

# 投資型クラウドファンディングと ベンチャー育成

松尾 順介

## 要 旨

クラウドファンディングについては、寄付型や購入（成果還元）型に関心が集まり、ふるさと納税と類似のものと解される場合も少なくなかった。しかし、最近、投資型クラウドファンディングの領域で、注目される動きが見られるようになってきている。

特に注目されるのは、投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営会社の新規参入が相次いだことである。従来、投資型クラウドファンディングについては、2001年11月設立（創業2000年12月）のミュージックセキュリティーズが著名であり、同社はファンド型クラウドファンディングのプラットフォームとして、「セキュリティ」を運営し、この分野のパイオニアであるとともに、投資型クラウドファンディングを代表する存在である。この分野にソニー銀行、日本クラウドキャピタルおよび DAN ベンチャーキャピタルが相次いで新規参入した。

さらに、これらの投資型クラウドファンディングのプラットフォームにおいて、相次いでベンチャー企業が資金調達を行っている。

ここで、注目されるのは、これらのプラットフォームの開設から、まだ日が浅いにもかかわらず、すでに相次いで資金調達の事例が現れていることである。このような事態は、ベンチャー育成におけるクラウドファンディングの可能性を示唆するものと考えられる。

本稿では、インタビュー調査に基づき、投資型クラウドファンディングに新規参入した3社の取組を紹介するとともに、株式投資型クラウドファンディングによって、資金調達を行った3社について紹介する。その上で、ベンチャー育成における投資型クラウドファンディングの課題について、①将来の企業成長を判断する識別能力、②流動性提供、③プラットフォームの役割という3つの観点から検討する。

はじめに

I. 投資型プラットフォーム運営会社の新規参入

1. ソニー銀行
2. 日本クラウドキャピタル
3. DAN ベンチャーキャピタル

II. 発行会社

1. バンクインボイス
2. オールユアーズ

目次

3. レトロ印刷

III. ベンチャー育成とクラウドファンディングに関する論点整理

1. 目利き力
2. 流動性供給のあり方
3. プラットフォームのあり方

まとめ

## はじめに

本稿は、ベンチャー育成の観点から投資型クラウドファンディングの役割を考察することである。

従来、ベンチャー育成には、ベンチャーキャピタル、大企業、財団、さらには行政関係機関などの支援や出資が重要な役割を果たすものとされ、これらのネットワークや連携関係が重視され、プラットフォームづくりが提案された<sup>1)</sup>。しかし、このような論議の中で、クラウドファンディングの役割については、あまり重視されてこなかったように思われる。

クラウドファンディングについては、寄付型や購入（成果還元）型に関心が集まり、ふるさと納税と類似のものと同解される場合も少なくなかった。しかし、最近、投資型クラウドファンディングの領域で、注目される動きが見られるようになってきている。

特に注目されるのは、投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営会社の新規参入が相次いだことである。従来、投資型クラウドファンディングについては、2001年11月設立（創業2000年12月）のミュージックセキュリ

ティーズが著名であり、同社はファンド型クラウドファンディングのプラットフォームとして、「セキュリテ」を運営し、この分野のパイオニアであるとともに、投資型クラウドファンディングを代表する存在である。この分野にソニー銀行、日本クラウドキャピタルおよびDANベンチャーキャピタルが相次いで新規参入した。

金商法の規制では、投資型クラウドファンディングは、ファンド投資型と株式投資型とに大別され、前者は第二種金融商品取引業、後者は第一種金融商品取引業に属する。また、クラウドファンディングのプラットフォーム運営に関しては、一定の要件の下、それぞれ少額電子募集取扱業者としての登録が認められている。

まず、ファンド投資型については、ソニー銀行が2017年8月、「Sony Bank GATE」という名称のプラットフォームの運営を開始し、この業務に参入した。

次に、株式投資型については、2016年10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、2016年12月、「FUNDINNO」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、2017年7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、2017年9月から「GoAngel」という名称のプラットフォームを開設した。

ここで、注目されるのは、これらのプラットフォームの開設から、まだ日が浅いにもかかわらず、すでに相次いで資金調達事例が現れていることである。特に、株式投資型に関しては、非上場企業の株式取得を一般の投資家が選択するかどうか、疑問視される向きもあったが、事実はそうでないことを物語っているように見える。このような事態をどのように判断するかは、もう少し時間をおいて検討する必要があるが、ベンチャー育成におけるクラウドファンディングの可能性を示唆するものと考えられる。

そこで、本稿では、インタビュー調査に基づき、投資型クラウドファンディングに新規参入した3社の取組を紹介するとともに、株式投資型クラウドファンディングによって、資金調達を行った3社について紹介する。その上で、ベンチャー育成における投資型クラウドファンディングの課題について検討する。

## I. 投資型プラットフォーム運営会社の新規参入

### 1. ソニー銀行

ソニー銀行は、2001年4月、ネット専業銀行として設立、同年6月より業務を開始した。同社の企業理念は、①フェアである、②日本経済の新たな成長に貢献する、③資産運用ツールを提供する、④IT技術を最大限活用する、⑤一人ひとりのお客さまのためのサービスを提供する、⑥より有利な商品、よりよいサービスを提

供する、⑦インターネット・サービスのためのインフラを整備する、⑧自由闊達で愉快的な業務環境を整備する、とされており、同社のクラウドファンディングへの参入は、銀行本体によるものである（登録金融機関業務）とともに、この企業理念に沿ったのである。特に、クラウドファンディングへの参入に関しては、顧客にリターンを還元するだけでなく、「共感」・「応援」といった、新しい投資スタイルが提供できる点が重要なポイントとなっている。

さらに、参入に際しては同社の優位性が以下の点で発揮できることも重要である。①ネット金融としてのプラットフォーム運営実績を有している。同社は長年にわたってネット・バンキング・システムを運営してきた経験と実績を有し、顧客の信頼を獲得している。②システム構築力と堅牢性を有している。同社ではネットでの金融取引や手続きが完結できるシステムが完備されており、既存のファシリティを活用できるため、新規投資が削減できる。クラウドファンディングでも同社の口座を利用することを前提としており、ここで本人確認も行うことができる。③投資意欲の高い顧客を有している。同社は127万口座（2017年6月末現在）の個人顧客を有し、この顧客層がクラウドファンディングの投資家として期待できる。これらはいずれも同社の参入上の優位性となっている。さらに同社には、銀行業務で培ってきた人的な専門性が蓄積されていることも優位性となっているものと推測される。このような専門性は、クラウドファンディング業務の構築だけでなく、今後の運営にも生かされるものと思われる。

同社のクラウドファンディング・プラットフォームは、「Sony Bank GATE」と称され、国内では、銀行が投資型クラウドファンディン

## 投資型クラウドファンディングとベンチャー育成

のプラットフォームを運営する初の取組となる。このプラットフォームでの資金調達スキームの概要は、図表1の通りである。

同社では、スキームをいわゆるファンド型に限定しており、株式型や貸付型は採用していない。ファンド型を採用した理由は、ファンドの場合、投資対象を特定のプロジェクトに限定し一定期間のゴールを設けることが可能であることから、投資資金がゼロになる可能性は低く、比較的风险を限定できるためである。それに対し、株式型の場合、非上場企業の株式は流動性が低く、銀行として取り扱うにはハイリスクであるとともに、金融商品取引法上の規制もあるため、選択されなかった。また、貸付型は、いわゆるP2P型の運営は貸金業法上認められておらず、また匿名組合型のスキームにおいても1社への単独貸付が認められておらず、資金の出し手と借り手の間に「顔の見える関係」が

構築しづらいことから、同社の「共感・応援」というコンセプトにも合致しないとされ、選択されなかった。

また、このスキームでは、出資者への分配金を投資先事業の売上高の一定割合としている。ここで、利益ではなく、売上高を採用した理由は、利益は操作可能な面があり、利益の正確性を検証することが困難であるという理由による。同社では、スキームの策定に際しては、同社の企業理念である「フェア」の概念にもとづき、投資家、企業、同社の三者にとってフェアであることを重視している。

さらに、手数料に関しては、投資家からは徴収せず、資金調達者に対しては、1号案件の場合、調達金額の5%と運営手数料を売上高の1%徴収している。同社は、この料率を相当低く設定しており、採算だけで判断すると、かなり厳しい水準であるが、今後のクラウドファン

図表1 Sony Bank GATE の概要

サービス名称	Sony Bank GATE
商品名	投資型クラウドファンディング
目標募集金額	1,000万円～1億円程度
募集期間	30日～60日程度
申込金額	ファンドごとに設定（一口、5万～10万円程度） 「1人あたりの申し込み上限口数」まで申し込み可能。原則500万円未満。
分配金の取り扱い	予め匿名組合契約で定めた事業の売上高の一定割合（分配率）
取引方式・通貨	募集型、円普通預金からの申込・円建て
会計（ファンド）期間	1～3年間程度
手数料	投資家：取引にかかる手数料は無料（0円） 挑戦企業：資金調達手数料、ファンド運営管理費用など（ファンドごとに異なる）
ご利用いただけるかた	日本国在住でソニー銀行口座をお持ちの個人のお客さまで、投資型クラウドファンディングの申し込み時に満20歳以上のかた

\*ソニー銀行が運営する投資型クラウドファンディングは、第二種金融商品取引業の規制が課せられる集団投資スキーム持分の募集または私募の取り扱いに該当します。当該集団投資スキーム持分は金融商品取引法上のみなし有価証券であり、一般的にリスクの高い商品です。

\*投資型クラウドファンディングによる出資は預金でなく、預金保険の対象外です。

〔出所〕 同社資料による。

ディングの拡大は、前述の企業理念に合致しており、その観点からあえてこの水準に設定するという経営判断を下している。

次に、Sony Bank GATEの投資対象プロジェクトは、ものづくりなどのハードウェア分野、映画、音楽、ゲーム、スポーツ、イベントなどのエンターテインメント分野、医療、健康、美容などのヘルスケア分野、教育、スキルアップ、知育などの教育分野、飲食、ファッション、小売業などのライフスタイル分野、環境、エネルギー、住宅、福祉などのソーシャル分野とされ、特にハードウェア分野のステージは、いわゆるアーリーからミドルといわれる中期ステージとし、資金使途としては量産費用、バージョンアップ版の開発費用、プロモーション費用を想定している。ただし、この対象ステージは、必ずしも固定的なものではなく、事案によって柔軟な対応を検討することである。

また、投資対象プロジェクトのファインディングは、公認会計士などの財務アドバイザーからの情報提供、他社からの紹介、内部スタッフによる案件発掘などによっている。

さらに、投資先企業に対しては、資金調達後のフォローアップも行っている。具体的には、①モニタリング：プロジェクトの進捗状況を中心に3か月に1回程度実施している。②審査：資金使途や経理体制の確認など、月次、四半期、年次ベースでチェック項目を定め、審査を行っている。他方、出資者には特典を送付するだけでなく、資金調達企業から投資家へのメッセージが同社を通じて発信されることになる。これは、資金調達者と提供者の結びつきを維持・強化するうえで重要であるだけでなく、資金調達企業のマーケティング戦略としても活用できるというメリットがあるものと考えられ

る。

Sony Bank GATEによる資金調達案件の第1号は、株式会社リンクジャパンである。同社は、2014年創業のベンチャー企業であり、スマートフォンを利用したIoTデバイスを提供している。同社のデバイスは、スマートフォンを利用して、全家電を制御できるシステムであり、ユーザーのもっているスマートフォンと同社製品「eRemote pro」を連動することで、家庭内の家電のオン・オフが制御でき、それがスマートフォンで確認できるというものである。

このスキームの要点は、図表2のとおりである。また、分配金の仕組みは図表3のとおりである。この案件は、8月8日に募集が開始され、同日に目標募集金額を達成し、短期間に資金調達を行うことができた。

同社でのインタビューによると、同社の財務的特徴は、無借金経営という点であり、今回のクラウドファンディングも資金調達より同社製品のプロモーションを目的としたものであった。つまり、マーケティングとしてクラウドファンディングを利用し、ほぼ期待通りの成果を得たとしている。

第1号案件は、成功したといえるとともに、このような投資家の反応を見ると、投資家の潜在的なニーズは大きいと考えられる。

最後に、投資型クラウドファンディングの今後について、以下の点が指摘できる。

- ① 投資型クラウドファンディングに資金提供を行う投資家は、相当数に上り、潜在的なニーズは大きい。
- ② 投資型クラウドファンディングで資金調達を行う企業も相当存在し、その潜在的なニーズも大きい。
- ③ プラットフォームの運営者の採算について

図表2 ファスマートホームIoTデバイス eRemote pro 事業化ファンドの概要

発行者（営業者）	株式会社リンクジャパン
申込受付期間	2017年08月08日～2017年08月24日 申込受付期間中であっても、申込金額が目標募集金額に達した場合は、申し込みの受け付けを終了いたします。
会計期間	2017年09月01日～2018年07月31日 事業計画売上高を会計期間中早期に達成した場合、会計期間を繰り上げて終了とし、分配金を当初の予定よりも早くお支払いいたします。
契約期間	2017年09月01日～分配金支払完了日まで
決算日	2018年07月31日
分配予定日	2018年10月26日
目標募集金額	10,000,000円
募集上限金額	10,500,000円
成立下限金額	9,500,000円
一口あたりの申込金額	50,000円
一人あたりの申込上限口数	99口
事業計画達成時のリターン（目標リターン）	1.07倍（税引後1.05倍） ※事業計画達成時のリターン（目標リターン）は事業計画売上高が達成された場合に、支援者に支払う分配金の出資金額に対する比率です。（リターン＝分配金÷出資金） 年利8.013%（税引後年利6.377%） ※年利は目標リターンが達成された場合の会計期間における単年度当たりの利回りを示します。保有期間による計算ではありませんのでご注意ください。
リターン（分配）の計算方法	このファンドのリターン（分配）は、以下の計算式にて算出します。 [当該決算期間にかかる売上金額×25.270%÷200口] 【一口あたりの分配金計算例】 事業計画売上高（42,480,000円）達成時 42,480,000円×25.270%÷200 ＝53,673円（税引後：52,923円） ※出資金一口あたりの分配金の額に円未満の端数が生じた場合は、端数を切り捨てて算定します。また、計算式上の売上金額は全て税抜金額とします。 ※分配金の総額が出資金額を上回り利益が発生する場合、利益に対して20.42%（復興特別所得税を含む）を乗じた金額が営業者により源泉徴収されます。 ※営業者は、本匿名組合事業の売上高として、本事業計画の売上高を保証するものではなく、分配金を保証するものでもありません。
手数料	Sony Bank GATEのお申し込みから分配までの間にお客さまに直接ご負担いただく手数料はございません。 本ファンドで営業者が負担する費用（ソニー銀行に支払う手数料）は以下の通りです。 <資金調達手数料> 調達額に対して5% <ファンド運営管理料> 会計期間中における本匿名組合事業の売上高に対して1%

〔出所〕 ソニー銀行 HP,

<http://moneykit.net/visitor/sbg/pj/20170001/detail.html>

図表3 分配金の仕組み

それぞれの分配率に応じた申し込み1口当たりの分配金の計算式は以下のようになります。

<出資金回収売上高到達前>  
 $売上高 \times 分配率 \div 目標募集口数$  (\*1)

<出資金回収売上高到達後>  
 $出資金相当額 + (売上高 - 出資金回収売上高) \times 分配率 \div 目標募集口数$

分配金の計算は決算期間ごとに行われます。詳細は各ファンドの契約締結前交付書面をご確認ください。  
 (\*1) 分配金の計算で使用される目標募集口数は募集結果に基づく合計出資口数ではありません。

事業計画売上高達成時の分配例  
 (1口100,000円, 目標募集口数500口の場合)

事業計画売上高 2.5億円

出資金回収売上高 2億円

売上高全体

分配率 10%  
 $500万円 \div 500口 \rightarrow 1万円 (利益)$

分配率 25%  
 $5000万円 \div 500口 \rightarrow 10万円 (出資金相当額)$

1口あたりの分配金 11万円

- ・リターンは「分配金」のみです。出資金は償還されませんが、事業計画の売上高が達成されたときは出資金相当額を上回る分配が行われることとなります。
- ・分配金は出資した事業の売上高 (\*2) を基準として決定します。
- (\*2) 挑戦企業の会社全体の売上高ではございません。また「利益」基準ではございません。
- ・分配金の支払回数は会計期間終了後に一括で分配する場合と会計期間中に複数回に分けて分配する場合の2種類がございます。ファンド情報の分配予定日をご確認ください。
- ・分配金の総額が出資金額を上回り利益が発生する場合、利益に対して20.42% (復興特別所得税を含む) を乗じた金額が営業者により源泉徴収されます。
- ・挑戦企業 (営業者) は、匿名組合事業の売上高として、事業計画の売上高を保証するものではなく、分配金を保証するものでもありません。
- ・事業計画売上高を会計期間中早期に達成した場合、会計期間を繰り上げて終了とし、分配金を当初の予定よりも早くお支払いいたします。

〔出所〕 ソニー銀行 HP,  
<http://moneykit.net/visitor/sbg/pj/20170001/detail.html>

は、投資スキームとしての性格上、手数料を低位に抑える必要があり、事業の採算性には難点がある。

同社は、③の課題を抱えつつも、①および②の状況を踏まえて、その企業理念に基づいた取

り組みを行っているといえる。

## 2. 日本クラウドキャピタル

日本クラウドキャピタルは、日本初の株式投資型クラウドファンディング専門の業者 (第1

種少額電子募集取扱業者)であり、2017年4月から「FUNDINNO」という名称のプラットフォームにおいて、クラウドファンディング・サービスを開始している。

同社を設立した柴原祐喜氏は、カリフォルニア大学出身で、同大学では日米の非上場会社の資金調達について研究し、日本でのクラウドファンディングを利用した資金調達モデルについて検討したという。帰国後も大学院でこのモデルについてさらに検討を重ね、その間に現在のビジネスパートナーの大浦学氏と出会い、システム開発会社を起業した。起業後、米国のAngel List<sup>2)</sup>のような仕組みを日本に導入することを検討したが、金商法上の規制のため断念せざるを得なかった。その後、金商法が改正され、クラウドファンディング専業者としての参入が実現した。現在、同社は、株式発行会社と投資家とをマッチングさせる、株式投資型クラウドファンディング業務を行っている。

同社でのインタビュー結果は、以下である。

- ① 同社の特長として以下の3点を挙げることができる。
  - a) バックオフィス業務のシステム化によって大幅なコストダウンを可能にしたことである。これには、同社の基盤がシステム開発会社であることが優位性を発揮している。特に、顧客情報の管理やセキュリティ面で、システム化を行っている。ただし、システム構築に際して、大手法律事務所の助言を受けながら、金融商品取引法などの規制に関する知見を蓄積し、それをベースにシステム構築を進めたことは重要である。システム構築を適切に諸規制に適合させるため、周到的な配慮を重ねた。
  - b) 発行会社へのアプローチにおいて、同

社のプラットフォーム上のwebマーケティングを活用していることである。発行会社からのアプローチは、約7割がこのチャンネルを通じたものである。これによって、営業活動に要する人員は省力化されている。なお、他の3割は、紹介案件であり、地銀、信金などの紹介が多い。

- c) 同社の審査業務において、審査担当者による手作業とシステム処理を組み合わせている点である。投資家の投資上限規制や資金調達者の総額規制など、定量的に処理できる手続きはシステム化する一方、発行会社の事業や財務など、ソフト面は審査担当者が個別に審査している。これによってコストダウンと効率化が促されている。
- ② 金商法改正によって参入要件が緩和されたとされるが、その一方で依然として参入のハードルが高いという意見もあるが、同社の見解としては、今回の金商法改正とそれに伴う自主規制は、適切なレベルである。過度な規制緩和は、かえって過剰な参入競争や質の低い事業者の参入によって市場の信頼性を棄損する危険性があり、現状の規制は適度であると考えている。
- ③ 同社は、発行会社に対して、資金調達後のフォローアップに注力している。特に、発行会社のIR活動の取組助言、財務管理、事業計画の進捗状況のモニタリングなどである。また、発行会社の経営者間の交流促進やコミュニティづくりにも配慮している。さらに、発行会社の情報発信が金商法などの規制に抵触しないかどうか、などの点にも細心の注意を払っている。
- ④ 検討課題としては、次の3点が挙げられる。

- a) 普通株以外の種類株などを利用したスキームの導入を検討している。優先株, 劣後株, コンバーティブル・エクイティ (CE), さらには将来株式取得略式契約 (SAFE) などであり, 検討を重ねている。
  - b) 発行会社へのサービス拡充を検討している。例えば, ストックオプション導入についての助言などが挙げられる。ベンチャー企業の場合, 給与コストの負担から高度人材の調達が多いが, ストックオプションを利用することで, それを可能にすることも考えられ, ベンチャー企業の成長に資するものと考えられる。
  - c) さまざまな株主優待の在り方を工夫することも検討課題である。魅力的な株主優待は, 資金調達上, 重要である。
- ⑤ 今後の市場拡大の展望については, 資金調達企業側から相当数の引き合いがあり, 月3社程度の案件を積み上げていくことができるものと考えられる。クラウドファンディングは, 資金調達企業にとって, 商品だけでなく企業自体のマーケティングであり, その存在

価値を測る手段でもあることから, その利用ニーズは高いと考えられる。他方, 投資家についても, 成約案件において募集目標金額を大きく上回る申し込みがあることや, アクティブ率が高い (3回以上投資した人の割合) ことから, 余裕資金で投資する投資家層には厚みがあると判断している。特に, 投資家に関しては, 数を集めることよりも質を重視し, 余裕資金で投資する投資家を集めることを重視している。

- ⑥ 今後の事業展開としては, 地域金融機関との連携強化が考えられる。すでに地銀や信金からの紹介案件もあり, 地方企業の発掘に注力することを考えている。特に, 株式発行による地方企業の資金調達は, 当該企業のバランスシート改善につながり, 地方金融機関にとっても好ましい効果を生む。したがって, ファンド型を手掛ける意向はない。また, 証券会社との連携も考えられる。すでに, みらい証券と提携しており, 株主コミュニティ制度の利用などを視野に入れている。

図表4 DANベンチャーキャピタルのGoAngelにおける投資の概要

- 投資をするには, GoAngel 会員として登録 (無料)。
- 運営会社の DAN ベンチャーキャピタルは, 第一種少額電子募集業者として反社チェックが義務づけられている。
- 募集目標額に満たない場合には, 募集は中止。
- 応募額が募集目標額を超えた場合は, 募集打ち切りはせず, キャンセル待ち申込を受付。(先着順)
- 申込から8日間の申込撤回期間を設定。
- GoAngel への申込期間の最終日から8日後に会社法上の申込期日を設定。
- 投資家の申込みは, WEB 上で受付。申込金を DAN ベンチャーキャピタルに振込むことで申込みが有効となる。
- 申込金は DAN ベンチャーキャピタルが信託銀行に分別金信託として分別管理。
- 投資後是有価証券の預りは行わない (法律で行うことができない)。
- 専門会社又は DAN ベンチャーキャピタルが証券事務代行契約を締結。株主名簿管理を行う。
- GoAngel で取得した株式等についての, 売買の仲介は GoAngel ではできない。

〔出所〕 同社資料による。

### 3. DAN ベンチャーキャピタル

同社は、出縄良人氏によって、2015年5月、設立された。同氏は、1993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、2017年7月、第一種少額電子募集取扱業者として登録、同年9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における投資の概要は以下の通りである。

まず、同社は第1種少額電子募集取扱業の登録を行い、業務を開始したが、登録手続きの際の課題として、規制の運用面において不透明な点があることが指摘できる。特に、募集目標額と上限額とを設定することについては、難色が示され、結果的に目標額に一本化した。ベンチャー企業の場合、最低額でのプロジェクトと、より大きな資金でのプロジェクトでは、別の成長シナリオが描ける可能性がある。したがって、規制の運用について、より柔軟な対応が望まれる。現状の運用姿勢に対しては、やや慎重すぎる印象を持っている。

次に、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2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、資金調達企業のガバナン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。

第三に、同社の特徴として、「拡大縁故募集」という点が挙げられる。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」であるとともに、「ご縁」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、これはドラ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、同社は、現在8%を設定しているが、今後は10%に引き上げることを検討している。手数料の設定については、案件数と経費などが考慮の対象となる。なお、この料率は、株式上場時の引受手数料が概ね8%程度であることから、これと同水準であると考えている。

第四に、今後の同社の課題としては、次の3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、資金調達企業に対して、アフターケアを提供することを検討している。その際、いわゆる「土」業の専門家を活用することも考えられる。例えば、会計事務所による事業報告書のチェック、司法書士による株主名簿管理、税理士事務所の紹介などが挙げられる。
- b) 投資家の啓発活動も課題である。前述のようなエンジェルマインドを持った投資家を育成する必要がある。小さなエンジェルを育成するには、SNSのようなメディアも有効と思われる。これによって、いわゆるファミリー・フレンドといわれる投資家を増やすだけでなく、投資家への情報提供や啓発活動にも繋げることができる。
- c) 投資家を獲得する手法としては、発行会社のユーザーに出資を呼びかけるような取

り組みも考えられる。例えば、レストランの場合、新規出店費用の調達を常連客中心に呼びかけ、常連客が店舗オーナーになるような工夫が考えられる。その際、出資した株主に魅力的な株主優待を提供する必要がある。これは、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、少なくとも20万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。これは、金融機関の自己資本比率向上のためになるだけでなく、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。さらに、地域活性化にも貢献できる。これは、地域金融機関版のCVCモデルと考えられる。地域金融機関は、このような資金循環を目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、同社のメール通信は、10月5日、第1号銘柄である、マルチブック（9月13日募集開始、目標募集額20百万円）の応募額が101.25%に達し、今後はキャンセル待ち申し込みとなったことを伝え、順調なスタートと評価している。

## II. 発行会社

### 1. バンクインボイス

Bank Invoice 株式会社は、手島太郎氏によって2015年4月に設立されたベンチャー企業であり、その事業は、請求書データ共有サービスの提供である。本社所在地は、東京都中央区京橋、資本金14,790,000円（2017年4月24日現在）、発行済株式数4,310,000株（同）である。

同社事業は、「紙をなくす」をコンセプトとしており、同社のサービスを利用すると、請求書原本を電子化し、請求元と請求先が双方向に結合できるというものである。これによって、取引データは統合され、一元管理が可能となる。また、紙媒体が不要となるだけでなく、経理処理の負荷も軽減できる。

同社は、2017年4月、日本クラウドキャピタルの運営するクラウドファンディングのプラットフォーム「FUNDINNO」において、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 申込期間：2017年4月24日～2017年4月24日
- ② 目標募集額：500万円
- ③ 目標募集額達成時の資金使途内訳：システム開発費500万円（内訳としては、システム開発におけるエンジニアの件費6か月分300万円、外注費6か月分200万円を予定）
- ④ 上限応募額（1,500万円）達成時の資金使途内訳：システム開発費500万円、知的財産権取得費800万円、セキュリティ対策費200万円
- ⑤ 募集株式の種類及び数（上限）：普通株式

375,000株

- ⑥ 募集株式の払込金額：1株あたり40円
- ⑦ 投資金額のコースおよび株数：10万円コース（2,500株）、30万円コース（7,500株）、50万円コース（12,500株）
- ⑧ 払込期間：2017年5月8日～2017年6月13日
- ⑨ 増加する資本金及び資本準備金：増加する資本金の額 1株あたり40円、増加する資本準備金の額 1株あたり0円
- ⑩ 募集株式の譲渡制限：譲渡制限が付されており、株主は、株式を譲渡する際に、株主総会の承認を受けなければならない。
- ⑪ 公認会計士又は監査法人による監査：Bank Invoice 株式会社の財務情報について、公認会計士又は監査法人による監査は行われていない。
- ⑫ 発行者における株主管理に関する事項：Bank Invoice 株式会社が管理する株主名簿により、自社で行う<sup>3)</sup>。

同社の資金調達は、87人からの入金が集まり、総額1,460万円の資金が集まった。一人当たりの平均投資額は、17万円程度であった。

同社の手島氏によると、株式型クラウドファンディングを利用した理由は、何よりも資金調達目的であり、実績もなく、担保を有しない以上、金融機関からの融資などが受けられないため、この資金なしには事業運営は難しかったという。したがって、日本クラウドキャピタルの「FUNDINNO」の情報を得て、即時に同社に自らアプローチし、これが資金調達につながった。その際、他の投資型クラウドファンディング・プラットフォームについては、情報がなく、比較しなかったようである。

今回の資金調達から同社が経験した内容を要

約すると以下となる。

- ① ベンチャー企業の資金調達については、ベンチャー・キャピタルが存在しているものの、同社のような事業の理解に専門性が必要であったり、売上計上までに長期間を要するBtoBのサービス分野は、投資対象とされない場合が多く、同社にとっては設立初期の段階で投資を受けたが、商品化と売上計上までに必要な資金額ではなかった。また、ベンチャー・キャピタルの中には、株式の買戻し契約を求めるものもあり、支援を受けるという判断は下せなかった。しかし、同社のような小規模のベンチャー企業は多数存在していると考えられるため、特にIT系を中心に、クラウドファンディングで資金調達するニーズは大きいと判断される。
- ② リスクマネーの提供については、ベンチャー・キャピタルよりも個人マネーに期待されるが、ベンチャー企業にとって、株主になってくれる投資家を探すことは容易でなく、投資型クラウドファンディングは、両社をマッチングするための重要なインフラを提供している。したがって、今後、クラウドファンディングがベンチャー投資の重要なチャネルになることが期待される。
- ③ 同社の投資家は、将来的なIPOを期待しており、それが魅力で投資したと判断される。潜在的な投資家は多数存在すると考えられるため、同社は今後も株式投資型クラウドファンディングによって資金調達する意向を有している。
- ④ 今後、株主数が増加した場合、流動性を提供するために、株主コミュニティ制度を活用することも選択肢であるが、現時点ではこの制度を利用することは考えていない。むしろ

IPOするまで、同社を支援してほしいと考えているためであり、株主もその間に換金することは考えていないと判断している。

- ⑤ 今後、株主とのコミュニケーションを考えており、具体的には説明会などが考えられる。また、「FUNDINNO」経由での情報交換なども検討課題であるが、その際法規制の順守が求められるので、慎重な取組が必要である。
- ⑥ 「FUNDINNO」の手数料は、相対的に安価であると考えている。その理由は、このプラットフォームなしには、同社の事業展開が果たせなかったというだけでなく、運営会社が採算の限界ラインで運営しており、この市場拡大に対する熱意と意志が感じられるからである。
- ⑦ 資金調達後、「FUNDINNO」は丁寧にフォローアップしている。フォローアップの内容は、①資本政策に関するアドバイス、②事業計画のブラッシュアップ、③資本計画に関するアドバイスなどである。また、経理面のモニタリングを受けており、月次レポートを提出するだけでなく、月に数回程度面談している。

このような経験から同社は、今回のクラウドファンディングによる資金調達について、コスト面やIR面などにおいて非常に満足な成果が達成できたと考えているだけでなく、プラットフォームの運営会社に対しても高く評価していることが特徴的である。

## 2. オールユアーズ

株式会社オールユアーズは、2015年7月に設立されたベンチャー企業であり、紳士服・婦人服のデザイン、企画、小売および卸売販売、委

## 投資型クラウドファンディングとベンチャー育成

託販売を行い、生活に必要な価値を提供する「LIFE-SPEC 事業」を展開している。本社所在地は、東京都世田谷区太子堂、資本金33,640,000円（2017年7月11日現在）、発行済み株式数4,865株（同）であり、その内訳は、普通株式3,040株、A種優先株式617株、B種優先株式670株、C種優先株式204株、D種優先株式334株である。

同社は、すでに購入型クラウドファンディングを利用しており、クラウドファンディングを新製品の企画・販売に直結させる試みに取り組んでいる。購入型クラウドファンディングのプラットフォームは、CAMPFIREであり、同サイトによると、①2017年5月1日募集開始のプロジェクトは、79名から1,665,000円を集め、6月29日に終了、②2017年7月3日募集開始のプロジェクトは、718名から18,096,784円を集め、8月29日に終了した。さらに、③現在募集中のプロジェクトは、目標金額1,000,000円に対して、すでに201人から3,911,000円を集めている（2017年9月16日現在<sup>4)</sup>）。

同社は、2017年7月、日本クラウドキャピタルの運営するクラウドファンディングのプラットフォーム「FUNDINNO」において、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 申込期間：2017年7月28日～2017年8月1日
- ② 目標募集額：2,850万円
- ③ 資金調達額の資金用途：
  - ・目標募集額達成時の資金使途内訳：(ア) EC事業及びクラウドファンディング事業の拡大のためのシステム構築費1,280万円、(イ) 直営店の移転と本社機能の統合費用1,000万円
  - ・上限応募額達成時の資金使途内訳：(ア) EC

事業及びクラウドファンディング事業の拡大のためのシステム構築費1,280万円、(イ) 直営店の移転と本社機能の統合費用1,000万円、(ウ) ホームページの改修費用205万円、(エ) 知的財産権取得費用340万円などとなっている。なお、上限応募額は3,500万円に設定されており、詳細は省略するが、目標金額超過額によって、段階的に資金使途が追加・拡充されている。

- ④ 当該有価証券の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合及び上回る場合における当該応募額の取扱いの方法：募集株式の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合、募集は中止される。募集株式の取得に係る応募額が目標募集額を上回る場合、応募総額が上限応募3,500万円に達するまで先着順で取得の申込みを受け付ける。

同社の資金調達は、約12時間で35,000,000円に達し、最終的に約金額32,375,000円を調達して終了した。投資家は197人であり、一人平均投資額は約16万円であった。

同社へのインタビューから、以下の調査結果を得ることができた。

- ① 同社が投資型クラウドファンディングを利用した目的は、資金調達であり、直近の決算が赤字である状況下で事業を拡大させる投資に向けた、金融機関からの融資を得ることが困難であったことが背景となっている。また、購入型クラウドファンディングを実施した経験から、同社の事業モデルに共感してくれる投資家が存在すると判断できたため、投資型クラウドファンディングを利用した。
- ② 同社の資金調達では、準備期間を含め約2か月という短期間で当初目標を上回る資金調達が達成できただけでなく、より多くの投資

家との接点が得られたこともメリットである。

- ③ 購入型クラウドファンディングの出資者と投資型クラウドファンディングの投資家は、あまり重ならないように見受けられる。投資型クラウドファンディングの投資家は、同社製品のユーザーというより純粋に投資目的で投資しているのではないと思われる。ただし、投資型クラウドファンディングの投資家に対しても、購入型の情報提供など、積極的なコミュニケーションを図っていくことを検討している。その意味では、投資型クラウドファンディングの投資家が、同社製品やサービスのユーザーに転化することも考えられる。
- ④ 株主に対して、流動性供給のために、株主コミュニティ制度を導入することは考えていない。現在の株主に、換金ニーズがそれほど高いと思えず、むしろIPOへの期待が強いと考えられる。
- ⑤ 今後の同社の課題は、出口戦略である。また、普通株だけではなく、優先株発行なども課題である。
- ⑥ 今回利用した「FUNDINNO」のアフターサービスには、満足している。特に、各種のアドバイスが丁寧であり、それを考えると、手数料は高くないと判断している。
- ⑦ 今後、同じプラットフォームを利用して資金調達した企業の経営者が集まって、経営課題などについての研究会を開催するなど、コミュニケーションの場があってもよいと考えている。
- 前者同様、同社も今回のクラウドファンディングによる資金調達について満足な成果が達成できたと考えているだけでなく、プラット

フォームの運営会社に対しても高く評価していることがわかる。

### 3. JAM

株式会社JAMは、2007年7月に設立されたベンチャー企業であり、印刷および出版業として店舗名称「レトロ印刷JAM」を運営している。同社の特徴は、「印刷と遊ぶ、印刷で遊ぶ」というモットーに示されているように、顧客自身が印刷物を企画・デザインし、それを印刷する「DIY方式」を採用しており、店舗でワークスペースを提供するとともに、ワークショップや展示会などのイベントも開催している点である。さらに、同社は、「レトロ印刷」の名称通り、あえて旧来型の印刷機を使用するとともに、紙質やインクもレトロ調の風合いが表現できるように工夫しており、これが大手印刷会社の印刷物にはみられないような手作り感のある、個性的な表現を可能にしており、同社の強みとなっている<sup>5)</sup>。本社所在地は、大阪市北区豊崎であり、資本金3,000,000(2017年6月16日現在)、発行済株式数1,200,000株(同)である。

同社は、2017年6月、日本クラウドキャピタルの運営する「FUNDINNO」において、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 申込期間：2017年6月16日～2017年6月17日
- ② 目標募集額：2,000万円
- ③ 資金調達額の資金用途について：
- ・目標募集額達成時の資金用途内訳：(ア)印刷注文システム開発費500万円、(イ)東京支店開設費用1,500万円
  - ・上限応募額達成時の資金用途内訳：上記のほ

## 投資型クラウドファンディングとベンチャー育成

か、クラウドファンディングシステム開発費用1,000万円、フランチャイズ事業の人件費300万円などを予定しており、ここでのクラウドファンディングシステムとは、購入型クラウドファンディングの仕組みを用いてクリエイターが自身の作品を出品できる自費出版支援購入型クラウドファンディング「JAMAKERS（仮称）」を立ち上げ、新規事業とする計画を指している。なお、上限応募額は、3,300万円としており、詳細は省略するが、目標金額超過額によって、段階的に資金使途が追加・拡充されている。

- ④ 当該有価証券の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合及び上回る場合における当該応募額の取扱いの方法：

募集株式の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合、募集は中止し、募集株式の取得に係る応募額が目標募集額を上回る場合、応募総額が上限応募額3,300万円に達するまで先着順で取得の申込みを受け付ける。

同社の資金調達には、30,700,000円を調達して終了した。投資家は223人であり、一人平均投資額は約13.8万円であった。

同社へのインタビューから、以下の調査結果を得ることができた。

- ① 同社が株式型クラウドファンディングを選択した要因として、同社の事業承継の必要性が挙げられる。同社は、2名の創業者によって出資・設立され、現在も経営されているが、将来的に事業を引き継ぐ後継者の育成が課題となる。そのためには、会社としての成長が達成された段階で公開化し、公開会社としての事業承継を展望したことが指摘される。この観点から、株式発行による株主づくりが行われた。

- ② 同社には、価格面での競争力に乏しい反面、手作り感のある印刷物が個性的な表現を求めるクリエイターの評判を呼び、口コミで顧客が拡大した。そのためあえて革新的な技術導入や広告費を使わず、特化型のビジネスモデルを確立することに注力した。それが奏功して、同社に対する支援者は増加した。そこで、これらの支援者を出資者にすることを考えていた時期に、金融商品取引法改正によって株式投資型クラウドファンディングが拡大する可能性があることを知り、これを利用することを調査・検討したが、実際にはプラットフォームが開設されず、すぐには実施できなかった。その際、ファンド型クラウドファンディングについては、情報がなかったため、検討していない。

- ③ 2016年1月、購入型クラウドファンディングによる資金調達を行い、目標額100万円に対して、609万円を調達することができた。この案件では、購入型クラウドファンディング「Makuake」を利用して、シルクスクリーンキットを販売した<sup>6)</sup>。この経験から、クラウドファンディングが、資金調達とマーケティングの両立可能なツールであるという認識を得た。したがって、投資型クラウドファンディングによって、資金調達後、自社で直接購買型クラウドファンディングに取り組む予定である。

- ④ 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「FUNDINNO」との出会い、その情報をネットで知り、同社から直接コンタクトを取ったことがきっかけであり、これを契機に資金調達が行われた。

- ⑤ 株式投資型クラウドファンディングを実施する際に留意したことは、外部株主の割合を

一定程度に抑えることであり、創業者2名が合計で約90%を保有し、外部株主の保有は8～9%としている。これは、支配権を2名に残し、迅速な経営を行うためである。

- ⑥ 資金調達後、同社はIRに注力し、今後様々な形で株主とのコミュニケーションを検討している。例えば、株主優待としてワークショップへの招待などが考えられる。
- ⑦ 株式投資型クラウドファンディングの投資家と、購入型クラウドファンディングの出資者は、基本的には重複しないと見ている。後者は女性中心であるのに対し、前者は男性中心であり、正確な分析はしていないものの、ほぼ重ならないと判断できる。
- ⑧ 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関しては、手数料率は20%程度となるが、この金額は相対的に安価と考えている。それは、銀行金利との比較という観点ではなく、資金調達計画策定において丁寧なアドバイスを得たことや、資金調達後のIR活動助言やフォローアップを提供してくれたことの対価という観点から、安価であると判断できる。
- ⑨ 今後、株式投資型クラウドファンディングを利用する意向を有している。株式によって資金調達すると、単なる資金調達というだけでなく、資本増強になるため、レバレッジが大きくなるというメリットが見いだせることも重要な効果である。
- ⑩ 株主コミュニティ制度の利用については、今のところベンディングである。将来的には、IPOを目指しており、株主もそれを期待していると考えている。しかし、IPOを行った場合、上場コストも大きい場合によっては、株主コミュニティ制度を利用する

という選択肢もあり得る。

現在、同社は海外展開にも取り組んでおり、台湾などでの市場拡大に手ごたえを感じているという。

前者同様、同社も今回のクラウドファンディングによる資金調達について満足な成果が達成できたと考えているだけでなく、プラットフォームの運営会社に対しても高く評価していることがわかる。

### Ⅲ. ベンチャー育成とクラウドファンディングに関する論点整理

ベンチャー育成におけるクラウドファンディングの役割を考える際、検討すべき点として以下が挙げられる。まず、将来の成長を判断する識別能力、いわば目利き力をクラウドファンディングが有しているかどうか、という点である。次に、株式投資型の場合、非上場企業の株式を多数の個人投資家が取得することになるが、通常このような株式には流動性がほとんどない。しかし、ベンチャーキャピタルや投資ファンドと異なり、一般の個人投資家は、一定の換金ニーズがあると考えられる。このようなニーズに対応する仕組みが検討されるべきと思われる。第三に、寄付型や購入型の場合、クラウドファンディングのプラットフォームは、当該資金調達に成功した段階、あるいはそれによるプロジェクトが実施され、成果となる商品やサービスが還元された段階で、プラットフォームの役割は完了するが、投資型の場合、資金提供者と資金調達企業の関係は、長期的に継続するものと考えられる。そこで、プラットフォームの役割も長期的・継続的な関係が求められる可能性がある。そこには資金使途のモニタリン

だけでなく、資金調達企業への財務的助言や経営面での助言なども含まれる。このような役割をプラットフォームが果たせるかどうかも重要な要件になるものと考えられる。以下、これらの点について考察する。

## 1. 目利き力

従来、ベンチャー企業の潜在的な成長可能性を識別するのは、それぞれの専門的な学識や知見を有した専門家の役割と考えられてきた。特に、ハイテク系の専門技術に関しては、高度な専門性が必要とされ、クラウドファンディングの投資家のような一般の個人は、識別能力がないと考えられた。

ところが、最近、このような専門知に対して、集合知という概念が注目されるようになってきている。集合知とは、「広義には、生命体の群れのなかに宿る知」といわれるが、狭義では「人々の『衆知』、とくにインターネットを利用して見ず知らずの他人同士が知恵を出し合って構築する知」とされる<sup>7)</sup>。

このような集合知が注目される背景として、わが国では3・11の東日本大震災の際の原発事故において、原発関連の専門家もつ専門知の無力さが露呈したことが挙げられる。そこには、国策ゆえの複雑さも指摘できるだけでなく、狭い専門性に閉じこもる、タコつぼ型の知のあり方にも反省すべき点があったといえる。

ベンチャー育成において、集合知の概念が適用される場合、具体的には当該企業の成長性や市場性に関する識別あるいは選別能力、いわば「目利き力」という点であろう。つまり、専門家による識別・選別よりも、ネット上の集散的な識別・選別のほうがより正確な判断を下すことができるかどうかという点である。最近、購

入型クラウドファンディングを新商品のマーケティングとして利用する、つまりクラウドファンディングでの資金調達を新商品の市場性の目安とするような利用が見られる。これを投資型クラウドファンディングに当てはめると、投資型クラウドファンディングは、企業自体あるいはビジネスモデルそのものを対象としたマーケティングであり、そこには集合知が表現されているという見方もできる。

ただし、現状では、投資型クラウドファンディングは、通常のIPO投資に参加できなかった投資家層が流入しているだけに過ぎないという見方もできるため、必ずしも集合知を表現するものではないという見方もできる。

さらに、集合知は専門知を上回る優位性を持つのか、集合知には衆愚に陥る危険性はないのか、集合知をどのように実現するのか等々、集合知をめぐる議論は尽きず、集合知をめぐる理論的な深化が必要と思われるが、この概念をクラウドファンディングによるベンチャー育成に当てはめることは検討されるべきであろう。

## 2. 流動性供給のあり方

投資型クラウドファンディングのうち、特に株式型クラウドファンディングについては、投資対象が非上場の株式であるため、どのようにして流動性を提供するかが課題となる。そこで用意されている制度的な枠組として、株主コミュニティ制度が挙げられる。

この制度が導入された背景として、2013年12月、金融審議会「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・グループ報告」が公表され、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策の一つとして、非上場株式の取引・換金のための枠組みが取り

上げられたことが挙げられる。ここで、「新たな非上場株式の取引制度」の創設が提言され、その制度については、「グリーンシート銘柄制度と同様、自主規制機関である日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として創設」することが提言された。この審議会報告を受け、2015年金商法改正において、「新たな非上場株式の取引制度」が盛り込まれ、新制度は日証協の自主規制に基づいて運営されることと定められ、2015年5月に「株主コミュニティ制度」が創設された。この制度の要点は、①証券会社が非上場株式の「株主コミュニティ」を組成する、②当該株式に投資しようとする投資家はそのコミュニティに参加する、③株主コミュニティを組成・運営する証券会社は、日証協による指定を受ける、④証券会社は株主コミュニティに参加している投資家に対してのみ勧誘可能、⑤株主コミュニティへの参加の勧誘不可、とされており、一定の制約のもとに、非上場銘柄に流動性を提供するものである。したがって、同制度は、発行市場としての株式型クラウドファンディングと相補的な関係にあるといえる。現状では、株主コミュニティ制度の銘柄数が少ないため、その存在感や周知性は低いが、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運営会社と証券会社の提携などが進むと、両社が一体的に拡大する可能性もある。

### 3. プラットフォームのあり方

寄付型や購入型クラウドファンディングとは異なり、投資型クラウドファンディングの場合、資金調達企業とクラウドファンディングのプラットフォームの関係は、より長期的なものとなる場合が多いと考えられる。そこでは、プラットフォームが資金調達者および資金提供者

に対して、どのようなサービスを提供するのかが重要なポイントとなるであろう。現状では、資金使途のモニタリング、プロジェクトの実行状況のモニタリングなどが行われているようであるが、それ以外にも資金調達企業への経営・財務アドバイザー、IR活動支援、内部管理体制の構築支援などが必要とされる場合も考えられる。また、資金調達者と資金提供者とのネットワーク構築などについてのニーズも考えられる。さらに、同じプラットフォームを利用した企業経営者同士の情報交換や連携など、一種のコミュニティ形成が期待される可能性もある。逆に、資金提供者側からは、適切かつ継続的な情報開示が求められるだろう。

このような様々な要請や要望に対して、プラットフォームがどのように対応していくのかが重要な課題である。その際、それぞれのプラットフォームの有する独自性や優位性が発揮されることになると思われるが、手数料の在り方も課題となるであろう。

## まとめ

以上のように、本稿ではインタビュー調査に基づき、投資型クラウドファンディングに新規参入した3社の取組を紹介するとともに、株式投資型クラウドファンディングによって、資金調達を行った3社について紹介した。その上で、ベンチャー育成における投資型クラウドファンディングの課題について、①将来の企業成長を判断する識別能力、②流動性供給のあり方、③プラットフォームのあり方という3つの観点から検討した。

これら3つの観点からの検討については、投資型クラウドファンディング、とりわけ株式投

資型クラウドファンディングが開始されて、未だ日が浅く、それほど多数の事例の蓄積がないため、断定的な結論を下すことはできないが、今後投資型クラウドファンディングが成長・拡大するための鍵となるだけでなく、クラウドファンディングがベンチャー育成に資するための鍵となるものと思われる。

（謝辞）本稿を作成するに際し、中路宏志氏（ソニー銀行株式会社）、成瀬三千男氏（同）、岡本奈緒子氏（同）、河千泰進一氏（株式会社リンクジャパン）、松尾茉莉氏（同）、出縄良人氏（DANベンチャーキャピタル株式会社）、柴原祐喜氏（株式会社日本クラウドキャピタル）、手島太郎氏（Bank Invoice 株式会社）、高橋裕輔氏（株式会社オールユアーズ）、山川正則氏（株式会社JAM）には、インタビューに応じていただくとともに、貴重なご教示をいただきました。厚く御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学2016年度特定個人研究費の成果です。

#### 注

- 1) 例えば、経団連 [2015] は、このような主体によるプラットフォームの形成を提案している。
- 2) Angel List については、同 HP 参照。https://angel.co/
- 3) ただし、資金調達後、信託銀行と契約を締結し、現在は信託銀行に委託している。
- 4) CAMPFIRE の HP、  
https://camp-fire.jp/profile/all yours\_jp/type:project
- 5) 同社の印刷を紹介した文献として、手紙社『レトロ印刷の本』グラフィック社、2012年およびレトロ印刷 JAM『印刷と遊ぶ』エムディエヌコーポレーション、2013年、などがある。
- 6) Makuake の HP、  
https://www.makuake.com/project/surimacca/
- 7) 西垣通 [2013]、19～20頁。

#### 参 考 文 献

- 経団連 [2015] 『「新たな基幹産業の育成」に資するベンチャー企業の創出・育成に向けて～日本型『ベンチャー・エコシステム』の構築を目指して～』（2015年12月15日）、https://www.keidanren.or.jp/policy/2015/118\_honbun.pdf
- 西垣通 [2013] 『集合知とは何か』中央公論新社  
(桃山学院大学経営学部教授・当研究所客員研究員)