

【会社法】

事業会社による スタートアップ投資 入門(1)



大江橋法律事務所
弁護士
山本 龍太郎

▶ PROFILE

r-yamamoto@ohehashi.com



大江橋法律事務所
弁護士
浅利 美幸

▶ PROFILE

asari@ohehashi.com

第1 はじめに

スタートアップ企業への投資というとベンチャーキャピタルファンド(以下「VC」といいます。)による投資をイメージするかもしれませんが、近年はコーポレート・ベンチャー・キャピタル(以下「CVC」といいます。)^{注1}による投資を含め、事業会社によるスタートアップ企業への投資が増えています^{注2}。

VCがキャピタルゲインを主目的として投資しているのに対し、事業会社がスタートアップ企業へ投資する目的は、既存事業の強化や新規事業の開拓といったシナジーの獲得、特定の産業分野の情報収集、将来的なM&Aを見据えての投資等様々です。しかしながら、シナジーの獲得を目的として投資したものの、結果的には特に何も生み出されなかったとの声を聞くことも多く、当初の目的を100%達成できている事業会社は多くないと思われます。当然のことながら、投資して株主になったというだけでスタートアップ企業が100%投資者の要望に応えてくれるものではないため、投資者の交渉力が最も強い時期である投資時に、投資者の目的・要望をあらかじめ投資先であるスタートアップ企業に伝え、投資契約、株主間契約等(以下「投資契約等」といいます。)に必要な条項を定めておくことが肝要です。しかしながら、スタートアップ企業に対するマイノリティ投資においては、スタートアップ企業が既存投資家であるVCや他の事業会社との間で締結した投資契約等をベースにした投資契約等が締結されることがほとんどであり、投資先のスタートアップ企業によって投資契

約等の中身・構成は異なってきます。

そこで、本稿では、本号と次号の2回に分け、本号では、スタートアップ投資の経験が少ない方を念頭に、事業会社がスタートアップ投資をする際に前提として知っておくべき知識及び実務状況をご紹介した上で、次号では、事業会社によるスタートアップ投資という観点から、実際の投資契約等においてどのような点に留意すべきかをご紹介します。

第2 基礎編

1 前注

そもそも、事業会社による投資といっても、①事業会社本体からスタートアップ企業に対し直接投資するケース、②CVCを設立しCVCを介して投資するケース、③VCにLP投資^{注3}しVCを介して投資するケース等、様々なケースがあります。本稿では、スタートアップ投資を専門としていない事業会社によるスタートアップ投資を想定しているため、①のケースを念頭にご説明します。

また、①のケースの中でも、スタートアップ企業に対する「投資」

^{注1} 事業会社がスタートアップ投資をするために組成するファンドをいいます。

^{注2} CVCによる投資が増えていることについて(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2021-4Q_jpn.pdf) 参照。

^{注3} VCへの出資を通じてスタートアップ企業に投資することをいいます。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

には、優先株式投資、J-KISS投資^{注)4}、普通株式投資等、複数の種類・方法があり、それぞれ使用される契約書や留意点が異なります。それぞれの特徴についての詳細な説明は割愛させていただきますが、J-KISSはアーリーステージにおける投資で用いられるため、事業会社によるシナジーの獲得を目的とした投資で用いられることは通常想定されません。また、従前は、スタートアップ企業に対して普通株式による投資が行われることもありましたが、今日においては、一定の株式の内容を自由に設計でき(会社法第108条第1項)、出資者とスタートアップ企業の経営者のそれぞれのニーズに対応した柔軟な対応が可能になるため、スタートアップ投資の大半は優先株式投資で行われています^{注)5}。そのため、本稿では、対象を優先株式投資に絞ってご説明します。

2 スタートアップ企業による資金調達の流れについて

スタートアップ企業は、一度に多額の資金調達を1投資者のみから行うことはあまりありません。ほとんどの場合、複数の投資家から複数回の資金調達を行います。

例えば、スタートアップ企業X社が資金調達を3回に分けて行う場合を想定します。イメージしやすいよう以下の表にまとめてみました。この場合、1回目の資金調度をシリーズAといい^{注)6}、2回目の資金調度をシリーズB、3回目の資金調度をシリーズCといいます(このように投資家がスタートアップ企業に投資する段階を投資ラウンドといいます)。そして、シリーズAの投資者はa、シリーズBの投資者はa、b及びc、シリーズCの投資者はa、b、d、e及びfとします。当然シリーズA、いわゆるアーリーステージと言われる時期はスタートアップ企業が成長するか否かの判断が難しいため、アーリーステージに投資したaのリスクは大きいということになります。他方、シリーズC以降、いわゆるミドル～レイトステージと言われる時期はスタートアップ企業のビジネスモデルも確立し比較的軌道に乗り始めていることが多く、この時期に投資をしたe及びfのリスクは、一般的にはaと比べると小さいということに

なります。実際には、シリーズCやシリーズDで投資家が10社を超えるようなケースも珍しくありません。

このように、投資ラウンドが進むと投資者の顔ぶれが変わっていきます。後述するとおり、スタートアップ企業に投資する際に締結することになる投資契約等の中には、事業会社、発行会社(スタートアップ企業を指します。投資契約等で用いられる用語であるため、以下では文脈に応じて適宜「スタートアップ企業」又は「発行会社」を使い分けます。)及び経営株主(スタートアップ企業の経営者を指します。投資契約等で用いられる用語であるため、以下では文脈に応じて適宜「スタートアップ企業の経営者」又は「経営株主」を使い分けます。)のみで締結するものもありますが、他のシリーズの投資家も含めて締結しなければならない契約もあります。上記の例でいうと、シリーズA投資の段階では、a、X社及びX社の経営株主で投資契約等を締結することで足りましたが、シリーズB投資の際には、a、b、c、X社及びX社の経営株主で締結する必要がある契約があるということです。このようにスタートアップ投資には多数の当事者がいるため、実務上、シリーズB以降の投資契約等の作成にあたっては、先に投資しているaがシリーズAの投資の際に作成した契約書に倣うことが多く、後から投資事業会社(c、e又はf)が自由に1から契約書を設計できる訳ではないことに留意が必要です。また、各シリーズにおいて最大の金額を出資する投資家をリード投資家と呼びますが、各シリーズの契約交渉においてはリード投資家が主導することが通常です。リード投資家ではない事業会社の交渉力には限界があります。投資額が大きくない場合にはなおさらです。

注)4 投資時におけるバリュエーションや条件交渉を先送りし、将来の株式発行時に新株予約権を行使して優先株式に転換する投資スキームで、シリーズAにおける資金調達に用いられています。投資契約書等の必要書類のテンプレートが <https://coralcap.co/j-kiss/> にて公開されています。

注)5 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(VEC)「ベンチャー白書2021:ベンチャービジネスに関する年次報告」(2021年12月7日)I-5

注)6 シリーズAの前に所謂エンジェル投資家等から少額の投資を受けたり、VCからJ-KISSによる投資を受けたりすることもあります。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

このように、シリーズAの段階では、a、X社及びX社の経営株主間で交渉すればよかったものが、投資ラウンドが進むと、a、b及びcその他の投資者との間の交渉も必要になってくる等、投資家間の利害調整を行う必要がある点もスタートアップ投資の大きな特徴の一つです。

〈スタートアップ企業X社の資金調達例〉

シリーズA	
a(VC) / リード投資家	1億円
シリーズB	
a(VC) / リード投資家	2億円
b(VC)	1億円
c(事業会社)	1億円
シリーズC	
a(VC)	1億円
b(VC)	1億円
d(VC) / リード投資家	4億円
e(事業会社)	3億円
f(事業会社)	1億円

3 モデル契約等について

従前は、投資契約等に関する良質な公表情報は少なく、使用する投資契約等の内容も各VCにより大きく異なっていることも珍しくなく、スタートアップ企業側のリテラシー不足もあって、極端にVCに有利な内容となっており、投資契約等が持つ利害調整機能が軽視されているような契約も少なくありませんでした。そのため、投資者及び発行会社間、投資者間が交渉する際の前提・共通理解として、投資契約等のフォーマット・モデル契約の必要

性が意識されるようになりました。

これを受け、平成30年3月に経済産業省から「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」^{注)7}(以下「JVCA留意事項」といいます。)が公表されました。JVCA留意事項は、モデル契約を提示するものではありませんが、投資家、スタートアップ企業側双方の観点を意識した上で、タームシートの形式で各条項に関する説明や実務の状況を解説しています。

また、令和2年12月には、「スタートアップ投資契約 モデル契約と解説(宍戸善一、VFL)」が出版されており、スタートアップ投資の実務に精通する学者、実務家、専門家等の目線でスタートアップ投資のモデル契約が作成、解説されています。モデル契約自体は、書籍を購入しなくとも出版社のホームページからダウンロードが可能となっています^{注)8}。

したがって、スタートアップ投資をする際には、スタートアップ企業及び他の投資者との共通言語として、少なくともJVCA留意事項は必読かと思えます。投資契約等に関する詳細は、JVCA留意事項や上記でご紹介した文献をご参照いただければと思いますが、以下では、投資契約等を構成する契約書について簡潔にご説明します。

4 投資契約等の構造について

ベンチャー投資が始まったばかりの初期の投資契約は、各投資家が投資に関する条件だけでなく組織に関する事項や経営に関する事項を含む投資後に関する事項まで規定されている事例が多かったのですが、投資契約間で投資後に関する事項が統一されておらず、相互に矛盾することもありました。そのため、投資契約間の矛盾を回避し、発行会社及び経営株主にとっても

^{注)7} 令和4年3月に改訂されています

(https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/data/ryuizikou_r.pdf)。

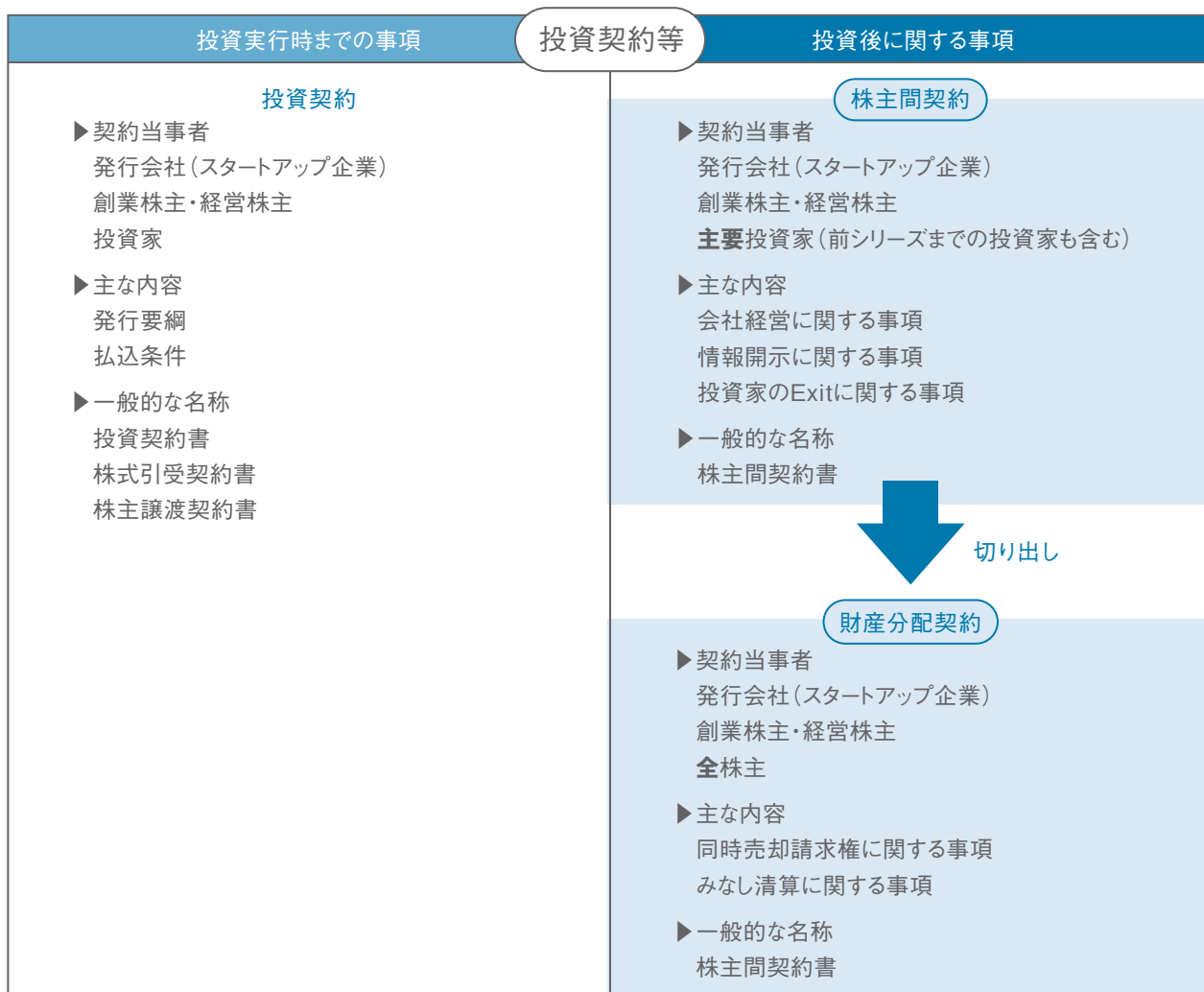
^{注)8} <https://www.shojihomu.co.jp/publication?publicationId=13321313>

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

契約内容が明瞭となるよう、投資後に関する事項については、発行会社、経営株主及び全ての投資家が当事者となる株主間契約を締結する形態が普及しました。現在においても、引き受ける株式の条件等、投資実行時までの事項を投資契約（株式引受契約等の別の名称が用いられることもあります。）で定め、組織に関する事項や経営に関する事項等の投資後に関する事項については株主間契約で定めるという考えは一般的に受け入れられています。株主間契約に全株主が参加しているのであれば、投資契約と株主間契約の2つの契約書だけで特に支障はないのですが、エンジェル投資家等の個人投資家の一部が株主間契約に参加していないケースも珍しくありませんでした。株主間契約に

は、会社経営や情報開示に関する事項等、必ずしも全株主が参加していなくとも有効性に支障がない規定だけでなく、後ほど説明する同時売却請求権やみなし清算に関する事項といった、原則として全株主が参加する必要がある規定もあります。

そこで、JVCA留意事項において、株主間契約の中から、全株主が参加する必要がある事項だけを切り出して、全株主が当事者となる財産分配契約を締結することが紹介され、実務においても、投資契約、株主間契約及び財産分配契約の3つにより投資契約等を構成することも増えてきています。以下、各契約書について簡単に解説します。



※JVCA留意事項11ページの図1を基に作成

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを提供するものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

(1) 投資契約

上記のとおり、投資契約は、投資実行条件を中心とする投資実行時点まで(すなわち投資後に関する事項以外)を内容としており、投資者ごとに締結されることが多いです。例えば、上記の例ですと、シリーズAについてはa、発行会社及び経営株主間の投資契約が締結され、シリーズBについてはa、b、cそれぞれと発行会社及び経営株主間の投資契約が締結され、シリーズCについてはa、b、d、e、fそれぞれと発行会社及び経営株主間の投資契約が締結されることとなります注)9。もっとも、発行する株式の種類及び内容は共通していることから、多くの場合、リード投資家との間で締結される投資契約をベースに作成されます。そのため、投資者間で投資契約の内容はほとんど同じことが多いです。かかる状況においても、事業会社としては、漫然とリード投資家と同様の投資契約を締結するのではなく、シナジー獲得のために必要な条件等のうち投資実行の条件に関係し得るものは、積極的に投資契約に入れる必要があります。

投資契約には、発行会社が株式を発行し、投資者がその対価として出資の目的である金銭を発行会社に対して払い込むことにより株式を引き受けること、及びその条件等について定めます。具体的には、投資に関する必須事項として、株式と発行条件に関する事項(投資者が引き受ける株式の種類及び数、払込金額、払込期日又は払込期間)が定められます。その他、投資の条件として、発行会社及び経営株主の表明保証、投資実行の前提条件、契約当事者の誓約事項(コベナンツ)等が定められることが一般的です。

(2) 株主間契約

投資契約が投資を実行するまでの条件を中心に定めたものであるのに対し、株主間契約は投資後に関する事項について、

注)9 実務上、シリーズBの場合において、bがaの投資契約の当事者に入りたいという意向を示すような場合もあります。

株主、発行会社及び経営株主の権利義務等を取り決めたものです。基本的に、VC等一定程度の議決権シェアを有する主要な投資者は株主間契約の当事者になります。なぜなら、VC等の主要な投資者は、大きい金額を出資する代わりにキャピタルゲインを確実に獲得できるよう、スタートアップ企業の意思決定に対するコントロール等あらゆる条件を求めるため、詳細に契約書に定めておく必要があるからです。

全ての株主が株主間契約に参加するのであれば、下記(3)で解説する財産分配に関する事項も含めて株主間契約で規定することで問題はありますが、比較的少額な投資を行う個人投資家、いわゆるエンジェル投資家は投資後に関する事項については干渉しないことが多く、事務負担を避ける傾向にあるため、株主間契約には参加しないことも珍しくありません。理由の如何を問わず、株主間契約に参加しない株主がいる場合には、株主間契約とは別途、全株主が参加する下記(3)の財産分配契約を締結する必要があります。

投資後に関する事項の例としては、発行会社の事業運営の方法や株式譲渡等の可否・手続等です。通常、株主は株主総会で議決権を行使することによって発行会社の事業運営に関与しますが、スタートアップ企業の場合、経営株主の持株比率が大きいことが多く、株主が議決権を行使したとしても可決されない可能性があることから、株主間契約を締結する必要があります。既に述べたとおり、株主間契約は投資家同士の利害調整を果たす役割を担っていますので、事業会社としては、投資により取得する株式の持株比率を踏まえて、どのような権利を求めるか検討することになります。

(3) 財産分配契約

近年、締結する事例が増えているのが財産分配契約です。「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」等、名称は様々であり、投資後に関する事項を定めているという点では株主間契約と同様ですが、財産分配契約は、エン

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

ジェル投資家や従業員株主も含めた株主全員が契約当事者となる点が大きな特徴です。少し複雑ですが、なぜ株主全員で締結する必要があるかについて以下でご説明します。

財産分配契約は、「みなし清算条項」と「同時売却請求権」と呼ばれる M&A による Exit（投資資金の回収）に関する規定のみを内容とする契約です。みなし清算条項とは、スタートアップ企業に M&A が生じた場合に、スタートアップ企業を清算したものとみなして投資家に対して財産の分配を行うことを内容とする定めのことをいいます。冒頭で、VC はキャピタルゲインを目的として投資を行うと説明しましたが、キャピタルゲインの獲得方法には大きく2つあり、IPO（上場）によるものと M&A によるものがあります。近年増加しているのが M&A による Exit です。そして、種類株式（優先株式）の内容として定款に定められる優先分配注10は、スタートアップ企業が配当を行う場合や事業を停止し清算を行う場合に適用され、M&A には適用されません。しかし、M&A による Exit の場合に投資資金を回収できなくなると、VC がスタートアップ投資をするインセンティブがなくなります。そこで、経営支配権の変更が伴うような M&A が生じた場合には、発行会社が清算した状態になったものとみなして、優先分配を行う旨を規定しているのが、みなし清算条項です。

また、同時売却請求権とは、ドラッグ・アロング・ライト（Drag Along Right）、又は売却請求権ともいわれ、多数の投資家の賛成等の任意に設定された一定の要件を満たした場合、発行会社、経営株主に限らず他の株主に対しても買収に応じることを請求することができる権利です。例えば、スタートアップ企業の株式の100%を取得することによる買収をしたいという買主が現れた場合、買主は全ての株主との間で株式譲渡契約を締結しなければなりません。株主の中で1人でも売却に反対する株主が存在する場合には買主の意向に沿わず、買収の話自体が破談になってしまう可能性があります。そうすると、M&A による Exit に対しインセンティブのある VC にとっては、せっかくの Exit の機会を逃すことになってしまうため、同時売却請求権を設ける必要があ

ります。

これらの合意は、それぞれの株主が保有する株式の取扱いに関する事項であり、全株主の同意を必要とするため、全員で締結しておく必要があります。

エンジェル投資家や従業員株主がないケースでは、これらの規定を株主間契約の中に規定してしまう場合もあります。他方、仮にエンジェル投資家や従業員株主がいる場合にこれらの内容を株主間契約に含めてしまうと、投資ラウンドが進み株主間契約を再締結する度に数十人の株主全員の同意を取り、押印を得なければならないとなり、非常に煩雑になってしまいます。そのため、全株主での締結が必要となる同時売却請求権とみなし清算条項のみを財産分配契約に切り出したという経緯です。

本号の内容を前提として、次号において、事業会社がスタートアップ投資をする際の留意点や対応策について解説します。

以上

注10 優先分配とは、剰余金の配当やスタートアップ企業が清算する場合における残余財産の分配において、普通株式を保有する株主よりも優先株式を保有する株主に対し、優先的に財産分配を行うことをいいます。かかる規定がないと、経営株主が利益を受ける一方で投資家が不利益を受ける可能性があります。例えば、経営株主が1000万円を出資して会社を設立し、経営株主が80株の普通株式を保有しているとします。その後当該会社は1億円の資金調達を行い、投資家が1株あたり500万円で20株の優先株式を引き受けます（但し、優先分配の定めはなし。）。投資直後の当該会社の資産は当該資金調達による1億円のみ、負債はないと仮定し、当該会社が投資直後に清算したとすると、分配額は保有株式比率に従い、8:2になりますので、経営株主に8000万円、投資家に2000万円を分配することになります。したがって、経営株主は1000万円の出資で8000万円を獲得する一方、投資家は1億円の出資で2000万円の分配しか得られないということになってしまいます。このような事態を避けるため、優先分配の規定を設けることで投資家が損をしないように調整しているのです。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィス構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。