

エクイティファイナンスの基礎

梅田総合法律事務所 弁護士 西口 健太
弁護士 佐藤 樹

▶ POINT

- ① エクイティファイナンス(株式や新株予約権を用いた資金調達)の種類は1つではないため、自社のニーズに合致する方法を選択し設計することが重要です。
- ② エクイティファイナンスには、負債を負うことなく資金を調達できる等のメリットがある一方で、創業者などの持株比率を希釈化させる等のデメリットがあります。
- ③ スタートアップへの投資に関する指針(案)が公表され、スタートアップへの出資に関する契約において独禁法上の問題がありうる行為等の類型が示されましたので、今後の実務への影響が注目されます。

1 はじめに

典型的な資金調達の方法として、銀行などを通じた融資(デットファイナンス)がありますが、株式会社においては、株式や新株予約権を用いた資金調達(エクイティファイナンス)が可能です。とりわけ十分な売上等がないことが多いスタートアップにとっては、エクイティファイナンスは資金調達の有力な選択肢です。

もっとも、エクイティファイナンスは、単なる資金調達ではなく、会社の株主構成等に大きな影響を与えることから、資本政策(事業計画を達成するための資金調達及び株主構成の計画)を立案した上で、慎重に検討する必要があります。

2 エクイティファイナンスの種類

一口にエクイティファイナンスと言っても、発行する株式の種類などにより色々なスキームがあり

ます。以下のようにそれぞれのスキームごとに特徴がありますので、調達金額や資本政策に沿った適切なものを選択することが大切です。

- 普通株式・・・一般にいう株式です。株式自体に細かい条件等を組み込むことはできませんが、出資契約において出資に関する細かい条件が組み込まれることが一般的です。優先株式よりもスキームとしてはシンプルですが、その分、投資家を保護するための条件はつけにくいので、多額の資金調達を行う際にはあまり用いられません。
- 優先株式・・・会社法上の種類株式を用いて、投資家を保護するための条件等が付された株式です。優先的に配当を受けたり、会社を清算する場合の残余財産から優先的に分配を受ける¹等という条件を株式自体に組み込むことができます。スキームの設計には一定の労力を要しますが、多額の資金調達を行う場合は優先株式を用いることが一般的です。
- 転換社債・・・転換社債型新株予約権付社債です。社債(会社が発行する債券)と一体のものとして新株予約権を発行し、一定の条件を満たす場合には、社債と引き換えに株式を取得できるという仕組みのものです。社債のまま利息を得て元本を満額返還してもらうこともできる一方で、株価の値上がりに期待して社債から株式に転換できることから、投資家にとって選択のメリットがある仕組みです。新株予約権としての性質があるため、新株予約権と同様に様々なオプションを組み込むことができるという利点もあります。ただし、社債として会社法上の規制がかかるため手続きが複雑になる面があり、近年はスタートアップの資金調達スキームとしては後述する J-KISS の方がスタンダードになりつつあります。
- 新株予約権・・・一定の条件を満たす場合に、株式を取得できる権利を投資者に与えるものです。例えば、次の資金調達ラウンドで株式による一定額以上の資金調達がされた場合に、そのラウンドで発行される株式を取得することができるというようなスキームを作ることができます。このようにすることで、新株予約権による投資の時点では、企業価値の評価や細かい株式の条件面の交渉を省くことができ、シンプルかつスピーディーな資金調達が可能になります。代表的な仕組みとして、J-KISS(Coral Capital が無償公開しているスタートアップ向けの新株予約権スキーム)²があります。創業して間もないスタートアップなどで、迅速な資金調達を行いたい場合には検討の価値があるスキームです。

3 エクイティファイナンスのメリット・デメリット

エクイティファイナンスを行う場合の主なメリット・デメリットは次のとおりです。

¹ 株主間契約書などで、いわゆるみなし清算条項（その会社を買収された場合にその対価を残余財産とみなして、優先株主に優先的に分配する旨の定め）も併せて規定されることが一般的です。これにより、優先株主は M&A の場合にもその対価から優先的に分配を受けられます。

² Coral Capital が提供する J-KISS 契約書雛形 (<https://coralcap.co/2016/04/j-kiss/>)

まず、メリットとしては、①融資ではないため利息支払いや返済義務がないこと、②負債とならず資本となるためバランスシートの改善につながること(バランスシートの改善を目的として債権者の有する債権を現物出資するのと引き換えに株式を発行するデッドエクイティスワップという手法もあります。)が挙げられます。

他方、デメリットとしては、①株式を発行することになるため(新株予約権でも最終的には株式に転換されることが予定されています。)、創業者等の既存株主の持株比率が薄まり、その程度によっては安定的な経営が困難になったり、上場に支障が生じること、②出資者を新たに株主として迎え入れることになるため、出資時の契約条件や出資者との相性などによっては、出資者が経営の障害となる場合があること、③株式の発行に伴って発行済株式総数が変動したり、優先株式の発行を行う場合があるため、登記を行う必要があることが挙げられます。

資金調達にあたっては、エクイティファイナンスの以上のメリット、デメリットをふまえて、補助金・助成金の申請やデットファイナンスの可能性なども含めて慎重に検討する必要があります。

4 エクイティファイナンスの契約上の注意点

エクイティファイナンスを行う際は、契約などによって、出資者の権利を保護するための様々な定めがされることが通常です。そのような定めがあるからこそ投資家は安心してスタートアップに出資できるという面がありますが、他方で、契約内容にスタートアップにとって不利な条項が含まれている場合も少なくありません。

たとえば、取締役の指名権を出資者に与えるとの条項や、本来であれば保証しきれない範囲まで含む広範な表明保証条項、軽微な契約違反があるだけで出資者が株式の買取りをスタートアップや創業者に請求できる条項、会社経営における広範な事項(少額の借入など)について事前に出資者から承諾を得なければならない条項などが含まれている場合があります。多額の出資を行うベンチャーキャピタルに対しては取締役の指名権を与えることも珍しくはありませんが、これらの条項があることでその後の経営に支障をきたしたり、出資者から株式の買取りを迫られることもあります。そのため、スタートアップとしては、上記のような条項を安易に受け入れず、我が国の投資契約における相場観(マーケット・スタンダード)を理解し、適切に交渉する必要があります。

5 スタートアップへの出資に関する指針(案)

日本においても、スタートアップのエクイティファイナンスにおける契約の事例がこれまで積み重ねられ、次第に標準的な契約内容も定まりつつあります。しかしながら、その標準的な内容の中には、必ずしも米国シリコンバレーなどのスタートアップ育成環境が整った地域のスタンダードに沿わないものも含まれています。

そこで、2021年6月に閣議決定された成長戦略実行計画において、我が国において未開拓の分野に進出し新たな成長の担い手となる企業を創出する環境整備を図る必要があるとの問題意識のもとで、スタートアップと出資者との契約の適正化に向けたガイドラインを策定するものとされ

ました³。これをふまえて、同年 12 月に公正取引委員会及び経済産業省により公表されたのが、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針(案)」です⁴。

同指針(案)では、スタートアップへの出資の契約等において独禁法上の観点等から問題になりうるもの及びその解決の指針を示しています。たとえば、①経営株主個人への買取請求が可能な株式買取請求権の設定が競争政策上望ましくないとされているほか、②出資者の取引条件を他の出資者と同等以上に有利にしなければならないとする最恵待遇条項が場合によっては拘束条件付取引として独禁法上問題になるおそれがある旨などが指摘されています。とりわけ経営株主個人への買取請求が可能な株式買取請求権の設定は、グローバルスタンダードに反するにもかかわらず日本では頻繁に目にするものですので、同指針(案)がこれを問題視したことは注目されます。

同指針(案)は草案の段階で正式なものではありませんが、パブリックコメントが 2022 年 1 月 21 日まで募集されていましたので、本年中には正式な指針が出されるものと想定されます。今後のスタートアップへの出資の実務に影響を与える可能性があるため、その内容を注視する必要があります。

6 まとめ

エクイティファイナンスは負債を負うことなく資金を調達できるため、ファイナンスの手段として有用ですが、会社の支配権でもある株式を発行することになるため、株式自体の内容や出資時の契約の内容を慎重に検討する必要があります。

当事務所では、スタートアップ向けに特化したリーガルサービス⁵を提供しており、スタートアップにおいて多く行われるエクイティファイナンスによる資金調達に関する法務面のコンサルティングや出資時の契約書の作成・レビュー等のサポートを行っています。

一方で、スタートアップに投資を行う企業・CVC やスタートアップとの連携(PoC、共同研究開発など)を考えている企業への法的サポート(英文を含む契約のレビュー、サマリーの作成等)も行っており、スタートアップの目線を踏まえてのアドバイスが可能です。お気軽にご相談ください。

※ 許可なく転載することはお控え下さい。

※ このニュースレターは郵送から PDF ファイルでのメール配信に変更できます。PDF ファイルは、貴社内で転送・共有いただいで差し支えありません。電話またはメール(newsletter@umedasogo-law.jp)でお気軽にお申し出ください。

³ <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/ap2021.pdf>

⁴ <https://www.meti.go.jp/press/2021/12/20211223003/20211223003-2.pdf>

⁵ プレスリリース (<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000001.000092599.html>)

COLUMN

かねてより日本にはスタートアップ企業の数が少ないと言われてきました。これは、鶏が先か卵が先かというような話でもあるものの、米国シリコンバレーなどと比べて、日本では、弁護士を含め、スタートアップ企業を支援する専門家などが十分でないことにも一因があると思われます。

そのため、当事務所では数年前よりスタートアップチームを立ち上げて活動してきましたが、この度、同チームにて、独立したウェブサイトを立ち上げました(<https://www.umedasogo-startup.com/>)。このウェブサイトでは、スタートアップ企業に特有の法的問題や、AIなどの先端分野等に関する情報発信を行ってまいります。

早くもウェブサイトに掲載する記事の締め切りを守るのに四苦八苦しておりますが、スタートアップ企業や、スタートアップ企業との連携を行う中小企業・大手企業などに有益な情報をお届けし、少しでも日本のスタートアップ・エコシステムの強化に繋げていきたいと思っております。



←スタートアップホームページへのリンクです

(弁護士 西口健太)

梅田総合法律事務所

大阪事務所 〒530-0003 大阪市北区堂島1丁目1番5号 関電不動産梅田新道ビル12階

TEL : 06-6348-5566(代) FAX : 06-6348-5516

東京事務所 〒106-0032 東京都港区六本木6丁目8番28号 宮崎ビル3階

TEL : 03-6447-0979 FAX : 03-5410-1591

<https://www.umedasogo-law.jp>