

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～

松尾 順介

はじめに

前回の本誌で、将来株式取得略式契約スキームについて説明し、これがクラウドファンディングにおいて投資勧誘されることの適否について検討した。

その際、このスキームが必ずしも一般投資家の投資にとって適切なものとはいえないことを指摘したが、この点については他の論者によっても指摘され、議論されている。

そこで、本稿では、SAFEスキームの特徴について数値例を踏まえて再検討した上で、SAFEをクラウドファンディングから除外すべきと主張する、Joseph M. Green and John F. Coyleの論文、“Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE.”(2016)を紹介し、このスキームをクラウドファンディングで一般投資家を対象に募集することの是非について重ねて検討する。

1 SAFEの数値例

SAFEの特徴は、新株予約権に類似した権利であるが、契約段階で新株の購入金額を払い込む点が大きく異

なっている。さらに、この契約では、バリュエーション・キャップが設定されており、当該会社が新株を発行する際、SAFE契約者は、バリュエーション・キャップ相当額の新株を取得できる点がポイントである。SAFEにとって最も重要な契約上の要点は、このバリュエーション・キャップであり、これが設定されていることは、当該企業価値が上昇しても、一定額を上限とした企業価値を基準に新株を取得できることを意味している。

Y CombinatorのHPでは、以下の数値例が挙げられ、SAFE購入者の利得が解説されている。

(1) エクイティ・ファイナンスの例

まず、設例一は、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（新株発行などのイベント直前の企業価値評価額）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。⁽¹⁾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（一〇〇万ドル・〇・四五五ドル）。なお、ここでA種優先株は、標準優先株と同じであり、A1優先株は、SAFE優先株を意味している。両者の相違は以下のようにまとめられる。

設例二は、投資家が一〇万ドルでSAFEを購入し、バリユエーション・キャップが四〇〇万ドルの場合である。同社は、プレマネーバリユエーションが三〇〇万ドル時点で、投資家と交渉し、六〇万ドル相当のAA種優先株を発行する。資金調達直前の最大希薄化分の株式数は、五〇万株のオプション分を含め、一二五〇万株とする。

同社は、新規の投資家にAA種優先株二五〇万株を一株〇・二四ドルで発行する（二〇〇万ドル・一一二五〇万株〃〇・二四ドル、六〇万ドル・〇・二四ドル〃二五〇万株）。同社は、さらにAA種優先株四一六六六六株を同額（〇・二四ドル／一株）でSAFE保有者に発行する。この場合、バリユエーション・キャップよりもプレマネーバリユエーションが下回っているため、SAFE保有者は新規投資家の取得価格で優先株を取得することになるため、両者の間に差はない。

設例三は、投資家がSAFEを一〇万ドル購入し、バリユエーション・キャップは、八〇〇万ドルの場合である。同社は、プレマネーバリユエーション八〇〇万ドルの時点でA種優先株を二〇〇万ドル分投資家に交渉の上、発行する。エクイティ・ファイナンス直前の同社の最大希薄化株式数は、ファイナンスに関連するオ

図表 1

	標準優先株	SAFE優先株
1株当たりのリキデーション・プリファレンス	0.90ドル	0.4545ドル
総払込額	1,000,000ドル	100,000ドル
A種優先株発行時の転換価格および発行価格	0.90ドル (IPOの際に普通株 1,100,110株に転換)	0.4545ドル (IPOの際に普通株 220,022株に転換)
1株当たり配当率（8%と仮定）	0.072ドル	0.036ドル

(出所) Y Combinator, "SAFE PRIMER," <http://www.ycombinator.com/documents/>

プシヨン分一五〇万株を含めて、一一五〇万株であるとする。

同社は、新規の投資家に一株〇・六九五六ドルでA種優先株を二八七万五二一五株発行する（八〇〇万ドル・一一五〇万株Ⅱ〇・六九五六ドル、二〇〇万ドルⅠ〇・六九五六ドルⅡ二八七万五二一五株）。同社は、SAFE保有者に同額でA種優先株を一四万三七六〇株発行する（一〇万ドルⅠ〇・六九五六ドルⅡ一四万三七六〇株）。この場合、バリユエーション・キャップはプレマナーバリユエーションに等しいので、設例二同様、SAFE保有者と新規投資家に差はない。

(2) 買収の例

設例四は、投資家がSAFEを一〇万ドル購入し、そのバリユエーション・キャップは、一〇〇〇万ドルの場合である。同社は、買収提案を受け、その買収価格は、五〇〇〇万ドルであったとする。この時点の同社の最大希薄化株数数は、オプション分の一五〇万株を含めて、一一五〇万株であるとする。

この場合、投資家には、以下の二つの選択肢がある。一つは、SAFEの一万ドルをそのまま返金してもらうという選択肢である。もう一つは、SAFEを普通株に転換するという選択肢である。後者の場合、リキディティ価格は、一株〇・八六九五ドルとなり（一〇〇〇万ドルⅠ一五〇万株）、一一万五〇〇八株を取得することになる（一〇万ドルⅠ〇・八六九五ドル）。SAFE投資家は、その他の株主と買収価格五〇〇〇万ドルをプロラタで、分配することになるので、四九万五〇七四ドルを取得できる（五〇〇〇万ドル×一一万五〇〇八株／一一五〇万株）。したがって、後者の方が、SAFE投資家にとって有利な選択肢となる。

設例五は、投資家がSAFEを一〇万ドル購入し、そのバリユエーション・キャップが六〇〇万ドルの場合で

ある。同社は買収提案を受け、その買収価格が二〇万ドルとする。この時点の同社の最大希薄化株数は、オプション分の七九万五〇〇株を含めて、一〇七九万五〇〇株であるとする。さらに、オプションは行使されるが、負債はなく、契約されたSAFEも一つだけとする。この場合も設例四と同様に、投資家には、以下の二つの選択肢がある。一つは、一〇万ドルを返してもらうという選択肢であるもう一つは、SAFEを普通株に転換するという選択肢である。後者の場合、バリュエーション・キャップを基にして計算されたリキディティ価格は、一株〇・五五五八ドルとなり（六〇〇万ドル÷一〇七九万五〇〇株）、投資家の取得する株数は、一七万九九二〇株である（一〇万ドル÷〇・五五五八ドル）。買収価格は、二〇万ドルであるため、これをSAFE投資家とその他の株主とで、プロラタで分配すると、SAFE投資家の取得金額は、三二七四ドルとなる。つまり、一株の価値は、二〇万ドル／（一〇七九万五〇〇株＋一七万九九二〇株）＝〇・〇一八二ドルとなり、SAFE投資家は、〇・〇一八二ドル×一七万九九二〇株＝三二七四ドルを取得することとなる。したがって、前者の方が有利な選択肢となる。

設例四および五から明らかのように、買収価格がバリュエーション・キャップを上回った場合、権利行使をす
る方が有利であり、逆に下回った場合は、返金を選択することによって、SAFE購入価格の損失が回避でき
る。

(3) 権利不行使の例

設例六は、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の場合である。同社は、利益の点で成長しており、キャッシュフローもプラスとなっており、資金調達の可能性がな

い状態を持続しているとす。さらに、買収提案もなく、IPOの予定もなく、SAFEの設定しているイベントがないとする。

この場合、投資家は何の権利行使もできず、SAFEは、いわば塩漬けとなる。⁽²⁾

(4) デイスカウント率を設定する例

SAFEでは、バリュエーション・キャップのみならず、デイスカウント率を設定する例もある。そこで、デイスカウント率を設定している例についても説明されている。

設例七は、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、デイ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。なお、その際のプレマネーバリュエーションは、一〇〇万ドルであり、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、一〇〇万ドル・一一〇〇万株 \parallel ・九〇九ドルであるため、株数は、一〇〇万ドル \parallel ・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選択肢であり、もう一つはデイスカウント率をもとに権利行使するとい選択肢である。

前者の場合、SAFE投資家は、〇・七二七二ドル（八〇〇万ドル \parallel 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・九〇九×〇・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。

設例八は、投資家がSAFEを二万ドルで購入し、そのディスカウントレートが八〇%（二〇%割引）の場合である。

同社は、新規の投資家にAA種優先株四〇万ドル分を発行する。その際のプレミアネーバリエーションは、二〇〇万ドルであり、最大希薄化株数は、一〇五〇万株とする。

この場合、一株の価値は、〇・一九ドル（二〇〇万ドル÷一〇五〇万株）となる。したがって、SAFE投資家は、一株〇・一五二ドル（〇・一九ドル×〇・八〇）で、一三万二五七八株の株式を取得できる（二万ドル÷〇・一五二ドル）。したがって、ディスカウント分がSAFE取得者の利益となる。

2 SAFEを選択するクラウドファンディングの種類

Green & Coyle[2016]によると、二〇一六年八月にクラウドファンディングによって資金調達した九六の発行体のうち、三〇の発行体は、転換社債やSAFEなどの転換証券を選択し、その九〇%はSAFEであったという。

さらに、この論文では、これらSAFEを利用した発行体は、二つの類型に分かれるとしている。つまり、①ビジネスモデルと成長軌道を確認している技術系スタートアップ企業で、潜在的にベンチャー・キャピタル投資を誘引できるものと、②ビジネスモデルを有するものの非技術系スタートアップで、ベンチャー・キャピタル投資を誘引しにくいもの、である。

前者については、クラウドファンディングでSAFEを利用する多くの技術系スタートアップは、技術系のハブであるサンフランシスコ・ベイエリア、ボストン、南カリフォルニアで創業しており、そこはY Combinatorの影響力が強い地域である。これらの企業にとって、クラウドファンディングでのSAFEの利用は、深刻な問題を引き起こす可能性は低いという。その理由は、SAFEというスキームがこのタイプの企業への投資を目的として設計されているからである。つまり、技術系スタートアップは、ベンチャー・キャピタルからの資金調達に成功するか、失敗するかはわからない。逆に、問題となる場合として、同論文は、次のようなケースを指摘している。まず、技術系スタートアップであり、かつビジネスモデルを有しているクラウドファンディングの資金調達者の中には、ベンチャー・キャピタリストにとって魅力的に見えるかもしれないが、典型的な技術系スタートアップに比べると、将来的にはベンチャー・キャピタルからの資金調達の可能性が低いものが含まれている。また、クラウドファンディングを利用すると、資金調達者に対する追加的費用や開示義務が課せられるため、通常の資金調達手段を有するスタートアップ企業は、クラウドファンディングの資金調達を嫌がる傾向にあり、その結果、資金調達手段としてクラウドファンディングを選択するスタートアップ企業は、他の選択肢がないためにクラウドファンディングを選択している場合がある。さらに、SAFEを利用するスタートアップの中には、技術系のハブに拠点を置いていないものもあり、それらの企業は、既存のエンジェルやベンチャー・キャピタルのネットワークから外れているために、クラウドファンディングを利用している可能性もあるとしている。

上記のようなケースは、SAFEがこれらの投資にとって不適切な手法であることを示していると指摘している。SAFEは、発行体がベンチャー・キャピタルから将来的に資金調達するか、そうでない場合はハイテク・ベンチャーに支援されたスタートアップの従来型の経路をたどるといふ予想の上に成り立っているからである。

後者の類型に含まれるのは、非技術系のスタートアップである。これらは、ビジネスモデルを確立し、成長軌道に乗っている技術系スタートアップとは大きく異なっているとされる。その結果、これらの企業は、ベンチャー・キャピタルの投資対象の候補にはなりにくく、創業者のライフスタイルビジネスとして進化し、創業者に対して適正な給与と利益配当するか、あるいは負債に依存し、その利益を再投資するような企業になるか、いずれかの可能性が高い。したがって、これらの企業は、たとえ成功しても追加的な株式発行や買収、IPOの可能性はなく、SAFE取得者はその投資収益を受け取る方法がない。SAFEは、このような企業に投資する手段として設計されているのではないという。

ここで再度確認すべきは、SAFE取得者が投資収益を得るのは、以下の三つのパターンであるという点である。

① 転換後のリキデイティ・イベント…当該企業がSAFEによる資金調達後、株式を有償で発行し、その際SAFEはディスカウントまたはバリュエーション・キャップに基づいて株式に転換される。転換後、当該企業は買収される、または上場する。これによって、元のSAFE取得者は、ベンチャー・キャピタルのような他の投資家同様に、リキデイティ・イベントで利益を享受できる。

② 転換前のリキデイティ・イベント…当該企業が株式の有償発行を行なう前に買収された場合（この場合SAFEはまだ株式に転換されていない状態である）、SAFE取得者は、(a) SAFEを株式に転換し、株主間のプロラタで買収金額の配分を受け取るか、(b) 投資元本を返金してもらう（ただし、事前交渉によって一・五倍〜二倍の利益を上乗せする）か、いずれかである。

③ 解散イベント…当該企業が廃業し、株式の有償発行前に清算することになった場合、SAFE取得者は、そ

の投資金額に応じて、残余財産を分配される。

上記の三パターンから明らかなように、企業が追加的に有償増資を行わず、買収されることも、公開することもないようなシナリオは、ベンチャー・キャピタルに支援された技術系スタートアップ企業では、ほとんど利益をもたらさないため、想定外とされる。しかし、クラウドファンディングでの資金調達は、技術系スタートアップ企業だけに限定されるわけではない。逆に、非技術系企業がクラウドファンディングを利用して、SAFEによって資金調達することも考えられる。そのような企業は、調達した資金を製品やサービスに投資し、追加的な資本を必要とする前に、キャッシュフローを生み出し、そのキャッシュフローを使って、銀行融資を受け取り、その収益を企業成長のために再投資する。この場合、当該企業はオーナー（創業者）に対して、適切な利益分配を行なうに足る、十分な利益を得るとともに、非技術系スタートアップ企業や小規模企業にとって、極めて一般的な経路をたどり、追加的な有償増資や買収の必要もないままの状態が永続する。この場合、SAFE取得者は、それを保有したまま、金利も配当もなく、なんらの投資収益も得られない。このような状態を、同論文では「配当問題」と称している。

他方、同論文は、SAFEのスキーム上の問題点を指摘している。つまり、資金調達の際の転換は、発行会社 が正規の優先株の発行によって、プレマネーバリュエーションに基づいて資金調達を行なった場合に限られ、発行会社が普通株を発行する場合は、転換されないことを指摘している。しかし、SAFEでは、しばしばこの筋書き通りになることがあるという。その理由は、次の資金調達が従来型のベンチャー・キャピタル投資であり、その典型は優先株で組成されると想定されるからである。しかし、技術系であれ、非技術系であれ、次の株主資本をベンチャー・キャピタル以外から調達する、クラウドファンディングの発行体は、優先株ではなく、普通株

の発行を選択する可能性がある。この場合、クラウドファンディングでSAFEを取得した者は、そのままの状態、企業が買収されるまで取り残される。理論上、企業は上限なく普通株で株主資本を調達でき、SAFEの転換トリガーを引くことやSAFE取得者に配当を支払うことなしに、投資家と創業者に配当によって利益を分配できる。

また、クラウドファンディングでの資金調達企業が成功しても、SAFE取得者がアップサイドの収益を分配されないような条項が盛り込まれている場合もある。すなわち、発行体は、転換イベント以前の任意の時点で、非適格投資家の保有するSAFEを、発行会社選定の独立査定者による公正な市場価値で買戻すことができるという条項である。このことは、大きなリスクを負担している当該投資家（シード段階のクラウドファンディングの投資家）が、成功した企業からSAFEによるリターンを得られないことを意味している。それ以外にも、たとえ株式転換しても、SAFEは無議決権の優先株に転換されるため、クラウドファンディングの投資家は、特別な権利についての交渉権を有する創業者やソフイステイケートされた投資家に比べて、劣後的な立場に置かれることになる場合もある。

この論文では、クラウドファンディング・プラットフォームを通じて発行されるSAFEを、クラウドSAFEと呼んでおり、さまざまなプラットフォーム上で、その投資勧誘が行なわれていることを指摘している。また、このクラウドSAFEは、Y Combinatorのスキームを基本としているものの、さまざまな変更が行われ、少なくとも一〇〇万ドルを調達したとしている。

他方、企業がリキティ・イベント（概ね企業売却）まで転換を延期できるが、投資家にはいつ転換しても同等の経済的利益（同じ転換価格）を付与するという特徴をSAFEに新たに付与する事例もあるという。実際、

クラウドSAFEの場合、発行体はSAFEの転換トリガーを引かずに、何らかの株主資本の調達が可能であるだけでなく、IPOや企業売却はいうまでもなく、配当による利益配分シナリオについても、株主に対する説明を回避することが可能である。

3 クラウドSAFEに対する解決策

同論文は、上記のようなSAFEの特徴を踏まえて、このスキームをクラウドファンディング・プラットフォームで投資家を勧誘することの是非を論じている。

まず、同論文では、SECの使命を資本形成の促進と投資家保護とした上で、規制上のクラウドファンディングに対して資本形成上、強く投資家保護を要請する一方、クラウドファンディングの資金調達者の利用可能な証券種類については、レッセフェール・アプローチを採用したとしている。また、個人の年間投資上限規制や不正スキームによる資金調達の事前審査といった、クラウドファンディングの様々な面に関して、SECはファンディング・ポータルに大きく依存することを選択し、非適格投資家に対しては、クラウドファンディングが可能な限り安全に運用されるよう企図しているという。したがって、SECが許可する証券のリストの制限を撤廃した際、SECとしては、ファンディング・プラットフォームが、自らのサイトで発行者が小口投資家に対して不適切な証券の投資勧誘を行なうのを避けると期待していた可能性があると指摘している。しかし、同論文は、実際はそうならないと批判するとともに、その解決にはいくつかの可能な手立てがあるとしている。

第一に、ファンディング・ポータル自身が制限を設け、「適格な」企業に対してのみSAFEが利用できるようにするという案、すなわちSAFE発行会社は、将来的に機関投資家から資金調達を行なう企業に制限すると

いう案が示されている。クラウドファンディングによる資金調達企業が募集する証券種類を制限することは、クラウドファンディング運営業者から多くの疑義が出される可能性もあるが、すでに市場では発行体が利用できる募集証券の選定が行なわれているため、このような追加制限は過剰規制にはならないとしている。

第二に、クラウドファンディング運営業者がSAFEの形式を個別案件ごとに修正するという案である。これは、積極的な展開といえるが、多数のクラウドファンディングの資金調達者が機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達しないことよって生じる問題、つまり転換イベントが発生しないという事態には対応できない。したがって、同論文は、これでは有効な対策にならないと考えているようである。

第三に、クラウドファンディング運営業者がその資金調達メニューからSAFEを除外するという提案である。同論文では、このアプローチを簡潔かつ最良な解決策としている。

SAFEがクラウドファンディングから除外された場合、SAFE発行を希望するクラウドファンディング企業は、代替策として転換社債を発行することができる。転換社債は種々の面でSAFEと類似しているが、金利や満期が課される。さらに、小口投資家には債務に関連したその他の条項も提供することになる。ただし、同論文は、これらの追加的な投資家保護にもかかわらず、転換社債はクラウドファンディングという文脈では、多くの企業にとって理想的な資金調達手段ではないという。その理由は、転換社債もまた機関投資家のベンチャー・キャピタルからの資金調達が可能な企業のための資金調達手段とされているからである。したがって、同論文において、代替的、あるいは好ましいと判断されているのは、当該企業が債券、普通株または優先株を発行することである。その理由は、普通株と優先株は、投資家に対して当該企業の株主であることのベネフィットを十分提供できるだけでなく、当該企業の取締役会の有するフィデューシヤリー・デューティーの対象となるからである。

その結果、これらの代替策が、SAFEよりも適切な資金調達手法であるという。

ただし、同論文は、SAFE、転換社債、普通株、優先株などの資金調達手段にとつて、重要なことはそのスキームに組み込まれる条項であつて、名称ではないとしている。つまり、普通株といつても、その条項に通常は優先株とされるものを含ませることもできる。また、SAFEに転換社債同様の条項を含ませることもできる。したがつて、SAFEをポータルから除外せよという提案も十分な対策でないと批判される可能性もある。同論文は、SAFEだからといつて異論を唱えているのではなく、小口のクラウドファンディングで募集されるSAFEに含まれている条項に異論を唱えている。この条項が前述の懸念に沿つて見直されない限り、クラウドファンディングの資金調達者がこれを利用するべきでないとしている。

SAFEは、機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達しようとする初期段階の企業が利用するべく開発された金融手法である。この期待は、SAFEに設定された条項に反映されている。クラウドファンディング企業の大半は、機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達する見込みはない。したがつて、クラウドファンディングで利用されるのは適切でないと結論付けている。

まとめ

本稿では、SAFEのスキームの特徴を理解するため、数値例を紹介した上で、クラウドファンディングにおいてSAFEを利用することに対して批判する、Green & Coyle [2016]の所説を紹介した。

同論文の主旨は、SAFEは機関投資家のベンチャー・キャピタル向けの投資スキームであり、これを小口の個人投資家向けにクラウドファンディングで募集することは、投資家保護の観点から不適切であり、クラウドフ

ファンディングでの募集証券は、債券、普通株および優先株に制限すべきであるというものである。

クラウドファンディングの投資家が小口の個人であり、ソフィステイケートされた投資家ではないという特徴と、SAFEのスキームがシリコンバレー型のベンチャー・ファイナンス向けに設計されているという特徴を考慮すると、同論文の著者の主張は妥当なものと思われる。

一方、日本では、SAFEのような投資スキーム自体が見当たらず、これがクラウドファンディングで募集されることは、当面考えられない。日本の投資型クラウドファンディングは、匿名組合理型と株式型に分かれており、実質的にはほとんど匿名組合理型となっているのが現状である。

したがって、本稿での議論は、今のところアメリカに限定されるものと考えられるが、日本のクラウドファンディング規制を見る限り、SAFEのようなスキームの募集を禁止する規制は存在せず、一般の投資家にとって理解しにくいスキームの金融商品がクラウドファンディングで募集される可能性はあると思われる。

(謝辞) 本稿を作成するにあたって、梅本剛正氏(甲南大学法科大学院)、小川周哉氏(TMI総合法律事務所)、山口芳泰氏(同)、大村健氏(同)、小澤義昭氏(桃山学院大学経営学部)から貴重なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

(1) この計算では、創業者所有の普通株と、新規発行の優先株とが単純に合算されているが、これは、将来的に優先株が普通株に一对一で転換できるためと考えられる。

(2) 一般にSAFEには流動性はないようであるため、この場合SAFE取得者は投資金額が塩漬けになる可能性が高い

と考えられる。

- (3) ライフスタイルビジネスについては、必ずしも明確な定義は見当たらないが、創業者が自身のライフスタイルに基礎をおいて事業運営し、そのライフスタイルを変更するような規模拡大や事業展開を志向しないビジネスモデルを指していると思われる。したがって、ライフスタイルビジネスは、その事業が成功しても、大きく事業拡大や展開せず、創業者やそれを支える利害関係者に、適度な利益分配を行うものと思われる。

参考文献

- ・ Green, Joseph M., and John F. Coyle. 2016. "Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE." *Virginia Law Review* Vol. 102: 168-182
- ・ 竹内信紀・小川周哉「二〇一五」初期ラウンドにおける資金調達の実務と課題』『商事法務』No. 二〇八七、二〇一五年
一二月一五日

(まつお じゅんすけ・客員研究員)