



スタートアップ向け 資金調達における投資契約の論点

2019年7月30日

創・佐藤法律事務所
弁護士 佐藤有紀

※シェアにあたり、若干編集・削除を行っておりますことをご了承ください。

SO&SATO
INNOVATIVE LAWYERS

Copyright © SO & SATO Law Offices All Rights Reserved.

目次

- “投資契約”の“デザイン”の今
- なぜこのような“デザイン”に？
- “投資契約”の具体的な条項
- “投資契約”とインセンティブプランの関係

- “投資契約”の“デザイン”の今
- なぜこのような“デザイン”に？
- “投資契約”の具体的な条項
- “投資契約”とインセンティブプランの関係

“投資契約”の“デザイン”の今

- ちよつと昔
投資契約 = 投資契約
- 現在
投資契約 = ①投資契約（株式引受契約）
②株主間契約
③みなし清算に関する合意書

但し、現在でも投資契約一本で済ませている Deal も存在し、多様性を帯びている印象。

各契約の当事者

	ベンチャー 企業	創業者	新規株主	既存株主 (投資家)	既存株主 (その他)
投資契約 (株式引受契約)	○	△	○		
株主間契約	○	○	○	○	△
みなし清算に 関する合意	○	○	○	○	○

- ※ 三つの契約は、それぞれ当事者と規律する内容が異なる。
- ※ 創業期から株主間の足並みがそろっているのであれば、株主間契約とみなし清算に関する合意は一つの契約で十分な場合もある。

各契約の内容

	投資契約 (株式引受契約)	株主間契約	みなし清算に関する 合意書
内容	主に、契約締結からお金の払込までの短い期間を規律する。	(新規の株主との関係では) お金の払込後の関係を規律する内容。 株主間の調整だけでなく、ベンチャー企業に対して各株主が有する権利(要は、ベンチャー企業に対して主張できること)を規律する。	(新規の株主との関係では) 株主間契約と同様、お金の払込後の関係を規律する内容。特に、ベンチャー企業にM&Aがあった場合、どの種類株主がどの程度の対価を得られるのか株主間で調整する。
具体的な条項	(1) 募集事項 (2) 前提条件 (3) 表明保証	(1) 事前通知・承諾事項 (2) 役員等派遣、情報開示 (3) 買取請求 (4) 先買権、タグアロング、ドラッグアロング (5) 表明保証 (6) 損害賠償 (7) 契約の終了事由	みなし清算条項

- “投資契約”の“デザイン”の今
- **なぜこのような“デザイン”に？**
- “投資契約”の具体的な条項
- “投資契約”とインセンティブプランの関係

過去の投資契約によるデメリット

- (1) 個別に投資家と投資契約（投資家側の雛型）を締結するだけだと、どの投資家に対してどのような義務を負っているのか一覧性がなくなってしまう
→投資契約を遵守しようとする管理部門のコスト増。知らない間に契約違反を起こす可能性大
- (2) みなし清算条項（後述）がワークするかわからない。
→M&Aがあった場合、優先株主が優先的にM&Aの対価を受領できるように規定しているが、投資契約の当事者でない他の株主に対して当該権利を主張することはできない可能性がある。
- (3) 先買権（後述）を複数の投資家に認めてしまっているが誰の先買権が優先するのか分からない。
→投資契約と矛盾する契約の締結が生じると、契約違反になる可能性大。また、過去に投資契約と矛盾する契約を締結していると表明保証違反となる可能性がある。

過去の投資契約によるデメリット

ベンチャー企業のガバナンス関連の契約内容は株主間契約等を集約し、投資後のベンチャー企業における一元管理が望ましい。

→現在の“投資契約”によって

- (1) 株主間契約にベンチャー企業や創業者の義務が集約されているため、管理部門によるチェックが容易になり、義務の履行が容易になる。
- (2) みなし清算に関する合意書によって全ての株主が当事者となり、みなし清算時の優先株主の権利の確実性が増す。
- (3) 投資家に認めている先買権に関して同一順位性を明確に確保し、矛盾が発生しなくなる。

最近の“デザイン”のメリット

- (1) ①投資契約（株式引受契約）を巡る論点が少なく、①投資契約（株式引受契約）がFixするまでの交渉は短い。

- (2) 株主間契約等の変更は全ての当事者の同意が必要なことから、次回以降のラウンドで入ってくる投資家も株主間契約の変更を求めるハードルが上がるので、ベンチャー企業側から見ると運用が安定的になる。

ということで、目指すべきところは？

- (1) ベンチャー企業と投資家の相対の投資契約（株式引受契約）は、できる限りシンプルに。
- (2) 投資家による投資後の話は、投資後の規律を定める株主間契約等に集約する。“拡張性”のある“デザイン”に！
- (3) 次のラウンドを迎えるにあたって整理しておくことが望ましい。

- “投資契約”の“デザイン”の今
- なぜこのような“デザイン”に？
- **“投資契約”の具体的な条項**
- “投資契約”とインセンティブプランの関係

“投資契約”の具体的な条項

かつての投資契約にしる、現在の“投資契約”にしる、主な項目は大体同じ。

事前承諾・通知事項	みなし清算条項	先買権、タグアロン グ、ドラッグアロン グ	表明保証
株式買取条項	解除	補償・損害賠償	契約終了事由

事前承諾事項

よく記載されているもの

- (1) 定款変更
- (2) 剰余金の配当
- (3) 株式等の発行等
- (4) 自己株取得
- (5) 解散
- (6) 代表取締役、取締役又は監査役の選任又は解任
- (7) 代表取締役、取締役又は監査役の報酬の決定又は変更
- (8) 主幹事証券の選任
- (9) 貸付、●万円以上の借入
- (10) 新規事業の開始、事業内容の変更、業務上の提携又は解消
- (11) 事業計画の決定及び大幅な修正
- (12) 事業計画、設備投資計画、又は収支計画の策定又は大幅な変更

事前通知事項

よく記載されているもの

- (1) 主要取引先又は金融機関の変更
- (2) 支店の設置、子会社又は関係会社の異動
- (3) 第三者に対する訴訟、仲裁、調停、強制執行その他司法上の手続きの開始
- (4) 子会社又は関係会社の増資、減資、合併、解散
- (5) 災害若しくは業務に起因する重大な損害の発生、又はかかる損害を招来するおそれのある事象の発生
- (6) 支払停止若しくは支払不能又は手形若しくは小切手の不渡り
- (7) 破産手続開始、会社更生手続開始、民事再生手続開始、特別清算開始、又はその他の倒産手続きの申立て

みなし清算条項

M&Aの場合に、清算したものと“みなして”
対価の清算を行う条項。

優先株式の残余財産の優先分配権と平行に考えて、M&Aが生じた場合に、優先株主がM&Aの対価について一定の優先的な分配を受けられるように定めるもの。

みなし清算条項の意義

M&AでExitする際、売却価額が一定額を超えないとそもそも普通株主に売却代金が回ってこない…

そのため、

- (1) M&Aにおける対価の分配について、高い株価で投資した優先株主の権利及び利益を一定の範囲で保護する。
- (2) 普通株主 = 創業者に、高い売却価額となるよう買い手と交渉するインセンティブが生じる。

みなし清算条項

M & Aの場合とは？

- ① 第三者が、発行会社の発行済株式の議決権総数の50%超を保有する
- ② 発行会社が消滅会社となる吸収合併・新設合併
- ③ 発行会社が完全子会社となる株式交換若しくは共同株式移転
- ④ 事業譲渡又は会社分割により発行会社の事業の重要部分を第三者に移転させること

みなし清算条項

具体例

ベンチャー企業A社が普通株式1株1万円×100株の出資により設立された。

その後、A社は、投資家に対し、優先株式を1株100万円で10株発行した。

当該優先株式は、残余財産について、1株あたり発行株価の100万円分につき優先的に分配を受け、さらに残余がある場合には、普通株式1株と同額の分配を受けられる形とされ、A社についてM&Aが生じたときに、同様に、優先株式が1株当たり100万円の対価の分配を受け、さらに残余がある場合には、普通株式1株と同額の対価の分配を受けられる“みなし清算条項”が入っている。

どのように分配されるか？

	A社が2億円で売却された場合	A社が1,100万円で売却された場合	A社が100万円で売却された場合
優先株主	まず優先分1,000万円 + 残額1億9,000万円×10/110 約1,727万2,727円 = 2,727万2,727円 (みなし清算条項がない場合、約1,818万1,818円)	優先分1,000万円 + 残額100万円 ×10/110 =約1,009万円 (みなし清算条項がない場合、100万円)	優先分 100万円 のみ (みなし清算条項がない場合、約9万円)
普通株主	残額1億9,000万円×100/110 =1億7,272万7,273円 (みなし清算条項がない場合、1億8,181万8,182円)	残額100万円 ×100/110 =約91万円 (みなし清算条項がない場合、1,000万円)	0円 (みなし清算条項がない場合、約91万円)

先買権

株式を第三者に売却しようとする場合に、その売却条件と同等の条件で買い取る権利。

例えば、途中で創業者が第三者に株式を譲渡しようとした場合、投資家が第三者への譲渡と同条件（あるいはそれ以上の条件）で、優先的に株式を買い取ることができるようになる。

どのような機能？

タグアロング

ある株主が株式を売却する場合、他の株主も同じ条件で同じ買い手に売却する権利を付与する条項。

どのような機能？

タグアロング

- みなし清算条項との整合性に注意
- タグアロングで売却する際は、普通株式と優先株式が同一の価値であることが前提とされていることが多い。

ドラッグアロング

株主が株式を売却する際、他の株主も強制的に同条件で株式を売却させることができる権利。

どのような機能？

ドラッグアロング

- みなし清算条項との整合性に注意

- ドラッグアロングで売却する際は、普通株式と優先株式、同一の価値であることが前提とされていることが多い。

その他一株式買取請求

ベンチャー企業の株主間契約違反等一定の条件を充足した場合、投資家がベンチャー企業や創業者に対して、投資金額以上の金額で保有している株式を買い取る義務を負わせる条項

➤ どのような機能？

会社法上配当可能額の範囲でしか自己株買いができないため、事実上創業者に対して買い戻しを要求することが目的。

➤ 実際いくら位の額になるのか・・・？

その他—IPOラチェット条項

投資家による投資時の優先株式の株価とIPO時の普通株式の株価を比べて、

投資時の優先株式の株価 > IPO時の普通株式の株価

の場合、

優先株式を普通株式に転換する際に、優先株式1株を、

「投資時の優先株式の株価」÷「IPO時の普通株式の株価」÷ (1-X)

株の普通株式に転換するもの。

(※ Xは、投資家の最低期待リターン。)

その他—IPOラチェット条項

例えば、最後の資金調達時、1優先株式あたり、100万円で資金調達したとする。

IPO時に、事業の伸びがイマイチ、あるいは市場環境が悪く、1普通株式あたり50万円のIPOになるとする。

この場合、 $X=20\%$ とすると、優先株式1株は、 $100/50/0.8 = 2.5$ 株の普通株式に転換される。

その他—IPOラチェット条項

- I の部提出の前に優先株式を普通株式に転換するため日本では難しい？

- “投資契約”の“デザイン”の今
 - なぜこのような“デザイン”に？
 - “投資契約”の具体的な条項
 - **“投資契約”とインセンティブプラン**
- の関係**

投資契約とインセンティブプラン の関係

「発行会社が発行会社の取締役又は従業員に対して行う新株予約権の発行又は処分であって、発行会社の発行済みの新株予約権（当該発行又は処分される新株予約権を含む。また取締役又は従業員以外に対して発行又は処分された新株予約権を含む。）の目的となる株式の合計数が発行会社の発行済株式総数の10%以内となる範囲に留まる場合を除く。」

投資契約とインセンティブプラン の関係

- 株主間契約によっては、発行できるSO等の条件や中身まで決められているケースもあるので、インセンティブプランの設計に当たっては、株主間契約の中身を考慮する必要がある。

(参考) 当事務所の概要

2015年に創法律事務所として設立され、M&A、ファイナンスや、フィンテック・AI・VR等各種テクノロジーベンチャーの支援を行うローファームです。上場支援にも注力しております。

イノベーションを加速させ、企業間の健全なエコシステムにおいて積極的に役割を果たす。

Mission



日本を変える新事業、企業を作り出す。価値あるローファームを作る。

Vision



専門知識はもとよりビジネスに関する知見を高め、クオリティの高いサービスを提供する。一流の仲間を集め一流のチームを作る。現状に甘んじず、変化を恐れない。

Value



当事務所の主要な取扱分野



M&A
M&A



ファイナンス・ファンド
Finance / Fund



フィンテック・ブロック
チェーン
FinTech / Blockchain



イノベーション・テクノロジー
Innovation / Technology



一般企業法務
Corporate Legal



ガバナンス・コンプライアンス
Governance /
Compliance



情報セキュリティ
Security



建設・インフラ
Construction /
Infrastructure

主要メンバーのご紹介

氏名	役職	経歴等
齋藤 創 	パートナー T:03-5545-1820 s.saito@innovationlaw.jp	<ul style="list-style-type: none">FinTech、仮想通貨、スタートアップ支援を主要な業務としています。大手法律事務所で16年間、主として金融分野(証券化、ファンド、デリバティブ等)を取り扱った後、2015年に現事務所を立ち上げました。新規商品開発、レギュレーション、コンプライアンス、資金調達、M&Aなどに幅広く関与しています。各種テクノロジーの進展に関心を持っています。1997年東京大学法学部卒業、2005年ニューヨーク大学ロースクール(LL.M.)修了。1999年第一東京弁護士会登録、2006年米国ニューヨーク州弁護士登録。西村あさひ法律事務所パートナーを経て現職。日本ブロックチェーン協会顧問、FinTech協会キャピタルマーケット分科会事務局、前bitFlyer社外取締役。2019年Chambers Asia Pacificで日本のFinTech弁護士(2019)、Best Lawyers rankingsで日本の金融・規制分野の弁護士(2020)としてランク・イン。
佐藤 有紀 	パートナー T:03-5545-1830 y.sato@innovationlaw.jp	<ul style="list-style-type: none">M&Aや投資に関する案件に多く携わり、ストラクチャリング、デューデリジェンス、契約交渉等を行っています。加えて、資本業務提携、ジョイントベンチャー、ファンド組成、ベンチャー投資等のプロジェクトに関して幅広く関与しています。外資系証券会社法務部への出向経験を有し、レギュレーション対応もを行っています。2000年一橋大学法学部(私法課程)卒業、2011年University of Southern California Gould School of Law (LL.M.) 卒業。2005年第一東京弁護士会登録、2012年米国ニューヨーク州弁護士登録。ホワイト&ケース法律事務所/ホワイト&ケース外国法事務弁護士事務所(外国法共同事業)、弁護士法人虎門中央法律事務所(現弁護士法人苗村法律事務所)、King & Wood Mallesons法律事務所・外国法共同事業等を経て現職。

主要メンバーのご紹介

氏名	役職	経歴等
片山 智晶 	アソシエイト T:03-5545-1833 t.katayama@innovationlaw.jp	<ul style="list-style-type: none">不動産取引・開発、建築・建設関連、M&A、ジェネラルコーポレートに関して幅広く経験を有しています。現在は、企業内及び外部法律事務所双方の執務経験を活かし、仮想通貨関連業務、金融、Fintech、資金調達のほか、幅広く企業法務に従事しております。2008年千葉大学法経学部総合政策学科卒業、2011年中央大学法科大学院修了。2013年第二東京弁護士会登録。株式会社ゆうちょ銀行、大成建設株式会社、佐藤総合法律事務所を経て現職。
小山 健太 	アソシエイト T:03-5545-1831 k.koyama@innovationlaw.jp	<ul style="list-style-type: none">M&Aや投資に関する案件、人事労務分野に関するリーガルアドバイス、資金調達や社内規程作成を含むジェネラルコーポレートを中心に業務を行っています。2014年慶應義塾大学法学部法律学科卒業、2016年慶應義塾大学法科大学院修了。2017年第一東京弁護士会登録。King & Wood Mallesons法律事務所・外国法共同事業を経て現職。

主要メンバーのご紹介

氏名	役職	経歴等
ヨーク・シュミット 	フォーリン・アソシエイト T:03-5545-1830 j.schmidt@innovationlaw.jp	<ul style="list-style-type: none">2019年5月より創・佐藤法律事務所に入所。当事務所入所以前、ドイツ有数の法律事務所のシンガポール及びクアラルンプール拠点にて勤務し、多くのクロスボーダーM&A案件に関与しました。また、欧州及び米国の法人顧客の為に広く企業・商事法務(会社設立、ジョイントベンチャー、リストラクチャリング、ファイナンスを含む)を取り扱っています。EUおよび独におけるICOの法令上の位置付けをテーマにPhD論文を執筆。また、2017/2018にはOxford大学のFintech Programを修了。2012年第一次独国家試験、2015年第二次独国家試験合格、2015年にドイツ連邦共和国フランクフルト市にて法曹資格を取得。

主要メンバーのご紹介

氏名	役職	経歴等
砂田 有史	アドバイザー T:03-5545-1820	<ul style="list-style-type: none">国内企業法務事務所にて公開買付(TOB)、株式交換を含む各種M&A手法に関するアドバイス、ストラクチャリング、デューデリジェンス、並び契約書類の作成及び交渉等を取り扱ったのち、グリー株式会社（子会社であるGlossom株式会社の取締役を兼務）にてM&A、ベンチャー投資、VC投資等のコーポレート・アクション及びガバナンス体制の整備等に従事しました。現在はREVICパートナーズ株式会社のシニア・ディレクターとしてコーポレート・メザニン・ファンドの運用に従事しています。2001年早稲田大学法学部卒業、2011年南カリフォルニア大学卒業。2005年第一東京弁護士会登録。株式会社メイコー、株式会社I-ne、東洋刃物株式会社及び株式会社ブイキューブの監査役及び監査等委員たる取締役を歴任。
小林 研介	アドバイザー T:03-5545-1820	<ul style="list-style-type: none">大手法律事務所にてM&A・ファイナンス法務を取り扱ったのち、事業会社にてM&A・ベンチャー投資・FA業務等に従事しています。現在は株式会社カクコムにて、海外企業への投資を担当しており、ベンチャー企業に対する戦略的助言と法的助言につき多くの経験を有しています。2003年東京大学法学部卒業。2005年第一東京弁護士会登録（現在登録抹消中）。長島大野常松法律事務所、KPMGコンサルティング株式会社、株式会社ディー・エヌ・エー（DeNA）、グリー株式会社等を経て、株式会社カクコム入社。

その他、パラリーガル等含め最適なチームでリーガルサービスを提供しております。