



LBX LEGAL ADVISORS

新人弁護士研修第4回 株主間契約・合弁契約編

2026年4月13日

LBX法律事務所

松居 駿介



研修の目的

- 合併契約は、1年生にはやや発展的な内容だが、相談は多いうえ、事案に応じた個別具体的な対応が必要
- 最終的にはOJTによるところも大きいが、そのイントロとして
- 第5回のスタートアップ投資は比較的定型的な内容であるが、独特の用語も多いため、一通り説明しておく趣旨
- いずれも広く言えばすべて「M&A」であり、その全体感を理解しておくことが重要

※なお、この新人研修資料は非上場会社を想定しており、上場会社を想定した説明は含めていない

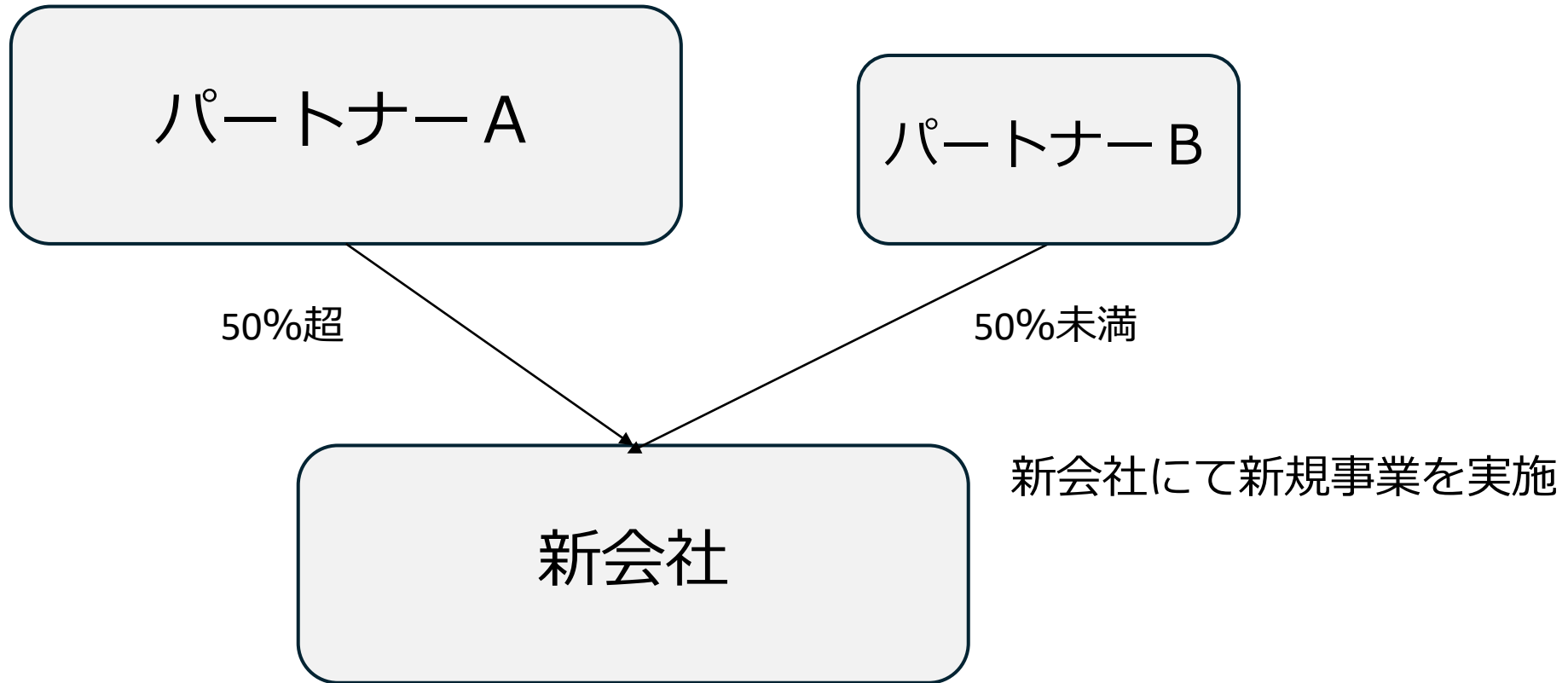
株主間契約とは何か

文字どおり、会社の株主の間で締結される契約を指す。しかし、具体的な中身は多様。よく相談を受ける主要な類型は以下のとおり

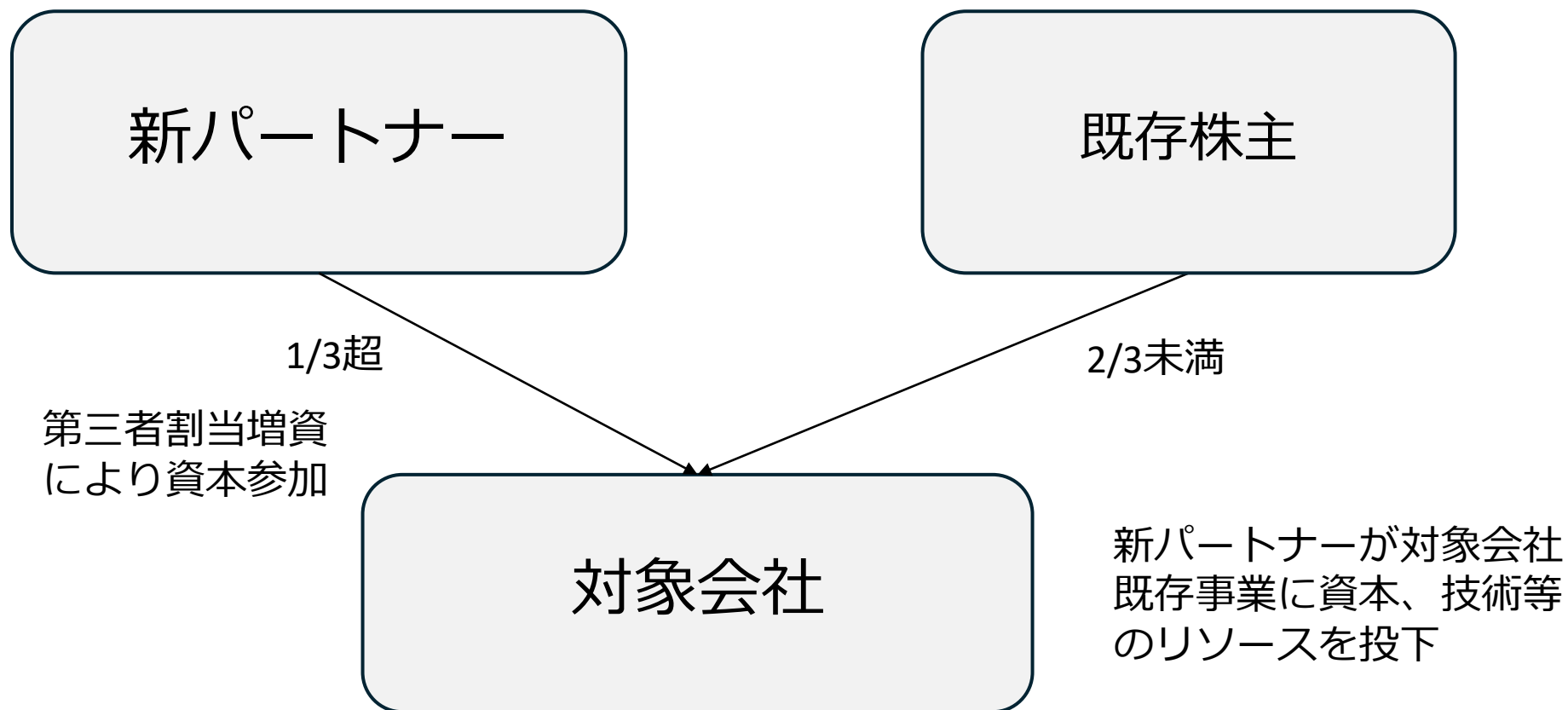
- ① 新規合併事業
- ② 既存企業へのマイノリティ出資による資本業務提携
- ③ 過半数買収後に既存株主が残るケース
- ④ スタートアップ投資・M&A（別回で扱う）

※合併会社について、複数の企業(多くの場合2社)が、ともに高い比率の出資を行い、かつ、人員派遣等を通じ、経営に能動的に参加する会社と定義されることがある（江頭会社法第9版64頁）

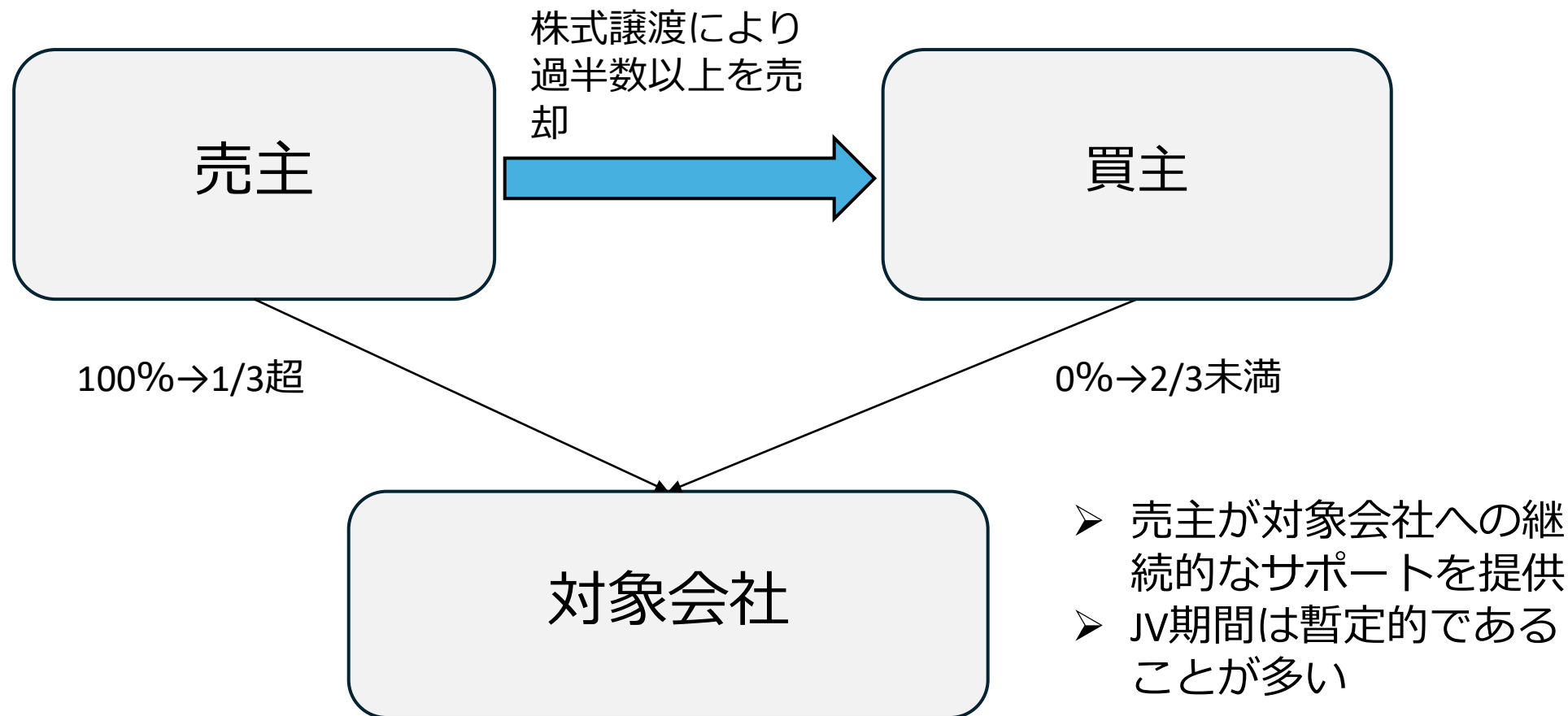
①新規合併事業



②既存企業へのマイノリティ出資による資本業務提携



③過半数買収後に既存株主が残るケース



(参考)契約の名称について

- 合併契約、JV契約、資本業務提携契約と様々な呼称がある
- 合併契約・JV契約は合併企業に関する株主間契約を指す
- 資本業務提携契約は、前記②の類型における株主間契約（株主間契約は別途存在し、業務提携部分を切り出していることもある）
- いずれにせよ名称は（法的には）重要でない

なぜ合併事業を行うのか

- 資金、人員、設備、技術、研究開発力、ノウハウ、販路、取引関係、情報、ブランド、信用等の経営資源が欲しい
- 提携契約を超えた高いコミットメントが欲しい
- 他者と共同して行うことで（コスト）効率性を高めたい
- リスクを分散したい

※不戦条約型、施設共用型（コスト削減型）、資源確保型、販路等利用型、信用補完型、コンサルタント型、摩擦緩和型、ブランド導入型、技術導入型、共同開発型、データ共用型、費用分担型という類型分けがある（穴戸他『ジョイント・ベンチャー戦略大全 改訂版』59頁以下）

提携契約では足りず、出資が必要なのはなぜか

- 自ら出資していない会社（＝自分の持ち物ではない会社）に惜しみなくリソースを提供する会社は少ない
- 相手方にも出資をさせることで真剣にリソースの提供をさせたい
- あるいはリソースの希少性が高い場合、出資しなければそもそも当該リソースを提供してくれないということも

Diageo plcによる小正嘉之助蒸溜所株式会社への出資（小正醸造 × Diageo 2021年）

協業内容・出資比率・取締役会構成

- 鹿児島県を拠点にウイスキー製造事業を営む小正嘉之助蒸溜所を2021年8月に設立
- 協業内容は、ウイスキーの製造及びマーケティング・販売
- Diageoが小正嘉之助蒸溜所の株式をマイノリティ比率取得。取締役は小正醸造が2名、Diageoが1名。小正醸造が経営の指揮を執る

提供したリソース （支援等）

- ・ 嘉之助ブランドのウイスキー商品・樽

小正醸造

DIAGEO

マジョリティ比率

マイノリティ比率

小正嘉之助蒸溜所

取締役会構成

小正醸造2名    Diageo1名

提供したリソース （支援等）

- ・ 商品製造にかかる資金の提供
- ・ ウイスキー製造や海外市場に関する知見の提供

TGオクトパスエナジー株式会社の設立（東京ガス×オクトパスエナジー 2021年）

協業内容・出資比率・取締役会構成

- 協業内容は、オクトパスエナジーが開発したデジタルプラットフォーム「クラーケン」を活用した日本国内における再生可能エネルギー中心の電力小売
※「クラーケン」は、オクトパスエナジー社が独自開発した、問合せ・申し込み・料金案内等顧客とのコミュニケーション情報や契約情報を一括管理することができるデジタルプラットフォーム。拡張性や柔軟性が高く、短期間で仕様変更が可能なため、日々改善可能
- 東京ガスが70%、オクトパスエナジーが30%出資
- 取締役は東京ガスが4名、オクトパスエナジーが2名

提供したリソース （支援等）

- ・ 電力調達
- ・ 日本での顧客開拓
- ・ 日本の法規制に関する知見



70%



30%

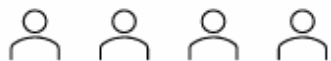
TGオクトパスエナジー

取締役会構成

提供したリソース （支援等）

- ・ デジタルプラットフォーム
- ・ 技術者
- ・ 業務ノウハウ

東京ガス4名



オクトパスエナジー2名

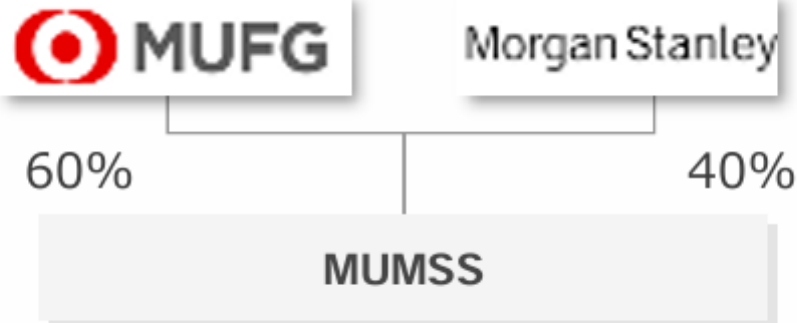
米国モルガン・スタンレーと三菱UFJフィナンシャル・グループの戦略的提携と日本における証券子会社への相互出資（三菱UFJ フィナンシャル・グループ×モルガン・スタンレー2010年）

協業内容・出資比率・取締役会構成

- MUMSSは投資銀行業務、セールス&マーケティング業務、リサーチ業務、リテール/ミドルマーケット業務（含むウェルスマネジメント業務）を展開
- MUFGが60%、MSが40%を出資
- MUFG及びMSから取締役を指名

提供したリソース （支援等）

- 国内の法人・個人双方の幅広い顧客基盤
- MUFGが幅広く網羅する多様な金融商品やサービス



提供したリソース （支援等）

- グローバル・リーチ
- グローバルノウハウ
- 高品質商品・サービス

合併契約の特徴は何か

- 通常長期間を想定していること
 - ジェネコで見る契約は通常期間が短い（1年程度）かスポット契約であり、契約締結時と履行時とで前提事情が変化することは少ない
 - 合併契約は長期にわたるため、契約期間中に関係性が悪化したり変化したりする可能性がある
 - 終わりを見据えた議論が難しいことも（婚前契約に近い）
- どういった事業を、どのようなリソースを提供しあって、どのような出資比率の下で、どういった性質の合併当事者が行うかは千差万別
 - この組み合わせにより懸念すべきリスクの内容・程度も多様に（次頁へ）
 - 個別案件毎のテイラーメイドな対応が必要（≠雛形）
- 交渉は通常タームシート（TS）から（次々頁へ）

合併事業に伴うリスクの多様さ

- 提携相手によって企業のReputationが低下するリスク
- 知的財産を失うリスク
- 事業のコア領域において他社に不相当に依存するリスク
- 企業の戦略的情報の漏洩
- 文化の違いによる運営困難
- ノウハウを学習したパートナーが独り立ちするリスク
- 同床異夢
- 合併会社経営者の裁量権を管理する難しさ
- パートナー間の交渉コストと意思決定の遅れ
- パートナー間の紛争
- デッド・ロックの可能性
- 合併事業成長時の増加資金拠出困難
- 果実を独占できないリスク
- パートナーの資源拠出が期待外れのリスク
- 撤退で揉めるリスク

(穴戸他『ジョイント・ベンチャー戦略大全 改訂版』6頁)

➤ しかし、案件毎にどのリスクがどの程度重要で、どの程度顕在化する懸念があるかは大きく異なる

テイラーメイドな対応の必要性

- 前頁の各種リスクは案件毎に大きく異なるため、案件毎にリスクへの手当の必要性や適切な手当の内容・程度も異なってくる
- さらに、合併当事者の性質（国内企業か外国企業か、どのような業界の会社か、どのような企業文化や考え方の会社か等）によって、どの程度あらかじめ契約で合意しておきたいかも異なる



- そのため、個別案件毎のテイラーメイドな対応が必要となる
- 適切に対応するにはクライアントから背景事情や獲得目標を丁寧にヒアリングすることが必須

(参考)タームシート (Term Sheet・TS) とは

- 契約の主要条件を記載した書類で、契約書のドキュメンテーションに入る前に、主要条件を合意する目的で交渉されるもの
- 法的拘束力がある形で（＝Bindingで）サインすることは少ない
 - もっとも、MOU（基本合意書）の別紙につけて、「別紙記載の条件を基礎として誠実に協議する」等といったNon-Bindingの合意をすることは多い
- 粒度は様々。契約書に近い程度に文言を詰めるものもあればコンセプトレベルのものもある

なぜ株主間契約を締結するのか

- マイノリティ株主の視点

- 役員を選解任権や重要事項への拒否権など、会社法のデフォルトルールを超えた権利を獲得したい

- マジョリティ株主の視点

- （特に2/3以上の）マジョリティ株主はデフォルトルールが自社有利であるため、詳細な株主間契約は不要であるのが通常
- もっとも、株式の処分に関して合意したい場合、合併事業にてマイノリティ株主にやってほしいこと（ライセンスの提供その他のリソースの提供）を定めたい場合などがある

何を合意する必要があるか

- ① 会社形態・出資比率
- ② ガバナンスに関する事項
- ③ 事業運営に関する事項
- ④ 株式の処分（Exit）に関する事項
- ⑤ JV終了事由、終了後の処理

①会社形態・出資比率

- 会社形態：多くの場合は株式会社
- 出資比率
 - 会社法との関係（次頁）
 - 会計上の取扱いとの関係（次々頁）
 - よく見られる出資比率としては、51:49、66:34、80:20、50:50等
 - 3社以上の合併はより複雑に

出資比率毎のポイント(会社法の観点)

パートナーA (自社)	パートナーB (相手方)	ポイント
3分の2以上	3分の1未満	➤ 自社だけで特別決議事項（増資、組織再編、株式併合等）を可決可能
過半数	50%未満	➤ 自社だけで普通決議事項（役員選任議案、剰余金分配等）を可決可能 ➤ 役員構成を支配（自社指名役員を選任・相手方指名役員を解任）可能 ➤ 特別決議事項は相手方に拒否されることがある（相手方に拒否権あり）
50%	50%	➤ 決議事項は両者で決めなければならないためデッドロックが生じる
50%未満	過半数	➤ 株主総会特別決議事項のみ拒否権を有する ➤ JV契約上、それ以外の事項も拒否権を確保しておくべきか検討
3分の1未満	3分の2以上	➤ 株主総会決議事項すべてに拒否権を持たない ➤ JV契約上、一定の事項について拒否権を確保しておくべきか検討

出資比率毎のポイント(会計の観点)

出資比率	会計上の取り扱い
15%以上20%まで	原則として関連会社でないが、JV契約の内容次第では例外的に関連会社とされる場合も
20%以上40%まで	関連会社に該当し、持分法適用会社に 持分法は、JVの純資産・損益のうち株主に帰属する部分の変動に応じて、投資金額を事業年度毎に修正する方法を指す
40%から50%以下	原則として関連会社・持分法適用会社であるが、JV契約の内容次第では例外的に連結子会社とされることも
50%超	原則として連結子会社であるが、JV契約の内容次第では例外的に連結から外れる場合も

※詳細は財務諸表等規則8条3項から6項までなどを参照（なお、20%以上保有でも関連会社から外れる可能性があるが、論点化することは少ない）

(参考)50:50JVについて

- 単独で株主総会普通決議を可決することができず、デッドロックのリスクが高いため、本来望ましくない
- しかし、実務上は対等の精神などを理由に採用されることが多い

②ガバナンス

- 機関設計

- 取締役会を設置するか否か
- 出資比率の差が小さいと代表取締役を誰が指名するかは論点に
- 法定外の機関（株主間協議会等）は、会社法上のルールに縛られる取締役会と異なり柔軟に運営できることがメリット（代理出席が可能なため議題に応じて最適の出席者を出せるなど）

- 役員の選解任権

- 取締役は持株比率に応じて指名できる人数を割り振る

②ガバナンス

- 拒否権・事前承諾事項（Veto・Reserved Matter）
 - 事前協議・事前通知事項も
 - 拒否権条項や役員選解任権の実効性確保
 - 違反があっても債務不履行の問題にしかならないと(当面は)理解してよい
 - 種類株式の利用（拒否権付種類株式、役員選任に係る種類株式）
 - 定款で機関の定足数や決議要件の加重、属人的な定めも
 - 実務上はあまり利用されない（登記されて公開されること、種類株主総会の煩雑さ、コール・プットをトリガーすれば足りるという整理ができること等）

(参考)代表的な拒否権項目の類型

- 会社組織の基礎に関する事項
- 資本政策に関する事項
- 組織再編・M&Aに関する事項
- 利益配分に関する事項
- 会社の存続に関する事項
- 利益相反に関する事項
- 事業運営上重要な事項（事業計画・年間予算等）
 - 事業計画・年間予算は重要性が高く、論点になることも多い

(参考)具体的な拒否権項目の記載サンプル

- 株式、新株予約権、新株予約権付社債若しくは社債の発行、又はストックオプションの付与
- 株式の分割、併合又は消却
- 合併、株式交換、株式移転、会社分割その他の組織再編行為
- 事業譲渡又は事業譲受け
- 破産又は会社更生手続開始若しくは民事再生手続開始の申立て
- 解散又は清算
- 資本金若しくは準備金の増加又は減少
- 定款の変更
- 事業計画又は年度予算の策定又は重要な変更
- 事業内容の全部又は一部の廃止又は重要な変更
- 部長級以上の人事異動
- 取締役及び監査役の報酬（賞与も含む。）の改定及び決定
- 剰余金の配当、自己株式の取得又は処分
- ●円以上の借入れ、出資、資産の取得若しくは譲渡、貸付、債務保証又は担保提供
- 株主並びにその親会社及びその子会社その他の関係会社との取引の開始、その条件の重要な変更及び終了

②ガバナンス

- デッドロックが起きる場面
 - 50:50のJV、拒否権事項
- どのように解消するか
 - ただの協議では解決しない可能性
 - ドラスティックにJVの終了に紐づけることでデッドロック解消に向けたインセンティブを与える？
(解散・清算やコールオプション・プットオプションに紐づける)
 - しかし、次頁のようなパートナーの機会主義的行動を招くリスクがある

デッドロックをJV終了に紐づけることのリスク

- 想定ケース
 - 66:34のJV、JVは2期連続で営業利益が赤字
 - デッドロック時に少数株主はプットオプション行使可（取得価額等）
 - 拒否権は会社の基礎の変更や組織再編のほか、事業計画の策定・変更につき存在
- 少数株主はどのような行動に出る可能性があるか
 - 事業計画の策定で「寝転ぶ」
 - デッドロックとなりプットオプション行使可に
 - 多数株主としては少数株主の提供するリソースに一定程度依存してJV運営していたが、プット行使で離脱され、JVの事業運営が立ち行かなくなってしまった・・・

※上記とは逆に少数株主を追い出すために使われるリスクも

機会主義的行動のリスクへの対応策

- 以下を含む工夫の余地はあるが、どこまで条件を詰めても一定の限界がある
 - デッドロック事由を限定する
 - コールプットは機会主義的行動を取ろうとするパートナーのインセンティブを削ぐような価格に設定する
- ロシアンルーレット(※)は、最終的な結果が予測困難で、デッドロック解消のインセンティブを高めうるが、抵抗のある当事者も多い
- 結局協議 + エスカレーションのみを定めることも多い

※一方の株主が譲渡価格を提示し、その価格で買い取るか、その価格で売り渡すかを相手に選択させる建付け

③事業運営

- 当事者の役割
 - 各当事者がどういう形でJVに貢献するのか。案件毎に様々
- 株主からの便益提供や株主との取引に係る付随契約
 - ライセンス、賃貸借、製造委託、原材料供給、販売委託、出向等その他のヒト・モノの株主からの提供
 - 株主がJVの商流に入る場合の商取引
 - 別契約とすることが多いが、合併契約との紐づけも必要

(参考)当事者の役割の記載例

(HP掲載に伴いサンプルは削除)

(参考) 付随契約の具体例

(HP掲載に伴いサンプルは削除)

③事業運営

- 資金調達

- 自ら外部から調達するか株主が資金提供するか
- 株主による資金提供を義務とするか（しないことが多い）
- エクイティかデットか（デットの場合は貸金業法に留意）

- 配当

- そもそも商取引でリターンを得るか配当か
- 基本方針の合意にとどめるか、一定のルールを定めるか

③事業運営

- 情報請求権
- 競争避止義務
 - リソースの集中やコミットメントを求める
 - 競争避止義務への抵抗が大きい会社も（多角的な事業展開をしている大企業等）
 - 範囲の限定という対応
- 勧誘禁止義務

④株式の処分

- 譲渡を禁止するか
 - 定款上の譲渡制限があるのになぜ契約上の譲渡制限が必要なのか
 - 株式会社は株式譲渡の絶対的禁止を実現できない
- いつまで禁止するか（Lockup Period）
 - どの程度JVとして活動すればExitが見えてくるか
- 例外を設けるか
 - 関係会社への譲渡
 - Right of First Offer (ROFO)、Right of First Refusal (ROFR)等の用語

④株式の処分

- ROFR（先買権）：株式の売却にあたり、第三者との間で譲渡価格につき（確定的に）合意した後、ROFR権者に通知。ROFR権者は同一条件で買い取る権利があるというもの
 - 事実上、売却を希望する株主は事前にROFR権者からROFRの放棄を受ける必要があることになる（∵横取りされるリスクがあるのに検討・交渉してBinding Offerまでする者は稀）
- ROFO（優先交渉権）：株式の売却にあたり、まずROFO権者に対して通知。ROFO権者は買取提案ができる。当該提案価格以下の第三者への売却はできない

※用語の使われ方にやや幅があること、条項の内容面でバリエーションもあることに留意

④株式の処分

- ドラッグアロングライト・タグアロングライト
(強制売却請求権・同時売却請求権)
- コールオプション・プットオプション
(売渡請求権・買取請求権)
 - 発動事由：JVの目的達成、不達成、●期連続[営業利益/CF]赤字、その他経済性に係る事由
 - 譲渡価格：取得価額、簿価純資産法による算定額、第三者算定機関の評価による公正な価額（FMV）、個別に合意する計算式
 - 合意が難しい場合も多い

よく見られるExit条項のパターン

- 具体的にExitを見据えたプレイヤーか否か、他の株主の個性に着目しているかそうでないか
- 事業会社同士の合併
 - 一切譲渡禁止 or ROFRを相互に持ち合う
 - ドラッグやタグはなし
- ファンドが当事者のケース
 - ファンドのドラッグあり
 - 他の株主にROFRやタグは持たせない（ことを目指す）

よく見られるExit条項のパターン

- スタートアップ投資

- 投資家による譲渡は自由
- 経営株主による譲渡は禁止or投資家にROFR&タグあり
- 多数投資家（及び経営株主）はドラッグあり
- 投資家のプットあり

Exit条項を定めることの現実的な効果

- Exit条項に記載のとおり現実のExitがなされるとは限らない
- 例えば現実には以下のようなことが起きる
 - 相手に先買権を与えているなら、第三者からBinding Offerをもらうために事前に放棄を求める必要があり、譲渡予定通知はなされない
 - ドラッグアロングライトを有している場合、相手方は譲渡に応じないという選択肢がないので、契約上のドラッグアロングライトを発動せずとも、相手が任意の売却に応じてくれることが多い
- Exit条項を合意するということは将来のプロセスを定めてはいるが、同時に将来のExit時のBargaining Powerを決めているということ

⑤ JVの終了

- 終了事由

- 重大な契約違反等
- 事業目的の不達成や経済性に係る事由
- 相手方のChange of Control
- デッドロック
- 付随契約の解除

- 終了の方法

- 契約解除と株式の処理はセットで行う必要あり。自ら買い取る、自らの持分を相手に売りつける（第三者に売らせる、第三者に売る場合も）
- 解散・清算

⑤ JVの終了

- 終了後の権利義務関係の処理
 - 残余財産をどう分配するか
 - 残存債務をどう分担して引き受けるか
 - 間接有限責任では済まないこともある
 - JV・第三者間の取引の引継ぎ
 - 事実上の供給責任など
 - 退出する株主から提供を受けていた便益を継続利用するためには

競争法との関係

- 事前届出の要否
 - 新規合併であれば通常は不要（∵JVに国内売上高がない）
 - 既存企業との資本業務提携等では注意
 - 外国競争法にも留意
- 情報交換について
 - ガンジャンピングやカルテル
 - 競争機微情報の特定とクリーンチームの組成

新人向け書籍の案内

- 藤原 総一郎編著『株主間契約・合併契約の実務』
- 金丸和弘他編著『ジョイント・ベンチャー契約の実務と理論【新訂版】』
- 田中 亘、森・濱田松本法律事務所編『会社・株主間契約の理論と実務 合併事業・資本提携・スタートアップ投資』
- 戸嶋 浩二・熊谷 真和編集代表『資本業務提携ハンドブック』