

2021年7月

スタートアップの資金調達手段 — コンバーティブル投資手段を踏まえて

従来、スタートアップによる資金調達には株式が利用されることが一般的でしたが、株式による投資にはいくつかの問題点が指摘されています。

そのような問題点を解消する手段として、近時、「コンバーティブル投資手段」が着目されています。そして、経済産業省が組織した「『コンバーティブル投資手段』に関する研究会」が、2020年12月28日に「『コンバーティブル投資手段』活用ガイドライン」を発表しました。

本ニューズレターの執筆者は、スタートアップの法的支援を日常的に行っていますが、実務上は、上記ガイドライン発表前から「コンバーティブル投資手段」は一般的に利用されていると認識しています。しかし、今般、上記ガイドラインが発表されたことで、実務上更に「コンバーティブル投資手段」の利用が増えると思われまます。そのため、スタートアップの創業者・経営者にとってはもちろんのこと、CVCや事業会社を含む投資家にとっても、「コンバーティブル投資手段」の理解は急務になっていると言えるでしょう。

このような観点から、本ニューズレターでは、従来から採用されている株式による資金調達手段について紹介したうえで、上記ガイドラインで紹介されているコンバーティブル投資手段について紹介し、それぞれの手段のメリット・デメリットを解説いたします。

1 コンバーティブル投資手段の概要

コンバーティブル投資手段について、「『コンバーティブル投資手段』活用ガイドライン」では、「投資家が株式取得に先立って資金供給を行い、将来企業価

値評価の正確性が高まったタイミングで株式転換を行うという、新株予約権等の投資手段」と説明されています。その具体的手段として、J-KISSと転換社債型新株予約権付社債等が挙げられています（J-KISSについては、後記「5 J-KISSによる資金調達」において、転換社債型新株予約権付社債については、後記「6 転換社債型新株予約権付社債による資金調達」でご紹介します。）。

そして、このコンバーティブル投資手段は、①企業価値評価の先延ばしが可能、②簡素な調達手続きにより迅速なファイナンスが可能、③転換条件を自由に設計でき、柔軟なインセンティブ設計が可能、とのメリットがあると考えられています。

このメリットを考えるうえで、まずは従来型のスタートアップの資金調達の方法と、そこに含まれる問題点についての理解が必要となります。

2 従来型のスタートアップの資金調達

(1) スタートアップの成長過程

スタートアップの資金調達は、その成長過程と緊密に関係しています。そのため、以下ではまず、スタートアップの成長過程について整理します。

スタートアップの成長過程は、一般に、シードステージ、アーリーステージ、ミドルステージ、レイターステージに分けられます。これらに明確な定義はないものの、概要は以下のとおりです。

✓ シードステージ

— 起業前後の段階です。主に技術やコンセプト、ビジネスアイデアはあるものの具体的な製品やサービスの実現ができていない段階を指します。なお、起業前の段階のみを指すこともあります。

✓ アーリーステージ

【本号監修・執筆者（弁護士）】

原 吉 宏 (yhara@kitahama.or.jp)

日 野 真太郎 (shino@kitahama.or.jp)

野 口 智 之 (tnoguchi@kitahama.or.jp)

本ニューズレターは法的助言を目的するものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所又は当事務所のクライアントの見解ではありません。本ニューズレターの発送中止のご希望、ご住所、ご連絡先の変更のお届け、又は本ニューズレターに関する一般的なお問合せは、下記までご連絡ください。

北浜法律事務所・外国法共同事業 ニューズレター係

(TEL: 06-6202-1088 E-mail: newsletter@kitahama.or.jp)

【大 阪】北浜法律事務所・外国法共同事業

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-8-16 大阪証券取引所ビル
TEL 06-6202-1088(代)/FAX 06-6202-1080・1130・9550

【東 京】弁護士法人北浜法律事務所東京事務所

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-7-12 サピアタワー14F
TEL 03-5219-5151(代)/FAX 03-5219-5155

【福 岡】弁護士法人北浜法律事務所福岡事務所

〒812-0018 福岡市博多区住吉1-2-25
キャナルシティ・ビジネスセンタービル4F
TEL 092-263-9990/FAX 092-263-9991

<https://www.kitahama.or.jp>

- 起業直後の段階です。事業運営も安定しないため赤字が続くことが多く、会社を発展させるために資金が必要となります。
- ✓ ミドルステージ
 - 事業が軌道に乗り出す前又は乗り始めた段階です。
- ✓ レイターステージ
 - 事業が軌道に乗り、経営が徐々に安定していく段階です。

(2) スタートアップの資金調達に関する前提知識

以下では、スタートアップの典型的な資金調達の流れについてご説明します。

画期的な技術やビジネスアイデアを持った創業者は、それらを使ってビジネスを始めようとする段階で、3～5名程度の少人数（以下「創業者ら」といいます。）で、少額ずつを「シードマネー」として出資し、会社を立ち上げ、普通株式を引き受けます。

その後、シードステージ・アーリーステージにおいては、自身の技術やアイデアがビジネスとして運用可能かを検証するため、実証実験等を繰り返す必要があります。その際には、資金が必要となりますが、シードマネーのみでは賄うことができません。そのため、その資金確保の手段として、株式発行による資金調達を行います。

もともと、その際に出資を行う投資家としては、創業者らと同種の株式（すなわち普通株式）を引き受けたのでは、投資実行後直ちに創業者がイグジット（株式売却・IPO等により、投資した資金による利益を得ること。）するなど、投資した資金をもとにした事業活動を行わなくなる可能性がある等の考慮から、配当や残余財産分配などの点で普通株式と差を付けた種類株式を希望します。そのため、アーリーステージにおける投資家に対しては、A種優先株式と称する優先株式（優先株式の概要については、後記「3 優先株式による資金調達」をご参照ください。）を割り当てるのが一般的です。

そして、A種優先株式の発行によって資金を得たスタートアップは、その資金を運用しながら検証を積み重ね、ビジネスとして運用可能であることが実証された後は、いよいよ事業を開始・拡大することを企図するようになります。その際にも、さらなる資金が必要となるため、新たな投資家から株式による資金調達を行います。

このとき、新規投資家に対してA種優先株式を割り当てるとすると、既存のA種優先株主は、事業の先行きが不透明なハイリスクの状況で、ハイリターン（例として、後記「(3) キャピタルゲインの例」

をご参照ください。)を狙って比較的早期に投資を行っていたのに対し、新規投資家は、ある程度事業のビジョンが見えてきた比較的ローリスクの状況で、A種優先株主と同じリターンを得ることが可能となってしまいます。このような不公平感を払しょくし、かつ、その新規投資家のニーズ等に応じた株式を付与するため、新規投資家に対しては、A種優先株式とは別の優先株式（一般に「B種優先株式」と称します。）を割り当てるのが一般的です。

上記のように、スタートアップは、事業拡大のため、C種優先株式、D種優先株式…の株式発行により、資金調達を繰り返すこととなります。

そして、各ステージの投資家は、投資したにもかかわらず、経営者に自由気ままに経営が行われると、企業価値の増加が達成されず、リターンが期待できません。また、投資家としては、万が一、経営者が身勝手な会社運営を行った場合には、最低限投入した資金を回収して、自身の株式を他の者に売却し、その会社から離脱するための手立てを残しておきたいと希望するでしょう。

そこで、創業者、他の既存株主、新規投資家の間で、会社運営に関する事項や株式に関する事項を定めた株主間契約を締結するのが一般的です。

(3) キャピタルゲインの例

スタートアップへの出資とキャピタルゲインのイメージは下記のとおりです。

なお、下表では、各用語について次の意味で使用しています。

- A種投資家
⇒A種優先株式を引き受ける投資家のこと。B種投資家以下も同様。
- イグジット
⇒株式売却・IPO等により、投資した資金による利益を得ること。
- 1株あたりの出資額
⇒各投資家が保有する種類株式について、当該投資家が出資した時点での、1株あたりの出資額のこと。

	種類	1株あたりの出資額	株式数
創業者ら	普通	100円	50,000株
A種投資家	A種	3,000円	2,000株
B種投資家	B種	10,000円	3,000株
C種投資家	C種	30,000円	5,000株
D種投資家	D種	50,000円	10,000株
イグジット		100,000円	

上記の例で、イグジット時と1株あたりの出資額の差額を比較すれば見て取れるとおり、順調に株式価値が上がり続けた場合は、より早期の段階で出資していたほうが、イグジットの際により多くのキャピタルゲインを得られます（ハイリターン）。一方、より早期の段階のほうが、事業が不安定なため、途中で資金がショートし事業継続ができなくなる等のリスクも高いといえます（ハイリスク）。

このように、一般的には、投資家にとって、シード・アーリー期の出資はハイリスクハイリターンであり、レイター期に近づくほど、ローリスクローリターンであるといえます。

【イメージ図】



以上を踏まえ、次にスタートアップの資金調達手段として用いられる各手法における、手続の概要、メリット・デメリット等について説明します。

3 優先株式による資金調達

(1) 概要

優先株式とは、一般的に、優先配当や残余財産分配等の株式に付される権利において、普通株式よりも何らかの優先的な価値や権利を有する株式をいいます。

前記「2 従来型のスタートアップの資金調達」でも記載したとおり、優先株式（種類株式）は、創業者らの有する株式との差別化を希望する投資家らのニーズに沿うものとして、スタートアップの資金調達の場面で活用されています。

(2) 手続

投資家に対して優先株式を発行し、資金調達を行う場合、払込みの前提条件等、投資に関する基本的

な条件を定める投資契約の交渉が必要となります。また、株主となった直後（同時）に、株主間契約を締結するため、発行手続きを行う前には株主間契約の交渉も行うのが一般的です。

このような契約交渉を行い、契約内容が固まった段階で、優先株式発行の手続きを行います。

発行手続きの概要（典型例）としては以下のとおりです。

- i. 株主総会開催のための取締役会決議（取締役会非設置会社においては取締役決定）
- ii. 株主総会決議（決議事項は、定款変更、株式発行にかかる募集事項の決定）
- iii. 取締役会決議（決議事項は、総数引受契約の締結の承認。取締役会非設置会社においては株主総会決議によって行う。）
- iv. 総数引受契約締結
- v. 払込み
- vi. 登記

(3) メリット

優先株式による方法で資金調達を行うメリットとして、以下のようなものが挙げられます。

- ✓ 投資家の間で優先株式による投資がスタンダードとなっているため、投資家からの抵抗感がなく、出資を受けやすい。
- ✓ 株式であるため、貸借対照表上、純資産として計上される（後記の転換社債型新株予約権付社債のように負債計上されない）。

(4) デメリット

優先株式による方法で資金調達を行うデメリットとして、以下のようなものが挙げられます。

- ✓ 発行時点において、企業価値算定が必要。
- ✓ 投資家が株主となるため、株主間契約が必要であり、株主間契約交渉に時間がかかる。
- ✓ 種類株式であるため、所定事項の決定に際し、種類株主総会開催の必要が生じる（株主管理コストの増加）。

そして、上記に挙げたデメリットのうち、企業価値算定が必要となる点が、未だ事業が本格化していないスタートアップには難題となります。

すなわち、スタートアップが優先株式を発行する場合は、投資家に対して割り当てる株式数を決定するには、割り当てる優先株式の割当時点での価値を決定するため、企業価値算定が必要になります。しかし、スタートアップの事業が本格始動しておらず、その技術やアイデアがどの程度の価値を生み出すの

か、客観的な指標がない段階においては、客観的な株式の価値が曖昧なまま、その企業の将来性を見据えて、価値を定めるほかありません。

そのような状況では、投資家は株式の価値の算定において慎重になるため、株式の価値は低く見積もられる一方で、スタートアップ側からすれば、自社の技術やアイデアの価値がわからず、かつ、とにかく資金が必要であるため、ある程度投資家の言い値に従わざるを得ません。そのため、事後的に見たときに、本来は調達時点の企業価値がより高く評価されるべきであったにもかかわらず、低く評価されたために、投資家に対して過大な数の株式を付与するという事態が起こりかねません。これは、創業者らの持株比率の低下を意味し、次回の調達時において、新規投資家から投資を避けられる可能性を生じさせます。

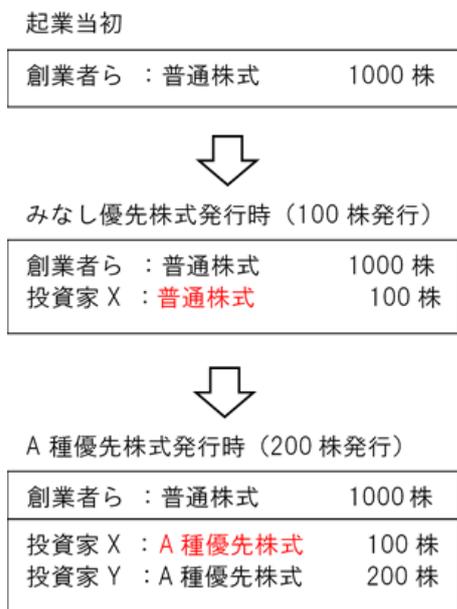
加えて、迅速な資金調達が必要となるスタートアップ(特にシードステージ、アーリーステージ)にとって、株主間契約交渉に時間がかかるのもデメリットとなり得ます。

4 みなし優先株式による資金調達

(1) 概要

みなし優先株式とは、資金調達時(発行時)は、普通株式であるものの、次回の優先株式による調達時において当該優先株式に転換することが(発行時に締結する投資契約等において)約束された株式をいいます。なお、みなし優先株式は会社法上の制度として定められたものではなく、実務上の工夫として活用されている手法です。

【イメージ図】



(2) 転換条項の例

次回の優先株式による調達時において当該優先株式に転換する旨の条項案としては、以下のようなものが挙げられます。

本契約当事者は、本契約締結後、発行会社が適格ファイナンスを行う場合、本契約に定める株式を、適格ファイナンスにおいて発行される株式と同一の内容の株式に転換させるために必要な手続きを行うものとする。

※上記のような条項を設けたうえで、「適格ファイナンス」の定義として、資金調達額の下限や、新規投資家に割り当てる優先株式の最低限の条件等を定めることで、転換に関する条件を定めることができます。

(3) 手続

調達決定前に、投資契約と株主間契約の交渉が必要となることについては、優先株式による場合と同様です。

そして、調達を行うことが決定された後は、会社法所定の手続きを行うこととなります。ただし、みなし優先株式は、その名称にもかかわらず、あくまで普通株式であるため、発行時の手続きとしては、普通株式の発行と同様です。すなわち、その概要(典型例)としては以下のとおりです。

- i. 株主総会開催のための取締役会決議(取締役会非設置会社においては取締役決定)
- ii. 株主総会決議(決議事項は、株式発行にかかる募集事項の決定)
- iii. 取締役会決議(決議事項は、総数引受契約の締結の承認。取締役会非設置会社においては株主総会決議によって行う。)
- iv. 総数引受契約締結
- v. 払込み
- vi. 登記

ただし、次回の優先株式による調達時(たとえば A 種優先株式による調達)に、発行済普通株式のうちみなし優先株式として発行された普通株式のみ、A 種優先株式に転換させなければなりません(前記(1)の【イメージ図】の例では、創業者らと投資家 X が普通株式を保有していますが、このうち、創業者らが保有している株式は普通株式のままとし、投資家 X が保有している普通株式のみを A 種優先株式に転換する必要があります。そのため、単に、ある種類の発行済株式の全ての内容を変更するのは異なります。)。みなし優先株式の転換は、投資契

約等で契約上約束されているにすぎないため、次の優先株式による調達時に A 種優先株式に自動的に転換されるわけではありません。

そして、ある種類の発行済株式のうち、一部のみの種類を変更（転換）する場合の手続きとしては、登記実務の運用も踏まえ、以下のとおりと解されています。

- vii. 株式の内容の変更に応ずる個々の株主と会社との合意
- viii. 株式の内容の変更に応ずる株主と同一種類に属する他の株主全員の同意
- ix. その他の種類株式（損害を受けるおそれのあるもの）の種類株主総会の特別決議（決議事項は、みなし優先株式としての普通株式に関する優先株式への内容変更）

(4) メリット

みなし優先株式による方法で資金調達を行うメリットとして、以下のようなものが挙げられます。

- ✓ 株式であるため、貸借対照表上、純資産として計上される（後記の転換社債型新株予約権付社債のように負債計上されない）。
- ✓ 転換までは普通株式であるため、種類株式として扱われず、種類株主総会が必要ない。

(5) デメリット

みなし優先株式による方法で資金調達を行うデメリットとして、以下のようなものが挙げられます。

- ✓ 発行時における企業価値算定の先延ばしが困難。
- ✓ 株主となるため、株主間契約が必要であり、株主間契約交渉に時間がかかる。
- ✓ 転換に際し、他の普通株主全員からの同意を取得するなど、一定の手続的な手間がかかる。
- ✓ 転換はあくまで約定にすぎないため、（多少なりとも）不確実性を伴い、転換に反対する株主が存在する場合は転換が難しい。

5 J-KISS による資金調達

(1) 概要

J-KISS（日本版 Keep It Simple Security）とは、アメリカの大手アクセラレーターである 500Startups 社が作成・公開した契約ひな型である「KISS」の日本版です。なお、J-KISS の契約書ひな型は、Coral Capital のホームページ（<https://coralcap.co/2016/04/j-kiss/>）

で公開されています。

目的となる株式の種類は、次の優先株式による調達時において発行される優先株式です。さらに、転換に際して、ディスカウントとバリュエーションキャップが付されます。

ディスカウントとは、転換価額を、次の優先株式による調達時における 1 株当たりの払込金額から一定の割合を差し引いた金額とする設計のことです。投資家はこれにより、次の投資家より当該割合分安価に株式を取得できることとなります。

バリュエーションキャップとは、J-KISS による投資時に、次の優先株式による調達時のバリュエーションの上限値（キャップ）を設定し、次の優先株式による調達がそれ以上のバリュエーションで行われた場合には、設定した上限値（キャップ）をプレミアムバリュエーションとした上で、交付する株式数を決める、という設計のことです。投資家はこれにより、次の投資で得られる株式数の下限を区切ることができます。

(2) 手続

J-KISS の場合、前記（1）のとおり、一般公開された投資契約書が存在するため、これを用いて、最低限の契約交渉を行うのが一般的です。また、投資家は、出資後も株主となるわけではない（新株予約権者にすぎない）ため、株主間契約の交渉は通常は不要となります。

発行手続きについては、J-KISS も新株予約権の設計方法の 1 つにすぎないため、通常の新株予約権の発行と同様です。

発行手続きの概要（典型例）としては以下のとおりです。

- i. 株主総会開催のための取締役会決議（取締役会非設置会社においては取締役決定）
- ii. 株主総会決議（決議事項は、新株予約権発行にかかる募集事項の決定）
- iii. 取締役会決議（決議事項は、総数引受契約（割当契約）締結の承認。取締役会非設置会社においては株主総会決議によって行う。）
- iv. 総数引受契約（割当契約）締結
- v. 払込み
- vi. 新株予約権原簿の作成
- vii. 登記

(3) メリット

J-KISS による方法で資金調達を行うメリットとして、以下のようなものが挙げられます。

- ✓ 株主間契約を締結する必要はなく、株主間契約交渉の時間を要しない。
- ✓ 企業価値算定を先延ばしできる。
- ✓ フォーマットが存在し、契約を簡単に低コストで実施できる。
- ✓ 行使前は株主ではないため、株主管理コストがかからない。
- ✓ 貸借対照表上、純資産として計上される（後記の転換社債型新株予約権付社債のように負債計上されない）。

(4) デメリット

J-KISSによる方法で資金調達を行うデメリットとして、以下のようなものが挙げられます。

- ✓ 次回の優先株式による調達時の株価が低い場合、既存株主の持株比率の希薄化率が高まる。
- ✓ 利用事例が少ないため、不安点があり、対応可能な専門家が少ない。

6 転換社債型新株予約権付社債による資金調達

(1) 概要

転換社債型新株予約権付社債（Convertible Bond。以下「CB」といいます。）とは、新株予約権付社債のうち、新株予約権の行使をする場合に、その社債が消滅するもの、すなわち、当該社債を新株予約権行使時の出資の目的とする内容を有するものです。

CBにおいても、先述のJ-KISSと同様、ディスカウントとバリュエーションキャップが設定されるのが一般的です。

(2) 手続

CBによる調達の場合であっても、投資に関する基本的な条件や投資の前提条件等について定めた投資契約を締結することになるため、投資契約の交渉が必要となることについては、株式による調達の場合と同様です。

もっとも、CBは新株予約権であり、投資家は出資後、株主となるわけではない（新株予約権にすぎない）ため、通常、株主間契約の交渉は不要となります。

新株予約権付社債の発行に関しては、社債の発行手続きについての規定は適用されず（会社法248条）、新株予約権の発行手続きによります。

すなわち、その概要（典型例）としては以下のとおりです。

- i. 株主総会開催のための取締役会決議（取締役会非設置会社においては取締役決定）
- ii. 株主総会決議（決議事項は、新株予約権発行にかかる募集事項の決定）
- iii. 取締役会決議（決議事項は、総数引受契約（割当契約）締結の承認。取締役会非設置会社においては株主総会決議によって行う。）
- iv. 総数引受契約（割当契約）締結
- v. 払込み
- vi. 新株予約権原簿及び社債原簿の作成
- vii. 登記

(3) メリット

CBによる方法で資金調達を行うメリットとして、以下のようなものが挙げられます。

- ✓ 株主間契約を締結する必要はなく、株主間契約交渉の時間を要しない。
- ✓ 企業価値算定を先延ばしできる。
- ✓ 新株予約権行使前は株主ではないため、株主管理コストがかからない。

(4) デメリット

CBによる方法で資金調達を行うデメリットとして、以下のようなものが挙げられます。

- ✓ 社債を伴うため、社債部分は、貸借対照表上は負債として計上される（すなわち、債務超過の状態となりやすい）。
- ✓ 社債であるため、返済義務を負う（償還期限が設定される）。

7 最後に

本ニューズレターでは、スタートアップによる各資金調達手段の手続きとメリット・デメリットを紹介いたしました。

以上ご紹介のとおり、新株予約権を発行して資金を調達するJ-KISSやCBといったコンバーティブル投資手段では、企業価値算定を先延ばしできる点や株主間契約交渉の時間を要しない点でメリットがありますが、他方で、それぞれデメリットも存在します。そのため、それらのメリット・デメリットを踏まえて、それぞれの会社のステージや状況を踏まえて、資金調達手段を検討する必要があります。

8 参考文献

- 磯崎哲也著「起業のファイナンス 増補改訂版」



(日本実業出版社、2010年)

- 磯崎哲也著「起業のエクイティ・ファイナンスー
経済革命のための株式と契約」(ダイヤモンド
社、2014年)
- 後藤勝也ほか編「ベンチャー企業の法務 A to Z
ー起業から IPO まで」(中央経済社、2016年)
- 小川周哉・竹内信記編「スタートアップ投資ガ
イドブック」(日経BP、2019年)
- 角元洋利ほか編「ベンチャー企業による資金調
達の法務」(商事法務、2019年)
- 松井信憲著「商業登記ハンドブック 第3版」
(商事法務、2015年)

以上