避するニーズがあることを考慮したためである。なお、同社の手数料は概ね一〇%程度とされている。料率は、株式上場時の引受手数料が概ね八〜九%程度であることから、これと同水準であると考えている。ただし、上記の図表2「発行会社向け支援サービスおよび発行会社登録と株主募集のステップ」に示される「サポートパートナー（SP）」が専門業務を行う場合には、別途SPに対して直接支払う報酬が発生する場合がある。また、同社では、募集後に原則として発行会社から株主名簿管理人業務を請け負っており、その後の株式の異動や第三者割当増資におけるお世話をする他、株主総会の招集通知の作成指導、招集通知の発送、委任状の集計、株主総会当日の運営管理等を有償で行っている。なお、GoAngelには流通市場がないことから、募集後に新たに発行会社とご縁のできた方に株主となっていただくべく、GoAngelで継続して第二次の募集も行っている。発行会社に募集後に発生する費用については、この第二次募集の調達額で賄うことができると考えている。

今後の同社の課題としては、次の三点が挙げられる。

(a) 企業の資金調達に関する理解を深める必要がある。特に、中小企業の場合、証券市場について、経営陣が基本的な点においても理解を欠いている場合が多いと思われる。したがって、同社としては、資金調達企業に對して、上記の株主名簿管理業務を含めてアフターケアを提供している。アフターケアにおいては、いわゆる「土」業の専門家を活用しているのも特徴である。例えば、会計事務所による月次の財務情報のモニタリングと計算書類を含む株主総会招集通知の作成支援、取締役会及び株主総会運営における司法書士による会社法上のガバナンス体制の指導などが挙げられる。

(b) 投資家の啓発活動も課題である。拡大縁故募集で参加する投資家の多くは創業経営者の知人や発行会社の取引先等のご縁のある方々である。米国ではファミリー・アンド・フレンズと呼ばれている。これらの投資家は、株主の権利や役割、役員の責任等、会社法に定める株式会社制度について十分な知識を持っていないケースも少なくない。また、株式のイメージについて金銭的リターンを目的とする金融商品としての偏った側面のみが情報として伝わっている場合も多い。GoAngelの株主募集においては、株主の共同事業としての本来の株式会社の性格について啓蒙することが重要と考えている。金銭的リターンを主な目的とする証券市場の一般の投資家にとって金融商品的な魅力を持つ株式となりうる発行会社は、三六五〇社の上場会社と上場を準備する一〇〇〇社ほどに限られると考えられる。これに對して拡大縁故募集で募集を行うことができる会社は、二〇〇万社の中小企業の一〇%程度、二〇万社に上ると想定している。これはエクイティファイナンスを広く成長意欲ある中小企業に普及させ、借入金のみでは困難なリスクのある開発投資や設備投資へのチャレンジを容易にすることで、日本経済に活力をもたらすことに大きく貢献する。拡大縁故募集の次のステップはファミリ

1・アンド・フレンズの拡大である。長期的には会社を育てることを目的として複数の会社に株主として出資参加するエンジェルマインドを持った投資家の育成も重要と考えている。非上場会社に投資をして上場後に売却して利益を得ることを目的としている投資家は本来のエンジェルではない。真のエンジェルは、創業者の理念や事業の目的そのものに共感し、株主として参加して事業の成長を後押しする。事業が社会にとって意味があるからこそ、その事業の成長に意味を持つ。事業が成功して企業価値が高まり、配当やキャピタルゲインが得られるのは「目的」ではなく、会社が成長した「結果」である。GoAngelでは、少額投資からできる小さなエンジェルを育成することができる。そのためにはSNSのようなメディアも有効と思われる。ファミリー・アンド・フレンズから真のエンジェルを広げるために、情報提供や啓発活動に繋げることができる。

(c) 投資参加した株主に対する経済的な還元としては、株主優待に近い制度が考えられる。例えば、すし店を経営する悟中株式会社では、新規出店費用の調達のためGoAngelで常連客を中心に株主を募集し、五〇名が出資した。会社では株主及び同伴客に対して特別価格でメニューを提供している。出資をいただいた株主のお店の利用頻度が高まっており、それが会社の業績向上につながれば、結果として利益も出て配当につながることもあろう。株主の資金で新規出店ができれば、成長力も高まり、企業価値の向上につながる。いわば株主と会社のWIN-WINの関係が構築されているとも言える。このような株主との関係は、他の業態でも適用できると考えている。

最後に、今後、株式投資型クラウドファンディングの展望については、株式発行による資金調達ニーズを有している会社は、上述のように二〇万社程度存在すると推測しており、市場のポテンシャルは大きいと判断している。このニーズを満たすことを考えた場合、地域金融機関が中小企業の株式を保有することは、金融機関の自己

資本の観点から無理があり、現実的ではない。むしろ、地域金融機関の抱えている預金を中小企業の株式に振り向けていくことを考えるべきである。金融機関の自己資本を毀損することなく地域の中小企業が資本増強できれば、優良な貸出先の増加につながり、結果的に預貸率も向上する。これは、地域金融機関がビジネスマッチング等によるリレーションシップバンキングの機能を發揮する地域版のCVCモデルとも言え、地域活性化にも貢献する。地域金融機関は、このような資金循環を指すべきと考えている。

以上のように、同社は、出縄氏の「価値ある事業の成長支援のインフラづくり」というテーマを基盤に設立・運営されており、同氏の個性と姿勢が強く打ち出されている。なお、二〇一八年三月末現在までに、募集が終了した案件数は六件、調達金額の合計は、九二三〇万円となっている。

次節以降の各社へのインタビューでは、いくつかの課題が指摘されているが、同社は、すでに以下の点において改善を行っている。

まず、投資家登録をオンライン上だけでなく、紙ベースでも行えるように改善した。これは、ネットでの手続が苦手なし不慣れた投資家が含まれており、このような投資家の利便性向上のための対応である（ただし、法律の要請により投資家登録後の株式申込についてはWEBサイト上でしか行うことができない。また発行会社に関する情報提供や契約締結前交付書面の交付等についてもインターネット上で行うことが義務付けられていることから、紙ベースで行うことはできない。）

次に、発行会社に対しては募集後に原則として株主名簿管理業務を行っており、その対価を徴収しているが、既述の通り、その対価として、募集後の第三者割当増資や株主総会の招集通知の作成指導、総会運営及び委任状の管理等の支援等を行っている。またそのコストについては、GoAngelの二次募集によって調達することで発行

会社の負担を軽減する工夫を提案している。DANベンチャーキャピタルではGoAngelによる株主募集の他、上場会社等が第三者割当増資に応じるCVC（コーポレート・ベンチャー・キャピタル）をもう一つの事業の柱としており、CVCファンドからの投資等を組み合わせた資金調達支援等、今後も発行会社のニーズに合わせたサービスの提供を行っていくこととしている。

3 株式会社マルチブック

株式会社マルチブックは、二〇〇〇年九月に設立、システムコンサルティングおよびクラウドERPシステムの開発・販売を行い、国内だけでなく、アジア、北米、欧州でも業務を展開している。ここでいうERPとは、Enterprise Resource Planningの略であり、企業の経営資源を活用するための計画策定を意味しており、経営資源を管理するためのデータベース・システムを構築し、経営課題を解決することを意味している。同社の本社所在地は、東京都品川区北品川、資本金六四〇〇万円（二〇一八年三月末）、発行済株式数一万一五六〇株（同）、売上高七億三九二三万六〇〇円（二〇一七年三月末）、経常利益八四万五〇〇〇円（同）、従業員数四〇名（同）である。

同社は、二〇一七年九月、DANベンチャーキャピタルの運営するGoAngelにおいて、新株式発行によって資金調達を行った。同社の募集概要は、以下の通りである。

- ① 発行する株式等の種類…普通株式
- ② 目標募集株数（発行株数）…四〇〇株
- ③ 目標募集額…二〇〇〇万円（募集取扱手数料を除く）

④ 発行価額…一株あたり五万円

⑤ 募集取扱手数料…一株あたり四三二〇円（募集代金には一株あたり四三二〇円（内消費税三二〇円）の募集取扱手数料が含まれる）

⑥ 募集代金…一株あたり五万四三二〇円

⑦ 申込コース…五〇万円コース（一株五万円×一〇株）もしくは二五万円（一株五万円×五株）の二つのコースから選択

⑧ 申込期間…二〇一七年九月二三日～二〇一七年一〇月一日

同社におけるインタビュー結果は、以下の通りである。

まず、株式投資型クラウドファンディングを選択したのは、取引先など会社関係者に株式を保有してほしいという気持ちを持っていたことが理由であるが、その際株主が分散化するとともに、株主を選択できないという不安も持っていた。そのような時に、DANベンチャーキャピタルの出縄氏と知り合い、GoAngelの第一号案件として資金調達することを勧められ、これが契機となつて、株式投資型クラウドファンディングを実施するに至つた。したがって、それまで購入型クラウドファンディングを含め、クラウドファンディングでの資金調達の経験はない。株式投資型クラウドファンディングを選択したのは、資金調達よりもIR面を考慮した。当社は、企業情報を扱うB2Bビジネスであり、取引先の信頼が極めて重要である。取引先に株主となつてもらうことによつて、IRを通じた情報開示を行うことができるようになり、これが信頼感の向上につながると判断した。

次に、株式投資型クラウドファンディングを実施したことで、以下のメリットがあつた。

① 顧客からの問い合わせが増加し、本業の営業面でプラスの効果があつた。会社の信用アップ、情報開示に貢

献したと思われる。

② 取引先等に株主になってもらったことで、当社を支援してくれる、安定的な株主づくりがインターネットによる手続きだけで出来た。

③ 今後の取引所上場に向けたステップとして、会社の組織体制や事業計画等を見直す良い機会となった。第三に、株式投資型クラウドファンディングの課題としては、以下が挙げられる。

① 募集開始までの準備作業が重く、これを資金調達コストと考えると、調達額に見合っていない。手間のかかる準備作業としては、情報開示資料の作成が挙げられる。ただし作成された情報開示資料は上場会社で作成する有価証券報告書に近く、金融機関に対する説明資料に転用ができたとともに、信用力向上に貢献したことは否めない。

② 制度上の制約でやむを得ないが、株主からの資金はDANベンチャーキャピタルが預かることとなることから、払込期日にまとめて入金されるまでは、資金を使うことができない。

③ 当社としては、資金調達後、株主への適時情報の開示を含む情報開示、株主総会の開催・運営など、IR関係の体制整備を行う必要がある。ただし、これは将来のIPOに向けた準備作業と捉えている。

第四に、将来的には、当社はIPOを目指している。その理由としては、上場による資金調達、信用力の向上、さらに人材調達である。信用力の向上については、前述の通り、当社のビジネスでは、これが生命線である。また、採用については、上場による知名度向上だけでなく、海外からの採用において、上場企業のほうがビザの取得が容易であるため、人材調達が易化し、良い人材が採用できることが期待される。なお、上場市場としては、東証マザーズへの上場のほか、その前にTOKYO PRO marketの上場も念頭に、検討を重ねている。当社としては、

新規株主に対して、PR効果を期待しており、そのためには株主総会だけでなく、懇親会など緊密なIR活動が必要と考えている。

最後に、クラウドファンディングの将来については、当社の経験だけでいうと、予想外に申し込みに時間がかったという印象があり、市場全体の将来については未知である。当社の場合、新規の株主約五〇名の内訳は、約八割が取引先など既知の方で、約二割が未知の方であった。意外なことに、初期段階で未知の方からの応募があり、その後知り合いに呼び掛けて応募を促した経緯がある。

なお、応募者の中には、投資金額上限を超えて投資をしたいという方もあり、今後、上限規制については見直しを検討すべきではないかと考えている。また、普通株以外に、種類株などの導入も検討すべきと考えている。いずれにせよ、株式投資型クラウドファンディングを実施するためには、資金調達企業はかなりの手間とコストを負担することになる。したがって、今後の市場拡大のためには、これらを負担してもクラウドファンディングを利用するだけのメリットや目的を明確にする必要がある。

4 株式会社エデュレエルシーエー

株式会社エデュレエルシーエーは、一九九一年三月に設立、LCA国際小学校（文科省認可）、LCA国際プリスクール、スプリングスクール・サマースクールの運営、英語教育研修、小学校向け業務委託、教育コンサルティングを行っている。なお、同社の運営する学校の理念は、「日本語と英語を自由に使いこなし、良好なコミュニケーションをとりながら、世界を舞台に活躍できる人間の育成」である。同社の本社所在地は、神奈川県相模原市緑区、資本金七八五〇万円（二〇一八年三月末）、発行済株式数五七七〇株（同）、売上高六億八一五八万

円（二〇一七年三月期）、経常利益マイナス五二七六万円（同）、従業員数一〇五名（同）である。

同社は、二〇一七年九月に、DANベンチャーキャピタルの運営する、GoAngelにおいて、新株発行による資金調達を行った。同社の募集概要は、以下の通りである。なお、同社は、募集期間を二〇一八年二月一六日～三月二〇日として、第二回の募集（目標募集額七〇〇万円、一株一〇万円、七〇株）を行ったが、以下は第一回の概要である。

- ① 発行する株式等の種類…本募集の株式はすべて普通株式
 - ② 目標募集株数（発行株数）…二〇〇株
 - ③ 目標募集額…二〇〇〇万円（募集取扱手数料を除く）
 - ④ 発行価額…一株あたり一〇万円
 - ⑤ 募集取扱手数料…一株あたり八六四〇円（募集代金には一株あたり八六四〇円（内消費税六四〇円）の募集取扱手数料が含まれる）
 - ⑥ 募集代金…一株あたり一〇万八六四〇円
 - ⑦ 申込コース…五〇万円コースのみ（一株一〇万円×五株）
 - ⑧ 申込期間…二〇一七年九月二三日～二〇一七年一〇月二七日
- 同社におけるインタビュー結果は以下の通りである。

まず、DANベンチャーキャピタルとの出会いは、会計事務所系コンサルティング会社からの紹介によるものであり、購入型クラウドファンディングについては、Readyforを通じて、東日本大震災の復興支援の資金を募った経験があるが、投資型クラウドファンディングは初めての経験である。また、GoAngelでの資金調達に際して

は、他のプラットフォームの存在を知らなかったため、他と比較することはなかった。株式投資型クラウドファンディングを採用した理由として、株式を発行することで、株主が分散化するが、これによって理念を共有する株主を集めることができる。その際、株主として保護者や旧知の方などを想定した。当社は、教育産業であり、この点は重要である。また、当社は学校を経営しているが、学校法人ではなく、学校法人にのみ認められる補助金や税制優遇も受けていない。したがって、資金調達は借入金や学校債に依存せざるを得ない。このような背景から株式発行による資金調達を選択した面もある。当社は株式投資型クラウドファンディングを実施し、現在までに二回の資金調達を行っていずれも成功した。第一回目の株式発行では四〇名の新規株主が増加した。このうち約一〇名は保護者であり、残りは既知の方々である。未知の方は一、二名である。

第二に、株式投資型クラウドファンディングを実施したことによるメリットは、以下である。

① 株主になってくださった方々とは、本学の教育理念を共有できるものと考えており、このような株主を得たことは、重要なメリットであった。今後、株主の方々に対して、情報提供などを行い、本学との関係強化に注力したいと考えている。

② 調達資金は資本金と資本準備金に組み入れたが、これによって自己資本比率が上昇したことも財務上のメリットであった。当社は約一二億円の負債を抱えており、銀行のスコアリングの向上につながるものと期待している。

第三に、今回の株式発行の経験から、次の点が課題として挙げられる。

① リスク事項の同意、審査、本人確認など、すべての投資手続がオンライン上で行われるが、投資してくれた人のなかには画面上の手続が苦手な人も含まれており、なかには途中で断念した人もいる。法的な要請がある

ことは理解できるが、より手続を簡素化できないか、検討課題だと思われる。

② 募集手数料が投資家負担とすることが原則となっていたが、当社に投資してくれる方々から手数料を徴求することにについて、心苦しさを感じた。また、投資してくれた方のなかには、これを不満とする意見もあった。投資家負担は資金調達企業にとって有利なスキームであるが、これも検討課題であろう。

③ 資金調達額の上限定定に幅を持たせることができず、超過分については断るしかなかった。せっかく応募してくれたにもかかわらず、それを受け入れることができない。この点について規制があるとすれば、規制緩和が図られるべきである。

第四に、今後当社としては、株主にピンポイントの情報を提供するとともに、教育産業としての特性を生かした株主優待を検討している。本校では和食の作り方を英語で学ぶなど、ユニークな取組を実践している。このような取組に株主を招待すれば、本校の教育内容をアピールすることにもつながるものと考えている。

最後に、今後株式投資型クラウドファンディングが成長するためには、周知性を高める必要があると考えている。特に、プラットフォーム上の投資案件にたどり着くための道筋をわかりやすくする必要はある。将来的にプラットフォームが増加し、案件も増えれば、各プラットフォーム上の案件を一元的に閲覧できるようにするサイトがあれば、投資家にとって利便性がある。

5 バセル株式会社

バセル株式会社は、一九八〇年二月に設立、カンガルー皮革の輸入販売、ルーミート（カンガルー肉）・ダチョウ肉・ワニ肉の輸入販売、ルーミート・ダチョウ肉・ワニ肉・馬肉加工食品の製造販売、海外企業の日本連絡

事務代行及び日本市場開発コンサルティング、ペットフードの製造販売を行っている。同社の本社所在地は、東京都大田区大森北、資本金五一一〇万円（二〇一七年二月末）、発行済株式数四万四〇〇〇株（同）、売上高九一六五万円（二〇一七年二月期）、経常利益マイナス七五三万円（同）、従業員数四名（同）である。

同社は、二〇一七年九月に、DANベンチャーキャピタルの運営する、GoAngelにおいて、新株発行による資金調達を行った。同社の募集概要は、以下の通りである。

- ① 発行する株式等の種類…普通株式のみ
- ② 目標募集株数（発行株数）…二万株
- ③ 目標募集額…九二〇万円（募集取扱手数料を除く）
- ④ 発行価額…一株あたり四六〇円
- ⑤ 募集取扱手数料…一株あたり四〇円（募集代金には一株あたり四〇円（内消費税三円）の募集取扱手数料が含まれる）
- ⑥ 募集代金…一株あたり五〇〇円
- ⑦ 申込コース…一口二五万円として、二口（五〇万円）一〇〇株（四六万円）＋手数料四万円（消費税込み）又は一口（二五万円）五〇〇株（二三万円）＋手数料二万円（消費税込み）のいずれかを選択
- ⑧ 申込期間…二〇一七年一月二十七日～二〇一七年二月二〇日

同社におけるインタビュー結果は以下の通りである。

まず、当社としては既存の金融機関は資金量を有しているものの、スコアリングや信用保証協会重視の融資姿勢を変えていないと感じている。実際、当社は東京都の事業可能性評価を取得したにもかかわらず、銀行の姿勢

は変わらなかった。したがって、かねてより代替的な資金調達手段を検討し、その一端として、DANベンチャーキャピタルの出縄氏が主宰するクラウドファンディング研究会にも参加し、その活用を検討してきた。これがGoAngelでの株式発行の直接の背景である。また、株式投資型クラウドファンディングを選択した背景として、オーストラリアの仕入れ先企業から買取提案を受けたことも一因となっている。この提案を受けた際、当社としては株価算定の根拠がなく、買取提案を検討することが困難であった。そこで、株式投資型クラウドファンディングで資金調達すれば、客観的な株価が形成できると判断した。なお、当社は、購入型クラウドファンディングなどの経験は有していない。さらに、株式投資型クラウドファンディングを実施すれば、会社の弱点を明確化できると判断した。特に、財務部門はコストをかけても改善すべき点があり、DANベンチャーキャピタルのチェックを受け、アドバイスをしてもらえることは有益だと考えた。したがって、DANベンチャーキャピタルにはCFOとしての役割を期待している。

次に、株式投資型クラウドファンディングを実施したことから、そのメリットとして、以下の点が挙げられる。

① 従来は大株主一名のほか家族で株式を所有しており、同族経営であったが、今回約三〇名の株主が新しく加わった。これら株主は友人、知人、取引先などである。このような方々は旧知の関係であるが、株主という立場になったことで、立場が変化し、当社経営について厳しい意見も出るようになった。これは負担増という面もあるが、従来のような独断での経営判断が許されなくなり、説明責任や経営の透明性が問われるようになった。

② 株主が当社の応援団となり、商品の宣伝など、支援してくれることも、クラウドファンディングを実施した

ことのメリットだと感じている。ただし、今後は組織的な動きを展開することを検討する必要があると考えている。

③ 一二月決算の当社では、二〇一八年三月末に株主増加後の初めての定時株主総会を開催した。DANベンチャーキーキャピタルの指導によって、会社法に則った招集通知が株主に送付され、支援者たる株主が参加するアットホームな雰囲気ながら、上場会社並みの立派な株主総会を開催した。全般に株主を含めて外部から当社の社会的な評価が高まったと感じている。

④ 一般的には、株式投資型クラウドファンディングには、自己資本比率向上による金融機関のスコアリング向上が期待される。当社においても長期資本性ローンを考慮すると債務超過が解消されている。ただし、資産計上されている開発費があることから、その償却を考慮した債務超過の解消までには至っていない。そこで、株式投資型クラウドファンディングに成功したことを契機にもう一段の増資を行うべく、上記の定時株主総会において、募集株式の発行と募集事項の取締役会への委任を決議している。

第三に、デメリットとしては、特に指摘すべき点はないが、課題としては以下の点が挙げられる。

① 手数料を投資家負担とする点については、一部の投資家からの不満があった。手数料の投資家負担については、検討課題であろう。

② 投資申込の手續が煩瑣なため投資を断念した人もいる。金商法上の規制があるのは理解できるが、もっと簡素化できないか、検討すべきであろう。

③ プラットフォームの運営者は、募集後に株式名簿管理人業務を担い、その手数料を徴求している。これは月額五万円＋総会開催時に三〇万円で年間九〇万円であるが、まずは、上述の株主総会支援において、招集通知

作成指導、株主総会の委任状の集計、総会シナリオの作成、リハーサルの開催、当日の受付業務と配布資料等のサポートに今のところ満足している。今後は、第三者割当増資の対応及び指導をしていただけとのこと、サービスに期待している。また、第二次のGoAngelの募集におこって一口二五万円として、追加して四名以上の募集ができれば、年間コストは負担できることから、追加の募集も検討したい。

第四に、今後のファイナンスについては、上記、追加のクラウドファンディングの他、ベンチャーキャピタルからの投資提案もあるため、これらを比較して判断することになるだろう。当社としては、株主の期待には、上場によるキャピタルゲインの享受もあると想定しており、上場を目指している。

最後に、今後株式投資型クラウドファンディングは、成長していくと予想しているが、そのためには、次の二点が重要である。

第一に、知名度を高め、信頼感を向上させる必要がある。大手証券会社ならば、店舗があり、営業マンもいるが、クラウドファンディングの場合、店舗も営業マンもおらず、株主となっていた方の一部には不安を持つている人もあった。このような不安感を払拭する必要がある。

第二に、プラットフォームの運営会社は、案件の審査を厳格にする必要がある。審査が甘いと、株式が紙くずになる事態が生じ、プラットフォームだけでなく、株式投資型クラウドファンディングの信頼を損なうことになる。したがって、事業可能性や将来性などに関して、「目利き力」が重要である。逆に「目利き力」が発揮されて、上場案件が出現すれば、一気に世間的な評価は変わると思われる。

第三に、プラットフォームにとって重要な点は、審査能力と「目利き力」であり、その優劣を競うべきである。これに加えて、プラットフォーム運営者による経営・財務面に関するアドバイスも重要であり、その適否が

企業成長に影響を与えるものと思われる。

6 株式会社グローバルゲイツ

株式会社グローバルゲイツは、二〇〇七年五月に設立、省エネ環境照明、デジタルサインエージ、衛生用品、食品などを扱い、国内のみならず、アジア、EU、中東、北米においても事業展開する、総合商社であるとともに、ビルメンテナンス業も行っている。同社の本社所在地は、東京都台東区蔵前、資本金四〇〇万円（二〇一八年二月末）、発行済株式数六四〇〇株（同）、売上高一億四八〇五万円（二〇一七年四月期）、社員数二〇〇名（パートを含む、二〇一八年二月末）である。

同社は、二〇一七年一二月に、DANベンチャーキャピタルの運営する、GoAngelにおいて、新株発行による資金調達を行った。同社の募集概要は、以下の通りである。

同社におけるインタビュー結果は以下の通りである。

まず、DANベンチャーキャピタルとの出会いは、知人の紹介によるものであり、株式投資型クラウドファンディングを採用した理由としては、前例がない点に魅力を感じたという面が大きい。また、縁故者に株主になってもらいたい当社の応援団をつくりたいという意図もあった。実際、今回の株式募集によって、新規の株主が約五〇名増加したが、大半は友人・知人、取引先であり、未知の人は一名程度であり、当初の狙い通りだったといえる。ただし、そのためには当社からメールだけでなく、お手紙、フェイスペインク、ラインなど、SNSを可能な限り駆使して、投資を呼び掛けた。

次に、株式投資型クラウドファンディングのメリットとしては、次の点が挙げられる。

① 新規の株主が当社の応援団となってくることが期待できる。新規の株主は、既知の人脈を基本としているが、その中でも株主となってくれた人は、当社に対して強い期待感を持つてくれていると考えられる。このような株主は、今後も当社の応援団となってくることが期待できる。

② 新規の株主を得たことで、「公開会社」という意識が強まった。今までは、身内が株主であったため、「自分の会社」という意識が強かったが、株式投資型クラウドファンディングを行ったことで、その意識が払拭された。これは経営陣だけでなく、会社全体として意識の変化が見られた。

③ 企業経営について「透明度」を重視するようになった。取引先の選定なども、株主に対する説明責任を意識するようになった。

なお、株式発行によって自己資本比率が向上したが、特に経営面のメリットはなかった。

第三に、デメリットまたは課題としては、次の点が挙げられる。

① D A Nベンチャーキャピタルは、企業財務戦略の専門サポートに強みがある反面、投資勧誘という点では、投資家に対して訴求力が足らないように見受けられた。したがって、前述のように、当社がS N Sなどを使って情報発信をする必要があった。

② 募集後の株主名簿管理人業務の手数料に関しては、この費用の対価がややわかりにくい。また、会社が存続する限り、これを負担するとなると、かなりの調達コストとなる。今後、追加の第三者割当増資の指導、株主総会の招集通知や運営事務のサポート等のサービスに期待したい。

③ システムの利便性については、使いづら面がある。ただし、これは金商法上の規制などが根底にあるかもしれないが、そのため投資を断念した人もあり、改善を検討すべきであろう。

第四に、当社としては、二年程度をめどに上場を目標としている。また、利益の半分を内部留保、残り半分を株主と従業員に半々で配分することを考えている。さらに、IR活動としては、四半期ごとにニュースレターをメールで配信するとともに、魅力的な株主優待を検討している。なお、今後は株式投資型クラウドファンディングによって株主数を増やすつもりではなく、上場までの資金に関しては、ベンチャーキャピタルまたは取引先への第三者割当を考えている。

最後に、今後株式投資型クラウドファンディングを成長させるためには、投資額の上限制制を撤廃し、無制限とすべきである。また、広く海外から投資家を呼び込む工夫も重要である。投資型クラウドファンディング規制を有している国で、共通のルールを策定するなど、方策を検討すべきである。さらに、NISAのような税制優遇も有効であると思われる。

まとめ

今回のレポートでは、最近の株式投資型クラウドファンディングによる募集案件の推移を概観した上で、DA Nベンチャーキャピタルの運営するプラットフォーム、GoAngelの取組と同プラットフォームでの資金調達企業に対するインタビュー調査を紹介した。

これらの調査結果は、上記の通りであるが、これらの調査によって、以下の点が明らかになったと思われる。

まず、株式投資型クラウドファンディングの案件については、次々に案件が登場しており、順調に案件数を積み上げているように思われる。当初、株式投資型クラウドファンディングについては、非上場企業の株式発行ニーズがどの程度あるのか、あるいはこれらの企業の株式に対する投資ニーズがどの程度あるのかという点から、

案件数が積みあがるかどうか、疑問視する向きもあつたが、結果的には好調な滑り出しと言えるだろう。

次に、これらの発行企業の株式投資型クラウドファンディング利用の動機については、応援団としての株主づくりという側面が重視されていると思われる。今回インタビューした企業経営者からは、自社の支援者あるいは応援団としての株主を重視する意見が聞かれた。また、このような株主層が形成されることによって、単に支援してもらえするという面だけでなく、企業活動に対する透明性や説明責任という側面についての意識向上が重視されていることも印象的であつた。

第三に、今回の調査では、新規株主のほとんどは既知の方々であり、未知の人はほとんど含まれていないという回答を得た。この回答からは、以下の点が示唆されていると思われる。まず、昨今、大手証券会社が手掛ける新規公開株は、短期的なキャピタルゲインが狙えることから、一般投資家の間でも人気が高まり、新規公開株が割り当てられる可能性が著しく低くなっているようである。そのような状況下で、新規公開株を取得できない投資家が株式投資型クラウドファンディングに流れ込んでいるのではないかという見方もあつたが、今回の調査では、GoAngelにおいては少なくともそのような推測が妥当しないことが明らかになったといえる。また、クラウドファンディングというネーミングは、字義的には、「不特定多数」を意味しているが、これらの事例では、むしろ特定の少数の知人・友人、取引先等が中心であり、実質的にはコミュニティ型の金融スキームという側面が強いと考えられる。

なお、今後、中長期的に株式投資型クラウドファンディングがどのように成長するかについては、これらの募集案件の中から新規上場を実現する会社がどの程度現れるかどうか重要な鍵となるものと思われる。今後の推移が注目される。

【謝辞】本稿を作成するに際し、出縄良人氏（DANベンチャーキャピタル株式会社）、村山忠昭氏（株式会社マルチブック）、田村創一氏（同）、山口紀生氏（株式会社エデュレエルシーエー）、山口千恵子氏（同）、長友信氏（バセル株式会社）、長友隼人氏（同）、梅村真行氏（株式会社グローバルゲイツ）、梅本剛正氏（甲南大学法科大学院）および山本龍一氏（日本証券業協会）のご協力を賜りました。厚く御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（一七連二五九：Locavestingの考え方に基づく関西、中・四国地域経済圏の地域再生のための金融方策の研究）の研究成果です。

注

(1) 同社の新株予約権については、拙稿「日本におけるクラウドSAFEの試み」『証研レポート』No. 一七〇六、二〇一八年二月、参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)