

# はじめての優先株式

---

2023年7月5日

創・佐藤法律事務所 丸の内オフィス  
弁護士 佐藤有紀

# 自己紹介

•弁護士歴約18年（うちベンチャー支援は9年）。約8年、外資系ローファームの東京 & シンガポールで、主に外資系ファンド、銀行・証券会社、プライム上場（の中でも時価総額の大きい）事業会社向けに、M&A・投資、クロスボーダー取引に関するリーガルアドバイスを提供。

•いわゆるハゲタカファンドや某著名VC側で投資に携わる中で、ベンチャー企業・中堅企業を含め日本企業の法務面の弱さ（はたまたやさしさ？）にただただショックを受け、ベンチャー企業側や新規事業開発の支援に携わりたいと考えるようになる。

•企業法務系法律事務所等を経て、2019年より創・佐藤法律事務所。スタートアップ支援、M&A、ファンド取引等に携わる。上場企業・上場準備中の企業の社外役員等も務める。



# 目次

---

- “優先株式”及び“投資契約”のデザイン
- なぜこのようなデザインに？
- “投資契約”の具体的な条項
- 優先株以外の手段との比較
- 質疑応答

- “優先株式”及び“投資契約”のデザイン
- なぜこのようなデザインに？
- “投資契約”の具体的な条項
- 優先株以外の手段との比較
- 質疑応答

種類株（会社法第108条第1項）のうち、配当及び／又は残余財産分配において、普通株よりも優先する種類株

No.	内容	スタートアップでの使用例など
1	剰余金の配当	有
<b>2</b>	<b><u>残余財産の分配</u></b>	<b><u>多く見られる</u></b>
3	株主総会における議決権の対象となる事項	有（なお、銀行系VCなど議決権自体を制限しているケースも）
4	株式の譲渡について会社の承認を要する	－（そもそも非上場だと譲渡制限会社が通例）
5	株主からの取得請求	有
6	会社による取得条項	有
7	会社による全部取得条項	－（買収者によるスクイズアウトにおいて用いられる）
8	拒否権付株式	投資家によるがほとんど無い
9	役員選任権付株式	投資家によるがほとんど無い

過去においては、かなり多くの条項を優先株式の内容として加えていたが、現在ではシンプルな設計とすることが多くなってきている。

## 以前の優先株式の内容

残余財産分配における優先権  
剰余金配当における優先権  
普通株式を対価とする転換請求権  
金銭を対価とする償還請求権  
普通株式を対価とする転換条項  
みなし清算条項

## 現在の優先株式の内容

残余財産分配における優先権  
剰余金配当における優先権  
普通株式を対価とする転換請求権  
金銭を対価とする償還請求権  
普通株式を対価とする転換条項  
みなし清算条項

- ベンチャーにおいて剰余金配当は考えにくく、実際行われないのに定めておくのはあまり意味がないという判断をする投資家もいるため、剰余金配当の条項はないことが増えてきている。
- みなし清算条項は、会社法上、株式の内容とするのは有効性に疑義があるため記載しない傾向がある。
- 金銭対価の償還請求権は、優先劣後関係は会社法上想定されていないが、実質的にみなし清算と同様の効果を生じることから、優先劣後関係を定める必要がある。ただし、複雑となることから記載せず、分配合意書のみなし清算条項に集約する傾向がある。

# “優先株式”及び“投資契約”のデザインの今

かつてベンチャー投資として優先株投資をする場合は、全ての契約内容を一つの契約にまとめて、ベンチャー企業、創業者及び（個別の）投資者の間で契約する「投資契約」が一般的だったが、現在は、他の投資家や既存株主を巻き込むため、合意したい内容ごとに契約主体が変わることから契約を3つ（ないし2つ）に分けて締結するのが一般的。

## ちょっと前の投資契約の構成

投資契約書（株式引受契約書）

## 現在の投資契約の構成

投資契約書（株式引受契約書）  
株主間契約書  
みなし清算に関する合意書

但し、現在でも投資契約書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。

# “優先株式”及び“投資契約”のデザインの今

- 三つの契約は、それぞれ当事者が以下のとおり異なる。
- 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書は一つにまとめられることも少なくない。

契約書の種類	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 合意書	○	○	○	○	○



# “優先株式”及び“投資契約”のデザインの今

➤ 三つの契約の一般的な条項は以下のとおり。

契約書の種類	内 容	具体的な条項
投資契約 (株式引受契約)	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。	(1) 募集事項 (2) 前提条件 (3) 表明保証 (4) (買取請求)
株主間契約	(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。 会社運営・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を規律する。	(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 (5) 表明保証 (6) 損害賠償 (7) 契約の終了事由
みなし清算に関する合意書	(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。ベンチャー企業において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。	(1) みなし清算条項 (2) ドラッグアロング

- “優先株式”及び“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
- 優先株以外の手段との比較
- 質疑応答

# なぜこのようなデザインに？

- 従前の投資契約書にはデメリットがあり、これを改良するため現在のスタイルとなってきた。

個別に投資家と投資契約（投資家側の雛形）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

例1：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。

例2：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。

# なぜこのようなデザインに？

- 以下のように、ベンチャー企業にとっても、投資家にとってもメリットがあるため、現在のデザインに落ち着いた。

現在の投資契約の メリット	ベンチャー企業側の メリット	<p>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、<b><u>管理部門によるチェックが容易になり、会社の義務の履行が容易</u></b>になる。</p> <p>投資契約書（株式引受契約書）を巡る<b><u>論点が少なく、投資契約書（株式引受契約書）がFixするまでの交渉は短い傾向</u></b>。</p> <p>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、<b><u>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</u></b>ので、ベンチャー企業側から見ると運用が安定的になる。</p>
	投資家側の メリット	<p>みなし清算（前頁例1）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。</p> <p>投資家に認めている先買権（前頁例2）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。</p>

# 今のデザインを前提に気を付けるべきことは？

- 投資契約締結に向けて目指すべき方向性は以下のとおりと考える。

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！

経済条件以外の論点は最小限に。  
DDをする投資家の場合は、表明  
保証に論点が集中する。

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

既存の株主との契約である株主間  
契約を次のラウンドのリード投資  
家も尊重してくれるので、株主間  
契約を大幅に変更される可能性は  
低い。

3

次のラウンドも見据えて、契約条  
項を整理しておくことが望ましい。

次のラウンドの投資家も既存の契  
約関係に関して見るべきところが  
整理されているため、契約交渉も  
より本質的なところに集中できる。

- “優先株式”及び“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
- 優先株以外の手段との比較
- 質疑応答

# “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	後継投資家の加入	補償・損害賠償	契約終了事由

# “投資契約”の具体的な条項-事前承諾事項

➤ 事前承諾事項としては、以下のものがよく記載されている。

## 事前承諾事項

1. 定款変更
2. 剰余金の配当
3. 株式等の発行等 (例外：オプションプールの許容)
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. IPO市場の選択、主幹事証券会社、監査法人の選任
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



# “投資契約”の具体的な条項-事前通知事項

➤ 事前通知事項としては、以下のものがよく記載されている。

## 事前通知事項

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

# “投資契約”の具体的な条項-みなし清算条項

- みなし清算条項とは、**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。
- 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（創業者）に売却代金の分配が回ってこないことから、創業者が、高いバリュエーションでベンチャー企業を売却するため交渉させるインセンティブとなる。いわば、未上場会社の経営陣に上場会社の経営陣と同様M&A時において「企業価値の向上と株主利益の確保」を求める条項と言える。

内 容	<p>優先株式の残余財産の優先分配権と平行に考えて、M&amp;Aが生じた場合に、優先株主がM&amp;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。</p> <p>M&amp;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。</p> <p>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。</p>
M&Aの場合とは？	<ol style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>2. 発行会社が消滅会社となる吸収合併・新設合併</li> <li>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</li> <li>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</li> <li>5. 株式交付</li> </ol>

# “投資契約”の具体的な条項-みなし清算条項

- 実際にどのようなことになるのか以下の具体例で考えてみよう。

## 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。

# “投資契約”の具体的な条項-みなし清算条項

- 具体例では、以下のようなM&A Exitになり、優先株主にとって重要な規定となる。他方、創業者にとってなるべく高い金額でのM&A Exitをする必要性が生じる。

	優先株主	普通株主
A社が2億円で売却された場合	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 = <b>2,727万2,727円</b>  (みなし清算条項がない場合、約1,818万1,818円)	残額1億9,000万円×100/110 = <b>1億7,272万7,273円</b> (みなし清算条項がない場合、1億8,181万8,182円)
A社が1,100万円で売却された場合	優先分1,000万円 + 残額100万円×10/110 約9万909円 = <b>1,009万909円</b>  (みなし清算条項がない場合、100万円)	残額100万円×100/110 = <b>約91万円</b> (みなし清算条項がない場合、1,000万円)
A社が100万円で売却された場合	優先分 <b>100万円</b> のみ  (みなし清算条項がない場合、約9万円)	<b>0円</b>  (みなし清算条項がない場合、約91万円)

## “投資契約”の具体的な条項-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。
- 経営株主による株式譲渡については、事前承諾+先買権・共同売却の制約が付されていることが少なくない。
- 経営株主にも先買権を規定する意義。

### 内 容

投資家が第三者へ株式譲渡をする際には、譲渡に先だって譲渡先の名称、譲渡する株式数、譲渡価格などを他の投資家等に対して通知する。

通知を受けた投資家は一定期間内に同じ条件でその株式を買い取る旨を申し出る。

投資家は買取希望の通知をした他の投資家に対し、株式を譲渡する。（**投資家の先買権**）

経営株主は、投資家が買取希望をしなかった場合、投資家に対して同じ条件でその株式を買い取る旨を申し出る。

投資家は買取希望の通知をした経営株主に対し、株式を譲渡する。（**経営株主の先買権**）

他の投資家からも経営株主からも、買取希望がなかった場合、譲渡を希望した投資家は第三者へ株式譲渡できる。

# “投資契約”の具体的な条項-タグアロング

- タグアロングとは、ある株主（通常は経営株主）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。
- 投資家としては、先にEXITの機会を得て、利益を確保することができる。

## 内 容

株主が株式を売却する場合、先買権（前頁）が発動しなかった場合、株主（主として投資家）が、同条件で譲受人に株式を売却できる。

みなし清算条項との整合性は注意。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。そのため、タグアロングを実行した結果、（みなし清算条項が発動するであろう）M&Aに該当する状況が生じたにもかかわらず、優先株主が普通株主に優先しない状況が生じてしまう可能性がある。

# “投資契約”の具体的な条項-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。
- 強制的なM&A Exitにつながるので、「経営株主」の同意は必須。

## 内 容

一定割合の優先株主（過半数または3分の2以上の優先株主。優先株の中でも最もSeniorな種類に限定されていることも）は、経営株主の同意を条件／取締役会決議を経ること等を条件に、他の株主に対しても自己の有する株式の売却を請求することができる。  
スタートアップ側としては、時期や金額を規定することも意味がある。

# “投資契約”の具体的な条項-株式買取条項

- 株式買取条項とは、ベンチャー企業の株主間契約の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

## 内 容

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

シリコンバレーにおけるベンチャー投資にはない条項であり、日本独自の条項。エクイティ投資家がリスクを負わなすぎという批判もあり、公正取引委員会も無制限での株式買取条項は優越的地位の濫用に該当する可能性があるというスタンスである。もっとも、シリコンバレーと異なり、ベンチャー企業の創業者がベンチャー企業から追い出される可能性が低く、外部資本が入っても、“自分の会社”という意識が強い日本の風土では、ガバナンスの観点から必要な条項という側面もあり、現時点でも、原則として投資契約において定められていることが多い。



# “投資契約”の具体的な条項-IPOラチェット条項

- IPOラチェット条項とは、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？

内 容

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。)

- “優先株式”及び“投資契約”のデザインの今
- なぜこのようなデザイン”？
- “投資契約”の具体的な条項
- **優先株以外の手段との比較**
- 質疑応答

# 優先株以外の手段との比較

- 創業期のエクイティによる資金調達としては、優先株式以外に、①普通株式、②J-KISS（新株予約権）、③みなし優先株（普通株式+契約）が比較的メジャーである。ただ、①から③は正式なラウンドによって本格的な資金調達をする前のシード期の投資という側面が強い。

	契約書	バリュエーション	法的安定性	投資家の属性	メリット・デメリット
優先株式	投資契約書 (株式引受契約書) 株主間契約書 みなし清算に関する 合意書	有	○	シード以降の投資家	交渉に時間を要することも
普通株式	投資契約書 (株式引受契約書)	基本無	○	プレ・シード投資家/創業者と同様のバリュエーションでの投資が可能な者	スタートアップに有利
J-KISS	投資契約書 (株式引受契約書)	無 (キャップあり)	○	(プレ) シード投資家	雛型がありスピーディ V1の方が望ましい
みなし優先株	投資契約書 (株式引受契約書)	無	全株主の同意がないと契約書の通り ワークしない。	シード投資家	投資家によって差がある

- “優先株式”及び“投資契約”のデザインの今
- なぜこのようなデザイン”？
- “投資契約”の具体的な条項
- 優先株以外の手段との比較
- 質疑応答

## CONTACT

---

〒100-0005 東京都千代田区丸の内3-4-1 新国際ビル9階937区

TEL: 03-6275-6080

佐藤有紀

E Mail: [y.sato@innovationlaw.jp](mailto:y.sato@innovationlaw.jp)