

金融的手法によるイノベーター支援方法の  
可能性に関する調査 報告書

創業・資金調達関連ドキュメントについて

2016 年 3 月 18 日

## I. 課題と背景

本報告書は、金融的手法によるイノベータ支援方法の可能性に関する調査の一環として、我が国におけるイノベーションの創出を促進するため、突き抜けた技能を持つイノベータを創業前段階から創業初期に至るまで金融面で支えるための方策を検討したものである。

我が国におけるイノベーションの創出を促進するためには、革新的なアイデアを持ち、それを実現する意欲のあるイノベータを物心両面で支援する体制を構築することが必要である。

### (1) ソフト面の支援

非金融的な側面からの支援は、同様の境遇にあるイノベータのコミュニティを創出し、それぞれが切磋琢磨しながら自らが世界を変えると信じる製品やサービスを継続的に開発していく環境を整備することが必要である。イノベーションは多くの場合革新的な技術を用いて実現するものであるが、こうした製品やサービスを創るエンジニアのみでは、事業としての成功はおぼつかない。エンジニアに対するビジネスマン、すなわち、経営技術を持ち創業意欲のある CEO や CFO の候補者と、イノベータの最適なマッチングが、世界を変えるスタートアップ企業を生むのである。すなわち、イノベーションの創出のためには、イノベータ、クリエイターのコミュニティの創出のみでは不十分であり、これらと創業意欲のあるプロアクティブで優秀な CEO や CFO の候補者とのマッチング機会を適切に創出していく必要がある。こうして出来上がったチームは、社会の経験が浅く、これまでビジネスを創出したことのないメンバーから成る場合も少なくない。アドバイザーやメンターが必要な所以である。アドバイザーやメンターは、創業者チームに対するアドバイスやメンタリングの提供を通じて、チームメンバーに気づきを与え、事業モデルに対する仮説の創出に寄与し、エグゼキューションに当たっての支援を提供していく。

以上の機能は、まさに一般社団法人であるところの未踏が手掛けてきたものであり、これからますます強化していくべき機能であるといえることができる。

### (2) ハード面の支援

次に物理的な側面からの支援としては、イノベータ、クリエイターが常時集まる「場」の提供が考えられる。起業家の卵を集めて事業創出の初期までを手伝うアクセラレーションのサービスの多くは、そのためのコワーキングスペースを持っている。本来場所など関係がないと思われる純粋な情報技術系のスタートアップであるにもかかわらず、こうした「場」を持つことが重要であると考えられているのは、こうした「場」にて同じ時間を過ごすことによる様々な気づきや自覚を起業家に呼び覚ますからに他

ならない。休憩時間におけるなにげない会話から事業アイデアを思いついたり、他のチームの開発状況が自らのサービスの開発陣を大きくモチベートしたりといったことは、こうした「場」を共有することによってもたらされるのである。

また、ハードウェアベンチャーにとっては、サービスの開発のためには実験や製作の場が欠かせない。そのために必要な機材なども、特定の「場」があればそこに導入することで、こうした機材を多数の起業家、チームで共有することができる。

### (3) 金融面の支援

以上のソフト・ハード面での支援のほか、創業前段階又は創業初期の段階にあるイノベータに対する支援として最も切実なのが金融面での支援である。特に技術系のスタートアップでは、まず初めに開発が先行する。サービスや製品がユーザのニーズに応えるものであるか否かは、実際にユーザにそのサービスや製品を試してもらうまでは分からない。そのため起業家は、まず最低限機能する製品（**minimum viable product**、いわゆる **MVP**）を創らなければならない。またさらに技術に寄ったサービスを展開することを企図するスタートアップでは、技術そのものの開発も重要である。数多くの実験を繰り返し、当初のアイデア・仮説の技術的な実証（**proof of concept**、**POC**）を果たさなければ、ある課題の解決にその技術・アイデアが有効であることを示すことができない。こうした **MVP** の作成や **POC** の実現のための過程では、多くの場合一銭の収入もない中で、試作、実験、実証のための資金が必要であり、世に出そうとする製品やサービスが革新的であればあるほど、そのために必要な期間は長く必要となり、また実験、実証のための費用も嵩んでくる。

これまでこうした部分は、国や地方自治体から提供される補助金等により支えられてきた。補助金の仕組み自体は、チャレンジングな課題の解決に挑むスタートアップ企業や起業家にとって心強い仕組みであり、引き続きその充実が期待されるところである。

また、これまで独立行政法人 情報処理推進機構（**IPA**）においては、創業前の起業家や創業初期のスタートアップ企業に対し、開発委託を行うことで資金を提供するといった仕組みがとられてきた。こうした開発委託の方式においては、**IPA** など公的組織が開発を委託するという建前を採るため、開発された知的財産権や成果物は、こうした公的組織に帰属させなければならないこととされるケースが多かった。しかしながら起業家やスタートアップ企業は、単にそこで技術を開発すること自体が目的でこうした活動を行っているわけでもなければ、公的組織の手足として開発を受託するというつもりでこれらの開発を行っているものでもない。そうではなく、自らのサービスを創るためにこれらの開発を行っているのであり、そこで開発された知的財産なり技術を核として、民間の資金を呼び込み、検証を深め、量産体制にまで持っていくことを視野に入れた第一歩として、初期の開発資金が必要なのである。これを開発委託と

いう形で進め、その知的財産につき十分なコントロールを持たないことになると、これにより民間資金を呼び込むことが難しくなったり、投資案件としての魅力が相対的に下がるということがありうる場所である。また、起業家なりスタートアップ企業が「受託」という立場に置かれるため、起業の前段階としての開発のための資金手当てという本来の姿ではなく、ケースによっては開発委託のアイデアを考え付いては案件として持ち込み、その開発を受託することで生計を立てるというビジネスモデルとなってしまうものもあると聞く。

こうしたものとは異なる、本来あるべき起業の前段階の開発を支援し、開発が成功すれば起業に向けて加速することができるようイノベータやクリエータを支援するという、これまでの開発委託方式に代わる新しい手法を開発することができれば、起業前の開発期から起業に当たってのチームアップ、そして民間からのシードマネーの調達へと、創業前から創業初期段階まで、一貫したロジックのもとでシームレスな支援を実現することができる。

#### (4) 本報告書の狙い

本報告書は、以上のような問題意識のもとで、創業前の個人が支援を得て技術開発を行い、開発に成功すれば民間からのシードマネーを得てベンチャーファイナンスモデルに円滑に移行する、というシナリオのもと、これを実現するために有用と思われるファイナンス関連書類の案を提案し、その内容の解説を試みたものである。

なお、ベンチャーファイナンスの実務について、それぞれの局面におけるファイナンスの手法や投資条件の評価、交渉方法については、**Startup Innovators**

(<http://startupinnovators.jp/>) に詳しい。同サイトは、我が国のベンチャーキャピタリストと起業家がベンチャーファイナンスの実務を学ぶための格好のガイダンスとなっており、起業を志すイノベータやクリエータにとって必読といえる。

## II. 創業前のイノベータに対する金融的支援

### (1) 受託モデルの限界

「I. 課題と背景」において述べた通り、創業前におけるイノベータやクリエイターによる技術開発への金融的支援は、これまで公的組織による開発委託の方式が採用されてきたところである。これは負担と受益を一致させるという原則を遵守しつつ、イノベータやクリエイターによる技術開発のための資金を提供するためには、資金拠出者である公的組織が委託元となって、イノベータやクリエイターに対して資金を提供して技術の開発を委託するという「受託モデル」を採用せざるを得なかったという事情によるものと推察される。この開発委託方式による場合、公的組織が委託元となり、イノベータやクリエイターは委託元の委託した技術を開発する「受託」の立場に置かれることになる。その結果、本来のアイデアや技術のシーズはイノベータやクリエイターが持っており、実際にその開発を行ったのもイノベータやクリエイターであるにもかかわらず、その成果物であるところの知的財産は、なんのアイデアも持たず、またそれを具現化する能力もない、単に資金拠出をしたに過ぎない委託元たる公的組織が取得することになる。

いうまでもなく、イノベータやクリエイターは、成果物を公的組織に召し上げられるために開発を行っているのではない。突き抜けた人材により開発された成果物は、開発者自らが情熱をもって、自らに足りないマネジメント能力等を持つ他の起業家とチームを組んで、これを自らの資産として企業化するのが本来あるべき姿である。自ら開発した成果物を自らの資産として保有することで初めて、民間の資金もスタートアップ企業に対して安定的にリスクマネーを供給することができる。すなわち、その事業を成り立たせ競争力の源泉となっている中核的な知的財産権が、その企業に帰属していないということになれば、これはベンチャーキャピタルをはじめとするシードマネーの投資家にとって致命的なリスクと映る。ベンチャーキャピタルをはじめとするシード投資家ができるリスクは、その中核的な知的財産権を活用して展開する事業のリスクである。そもそもの知的財産権が投資先企業に帰属していないことにより事業そのものが不安定化するリスクは、これらのシード投資家ができるリスクではない。

委託開発方式は、資金拠出者が成果物に対する権利を取得する結果、シード期のリスクマネーができるリスクを超えたリスクを、創業初期の企業に負わせており、創業初期というスタートアップのエコシステムを円滑に回すために最も重要な時期において、このエコシステムが円滑に回ることを阻害する要素を自ら作り出している面がある。そもそもスタートアップのエコシステムにとって、最も重要なのは起業家であり起業家が生み出す技術や事業アレンジメントである。これらは唯一無二の個性を持ち、起業家同士の組み合わせ、採用するビジネスモデルやオープンイノベ-

ションの座組み次第で、その価値は万倍にもなるまさに「金の卵」といえる。これに比べて金銭というのはいくらでも代替可能な財に過ぎず、スタートアップのエコシステムの中では従たるものとし、この「金の卵」の成長を加速させるためのものとの位置づけである。資金を提供した者が支配者であるというばかりの振る舞いは、スタートアップの世界ではおよそ誤っており、スタートアップにおける真の価値がどこに所在するかを大きく見誤った所業である。

我が国においては長らくこの点が理解されず、スタートアップ業界においても、アイデアを持ちこれを実現する行動力がある者と資金を出した者とは、あたかも後者の方が優越的な地位にあるかのような誤解が定着し、これが我が国をして長きの間ベンチャー後進国たらしめた深刻な要因であった。近時においては、インターネット産業の発達により米国西海岸の情報がかなりの粒度をもって我が国にも届くようになったことや、サンフランシスコ・ベイエリア（いわゆるシリコンバレーと呼ばれているエリア）と日本の間の起業家や投資家などのスタートアップコミュニティの交流が密になってきたこともあって、情報感度の高い起業家やベンチャーキャピタリストは、米国西海岸のスタートアップコミュニティが伝統的に持つ価値観を受け入れ始めているところであり、こうしたエコシステム内でのプレイヤーが占める位置の正しい理解が、近時における我が国のスタートアップ業界の興隆に一役も二役も買っていることは間違いない。

我が国の開発委託方式は、まさに、アイデアを持ちこれを具現化する能力を持つイノベータ・クリエータと、単なる資金拠出者に過ぎない公的機関との間で、その成果物の帰属をめぐり、後者に優越的な地位を認める点で、我が国スタートアップ業界が長らく陥ってきた誤謬と同じ文脈にあるように思われる。特に、その後にベンチャーキャピタルマーケットにおける資金の拠出を受けて成長を期する企業に対しては、この旧来型の価値観に基づく優劣関係とは異なる、「アイデアを持ちこれを実行に移すことができる人」を中心に考えたエコシステムモデルに適合した、創業前資金の調達スキームが開発され、適用される必要がある。

## (2) 新たなモデルの提案

創薬業界やバイオ業界と呼ばれる業界は、古くからオープンイノベーションが進んでいる。リスクの高い新薬開発を無数のスタートアップが手掛け、大企業はこれらに資金拠出をして開発を支援しつつ、そのコントロールをとることなくスタートアップに自由に研究を進めさせ、自社にとってフォーカスする分野におけるテクノロジーが生みだされた場合には、その分野のライセンスを得られるようにしておくことを、投資の対価として位置づけている。

このモデルの特徴は、知的財産の開発には時間を要し、しかも開発される知的財産がどのようなものであるか、またそれがどのような用途に用いることができるか、開

発の当初は必ずしも明らかではないものの、もしそれが特定の領域にフィットすれば、莫大な利益を生むという、知的財産の資産としてのコンティンジェンシーを正面から捉えている点にある。すなわち、知的財産開発における時間ギャップと、開発された知的財産の価値の大小が事前に予測できず、場合によってはとてつもない価値である可能性があることを見据えて、そのような知的財産に対するアクセス権をあらかじめ確保しておくことに価値があるという考え方をベースにモデルが設計されている。

バイオ・創薬業界におけるスタートアップ企業は、自らが開発する知的財産の価値がそのようなものであることを踏まえて、その価値を最大限利用して創業当初の資金調達を企画する。すなわち、自らが開発を目指す知的財産権に対するアクセス権をその可能性のある用途・分野ごとに分割し、複数の企業に対し、知的財産権の開発が成功した暁には、「あらかじめ定めた分野におけるライセンス権を要求することができる権利」を売却することで、資金を得るものである。このライセンスオプションの売却により得た対価をもって、研究開発資金の原資に充てるということが実務上行われている。

知的財産の開発には時間がかかり、その価値は開発当初あらかじめ見通せないという特徴は、なにもバイオ業界に限られない。オープンイノベーションが全産業に浸透しつつある今、同様のスキームにより他の業界のスタートアップも資金調達が可能な時代が到来しつつある。現にこうしたモデルは、いわゆる伝統的なバイオ・創薬の世界を飛び出して、バイオと物質化学の融合領域に応用されつつあるところである。こうしたなかで特に今後の成長が見込まれ政府としても重点分野に据えている、知的財産権の価値が重要になるハードウェアが絡んだビジネス、具体的には通信技術と製造技術が融合した領域であるモノのインターネットの世界においても、知的財産を活用した新しいファイナンスモデルを応用することが検討されるべきと考える。

### (3) 新たなモデルの概要

本報告書において提案するモデルは、知的財産権オプションというモデルである。これは、起業前のクリエイター、イノベーターが、IPAなどの公的組織との間で、自らが開発を予定している知的財産の束を担保にファイナンスするモデルである。組織の制約上、貸付け等の仕組みを採用することが困難であること、株式の取得ができないことなどを勘案し、かつ何らかの資産性のある財産権の取得に向けたものであることが必要であること等を鑑み、ライセンス権のオプションという構成よりは、知的財産取得のオプション権を購入するという構成が優れていると思われる。

具体的な仕組みは以下のとおりである。

- イノベーターが開発する知的財産権（プログラム著作物に関する著作権、特許を受ける権利やこれを登録した特許権などを想定）を譲り受ける権利（コールオプション）をIPAが取得し、IPAはその対価をイノベーターに支払う。

- イノベータは、対価をもとに必要な研究開発を実施する。
  - コールオプションは一定の期日以降に行使することができることとし、イノベータの立場を過度に不安定にしない形とすると共に、そのタイミングは、イノベータが当初提案する開発スケジュールに照らして設定する。
  - コールオプションの行使期間は一定の期間に限定することとし、イノベータの立場を過度に不安定にしない形とすると共に、IPA はオプション行使期間の延長オプションを持つ。延長オプションは有償としても無償としてもよいが、オプション理論に照らすと延長は本来経済価値があるはずであるため、有償とすることも考えられる。
  - イノベータは、IPA に対して知的財産の開発状況についてレポーティングを行う。これは有償としても無償としてもよいが、イノベータのオンゴーイングな費用を填補する趣旨で、有償とすることも考えられる。
  - イノベータは、オプション対価を IPA に支払うことで、オプションを解消することができることとする。これにより、IPA としては投下資本を回収することができることと共に、イノベータは、有望な知的財産が開発された場合には、投資家の支援を得てオプションを解消し、自社の単独の権利とすることができる。
  - もし開発された知的財産が事業化にそぐわなかった場合には、IPA はオプション権を行使して知的財産を取得し、これを特定償却資産として取り扱うとともに、パブリックドメインとして公開し、社会に役立てることを期する。
- 具体的な契約案としては、別添フォーム集の「1.知的財産オプション契約」をご覧ください。

#### (4) 要検討事項

IPA において上記仕組みを用いる場合には、知的財産オプション権が資産性のあるものとして評価されるものであることが必要となる。したがって、オプション権購入の段階で、ある程度知的財産権の開発が進んでおり、例えば特許を受ける権利として成立しているであるとか、プログラム著作物として評価可能な程度にまで開発がなされているといったものであることが求められると思われる。

また、これらの知的財産権をどのように評価するかという点が論点となりうる。知的財産権の評価を専門とする事業者や、例えばプログラム著作物であればウェブサイト等の価格は一定のマーケットが形成されつつあることなどを考えると、費用後払いで知的財産権を評価する事業者と提携することで、オプション権としての価格も算出することが可能と考えられる。

なお、既に会社を設立しているイノベータについては、この知的財産権オプションという調達方法のほか、後述「VI. シードマネーの調達(2)」にて言及するコンバーティブルエクイティ方式をアレンジして利用することも考えられる。コンバーティブル



エクイティは、有償新株予約権と構成することができるので、新株予約権の取得はIPAにおいても許容される余地があり、エグジットに際して、新株予約権のまま譲渡すれば、株式を保有することなく投下資本の回収を図ることができる<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> すなわち、エグジットとしてはM&AとIPOの場合が想定されるが、M&Aの場合には買収者に新株予約権を譲渡する方法が考えられるし、IPOの場合には、IPOの目の前の段階で、VCなどの既存投資家に譲渡する方法が考えられる。

### III. 起業（会社の設立と運営）

イノベーターやクリエーターが知的財産の開発に成功し、これをもとに事業を開始しようとする際に行わなければならないことの一つに、法人を設立するというものがある。設立される法人は、想定するビジネスモデルによって大きく3つ考えられる。

#### (1) 個人企業型

一つは、キャッシュフローをすぐに生むことができるビジネスであり、事業は投下するリソース（具体的には人材や設備等）の量に応じて線形に成長するモデルである。受託型のビジネスモデルなどはこれに該当する。こうしたモデルは、典型的には投資と事業成長が線形のものであるため、ベンチャーキャピタルにおける資本コストの考え方に合わないことが多い。むしろ安定したキャッシュフローをもとに銀行借入れによって安定的に成長していくというモデルが適合的である。

このモデルは、キャッシュフローの創出を前提とするので、イノベーターやクリエーターのリターンは、そのキャッシュフローからの役員報酬等を見込むことになる。外部投資家からのエクイティ資金は不要であるため、起業家はエグジットを用意する義務を負わず、会社は上場せずに閉鎖的に運営することができる。

この方式を目指すための事業体として最も効率が良くかつフレキシブルなのは、合同会社と考えられる。もちろん、株式会社を設立して同モデルを追求することも可能である。

#### (2) 社会企業型

キャッシュフローの創出という観点からは、個人企業型と目指す事業モデルは類似するものの、企業の目指すべき方向が社会問題の解決という方向を向いている場合には、一般社団法人などを用いることが考えられる。

すなわち、企業の目指すべき方向が社会問題の課題であるとすれば、イノベーターであるところの起業家における事業活動のモチベーションは、自らの富の増大にはないことになり、超過利潤が発生した場合にエクイティオーナーがこれにあずかることができる合同会社や株式会社といった私企業の形式よりも、こうしたものが社会に還元されることが制度的に担保されている仕組みを採用する方が一貫している。また営利目的でないことが法人選択により対外的に宣言されるため、起業家の事業に対する人々の共感も得やすく、多くの志を同じくする人々の結集を期待することができ、結果的に事業目的の実現性を高めることになる。

テクノロジーを用いて社会の課題を解決することを標榜する社会起業家（ソーシャルアントレプレナー）は、米国を中心に増加しつつあると言われており、人口減や地方の疲弊、温暖化やクリーンエネルギー、教育問題など、潜在的には情報技術を中心とするテクノロジーを用いることで、効率よく解決することが期待できる社会的課題

も多い我が国において、社会的起業という選択肢は、イノベータやクリエイタの活躍が期待できるものの一つであると信じる。

### (3) ベンチャー企業型

3つ目の類型は、投資を先行させて事業の基盤を構築したうえで、マネタイズの道を模索するベンチャー企業型の起業モデルである。継続的なキャッシュフローを創出する仕組み、すなわちビジネスモデルの創出は後回しにして、まずは事業基盤を構築するモデルであり、金融機関からの貸出しに依存することができない。他方において、事業の成長は成長基調に乗るとリソースの投入と成長が指数関数で表示される形になる。このモデルは、ベンチャーキャピタルが要求する資本コストをカバーすることができるため、ベンチャー企業型のファイナンスモデルを採用することができる。外部の投資家からのエクイティ資本を導入することになるため、起業家は投下資本の回収先を提供することが義務付けられる。そのための事業体としては、エクイティ資本の流動性が想定されている株式会社ということになる。

短期間で急速な成長を期待され、世界規模の事業を創出して世界で戦うことをも視野に入れた事業フォームであるため、事業の作り方や事業戦略の難しさは、他の2つのモデルを凌ぐものがある。政府としても、外部資本の力を借りながら事業を急速に成長させることで、我が国の産業競争力を高めることへの期待が高く、本報告書においても、ベンチャー企業型の事業モデルを採用する株式会社を念頭に置いて、その金融的手法によるイノベータ支援方法を検討している。

### (4) 株式会社の設立と運営のIT化

これまで起業家が会社を設立することを希望する場合、弁護士や司法書士を訪うというのが標準であった。そして、設立された会社の会計処理を会計士や税理士に依頼し、人事労務は社会保険労務士に依頼するというのが標準であった。スタートアップ企業はそのリソースを事業開発に集中して一刻も早く事業基盤を創出することが求められるため、こうした外部アドバイザーからのサービス提供を受けて貴重な資金を流出させることは極力避けたいと考える傾向がある。そのような起業家やスタートアップ企業のニーズに応える形で、ビジネスモデルを工夫したITスタートアップ企業が、こうした専門家のサービスを代替するサービスの提供を開始している。

会社の設立についても、その例外ではない。たとえば我が国においては、クラウド会計サービスを展開している freee 社 (<https://www.freee.co.jp/>) が、会社設立を極めて安価なコストで実現するサービスを開始しているし、その後の会計処理サービスも、同社や Moneyforward 社 (<https://biz.moneyforward.com/>) などが安価なサービスを提供している。人事まわりについても、SmartHR 社 (<https://smarthr.jp/>) などがリーズナブルなサービスの提供を開始している。

これらのサービスの登場により、起業家は基本的に、こうしたバックエンドまわりを気にすることなく自らの研究開発に集中できるようになっている。そして、かつてこれらの業務に携わってきた専門家は、こうしたサービスの登場を踏まえて、それぞれのサービスモデルを構築している。

#### IV. チームアップ

##### 1. はじめに

起業家が事業を開始するにあたって考えるべき最も重要なのは、創業チームの組成である。創業チームの構成員は創業者（Founder）として、投資家に対し、その投下資本を回収させる道を提示することが求められるし、従業員を雇い、その生活を保障し、苦境に陥った時には従業員を解雇しなければならない。事業戦略の策定に全責任を負い、従業員を説得して同じ方向を向けさせ、目標の達成に向けて走りきらなければならない。創業者の負う責任とその苦難は、かつての起業家で現在シリコンバレーで最も著名なベンチャーキャピタリストのひとりであるベン・ホロウィッツの著した「Hard Things」に詳しく書かれている<sup>2</sup>。

##### 2. 創業者株式の仕組みとアレンジメントの必要性

創業者株式は、起業家が企業をスタートアップさせることにより期待できる報酬の源泉のほとんどすべてといえる。起業家は、会社設立当初に極めて安価な価格、例えば1株1円、10円といった価格で大量の普通株式を取得する。例えば3名の創業者チームで会社を始める場合、それぞれ1株1円でCEOが40万株、CTOが30万株、CFOが30万株といった具合である。創業者株式は極めて安価に発行されるため、投資に対するリターンという意味での投資倍率は極めて高い。例えば会社が4年後に上場し、上場時の株価が4,000円だとしても、投資倍率は4000倍であり、40万円で取得した40万株は16億円にもなる。

このように、創業者株式は非常に魅力的な投資となるが、これはすべて、その創業者が事業を起こし、苦難を乗り越えてビジネスモデルを確立し、企業をエグジットにまで率いてきたことの報酬である。これらの株式は初期に渡されることになるが、これにより起業家に事業成長への強いインセンティブを付与して、エグジットの実現という投資家の目標と同じ目標を起業家に共有させることを目的としている。

逆に言うと、先に報酬を渡してしまう創業者株式は、単にこれを渡しきりにしてしまうと、起業家に対して、フリーライドのインセンティブを与えてしまう。すなわち、渡し切りにされた創業者株式があるのであれば、自分は極力エネルギーを割かず他への創業メンバーに事業開発をさせて、エグジットまでたどり着くのが最も効率的であることになる。すべての創業者が同じことを考えると、誰も事業開発に精を出すこと

---

<sup>2</sup> <http://ec.nikkeibp.co.jp/item/books/P50850.html>

なく、結局スタートアップのプロジェクトは失敗に帰することになる。

このような極端な事態はないと思われるかもしれないが、実際のスタートアップの現場では、実質的にこれと似たような事態が起こる。たとえば、3人のチームで開始したスタートアップ。最初は鉄の結束を見せていたと思われたものの、チームメンバーの間のマネジメント能力の差があらわになり、いつしか1名が閑職に追いやられる。従業員の中でも創業チーム内でのギクシャクは伝わり、閑職に追いやられたメンバーは従業員からも創業メンバーとしての尊敬を受けなくなる。このような状態になると、会社を高いモチベーションのもとに機能させるためにその創業メンバーはマイナスにしかならなくなるので、主力で働く2名のメンバーはなんとかそのメンバーに職を辞して欲しいと考える。投資家からは、辞任したメンバーが創業株式を数十%持つという資本構成は今後の事業成長の妨げになるとして、辞任とともに株式をアクティブな創業者に譲り渡すことが必要であると告げられる。社内での創業者としての尊厳を傷つけられ、しかも取締役の退任まで迫られたメンバーは、更に株式を手放すことまでも迫られ、大いに反発する。そのような事例は枚挙に暇がない。

### 3. 創業者株式のアレンジメント

なぜこのような事態が頻発するのか。こうした悲惨な事態を未然に防ぐ方法はないのか。

上記の事態が起こるのは、何も日本に限ったことではない。そして、海外のベンチャー実務においては既にこうしたものへの対処方法は確立している。起業家の途中離脱に伴う創業者株式の処理に関するストラクチャーは、基本的には後述の従業員に対して付与されるストック・オプションのストラクチャーと同じ発想でできている。すなわち、起業家が極めて安価な創業者株式を保有することが正当化される根拠は、およそ4ないし5年間、創業者として期待される役割を果たしたことにある。その前提を満たさない場合には、役割を果たした期間に応じて、保有株式を戻してもらう必要がある。普通株式の価格は時の経過に伴い上昇していくが、戻してもらう株式の価格は取得価額である安い価格を基礎とする。

具体的な契約案としては、別添フォーム集の「2.創業者株式に関する覚書」をご覧ください。

### 4. 「創業者株式に関する覚書」の解説

〇〇株式会社（以下「本会社」という。）並びに本書末尾「創業者一覧」に記載される者（以下「創業者」という。）は、創業者が保有する本会社の普通株式の創業者間の又は本会社による取得に関して、以下のとおり覚書（以下「本覚書」という。）を締結する。

### 【解説】

提供している「創業者株式に関する覚書」は、複数の創業者と発行会社を当事者とする多数当事者間の契約関係として整理している。例えば米国の National Venture Capital Association が公表する雛型は、創業者と発行会社との間の二者間の制限株式譲渡契約（Restricted Stock Purchase Agreement）としており、創業者が離脱した場合には発行会社が株式を取得する仕組みとしている。日本においては、発行会社による自己株式取得は財源規制が課され、これに違反した買取は無効とされていることから、仮に二者間の契約とする場合には、①自己株式取得規制に違反しないよう、買取価格を零とする、②発行会社による買い取りとしつつ、買取債権を第三者に譲渡することができるようにする、といった工夫が必要になる。

少なくとも日本においては、投資家は創業者株式を一ブロックと見ており、創業者の1人が離脱した場合には、他の創業者や後任の者が離脱した創業者の株式を譲り受ければ良いと考えている。そうであるとすると、創業者全員を当事者に組み込んだ契約とするのがスムーズであろうとの発想で、多数当事者間の覚書という形式を採用している。

#### 第1条（創業者の株式保有）

本会社および創業者は、各創業者が保有する本会社の株式の種類ならびに数、および1株あたり取得価額が本書末尾「創業者一覧」に記載されるとおりであることを確認する。

### 【解説】

創業者が保有している株式の数及び種類、その取得価額を当事者間で確認することとし、それを覚書に明記することで、実際に買取が起る場合の利便性を図ろうとしている。

#### 第2条（事業計画等）

1. 本会社の設立にあたり、創業者は、本会社の事業計画（以下「本事業計画」という。）、創業者が保有する本会社の事業に関する一切の権利ならびに利益、及び本会社において現に行われもしくは本事業計画その他において行うことが予定されている本会社の事業に関連するあらゆる知的財産権を本会社に移転したことを確認する。なお、本覚書において「知的財産権」とは、(i) 日本国内外における発明に関する権利（特許権及び特許を受ける権利を含む）、標章に関する権利、著作権または著作隣接権その他日本国内外における知的財産に関して取得しまたは取得しうる権利、(ii) 営業秘密その他日本国内外の法令において保護を受けうる秘密情報、(iii) アイディア、コンセプト、技術情報、ソフトウェア、ノウハウ、商号、ドメインネーム、ウェブアドレス、

ウェブサイトその他これらに付随または関連するすべての権利、(iv) 登録の可否を問わず財産的価値を有する情報、及び(v) 以上に関するライセンスを意味する。

2. 創業者は、前項の移転及びこれに関する登録、知的財産権またはこれに基づき本会社が取得する権利の実施、執行、防御その他の権利の行使を行うために本会社が合理的に要請する事項に協力し、その他必要なすべての措置を講ずるものとする。

#### 【解説】

創業者は多くの場合、会社設立前において何らかの開発行為をしている場合がある。これらは会社を設立することによって自動的に会社の帰属となるものではなく、創業者から会社への移転が必要である。特に、会社設立前の開発によって創業者に帰属していた知的財産権は、会社の設立によって自動的に移転するわけではないので、その後創業者間で揉めごとが起こった場合、設立前に開発にたずさわった創業者が離脱を迫られれば、会社が使用している知的財産権は自らに帰属しているという主張をする可能性がある。このような主張がなされると、会社の企業価値にとって致命的なダメージとなる。そこで、創業者株式に関する覚書では、設立前に開発していた知的財産は、個人ではなく会社に帰属していることを当事者間で確認することとしている。

実際には、こうした設立前の様々な活動により得られた知的財産が会社に提供されることと、起業家が創業者株式を得られることとは密接に関連しているのであるが、日本においては、これを知的財産の現物出資という整理とすると、会社法上の手続きとの関係で、都合が悪い。

#### 第3条（創業者保有株式の取得）

1. 創業者のいずれか（以下「離脱創業者」という。）がその理由の有無を問わず、本会社の役員、従業員、アドバイザーまたはコンサルタント（以下「役務等提供者」という。）でなくなった場合（創業者の死亡もしくは就業不能、または辞任もしくは解雇による場合を含む。）、他の創業者（以下「残存創業者」という。）は、本会社の役務等提供者であることを条件として、離脱創業者が本会社の役務等提供者でなくなったと残存創業者が認めた日（当日を含む。）から 60 日の間（以下、当該期間の末日を「創業者による取得請求権の行使期限」という。）、離脱創業者が保有する本会社の株式（以下「離脱創業者株式」という。）のうち本取得請求権の対象とならなくなった株式を除くもの（以下「取得対象株式」という。）の全部について、これを離脱創業者より 1 株あたり取得価額で取得する権利（以下「本取得請求権」という。）を有する。なお、残存創業者のうち複数の者が本取得請求権を行使した場合には、離脱創業者が本会社の役務等提供者でなくなったと残存創業者

が認めた日におけるそれぞれの持株数に応じて按分して、各残存創業者が取得する取得対象株式の数を決定するものとする。

2. 残存創業者のいずれもが前項に基づき本取得請求権を行使しなかった場合、創業者による取得請求権の行使期限の翌日（当日を含む。）から 30 日の間に限り、取得対象株式につき本会社が本取得請求権を行使することができるものとする。但し、本会社による本取得請求権行使に際して本会社に分配可能額がない場合（分配可能額が取得対象株式の数に 1 を乗じて得られる額を下回る場合を含む。）、本取得請求権行使と引換えに本会社が離脱創業者に引き渡す対価は零とする。
3. 本取得請求権の行使は、離脱創業者（但し、創業者が死亡した場合にはその遺言執行者または相続人。以下本条において同じ。）に対して書面により通知することにより行われるものとする。本項に基づく通知をもって、取得対象株式は残存創業者または本会社に移転するものとし、離脱創業者はかかる移転についてここに予め異議なく承諾する。
4. 本会社および創業者は、本条に基づく取得対象株式の移転が速やかに行われるよう、必要となる手続および措置を速やかに執るものとする。
5. 残存創業者または本会社は、本取得請求権を、離脱創業者の同意を得ることなく、本会社の他の役務等提供者もしくは株主またはその他の個人もしくは団体に譲渡することができる。

#### 【解説】

創業者の 1 名が会社から離脱する場合、残りの創業者が離脱する創業者が保有する株式を取得価額で買い取ることができることとしている。買取ることができる株式数は、保有する株式のうち、第 4 条で定める計算式に従って買取対象から外れた株式を除いた数の株式としている。買取価格を取得価額としているのは、もし離脱時点での時価ないし公正価格としてしまうと、離脱する創業者に対して株式エグジットを提供してしまうことと等しく、これでは目的を達することができないためである。なお、買取時の普通株式の公正価格が取得価額より高い場合（通常はそのような状態にある）、離脱する創業者は保有する普通株式を安く売却したものとして課税がなされる可能性は残る。

第 2 項では、創業者が買取請求権を行使しなかった場合に発行会社が行行使することができることを定めたものである。発行会社による株式の買取には会社法上の財源規制がかかり、分配可能額の範囲内でなければ買い取りを行うことができないことになっている。そこで、買取を実現するため、分配可能額が不足する場合には買取価格はゼロ円であるとして、自己株式取得規制上の問題は発生しないとの整理が可能のようにしている。第 2 項の規定はオプション的なものであり、置かないことも考えられるが、実際の実務において、発行会社が買い取る例も存在しないわけではない。



発行会社が財源規制によって買い取ることができない場合を主に想定して、第5項は、買取請求権を第三者に行使してもらうことが可能なようにしている。例えば、離脱する創業者を引き継いで会社のコアメンバーとなる者や既存株主などが主に想定されている。

#### 第4条（本取得請求権からの解放）

1. 各創業者が以下のそれぞれの日までの間、継続して本会社の役務等提供者としての地位を保持している場合、当該日の経過をもって、以下に記載されるそれぞれの数の各創業者が保有する本会社の株式につき、本取得請求権の対象とならなくなるものとする。なお、本取得請求権の対象とならなくなる各創業者の保有株式の数の算出において、1株未満の端数は切り捨てるものとする。

本覚書の締結日から12ヶ月後の日： 各創業者の創業者一覧に定める保有株式数の25%に相当する数

本覚書の締結日から24ヶ月後の日： 各創業者の創業者一覧に定める保有株式数の25%に相当する数

本覚書の締結日から36ヶ月後の日： 各創業者の創業者一覧に定める保有株式数の25%に相当する数

本覚書の締結日から48ヶ月後の日： 各創業者の創業者一覧に定める保有株式数の25%に相当する数

2. 前項の規定にかかわらず、各創業者における本会社の役務等提供者としての地位が、支配権移転事由の発生後6ヶ月以内に正当な理由がなく本会社により喪失された場合、その直前において本取得請求権の対象から外れていない各創業者の保有株式のうち50%に相当する株式につき、ただちに本取得請求権の対象とならなくなるものとする。
3. 本覚書において「支配権移転事由」とは、(i) 一または一連の取引による他の事業体による本会社の買収（合併、会社分割、株式移転、株式譲渡、その他の手法による組織再編を含むが、株主構成を維持したまま行われる取引を含まない。）であって、本会社の当該取引の直前における名義株主が、当該取引の直後において、存続会社または買収主体の議決権の過半数を保有していない場合（但し、主として資金調達を目的として本会社が株式を発行する場合は、支配権移転事由に該当しない）、または(ii) 本会社の全部もしくは実質的に全部の資産もしくは事業の譲渡をいう。
4. 本覚書において「正当な理由」とは、(i) 各創業者が役務等提供者としての職務を適切に遂行していない旨を本会社が通知した後も引続き、各創業者が役務等提供者としての職務を適切に遂行しないこと（但し、就業不能の場合を

除く。）、(ii) 各創業者が犯罪その他の不正行為に関与したこと、(iii) 各創業者が本会社または関連会社の事業に適用される業法その他の法令に違反したこと、(iv) 各創業者が本会社との間で締結した機密保持義務、競業避止義務、知的財産権の譲渡に関する義務に違反したこと、(v) 各創業者が反社会的勢力に該当し、反社会的勢力を本会社の経営活動に関与させ、自らまたは関係者をして資金提供その他の行為を行うことを通じて反社会的勢力の維持、運営に協力若しくは関与し、または反社会的勢力と交流を持つことをいう。

#### 【解説】

第4条第1項は、離脱する創業者の保有する株式のうち、買取請求権の対象とならなくなる株式について規定するものである。これは実質的に、創業者間で、創業者が勤務継続を希望する年数を合意しておくことを意味する。すなわち、この雛型では4年間で買取請求権が均等償却されるようにできている、創業者の間では、4年間は共に会社を育てていくという前提で設立時の株式の割合を決定したということの意味する。よって、例えば製造業など、創業者間でもう少し長い期間のコミットを前提として株式を割り当てている場合には、この期間をもう少し長くすることも考えられないわけではない。

なお、この仕組みは前述したとおりストック・オプションの仕組みとちょうど逆の仕組みになっている。つまり従業員に提供するストック・オプションは在籍年数に応じて株式を取得することができる権利であるのに対し、創業者株式については専攻して付与しておいて在籍年数に応じて取り戻されてしまう株式であるということになる。

第2項は、発行会社が買収された場合に、買収に伴う経営陣の変更に際して創業者が会社を去らなければならなくなった場合には、去らなければならなくなった創業者に対して、通常の場合よりも多くの株式を手元に残すことを許容しようとするものである。この雛型では、単に支配権移転事由のみではなく「正当な理由」がないことを求めており、いわゆるダブルトリガー方式を採用している。

なお、実際に発行会社が買収される場合には、創業者の保有株式も買収者による取得の対象となることも多い。この場合には、この覚書を終了させるか、買収の対価につき同様の縛りを置くための別契約を締結するかを検討することになる。

#### 第5条（譲渡制限）

1. 各創業者は、各創業者の保有株式を本取得請求権の対象から外れている数を超えて譲渡し、移転し、担保権を設定しその他の方法により処分（以下「譲渡等」という。）してはならない。

2. 創業者のいずれか（以下「譲渡等創業者」という。）が他の創業者（以下「非譲渡等創業者」という。）の事前の書面による同意を得ることなく、本覚書の定めに従って譲渡等創業者が保有する本会社の株式（以下「譲渡等創業者株式」という。）を譲渡等した場合、非譲渡等創業者または本会社は、当該譲渡等の直前の時点における譲渡等創業者株式のうち本項に基づく非譲渡等創業者の権利の対象とならなくなった株式を除くものの全部を、譲渡等創業者より1株あたり取得価額で取得する権利を有する。本項に基づく非譲渡等創業者または本会社の権利は、本取得請求権に準じて取り扱われるものとし、第3条第2項ないし第5項の規定が適用されるものとする。

#### 【解説】

買取請求権を実効化するため、買取請求権の対象から外れていない株式の処分禁止を定めたものである。株式の譲渡禁止のみでは、仮にこれに反して株式を売却する創業者が現れた場合、契約違反として損害賠償義務を負う程度の効果しか発生しない可能性があるところ、しかも他の創業者に具体的にどのような損害が発生したのかを証明することは困難であることが予想される。特に、離脱する創業者が現れるシチュエーションでは、離脱創業者と残存創業者の間で、保有株式をめぐるギリギリの駆け引きが行われることが通常であり、仮に契約に違反して売却してしまった場合に何が起こるのか、ということまでもシミュレーションして離脱創業者は株式の処分を画策することもある。その場合、残存創業者には損害賠償しか打つ手がないということになると、損害の立証ができないと見越した離脱創業者にとって売り得という状態を許容してしまうことになり、これでは覚書の趣旨を実現することができない。

そこで、この場合には違反によって残存する創業者が離脱創業者の株式を取得する権利が更に発生するものとして、いわば株式の二重譲渡状態を作り上げることとしている。これによって、株式を譲り受ける側にも牽制を効かせる効果を期待しているのである。

なお、創業者の株式は、その後に発行会社に対して投資するVCなどにより先買権をかけられることもある。この覚書を締結する場合には、創業者株式にこの覚書による制限がついていることを踏まえて、投資家との契約の中で適宜両者の調整のための規定を置くことも検討しなければならない場合がある。

#### 第6条（株式分割等）

本覚書に規定される株式数は、本覚書締結後に株式分割、株式無償割当て又は株式併合が行われる場合には、これに応じて適切に調整されるものとし、株式の取得価額も同様とする。

#### 第7条（有効期間）

本覚書は、本覚書の締結日にその効力が発生し、以下に定めるときに終了するものとする。

- (i) 本覚書の当事者が本覚書を終了することに合意したとき。
- (ii) 本会社の株式について、新規上場申請のための有価証券報告書（Ⅰの部）が金融商品取引所に提出されたとき。
- (iii) すべての創業者が本会社の株式を一切保有しなくなったとき。

#### 第8条（準拠法）

本覚書は日本法に準拠し、同法に基づいて解釈される。

#### 第9条（合意管轄）

本覚書の当事者は、本覚書に関する一切の紛争につき東京地方裁判所の専属管轄に服することに合意する。

#### 第10条（誠実協議）

本覚書に定めのない事項および本覚書の解釈につき生じた疑義については、本会社および創業者の間で誠実に協議を行うものとする。

#### 【解説】

残りの規定はいわゆるボイラープレートである。一点、ベンチャーファイナンスでは、株価が高くなりすぎた場合に投資単位を下げる等のため、株式分割を行うなどのことがしばしば発生する。この場合、取得価額での買い取りを定めている覚書の規定をそのまま適用するのでは都合が悪いことがある。そこで、こうした場合には規定を適宜読み替えて適用するよう第5条に規定している。

### V. シードマネーの調達（1）

#### 1. はじめに

ベンチャーファイナンス用の資本構成で会社を設立し、創業者間の取り決めを行うことができれば、これでシードファイナンス用の器ができたことになる。

シードファイナンスは、会社にとっても投資家にとっても最も難しいファイナンスフェーズの1つである。ここでの難しさは、仕組みが難しいということではなく、発行会社も投資家もファイナンスにお金をかけることができない中で、その後にファイナンスが続くような内容で投資のためのストラクチャーを考えなければならないという点にある。

この厳しい状態に対処する方法は、（可能であれば業界横断的に用いることができる）雛型を用意することが考えられる。しかも、その雛型は実務に照らして可能

な限りシンプルなものであることが望ましい。投資家サイドが過度に自らの身を守るために発行体と創業者に厳しい長大な契約書を提示することがあるが、シード段階の投資のリスクは契約書でプロテクトできるようなリスクではなく、そもそも発行会社が立てている仮説が正しいのかどうか不明であること、すなわち事業が継続可能なものであるのかどうか不明であることにある。そして、このような初期段階を切り抜けるために、シード投資家は創業者と事業戦略を共に考え、潜在的な顧客を訪問し、会社の基盤のタネをつくることが求められる。そのような活動が期待されているシード投資家から、事業がうまく行かなかった場合のリスクを創業者や発行会社に押し付けるような契約が出てくるとするのは、背理であろう。またシード投資家サイドも、はじめはどのように今後の事業の見通しもままならない会社であることを踏まえて、バリュエーションも低く設定するのが通常である。つまり、仮にうまくいかなくても大きな痛手を負わないように投資家サイドは投資家サイドで価格を低く見積もって投資をしているわけで、契約書の中で過度に投資家をプロテクトする条項を置く必要はないといえる。

したがって、シード段階では、起業家からは、可能な限りシンプルな契約を依頼するのがあるべき姿ということになる。具体的な契約案としては、別添フォーム集の「3.投資契約書（優先株式）」をご覧いただきたい。

## 2. 優先株式方式

シード段階で投資を求めるとして、投資家に株式による投資を求める場合には、優先株式による投資を求めるのがベンチャーファイナンスのあるべき姿である。つまり、可能な限り株式を希釈化しないように投資を求めするためには、1株あたりの価格が高いことが必要である。特に創業者株式を安く発行しているので、その価格に引きずられた形で株価を付されてしまうことは避ける必要がある。1株あたりの価格を上げるためには、その株式について価格が高いだけの理由が必要である。その理由の大きなものとして、仮に会社が清算したとしても、元本分だけは普通株主に優先して戻ってくるという仕組みを設けておくこと（優先残余財産分配）が一般的である。更に、この会社の清算に際して優先して元本回収することができる仕組みを、単に清算の場合だけではなく身売りの場合にも適用することができるようにしておくこと（いわゆるみなし清算条項）が考えられる。

このような仕組みとした株式を普通株式よりも高い価格として評価するかどうかは最終的には株価算定の問題ということになる。これまで我が国では、清算時の残余財産分配の優先権を理由に株価を高いものとして評価しない実務も見られたが、近時では残余財産分配の優先権とともに会社の売却時のみなし清算条項の存在を理由に、優先株式を普通株式とは異なる高い価格がある株式であるとする評価実務が定着しつつある。

なお、みなし清算条項は、必ずしも会社法において正面から優先株式に認められた権利として規定されているわけではない。実際に、みなし清算条項は登記対象とならないと言われており、その意味で、これを株式の内容として規定することの法的な効果がどの程度あるのかということをごりごりに詰めた場合の結論はよく分からないところがある。しかしながら、この条項があることによって実際に会社を売却する際に優先株式と普通株式の価格差がある前提でバリュエーションが行われる実務が定着しつつあること、会社法上で定款としての堅い効力が認められないとしても当事者間の合意としての効力はあると考えられることなどからすると、会社法が認めているかどうかという点は必ずしも決定的な問題ではないとも言える。むしろ、定款にこうした規程を置くことによって優先株式について普通株式と異なる価格を附することが合理的であるとする評価が得られるのであれば、それをもって目的の多くは達成していると思われる。

### 3. オプションプール

シードファイナンスを株式で調達する場合、投資家からあらかじめ、人事戦略の他に用いることができる株式の数をあらかじめ合意しておくことが重要になる（いわゆるオプションプール）。

オプションプールの考え方は米国からもたらされたものであるが、基本的にそのプール分については株式が発行されることを前提として投資家が1株あたり価格を算定するという実務になっている。つまり、投資家はオプションプール部分については株式が発行されたものとみなして1株あたり価格を出しているので、プールがある程度大きくても構わないというのが本来の発想である（その分だけ1株あたり株価を安く株式を手に入れられることになる）。

しかし日本では、投資家があまり大きなプールを設定するのを嫌がる傾向があり、概ね投資後の発行済株式総数の10-15%とされている。ベンチャーキャピタリストは、この比率を上回ると上場に差し支えがあると主張することがあるが、上場審査にはそのような基準は存在しない。自社の資本構成なりオプション戦略がどのようなものであるかを適切に説明することができれば、これよりも高い比率であっても上場審査に大きな悪影響を与えるものではないと言われている。

オプションプールの取り方にはさまざまな方法があるが、日本の多くのスタートアップは、投資家との投資契約の合意をもって、その投資契約に規定されているオプション発行に関する制限をもってオプションプールと整理しているケースが多いようである。

#### 第4条（オプションプール）

本会社がストック・オプション目的で本会社又は本会社の役員、従業員又はアドバイザーに対して付与する新株予約権その他の本会社の株式を取得することができ

る権利は、その行使により発行される株式数の累計がその時点における発行済株式総数の 15%に相当する数を超えないものとする。

#### 4. 創業者株式のアレンジメント

創業者の仲間割れによってフルコミットしない創業者が会社の株式の相当程度の割合を保有しているという状態は、創業者にとってのみならず投資家にとってもリスクである。特にシード投資は事業が存在しない分だけ創業者チームを投資判断にあたっての重要な要素として見る傾向があるため、創業者の離脱はシード投資家にとっても契約書で何らかの手当をとっておきたいリスクである。

なお、この規定を雛型においている趣旨は、上記 V.にて詳細に述べた問題があるにもかかわらず、創業者間で必要な手当をせずに進める場合が少なくないこと、投資家サイドも十分な手当をするべきことを創業者に指導することなく投資をしてしまい、あとで困ることになるケースも少なくないことによる。したがって、別途の手当がとられている場合には、敢えて投資契約でこのようなアレンジメントについて投資家との間で合意しなければならないものでもない。

##### 第3条（創業者株式）

創業者が発行会社の取締役としての地位を辞する場合、その創業者（以下「退任創業者」という。）が保有する本会社の株式の全てを後任の取締役又は本投資家に売却するものとする。この場合の1株あたりの売却価格は、退任創業者の1株あたりの取得価額又は直近簿価純資産価額を発行済株式総数（潜在株式が発行されている場合にはこれが発行されたものと仮定して計算する。）で除して得られる額のうち低い方の額（以下「創業者売却価額」という。）とする。ただし、取締役の退任日が本契約日から2年経過した日以降である場合は、退任創業者が保有する本会社の株式の75%を創業者売却価額で売却することを条件として、残余を引き続き保持することができるものとする。本条の規定は、創業者が発行会社の取締役としての地位を辞する前に、本投資家が本条によらないことにつき同意していた場合には、適用されない。

#### 5. 優先株式方式の投資契約書

上記の一般的な理解に従って、投資契約雛型は極めてシンプルなものとしている。まず発行する株式について。これはシリーズ A ファイナンスの前のファイナンスラウンド（プレ A ラウンド）であるということで、AA 種優先株式という優先株式を発行することとしている。

AA 種優先株式は、先述した普通株式との価格差を認めてもらうために必要な残余財産の優先分配権とみなし清算条項の点を除いて、可能な限り普通株式と同等の

権利とした優先株式である。

#### 1. 残余財産の分配

- (1) 本会社は、残余財産の分配を行うときは、AA 種優先株主又は AA 種優先登録株式質権者に対し、普通株主又は普通登録株式質権者に先立ち、AA 種優先株式 1 株につき〇〇円（但し、AA 種優先株式につき、株式の分割、株式無償割当て、株式の併合又はこれに類する事由があった場合には、適切に調節される。以下「A 種優先残余財産分配額」という。）を分配する。
- (2) AA 種優先株主又は AA 種優先登録株式質権者に対して AA 種優先残余財産分配額の全額が分配された後、なお分配する残余財産が存する場合、AA 種優先株主又は AA 種優先登録株式質権者及び普通株主又は普通登録株式質権者に対し、それぞれ、AA 種優先株式 1 株当たりの分配額と普通株式 1 株当たりの分配額が、当該分配日において AA 種優先株主が AA 種優先株式の普通株式への転換を請求したと仮定した場合に AA 種優先株式 1 株につき交付すべき普通株式の数対 1 の割合（以下「AA 種転換比率」という。）となるよう、かかる残余財産を分配する。

#### 【解説】

残余財産の分配についての AA 種優先株式の優先権を規定したものである。なお、上記の「〇〇円」には、AA 種優先株式の 1 株あたり発行価額を入れることを想定している。投資家の中には、この価格に発行価額の 2 倍、1.5 倍という数値を要求する者も存在する。この金額が大きくなればなるほど、創業者が手にすることができる金額が小さくなる。

#### 2. 普通株式への転換請求権

- (1) AA 種優先株主は、いつでも、本会社に対して、その有する AA 種優先株式の全部又は一部を取得することを請求することができるものとし、本会社は、AA 種優先株主が取得の請求をした AA 種優先株式を取得するのと引換えに、普通株式を AA 種優先株主に対して交付する。
- (2) AA 種優先株式の取得と引換えに交付する普通株式の数は、AA 種優先株主が取得の請求をした AA 種優先株式の払込金額の総額（但し、当該優先株式につき株式の分割、株式無償割当て、株式の併合又はこれに類する事由があった場合には、適切に調節される。）を取得価額で除して得られる数とする。なお、取得と引換えに交付する普通株式の数に 1 株に満たない端数があるときは、これを切り捨てるものとし、この場合においては、会社法第 167 条第 3 項に定める金銭の交付はしないものとする。
- (3) AA 種優先株式の取得価額は、当初〇〇円とする。
- (4) 以下に掲げる事由が発生した場合には、それぞれ以下のとおり取得価額を調整する。
  - (a) 普通株式につき株式の分割又は株式無償割当てをする場合、以下の算式により取得価額を調整する。なお、株式無償割当ての場合には、下記の算式における「分割前発行済普通株式数」は「無償割当て前発行済普通株式数（但しその時点で本会社が保有する普通株式を除く。）」、「分



割後発行済普通株式数」は「無償割当て後発行済普通株式数（但しその時点で本会社が保有する普通株式を除く。）」とそれぞれ読み替える。

$$\text{調整後取得価額} = \text{調整前取得価額} \times \frac{\text{分割前発行済普通株式数}}{\text{分割後発行済普通株式数}}$$

調整後取得価額は、株式の分割の場合には分割に係る基準日の翌日以降、また株式無償割当ての場合には割当ての効力が生ずる日をもって（割当てに係る基準日を定めた場合は当該基準日の翌日以降）、これを適用する。

- (b) 普通株式につき株式の併合をする場合、株式の併合の効力が生ずる日をもって（併合に係る基準日を定めた場合は当該基準日の翌日以降）、次の算式により取得価額を調整する。

$$\text{調整後取得価額} = \text{調整前取得価額} \times \frac{\text{併合前発行済普通株式数}}{\text{併合後発行済普通株式数}}$$

- (c) 取得価額の調整に際して計算が必要な場合は、円位未満小数第2位まで算出し、小数第2位を四捨五入する。

#### 【解説】

これは、会社法上は取得請求権と呼ばれている権利であり、株主のイニシアチブによって優先株式を普通株式に転換することができる権利である。

第(3)号に挿入されるべき価額は、AA種優先株式の発行価額が想定されている。この数値を発行価額より小さなものとするともAA種優先株式1株によって発行される普通株式の数が1株よりも大きくなってしまい、創業者をはじめとする普通株式の保有者が受け取ることができる価格が減ってしまう。

なお、このAA種優先株式には、その後のファイナンスでAA種優先株式の1株あたり株価よりも安価な株式を発行した場合のAA種株主のプロテクションは規定していない。これはAA種優先株式は十分に安い価格で株式を買うので、これよりも低い価格での投資は想定されないことによる。また、仮にそのような投資になったとすればその案件は失敗であり、シード投資家としては、これ以上そのような投資家にリソースをかけても仕方がないという判断になるのが合理的であるため、条項を複雑化する要因である転換価額の調整条項を可能な限りシンプルなものとしたものである。

### 3. 強制転換

本会社は、本会社の普通株式を金融商品取引所もしくはこれに類するものであって外国に所在し国際的に認知されているものに上場し、又は、店頭売買有価証券市場もしくはこれに類するものであって外国に所在し国際的に認知されているものに登録することを決定した場合、本会社の取締役が別に定める日において、その前日までに取得の請求のなかったAA種優先株式をすべて取得することができるものとし、本会社はかかる優先株式を取得するのと

引換えに、AA 種優先株式の払込金額（但し、AA 種優先株式につき、株式の分割、株式無償割当て、株式の併合又はこれに類する事由があった場合には、適切に調節される。）をその時点における AA 種優先株式の取得価額で除して得られる数の普通株式を、AA 種優先株主に対して交付するものとする。なお、上記の普通株式の数の算出にあたって 1 株に満たない端数が生じたときは、会社法第 234 条の規定に従って金銭を交付する。

#### 【解説】

IPO 時の強制転換条項を定めたものである。IPO 時に優先株式が残存するという事態は少なくとも日本の上場実務では想定されていないため、この実務に沿って、全ての優先株式を強制的に普通株式に転換することを可能にする条項である。

もちろんこの場合も普通株式への転換は 1：1 を基本として想定している。

#### 4. 合併等の場合の措置

- (1) 本会社は、本会社が消滅会社となる吸収合併もしくは新設合併、又は本会社が完全子会社となる株式交換もしくは共同株式移転（以下「合併等」と総称する。）をするときは、合併等に係る効力発生日において、普通株主又は普通登録株式質権者に先立ち、AA 種優先株主又は AA 種優先登録株式質権者に対し、AA 種優先株式 1 株につき AA 種優先残余財産分配額に相当する額の存続会社、新設会社又は完全親会社の株式及び金銭その他の財産（以下「割当株式等」という。）が割当てられるようにする。
- (2) AA 種優先株主又は AA 種優先登録株式質権者に対して AA 種優先残余財産分配額の全額に相当する額の割当株式等が割当てられた後に、なお本会社の株主に割当てられる割当株式等がある場合には、AA 種優先株主又は AA 種優先登録株式質権者は、AA 種優先株式 1 株当たり、普通株式 1 株当たりの割当株式等の額に、その時点における AA 種転換比率を乗じた額に相当する割当株式等の割当てを受ける。

#### 5. 支配権移転取引

- (1) AA 種優先株主は、以下の事由のいずれかに該当する取引（以下「支配権移転取引」という。）を実行することを本会社が承認した場合、法令上可能な範囲で、本会社に対して、金銭の交付と引換えに、その有する AA 種優先株式の全部又は一部を取得することを請求することができる。この場合、本会社は、AA 種優先株主が請求をした AA 種優先株式を取得するのと引換えに、AA 種優先株式 1 株につき基準償還価額に相当する額の金銭を当該 AA 種優先株主に対して交付する。
  - (a) 合併、株式交換、株式交換による他の株式会社の発行済株式全部の取得又は株式移転（但し、かかる行為の直前における本会社の株主が、存続会社又は完全親会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）
  - (b) 本会社の全部若しくは実質的に全部の事業の譲渡（但し、かかる行為の直前における本会社の株主が、譲受会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）

- (c) 本会社の事業の全部又は実質的に全部が承継される吸収分割又は新設分割（但し、かかる行為の直前における本会社の株主が、承継会社又は新設会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）
  - (d) 本会社の株主による本会社の株式の譲渡（但し、かかる譲渡の直前における本会社の株主が、当該譲渡の直後において引き続き総株主の議決権の過半数を保有することになる場合を除く。）
- (2) 前項に規定する「基準償還価額」とは、AA 種優先残余財産分配額とする。但し、支配権移転取引において決定された本会社の株主持分の評価額が、AA 種優先残余財産分配額に前項の請求時における発行済 A 種優先株式の総数（自己株式を除く。）を乗じた額を上回る場合には、当該上回る額を前項の請求時における完全稀釈化後株式数（但し、自己株式を除くものとし、かつその時点において発行されていない新株予約権その他の普通株式を発行することができる権利はすべて行使されていないものとみなして計算する。）で除し（円位未満小数第 2 位まで算出し、小数第 2 位を四捨五入する。）、これに AA 種転換比率を乗じて得られる額（円未満切捨て）を加算する。
- (3) 請求の日における分配可能額を超えて本条の請求がなされた場合、分配可能額の範囲内の AA 種優先株式について取得の効力が生じるものとし、この場合において本会社が各 AA 種優先株主から取得すべき AA 種優先株式の数は、請求に係る AA 種優先株式の数に応じた按分比例の方法により決定される。

#### 【解説】

みなし清算条項に相当する規定である。

第 4 項は会社法上の組織再編行為が行われた場合の対価に関する規定であり、取引実行時に会社が清算したと仮定した場合に AA 種優先株式につき分配される額に相当する組織再編対価を優先的に受領することができる旨が規定されている。

第 5 項は会社に対して金銭を対価として取得することを求めることができる旨の規定である。実質的には株式を発行会社買い取ってもらうことを意味するが、この場合は会社法上の自己株式の財源規制が課されるため、財源が十分でない場合には発行会社において買い取ることができない。逆に言えば資本金の減少や準備金の減少等を通じて財源を設けることができれば、発行会社に対して、清算の場合と同額の支払いを求めることができることを意味しており、少なくとも株式評価を行う際には、優先株式の価格算定にあたって参考になりうるものと思われる。

#### 6. 種類株主総会

- (1) 本会社は、すべての種類株式について、会社法第 322 条第 1 項の規定による種類株主総会の決議を要しない。但し、同項第 1 号に規定する定款の変更（単元株式数についてのものを除く。）を行う場合は、この限りでない。
- (2) すべての種類株式に関する募集事項の決定は、当該種類の株式を引受ける者の募集につ

き当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しない。

- (3) すべての種類株式を目的とする新株予約権に関する募集事項の決定は、当該新株予約権を引き受ける者の募集について当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しない。

【解説】

AA 種優先株式の株主総会及び種類株主総会における議決権について定めたものである。定款に特段の条項がない限り、すべての株式は株主総会において 1 株 1 議決権を持つものとされており、AA 種優先株式も同様である。

他方において、複数種類の株式が発行されている会社においては、各種類の株式の保有者から構成される種類株主総会において、その種類の株主の権利に重要な影響がある議案について、その種類の株主からなる株主総会とは別の種類株主総会における資本多数決を得なければ、その議案は効力を生じないことになっている（会社法第 322 条第 1 項）。この権利は定款によって排除することができるものとされているが、同項 1 号に規定するものについては単元株式に関するものを除いて排除することができないとされている。

ベンチャーファイナンスでは、経営陣の意向と投資家の意向を調整することが必要になるが、その意向の調整は投資契約上のもので行ったほうがコスト効率性が高いとの判断のもとで、優先株式の持つ種類株主総会に関する権利については法令上可能な範囲で排除している。

なお、第(2)号と第(3)号は会社法の規定を定款において調整する技術的な規定である。

## VI. シードマネーの調達 (2)

### 1. はじめに

ベンチャーファイナンスにおけるシードマネーによる資金調達の方法は、V.にてご説明したとおり優先株式で行うのが基本である。他方において、優先株式による発行は、株式の内容を決定しなければならず、そのための投資家と創業者の間の交渉が避けられない（交渉をせずに投資家の言いなりになれば創業者が損するだけである）。シードマネーの比較的小さな資金を調達する際に、優先株式というのはいかにも大げさであるという考えもある。

かといって、普通株式を発行することはベンチャーファイナンスでは極力避けなければならない。なぜなら、繰り返し説明するとおり、創業者は可能な限り希釈化を避けながら可能なかぎり多くの資金を調達する必要がある、そのためには 1 株あたりの価格を高くして投資家に株式を発行しなければならない。他方において、創業者は今後会社にジョインする従業員に対しては可能なかぎり安いストック・オプションを渡すことで、従業員に魅力のある報酬プランを提示し、優秀な人材を獲得

しなければならず、そのためには普通株式の価格を可能な限り安く抑えておく必要がある。

この両方のニーズを満たすためには、投資家に対しては普通株式ではなく優先株式を発行するほかない。日本では、シードファイナンスの手法として普通株式をまず発行しておいて、後からこれを優先株式に転換する方式の仕組みがあるが<sup>3</sup>、この仕組みは普通株式の価格を抑えておくというスタートアップ企業にとって重要な課題に応える仕組みになっていないものがある。シード段階において、この仕組みが提案されることがあるが、この仕組みは投資家サイドにより考案されたものであること、日本の投資家には従業員に安いストック・オプションを振る舞うことに対してアレルギーがあること、以上の2点をしっかり理解した上で話を聞く必要があるだろう。普通株式のほうが簡単で理解しやすいという面はあるが、このような理由で普通株式方式を選択するのは、起業家として必要な株式に関する学習を怠っていることを告白するに等しい。

## 2. コンバーティブルエクイティの出現

上記のアプローチに替えて、近年、将来の株式の発行を約束して資金の前渡しを受けるという実務が出現している。コンバーティブルエクイティと呼ばれるものである。資金の前渡しのスキームは、これまで発行会社に対する貸付の形で行われていた。発行会社に先にお金を貸し付け、将来これをデット・エクイティ・スワップすることを約束するものである。これは色々な実装がありうるが、米国ではコンバーティブル・ノートを用いる実務としてしていることや、日本において単なる貸付の場合には投資家に貸金業登録が必要とされていることなどに鑑みて、日本では新株予約権付社債（いわゆる転換社債）による実務が比較的定着していた。

この貸付によるスキームは、実際には株式の前払いに過ぎないので、貸付の満期が到来したことを理由に発行会社に元利金の返済を求めるということはご法度とされており、スタートアップコミュニティのなかではこの価値観が維持されている。しかしながら、近時のスタートアップブームによって投資家層が拡大し、スタートアップエコシステムを理解するコミュニティメンバー以外の者が投資家に回るケースが多く見られるようになるに至り、コミュニティ内部の慣習に基づく取扱いがなされるという事実上の話だけでは不十分なのではないか、発行会社を債務超過状態に置くコンバーティブル・ノートの実務はスタートアップエコシステムにとってマイナスなのではないかという議論が出てくるようになった。

こうしたなかで出てきたのがコンバーティブルエクイティとよばれる実務である。コンバーティブルエクイティは、発行会社に株式の取得資金を前払いしつつ、発行

---

<sup>3</sup> これもしばしばコンバーティブルエクイティと呼ばれており紛らわしいので注意する必要がある。

会社に負債を負わせない仕組みであるというのがその仕組みの本質である。

### 3. コンバーティブルエクイティの仕組みの基本

コンバーティブルエクイティは、先述の通り先に資金を投入しておいて、次のラウンドの資金調達が起こったときにこれを株式に換えるというタイプの投資手法である。次のラウンドの投資家よりも先にリスクを取って投資をしているので、一般に次のラウンドの投資家よりも安い価格で（ディスカウント。一般には20%ディスカウントが選択されることが多い）株式を転換することができる権利がついている。

コンバーティブルエクイティは、株式への転換を想定した資金の前払いの性質を持ち、かつ投下した資金が負債に計上されないというものであり、これまでは、先述した普通株式を発行しておいて株主全員の合意により種類を変更する方式のほか、新株予約権付社債を永久劣後債化した方式、種類株式を用いる方式などが試されてきた。現在の実務では、日本においては有償新株予約権として発行するのがもっとも収まりがよいという評価が定着しつつある。

新株予約権として発行することのメリットとして、登録免許税が一律9万円で済むという点がある。また定款を変更することなく導入することができる点で、事務コストも小さく、シード投資のスキームとしての優位性は大きい。

具体的な契約案としては、別添フォーム集の「4.投資契約書（コンバーティブルエクイティ）」をご覧ください。

### 4. コンバーティブルエクイティ方式の投資契約書

コンバーティブルエクイティについても、優先株式方式と同様、投資契約雛型は極めてシンプルなものとしている。機密保持や反社会的勢力の排除に関する条項など、入れておいたほうがよい条項はほかにもあるが、日本のシードファイナンスの実務において簡便さに徹した例としては、この程度の契約で行っているというのが実情である。

優先株式方式と比べてストックオプションプールに関する規定がない点に着目してほしい。これは、新株予約権方式のコンバーティブルエクイティであれば、ストックオプションを増やせば増やすほどコンバーティブルエクイティの転換価格が小さくなる（すなわちより多くの株式を投資家が得ることができる）という仕組みになっていることによる。すなわち、投資家に株式を発行する資金調達の場合には、ストックオプションは株式の希釈化を招くものとして、投資家サイドが一定の制限を会社に課するということになるが、新株予約権を発行する資金調達の場合には、実際の株式は後に発行されるので、発行する株式の数を計算する算式の中にストックオプションの付与数を勘案することで、投資家の権利は守ら

れるということになる。

(1) 新株予約権の目的である株式の種類及び数

本新株予約権の目的たる株式の種類（以下「転換対象株式」という。）は当社の普通株式とする。但し、次回株式資金調達（以下に定義する。）において発行する株式が普通株式以外の種類株式である場合には、当該種類株式（但し、その発行価額が転換価額（以下に定義する。）と異なる場合には、1株あたり残余財産優先分配額及び当該種類株式の取得と引き換えに発行される普通株式の数の算出上用いられる取得価額は転換価額の当該種類株式の発行価額に対する比率に応じて適切に調整されるものとする。）とする。

本新株予約権の行使により当社が転換対象株式を新たに発行し、又はこれに替えて当社の保有する転換対象株式を処分する数は、本新株予約権の発行価額の総額を転換価額で除して得た数とする。但し、本新株予約権の行使により1株未満の端数が生じるときは、1株未満の端数は切り捨て、現金による調整は行わない。

【解説】

コンバーティブルエクイティは、次の資金調達に際して発行される種類の株式を発行するものである。他方において、日本の登記の実務においては、発行時に存在しない株式を発行することを内容とする新株予約権は登記することができないとされている。そこで、コンバーティブルエクイティの転換は原則として普通株式であるとせざるを得ない。もっとも、登記実務においては、その後の一定の事象が発生したときに、それに合わせて発行する株式の種類を変更することはできるとされている。そこで、次のファイナンスで優先株式が発行された場合にはその優先株式を発行するという記述としている。発行する株式の種類に関する原則と例外が、実際に想定しているシナリオと異なる記述となっているのは以上の理由による。

なお、厳密にいうと、コンバーティブルエクイティにより発行される株式は、次のファイナンスの優先株式と完全に同一の株式というわけではない。なぜなら、発行価額がディスカウントされるので、このディスカウントに応じて残余財産分配の優先額等が異なることになるからである。具体的には、例えば次のラウンドの株式がA種優先株式である場合には、現金を対価として発行されるものをA1種、コンバーティブルエクイティの転換によるものをA2種という形で区別する必要があることになる。

(2) 転換価額

- (a) 本要項において「転換価額」とは、以下のうちいずれか低い額（小数点以下切上げ）をいう。
- (x) 割当日以降に資金調達を目的として当会社が行う（一連の）株式の発行（当該発行に際し転換により発行される株式の発行総額を除く総調達額が\_\_\_\_\_円以上のものに限るものとし、以下「次回株式資金調達」という。）における 1 株あたり発行価額に 0.8 を乗じた額
- (y) \_\_\_\_\_円（以下「評価上限額」という。）を次回株式資金調達の払込期日（払込期間が設定された場合には、払込期間の初日）の直前における完全希釈化後株式数で除して得られる額
- なお、本要項において「完全希釈化後株式数」とは、当会社の発行済普通株式の総数（但し、自己株式を除く。）をいう。但し、完全希釈化後株式数の算出上、普通株式以外の株式等（但し、本新株予約権を除く。）についてはその時点で全て普通株式に転換され又は当該株式等に付された権利が行使され普通株式が発行されたものと仮定し、本号(b)の場合を除き、当会社において発行を決定し未だ未発行の新株予約権があるときは、当該新株予約権のすべてが行使され普通株式が発行されたものと仮定する。「株式等」とは、当会社の株式、新株予約権、新株予約権付社債及びその他本会社の株式を取得できる権利をいう。
- (b) 前号にかかわらず、割当日の 18 ヶ月後の応当日（以下「転換期限」という。）以降における転換価額は、評価額上限を当該転換の日における完全希釈化後株式数で除して得られる額（小数点以下切上げ）とする。
- (c) 前二号にかかわらず、次回株式資金調達の実行日又は転換期限以前に支配権移転取引等を当会社が承認した場合における転換価額は、評価額上限を当該支配権移転取引等の実行日における完全希釈化後株式数で除して得られる額（小数点以下切上げ）とする。
- なお、本要項において「支配権移転取引等」とは、(i) 当会社の資産の全部又は実質的に全部の売却、譲渡その他の処分、(ii) 合併、株式交換又は株式移転（但し、かかる行為の直前における当会社の株主が、存続会社又は完全親会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）、(iii) 吸収分割又は新設分割（但し、当会社の事業の全部又は実質的に全部が承継される場合に限り、かかる



行為の直前における当会社の株主が、承継会社又は新設会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）、(iv) 当会社の株式等の譲渡又は移転（但し、かかる取引の直前における当会社の株主が、当該取引の直後において引き続き総株主の議決権の過半数を保有することになる場合を除く。）、又は(v) 当会社の解散もしくは清算をいう。但し、かかる行為が当会社の持株会社（当会社の完全親会社であり、当会社の株主がかかる行為の直前における当会社の議決権比率と実質的に同比率にて株式を保有することになる会社をいう。）の設立を目的として行われる場合、又は純粋な資金調達を目的として株式の発行又は処分が行われる場合を除く。

#### 【解説】

##### (1) 転換価額の算出の基本

転換価額の記述がコンバーティブルエクイティで最も重要な点の一つである。先述したとおり、コンバーティブルエクイティを行使して発行される株式数は、投資金額を転換価額で除して得られる数になる。ここで転換価額は、次のファイナンスの投資家よりもリスクを取って先に投資をしているため、ディスカウントされることになる。このディスカウント率は通常は 20%とされているが、案件によって 15%であったり 30%であったりすることもある。

なお、安易な転換を防止するため、転換がトリガーする「次のファイナンス」には調達額の下限がかけられているケースが多い。

転換価額を画するもう一つの数値としてバリュエーションキャップがある。これは、転換価額を単に 20%ディスカウントとすると、次のファイナンスのプレマネーバリュエーションが想定よりも高い場合、これにより次のラウンドの 1 株当たり価額が大きくなる結果、投資家は、想定よりも少ない株式しか得ることができないことになる。そこで、バリュエーションの上限額を想定することで、これ以上のバリュエーションで行われたとしても、バリュエーションキャップをもとに転換価額を計算し、一定割合の株式を確保するということが試みられる。

このバリュエーションキャップのつけ方は様々なバリエーションがあるが、いずれも発想は上記の発想をもとにしている。バリュエーションキャップのはめ方によっては、ディスカウント率は 50%、30%といったことにもなりうる。シードファイナンスにおいて、起業家は、分かりやすいディスカウント率の方に目を奪われやすいが、実際に効いてくるのはバリュエーションキャップの方である。起業家は、バリュエーションキャップがどのようにかかっているのかをよく確認し、その条件のもとではバリュエーションがいくらの時に転換価額がいくらかになるのかについて、エクセル等によりしっかりとシミュレーションを行う必要がある。

逆に、このシミュレーションをしっかり行うことで、次のラウンドは、バリュエ

ーションがいくらかの時にを行うのが最もエクイティを大きく失わずに済むかをあらかじめ見積もることができる。調達した金額で何カ月くらい事業を存続することができるかを横目で見つつ、どのタイミングで次のラウンドを入れればもっともエクイティを効率的に使うことができるかを計算するのである。次ラウンドのスケジュールが合わなければ、バリュエーションキャップを引き上げる交渉も必要になるだろう。こうした思考をしていくのが本来あるべき起業家のベンチャーファイナンスへの向き合い方である。

なお、記載中の「完全稀釈化後株式数」の定義に着目してほしい。この中にはオプションプールが含まれている。すなわちストックオプションの発行を見積もれば、これが転換価額の計算上、分母に織り込まれ、転換価額が下がる結果、投資家に対してより多くの株式を発行することになる。なお、ディスカウント率を乗じて得られる転換価額の場合には、次ラウンドのバリュエーションの議論の中で、オプションプールの存在を計算に入れてバリュエーションが決定することになるから、やはりオプションプールは転換価額に織り込まれることになる。

## (2) 次ラウンドのファイナンスが起こらない場合の転換価額

コンバーティブルエクイティは、次ラウンドのファイナンスに際しての株式への転換を想定して先に資金を提供する手段であるから、いつかは株式に転換することが予定されている。他方、次ラウンドのファイナンスがなかなか発生しないと、これは投資家の期待とは異なる結果となる。そこで、コンバーティブルエクイティでは、通常、次ラウンドの期限を想定して、期限までに次ラウンドが起こらない場合には一定の転換価額で株式に転換する権利を投資家が持つ仕組みを採用することが多い。次ラウンドが起こっていないので、発行する株式は普通株式が想定される<sup>4</sup>。

期間としては18ヶ月から24ヶ月がよくみられるが、こうでなければならないというものは特段存在しない。雛型では、転換価額をバリュエーションキャップを想定した価額としている。

## (3) M&A エグジットが発生した場合の転換価額

同様に、次ラウンドの資金調達にたどり着く前に買収されるケースが想定される。日本では必ずしも多くはないが、皆無ではなく、米国などでは人材獲得型 M&A（アクイハイヤ）は頻繁に行われるので、買収を想定した転換に関するルールは重要である。

この場合も転換は普通株式への転換となり、転換価額は、雛型ではバリュエーションキャップを想定した価額としている。

---

<sup>4</sup> 海外の実務ではこれによるストックオプションの行使価額への影響を考慮して、一定のフォームによる普通株式以外の株式（例えば Series Seed (<http://www.seriesseed.com/>)）を指定するものもある。

(3) 本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額又はその算定方法  
各本新株予約権の行使に際して出資すべき価額は1円とする。

【解説】

コンバーティブルエクイティは先に投資額を払い込む方式なので、行使価額はノミナルな金額としている。なお、行使価額をゼロ円とすることは想定されていない。

(4) 本新株予約権を行使することができる期間

各本新株予約権は、割当日の翌日以降、いつでも行使することができる。

【解説】

コンバーティブルエクイティについては行使期間による制限は行っておらず、行使条件を定めることにより本来行使されるべきタイミングでの行使を期している。

(5) 本新株予約権の行使の条件

(a) 本新株予約権は、次回株式資金調達が発生することを条件として行使することができる。但し、次回株式資金調達が転換期限までに発生しない場合、又は次回株式資金調達の実行日若しくは転換期限以前に支配権移転取引等を当会社が承認した場合はこの限りではない。

(b) 前(a)号にかかわらず、次回株式資金調達が転換期限までに発生しない場合における本新株予約権の行使は、本新株予約権（転換価額の定めを除き本新株予約権と同一の条件を有する新株予約権を含む。以下本(b)号において同じ。）の発行

価額の総額の50%超の本新株予約権の保有者がこれを承認したことを条件として行うことができる。

【解説】

コンバーティブルエクイティの行使のタイミングは、転換価額の説明から分かる通り、①次ラウンドファイナンスのタイミング、②一定期間内に次ラウンドファイナンスが発生しなかったタイミング、③次ラウンドファイナンスより前に買収が発生したタイミング、の3つがある。

なお、このうち①次ラウンドファイナンスのタイミングについては、投資家からの転換も可能であるが、どちらかという会社のイニシアチブによる転換を想定している（後述）。これに対し、③次ラウンドファイナンスより前に買収が発生したタイミングについては、後述のとおり金銭対価と株式対価で区別をしている。また、②一定期間内に次ラウンドファイナンスが発生しなかったタイミングにおける転換については、これを会社のイニシアチブに委ねるのは適切ではない一方で、いつまでもコンバーティブルエクイティが残存するのも会社の資本戦略上は適切ではない。

そこで、同種のコンバーティブルエクイティを保有する投資家が、投資額ベースで多数決をとって全体を転換するかどうかを決める建付けとしている。

(6) 株式を対価とする本新株予約権の取得条項

- (a) 当社は、次回株式資金調達を行うことを決定した場合、当該取引の実行日までの日であって当社の取締役会（取締役会を置かない会社にあつては、株主総会）が別に定める日において、その前日までに行使されなかった本新株予約権をすべて取得するものとし、当社は本新株予約権を取得するのと引換えに、当該本新株予約権の発行価額の総額をその時点における転換価額で除して得られる数の転換対象株式を交付する。なお、上記の転換対象株式の数の算出にあたって1株に満たない端数が生じたときは、会社法第234条の規定に従って金銭を交付する。
- (b) 前(a)号の定めにより本新株予約権を取得する場合、当社は、取得日の5日前までに本新株予約権の保有者に対して、その旨及び転換対象株式の内容その他当該次回株式資金調達における株式発行の条件を書面にて通知するものとする。

【解説】

以上は投資家がイニシアチブをとってコンバーティブルエクイティを転換していく局面であったのに対して、この項は会社がイニシアチブをとってコンバーティブルエクイティを転換する局面である。具体的には、条件を満たした次ラウンドファイナンスが起こる場合に、上述した転換価額で、投資家の意思にかかわらず次ラウンドファイナンスに際して発行される株式に転換していくことになる。

日本のコンバーティブルノートの実務では、会社がイニシアチブをとって転換する条項を取って抜いた条件を提示する投資家が多く存在する。本来であれば、あらかじめ約束した条件でファイナンスを行う場合には、会社のイニシアチブで強制的に投資家のコンバーティブルノートを株式に転換することができるようにしておくのがフェアであり、起業家は当然それを求めるべきである。コンバーティブルエクイティは、実務が始まったばかりであるが、コンバーティブルノートの場合と同様に会社がイニシアチブをとって転換する条項を抜いて提示する投資家が現れることが容易に予想されるので、起業家は内容をよく精査する必要がある。

(7) 金銭を対価とする本新株予約権の取得条項

- (a) 当社が支配権移転取引等を行うことを決定した場合、当該取引の実行日までの日であって当社の取締役会（取締役会を置かない会社に

あつては、株主総会)が別に定める日において、その前日までに行使されなかった本新株予約権をすべて取得するのと引換えに、各本新株予約権につき本新株予約権の発行価額の2倍に相当する金銭を交付する。

- (b) 当会社は、前(a)号に基づき本新株予約権を取得する日(当該日を定めなかった場合には支配権移転取引等の実行日)の10日前までに本新株予約権の保有者に対して、支配権移転取引等の条件を書面で通知するものとする。

#### 【解説】

次ラウンドファイナンスが発生する前にM&Aが発生する場合、コンバーティブルエクイティの投資家は、①金銭を受け取るか、②普通株式に転換したうえで株式を売却してリターンを受け取るか、いずれか選択することができるようになっている。

事業売却に際して会社は、コンバーティブルエクイティの投資家がM&Aに反対することで事業売却のタイミングを失わないよう注意する必要がある。この観点から行くと、単に金銭受け取りと株式転換を投資家が選択することができるという建付けとしておくことは適切ではない。なぜなら、投資家はいずれも選択しないことで潜在株式を残し、買収を困難にすることができる立場を利用して、起業家や買収者に対して自らのコンバーティブルエクイティをより高い値段で買わせることができるポジションを得てしまう可能性があるためである。

そこで、投資家は、②普通株式への転換を権利として持つこととして、もし転換しない場合には①金銭を受け取る、という建付けを採用している。投資家が株式への転換を希望するのは、金銭を受け取るよりも大きな売却益を得られる場合であるから、ボトムラインとして金銭を受け取らせてコンバーティブルエクイティを消却することができるよう作り付けることが合理的と考えられる。雛型では金銭の受け取りを元本の2倍としているが、もちろんこれは調整可能である。なお、実務において、投資家が普通株式への転換を希望する場合には、行使請求書の提出に合わせて株式の譲渡契約などM&Aの実現に必要な投資家の意思表示を受領することになる。