



LBX LEGAL ADVISORS

新人弁護士研修第5回 スタートアップ投資編

2026年4月14日

LBX法律事務所

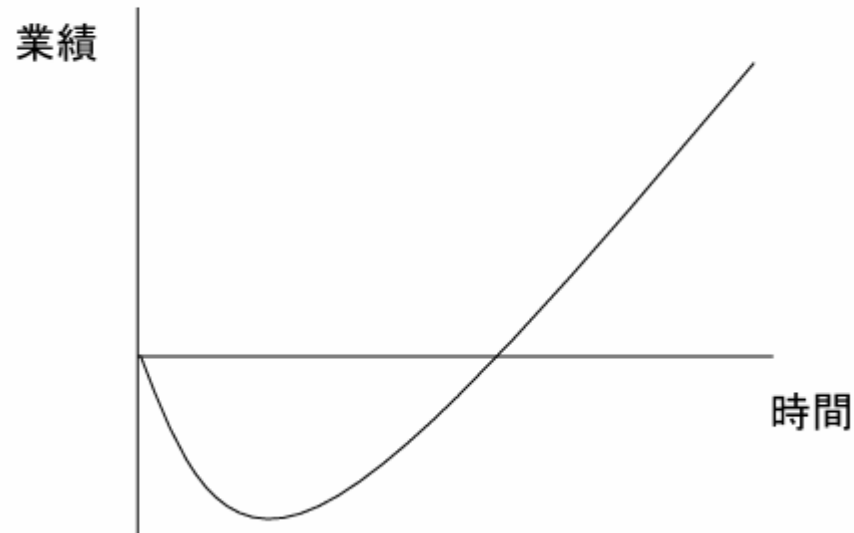
松居 駿介



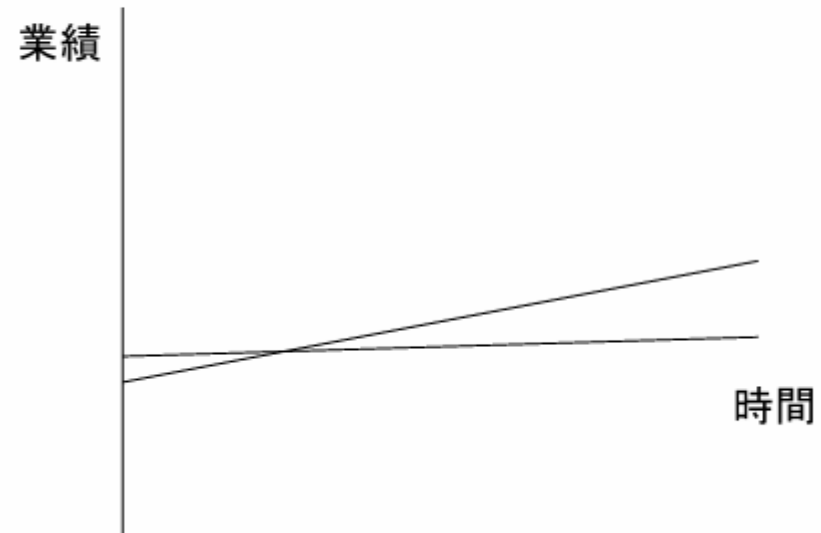
スタートアップの特徴

- 新しい技術やビジネスモデル（イノベーション）で急成長を目指す。需要が十分に顕在化していないことも。成長はJ字カーブを描くといわれる

ベンチャー企業の事業計画イメージ



中小企業の事業計画のイメージ



（出典：経産省作成「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き（第三版）」10頁）

- 当面の間は赤字となるため、定期的な資金調達が必要（ランウェイの確保）

スタートアップの成長ステージ

(HP掲載に伴い削除)

資金調達の方法

- ローリスク・ローリターン
 - ローン、社債
- ハイリスクハイリターン
 - 普通株式
- 中間的なリスク・リターン（但し、設計次第）
 - 優先株式
 - Convertible Equity（新株予約権）
 - Convertible Debt（新株予約権付社債）
- スタートアップでは初期段階の普通株式やConvertible Equityによるものを除き、優先株式による資金調達が中心となる（理由は後述）

資金調達ステージ（イメージ）

ステージ	ラウンド名	主な資金調達の形態	主な資金提供者
シード	シード	普通株式、AA種優先株式、J-KISS	友人、家族、エンジェル投資家
アーリー	プレA、シリーズA	A種優先株式	ベンチャーキャピタル、事業会社等
ミドル・レイター	シリーズB、C、D...	B種・C種・D種...の優先株式	同上
IPO	N/A	証券市場からの調達等	証券市場、銀行等

投資関連契約としては何があるか

投資契約

投資家が株式を取得する際の投資実行条件を中心に定めた契約

【契約当事者】

発行会社
創業株主
投資家

【主な内容】

- ①発行概要
- ②払込条件

【一般的な名称】

投資契約書
株式引受契約書
社債引受契約書
株式譲渡契約書

株主間契約

投資実行後の主要な投資家と発行会社及び創業株主との権利義務等を取り決めた契約

【契約当事者】

発行会社
創業株主
主要投資家（VC等）

【主な内容】

- ①会社経営に関する事項
- ②情報開示に関する事項
- ③投資家のExitに関する事項

【一般的な名称】

株主間契約書

財産分配契約

経営支配権の変更が伴うようなM&AによるExitに関する事項を取り決めた契約

【契約当事者】

発行会社
創業株主
全株主

【主な内容】

- ①同時売却請求権に関する事項
- ②みなし清算に関する事項

【一般的な名称】

財産分配契約書
買収にかかる株主分配等に関する合意書
株主間における合意書

出典：経産省作成「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」（令和4年3月改訂）11頁

なぜ優先株式を用いるか

- 経営株主側の視点
 - 高い持株比率を維持したい一方、 定期的な資金調達も必要
 - しかし、普通株式での調達には不都合が生じる場合がある（次頁へ）
- 投資家側の視点
 - 普通株式で出資するとリスクがある（次々頁へ）
 - スタートアップのほとんどは失敗する以上、成功案件からは高いリターンを期待

普通株式で資金調達する場合の不都合①

- 想定ケース

- 起業家であるFはスタートアップS社を設立したいと考えており、100万円の出資用手元資金がある。エンジェル投資家Aから1,000万円の出資を受けられることとなった
- 同じ普通株式で同時に出資を行うため、AもFも同じ株価で出資する。出資後の持株比率はどうか。知的財産権等の現物出資はないものとする

- 出資後の持株比率

$1,000,000 \div 11,000,000 = 0.090\cdots$ (Fの持株比率は9%)

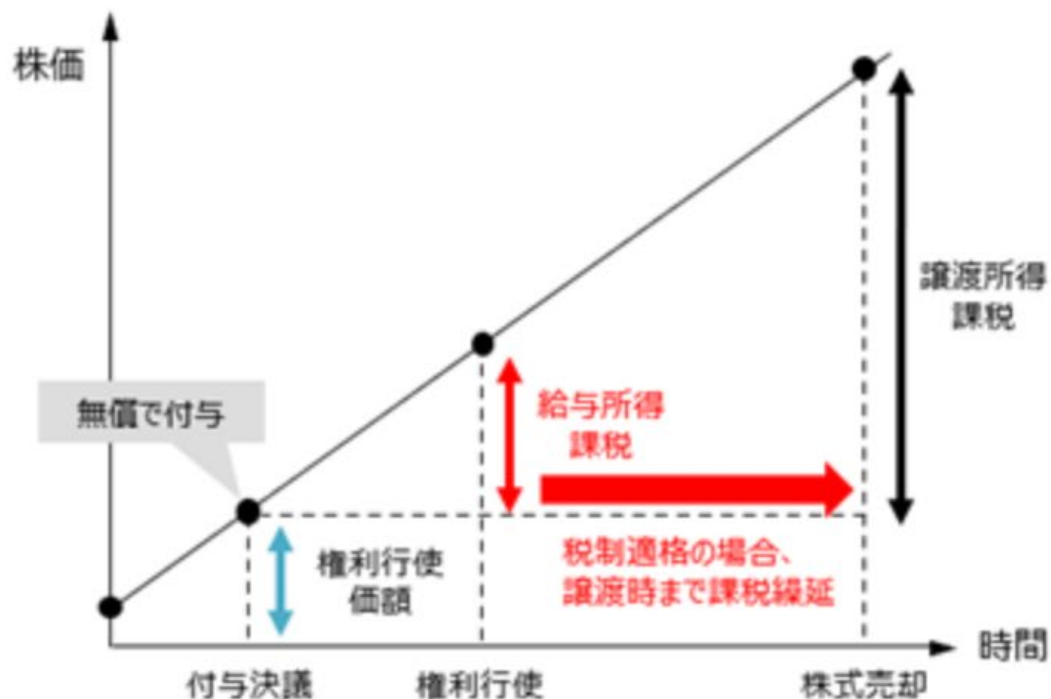
$10,000,000 \div 11,000,000 = 0.909\cdots$ (Aの持ち株比率は91%)

- いきなり持株比率のほとんどを失うことに・・・

- 異なる種類の株式とすることで高い発行価額を実現し、希薄化を防げる

普通株式で資金調達する場合の不都合①

- やや発展的な話として、時期をずらしてValuationを変える（∵成長している）こともできるが、例えば、役職員に税制適格ストックオプションの発行を行う場合、行使価額はSO発行時の時価以上でなければならないため、高額なバリュエーションで普通株式により投資家から資金調達を行うと、同時期に発行するSOが税制適格SOにならずに税務メリットを得られないか、行使価額が高額となり、いずれにせよインセンティブを高められない



税制適格ストックオプション

- ① 権利行使時の経済的利益には課税せず株式売却時まで課税繰延
- ② 譲渡所得として課税

普通株式で出資するリスク①

- 想定ケース

- 起業家であるFは100万円（1株100円・1万株）を出資してスタートアップS社を設立した
- それから1年経過し、成長期待が高まったことから、エンジェル投資家 A から3,000万円の出資を受けられることとなり、株価は1株1万円とされた（出資後の持株比率はAが23%、Fが77%）
- しかし、出資を受けた後まもなくしてFはS社の目指していたイノベーションが実現不可能であると感じ、会社を解散・清算することとなった
- 設立時に出資した資金は底をついていたが、Aの出資金額は全額S社に残存している。S社に資産・負債はないものとする
- 残余財産の分配はどうなるか？

普通株式で出資するリスク②

- 残余財産分配はどうなるか

$30,000,000 \times 0.77 = 23,100,000$ 円（Fの取り分）

$30,000,000 \times 0.23 = 6,900,000$ 円（Aの取り分）

➤ Fは何ら労を要せず2,310万円を得た一方、Aは同額の投資元本を失う結果に

- このような事態を防ぐためにAはどうすべきだったか

優先的な残余財産分配の必要性

- 優先的な残余財産分配を定める種類株式により出資すべき
 - 具体的には清算時の残余財産分配にあたり、当初出資価額を最初に優先株主に分配し、残余を普通株主に分配する（1倍・非参加型）
 - さらに一歩進んで、清算時の残余財産分配にあたり、当初出資価額を最初に優先株主に分配し、残余を優先株主・普通株主間で持株比率に従って分配する（1倍・参加型）
 - 米国では非参加型が多く、日本では参加型が多い

※非参加型はダウンサイドのリスクヘッジ機能にフォーカスするもの。参加型の方が投資家の回収額は設計上は大きくなるが、非参加型は成功するM&Aを実現するよう経営株主のインセンティブを高める機能があるといわれる（宍戸他『スタートアップ投資契約 モデル契約と解説』41頁以下など）。

みなし清算条項

- 解散・清算ではなく、低廉なM&A（組織再編や株式譲渡）での会社売却によっても同様の事態が生じうる
- 株主**全員**で、M&Aが起きたら「清算」が生じたものと「みなし」で、優先劣後関係のある残余財産分配のルールを適用することを合意する
- 会社分割や事業譲渡の場合は対価が株主に交付されないことがあるため、別の手当による（解散・清算と金銭対価の取得請求権）
- 定款に定めることの有効性や意義について

なぜ優先株式を用いるか（まとめ）

- 経営株主側の視点

- 普通株式とは別の種類の株式とすることにより高いバリュエーションを実現でき、もって持株比率を維持しつつ、多額の資金調達を行える

- 投資家側の視点

- 優先分配ルール＋みなし清算条項により、Exit時の当初出資額の分配を確保し、もってダウンサイドのリスクをヘッジする
- 参加型とすることでさらなるアップサイドを得る

優先株式の内容

項目	内容
剰余金の配当	• 普通株主に優先して一定金額を優先的に配当する定めを設けることがある • しかし、投資家は配当を求めているのではない（再投資の上での更なる成長を期待している）し、スタートアップで剰余金が生じることは少ないため、求めない投資家が多い
残余財産の分配	残余財産分配時に際し、普通株主に優先してまず優先株主に対して払込金額相当額を分配する（1倍） 参加型or非参加型 各種類株式の優先関係（同順位or先行する株主が劣後）
議決権	あり

優先株式の内容

項目	内容
普通株式対価の取得請求権（普通株式への転換）	非参加型で成功したM&A Exitに際して行使するためのもの 優先株式1株につき普通株式1株に転換するのが原則 但し、ダウンラウンド時等の転換価額の調整規定あり（次頁）
金銭対価の取得請求権	基本的に事業譲渡や会社分割へのプロテクションのためのもの
普通株式対価の取得条項	上場時に用いるもの
種類株主総会決議の排除	会社法上のデフォルトルールと排除の限界を理解しておく

ダウンラウンド時の転換価額の調整

- 想定ケース

- スタートアップS社はシリーズAにおいてA種優先株式を1株1万円で資金調達した。
- その後S社は成長が鈍り、シリーズBではB種優先株式を1株5,000円で資金調達することとなった。
- シリーズAで2,000万円を出資してA種優先株式2,000株を調達したA種優先株主X社はどのような不利益を被るか。

- 生じる不利益（希薄化・Dilution）

- シリーズB投資家Y社は1,000万円でX社と同数の株式を取得できる
- IPO時にはより安い金額をより遅いタイミングで出資したY社と同じリターンしか得られない
- シリーズA投資家としては優先株式：普通株式＝1:1である転換比率を調整したい

ダウンラウンド時の転換価額の調整

- 転換価額（転換比率）の調整規定のバリエーションは次のとおり
- フルラチェット方式
 - シリーズBの株価である5,000円まで転換価額を下げるもの
 - 最もシリーズA投資家に有利だが、ダウンラウンド時に資金調達できない可能性あり
 - 実務上はほぼ見られない
- 加重平均方式
 - $\text{シリーズAの株価} \times \text{株数} + \text{シリーズBの株価} \times \text{株数}$ を全株式数で割る（＝加重平均する）
 - 5,000円よりは高くなり、緩やかな価額調整となる
 - ナローベース・ブロードベース：後者は潜在株式を計算式に入れ、転換価額が（入れない場合に比して）より大きくなる
 - ブロードベースの方が（ナローベースよりは）シリーズA投資家に不利だが、現在では最も一般的になりつつある

スタートアップ株主間契約と合弁契約の違い

- 経営株主が経営し、投資家は資金提供するのみ（≠複数株主の共同経営）
- Exitを見据えたプレイヤー
 - 投資家はもちろん、経営株主もExitを見据えており、Exit関連条項が詳細
- 当事者が多数、持株比率の変動が頻繁、株主の個性が薄い
- パワーバランスが投資家に傾いている（特に国内案件）
- 合弁契約に比べて定型的（モデル契約も存在）

株主間契約の内容-ガバナンス-

- 取締役やオブザーバーの派遣
 - 非業務執行取締役等に係る責任限定契約の締結
- 拒否権・事前承諾事項
- 事前協議事項、事前通知事項、事後報告事項

株主間契約の内容-事業運営-

- 新株引受権（Pre-emptive Right）による希薄化の防止
- 経営株主の義務
 - 職務専念義務
 - IPO努力義務
 - 競業避止義務
- 情報請求権

株主間契約の内容-株式の処分-

- M&Aは通常株式譲渡で行われる
- 基本的な建付け
 - 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&タグアロングライトを付与した上で可
 - 多数投資家（及び経営株主）はドラッグアロングライトあり
 - 投資家のプットオプションあり
- ドラッグアロングライト
 - 多数の株主が存在するスタートアップにおいてM&Aを実施するために必要
 - 多数投資家(過半数or2/3)のみで発動できるか、経営株主や取締役会の同意を要するか
 - 譲渡価格の下限や発動可能時期の制限
- みなし清算条項（既出）

株主間契約の内容-株式の処分-

- 投資家の経営株主に対する株式買取請求権
 - 投資契約上の表明保証違反、関連契約上の義務違反が行使事由
 - 損害立証の困難性から契約全体の実効性確保として規定
 - 権利の実効性は低いが、規定されることが多い
 - 米国実務では一般的ではなく、日本でも妥当性に議論がある
- 買収分配合意書を全員で合意する必要性

ドキュメンテーションの流れ

- 発行会社が主導する場合
- リード投資家が主導する場合
- フォロー投資家のバーゲニングパワーを踏まえた対応
- TS段階からの相談があれば最初から契約書のレビュー依頼ということも
- 投資契約の締結・実行は各ラウンドにおいて原則同時が望ましいものの、多少のタイミングのずれを許容することも多い
(追加クロージングの規定が定められることになる)

特徴的な用語の説明

- Cap Table（資本政策表）
- プレマネーバリュエーション・ポストマネーバリュエーション
- J-KISS(Keep it simple security)
 - Coral Capitalが公開したひな形（米国のKISSがベース）
 - シード期に用いられることが多い
 - 簡易・迅速な資金調達の実現とバリュエーションの先送り（？）が主な目的
 - 次回ラウンドの優先株式と実質的に同じ条件で、払込金額をもって優先株式を引き受けることができる新株予約権
 - Discount RateとValuation Cap

新人向け書籍の案内

- ・ 穴戸 善一・VLF編『スタートアップ投資契約 モデル契約と解説』
(モデル契約のリンクは[こちら](#))