

エキゾチック証券を利用したベンチャー企業の 資金調達

～優先株式の発行意義と実務課題の検討～

今 川 嘉 文

～ 目 次 ～

- I ベンチャー企業に対する出資
- II 優先株式の優先権の内容と課題
- IV ベンチャー企業における優先株式の活用事案
- V 優先株式発行の課題と実務対応

I ベンチャー企業に対する出資

1 ベンチャーキャピタルに優先株式の発行

スタートアップ段階のベンチャー企業は、その資金調達の方法および調達先が多様化してきている。創業者または金融機関からの借入れ以外に、ベンチャーキャピタル（以下、VC）から出資を受けるベンチャー企業の事案が増加している¹。

VCからの出資の際に、スタートアップ段階のベンチャー企業は、普通株式以外の様々な条項を付加した有価証券（エキゾチック証券）を発行している。たとえば、残余財産の分配または剰余金の配当に関する優先権を付した、優先株式（議決権あり）を、エキゾチック証券としてVCに発行するのである。このような種類株式の利用が増加している理由として、経済産

1 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書2022』（ベンチャーエンタープライズセンター・2022）I-65。

業省を中心とした研究会により、普通株式と種類株式の価格差の概念、価値評価に関する考え方の整理がなされてきたこと、などがある²。

ある調査によれば、VCによるベンチャー企業への投資額は2,386億円、投資件数は1,625件であり（2022年度）、10年前に比べ投資額が約4.8倍、投資件数が約2.8倍である。投資先業種としてIT関係が43.0%と多く、1件あたりの平均投資金額は1億3,500万円～1億9,500万円と高額である³。

投資対象となるベンチャー企業のステージには、①シード段階（事業の準備・未完状態）、②アーリー段階（初期の事業活動）、③エクспанション段階（販売量の増加）、④レイター段階（IPO直前）がある。実際にVCから投資が行われているベンチャー企業のステージとして、平均投資額ではレイター段階・エクспанション段階、投資件数比率ではアーリー段階・シード段階が多い⁴。

VCがベンチャー企業に投資をする目的（エグジット（出口）ともいう）として、第1に、当該企業を上場（IPO）させてキャピタルゲインを得ること、第2に、企業価値を高め、合併等の対価として金銭を受領すること、第3に、買収希望者に当該企業の株式を売り渡すこと、などがある。

ベンチャー企業は、VCによる投資に対し普通株式ではなく優先株式を発行することには、当該企業の創業者（現経営陣）およびVCの双方に様々なメリットはある半面、一定の課題がある。本稿は、当該課題の内容およびその対処を検討する。

2 ベンチャーキャピタルとの接触方法

2 株式会社ブルータス・コンサルティング編『新株予約権等・種類株式の発行戦略と評価』（中央経済社・2020）13頁。

3 ベンチャーエンタープライズセンター「2022年度ベンチャーキャピタル等投資動向速報」（2023年6月26日付）、同「直近四半期投資動向調査 2023年第1四半期」（同月19日付）。

4 ベンチャーエンタープライズセンター・前掲注（1）I-16。

VCの種類には、独立系、事業会社系（出資を本業としない事業会社の傘下）、金融機関系、政府系、大学系などがある。このうち、独立系または事業会社系VCが、スタートアップ段階のベンチャー企業に対し、積極的に投資をしている⁵。

スタートアップ段階のベンチャー企業は、どのようにしてVCと接触するのであろうか。ベンチャー企業によるVCへの接触方法として、①金融機関、法律事務所または会計税務事務所などから紹介をしてもらう、②ベンチャー企業がピッチコンテストに参加して、VCによる審査を受ける、③インターネットなどで公開されているVCの連絡先に直接連絡をする、などがある⁶。前記③による方法では、現実には、ベンチャー企業がVCから投資を受ける可能性は低いようである。

前記②のピッチコンテストとは、たとえば、VCおよび自治体などがベンチャー企業を含む多数の参加者を募り、参加者が事業案をVCに披露する。ピッチコンテストによっては、1万人規模の参加者となることがある。VCは、優秀な事業案を提示したベンチャー企業に投資をするのである。

前記①の金融機関による紹介では、金融機関が地域創生支援などを目的として、傘下のVCを通じて出資をさせることがある。

II 優先株式の優先権の内容と課題

ベンチャー企業がVCに対し発行する優先株式の優先権として、①残余財産の分配に関する優先権、②剰余金の配当に関する優先権、がある。より大きな意義を有する残余財産の分配に関する優先権から、その内容を概観する。

5 ベンチャーエンタープライズセンター・前掲注（1）1-9。

6 日本経済新聞2022年6月27日付朝刊、同月20日付朝刊、同年4月6日付朝刊、同年12月6日付朝刊。

1 残余財産の分配に関する優先権

(1) 残余財産の分配優先権の意義

VCがベンチャー企業に出資する段階では、会社清算時に残余財産があることは想定しにくい。では、ベンチャー企業がVCに発行する優先株式に、残余財産の分配に関する優先権を設ける意義は、どこにあるのか。

考えられる当該意義として、たとえば、①ベンチャー企業の創業者がVCからの出資受入れの直後に、意図的に当該会社を解散清算させることに対して牽制すること（後記Ⅳ-3参照）、②VCがベンチャー企業の経営破綻前に見切りをつけて、当該会社を清算させて、投下資本の一部を回収すること、③VCが組織再編の対価の分配を受ける基準として、残余財産の分配に関する定めを準用すること（後記Ⅳ-2・Ⅴ-3参照）、などがある。

(2) 分配区分と定款の記載例

残余財産の優先に係る分配区分として、①参加型、または②非参加型がある。参加型では、優先株主に対し、定款規定の優先的内容により残余財産の分配を行い、残余財産がある場合には普通株主とともに分配を受ける。

参加型の定款例として、「1. 当社は、分配される残余財産のうち、A種優先株主に対し、普通株主に先立ち、発行時の払込金額の1倍の価額（またはA種優先株式1株につきX円）が分配される」などがある。これは、払込金相当額を優先分配金額とするものであるが（1倍型）、ベンチャー企業とVCの関係から、VCの立場がより強い場合には、払込金相当額の1.5倍以上の額を優先分配金額とする事案もある。

優先残余財産分配額を固定金額で定めた場合、株式分割などがあれば、当該調整が必要となる。

2 剰余金の配当に関する優先権

(1) 剰余金の配当優先権の意義

（龍法 '24）56-4, 44（752）

ベンチャー企業は、概して、経済的な基盤が弱く、事業活動で得た現預金を内部留保にして、研究開発費などに充てるため、株主に対する剰余金配当の可能性は低い。では、優先株式に、剰余金の配当に関する優先権を設ける意義はどこにあるのか。

たとえば、ベンチャー企業に分配可能額が生じた場合でも、創業者系の普通株主に剰余金の配当が実施されることを牽制する⁷、などがある。剰余金の配当優先権として、実務上、投資株価の約5%と定める場合が多いとされる⁸。

しかし、剰余金の配当優先権は、普通株式と比べて経済的優越性を保証するものではない。普通株式よりも、確定金額が優先的に配当されことになるにとどまる⁹。

(2) 優先配当の区分

優先配当区分として、①参加型または非参加型、および②累積型または非累積型、がある。

(a) 参加型または非参加型

「参加型」は、優先株主に対し、定款規定の優先的内容に基づき剰余金の配当を行い、残余の分配可能額があれば、さらに普通株主とともに配当を受ける。

参加型は、即時参加型および単純参加型に細分化できる。たとえば、「即時参加型」は、優先株主に優先配当金が支払われ、続いて各優先株主

7 穴戸善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム編『ベンチャー企業の法務・財務戦略』（商事法務・2010）273頁。

8 桃尾・松尾・難波法律事務所編、角元洋利＝山口敏寛＝乾正幸＝鳥養雅夫編著『ベンチャー企業による資金調達（第2版）』（商事法務・2022）52頁。

9 定款に「1株年800円」と定めた場合、1株800円という確定金額が優先的に配当されるが、当該配当後、普通株式に1株900円が配当されるかもしれない。そのため、後記（2）にみえるように、剰余金の配当に関する優先権として「参加型」とすることが考えられる。

と各普通株主に配当金が支払われる¹⁰。「単純参加型」は、優先株主に優先配当金が支払われ、続いて普通株主に配当優先金と同額の配当金が支払われ、最終的に各優先株主と各普通株主に配当金が支払われる。

他方、「非参加型」は、優先株主に対し、優先的内容の剰余金の配当後に、剰余の分配可能額があっても、剰余金の配当を受けない。

(b) 累積型または非累積型

「累積型」は、優先株主に対し、ある期の剰余金の配当額が定款規定の一定額（一定割合）に達しない場合、不足額（優先累積未配当金）を次期以降に繰り越し、普通株主に先立って填補する。他方、「非累積型」は、不足額を次期以降に繰り越さず打ち切る。VCによるベンチャー企業に対する投資では、累積型と非累積型のいずれの事案もある¹¹。

前記の優先累積未配当金は、優先的な残余財産分配または金銭対価の株式取得請求権の行使に際し金銭対価に加算して、VCが投下資本の回収に利息相当分として上乗せする意味がある¹²。

優先累積未配当金がより多額となれば、当該優先株式の存在が株式上場の支障になる。上場後も普通株式への剰余金の配当が困難となり、株価に悪影響を与えることになる。そのため、上場申請決議時には、優先株式を普通株式に転換する、などの対応が考えられる。

(3) 定款の記載例

非参加型・非累積型の定款例として、「1. A種優先株主に対し、普通株主に先立ち、A種優先株式1株につき、年X円の金銭による剰余金の配当を行う。2. ある事業年度において、A種優先株主に対して支払う金銭

10 「即時参加型」または「単純参加型」の選択は、優先株式の発行時に決めておく。

11 桃尾・松尾・難波法律事務所編・前掲注（8）39頁。

12 後藤勝也＝林賢治＝雨宮美季＝増渕勇一郎＝池田宣大＝長尾卓編著『ベンチャー企業の法務A to Z～起業からIPOまで』（中央経済社・2016）235頁。

による剰余金の配当の額が、A種優先配当金の額に達しないときは、その不足額は翌事業年度以降に累積しない」、などがある（固定優先配当）。

即時参加型の定款例として、「2. A種優先株主に対し、A種優先配当金を配当した後、普通株主に対して配当を行うときは、同時に、A種優先株主に対して、A種優先株式1株につき、それぞれ、普通株式1株当たりの配当金に、その時点におけるA種優先転換比率を乗じた額の配当金を支払う」、などがある。

(4) 優先配当金額の決定

株式会社は優先株式を発行するまでは、定款には、配当財産の種類・上限額（1株につき上限1,000円等）・算定基準等¹³の「内容の要綱」だけを定め、配当の具体的金額等（たとえば、1株につき年800円）は取締役会決議（非取締役会設置会社では、株主総会決議）で定めることができる（会社108条3項、会社規20条1項）。

なお、優先配当金額を固定金額で定めた場合、株式分割等があれば、優先配当金額の調整を要する。

IV ベンチャー企業における優先株式の活用事案

1 持分比率の希釈化の抑止

(1) 具体的事案

ある事案を検討する。たとえば、ベンチャー企業A社は企業価値が2,000万円であり、創業者Yが1株1万円としてA社普通株式の発行済株式総数2,000株の全てを保有している。今、X（VC）がA社に4,000万円を出

13 「国債の市場金利を勘案して決定」等の定めは、配当額が客観的に算定されていないとされる（山下友信編『会社法コンメンタール（3）～株式 [1]』（商事法務・2013）98頁（山下））。

資して、Xに優先株式（議決権あり）を新たに発行する。優先株式の価値は、優先権からA社普通株式より高く設定され、1株4万円として、Xに優先株式1,000株を発行する¹⁴。創業者Yは総議決権数3,000個のうち2,000個を保有し、支配権を維持できる。

（2）VCのメリットと課題

前記(1)の優先株式に拒否権（会社108条1項8号）または取締役選解任権（同項9号）を付すことにより、VCはその議決権数に関係なく経営に一定の影響力を及ぼすことができる。前記の拒否権として、たとえば、資産売却に対する拒否がある。

しかし、追加的な種類株主総会の開催（後記V-1参照）などが、機動的な会社経営に支障を来すことになる懸念はある。そのため、拒否権または取締役選解任権については、種類株式としてではなく、株主間契約で定めることが考えられる¹⁵。

2 組織再編時の収益確保等

（1）具体的事案

前記1-（1）の事案を前提として、X（VC）に優先株式ではなく、A社普通株式4,000株を発行後、A社の企業価値が6,000万円となった。しかし、経営環境の変化から、A社はB社と合併することになり、金銭5,000万円を合併対価として消滅会社となった。

この場合、Xは約3,333万円（ $=5,000\text{万円} \times (4,000\text{株} / 6,000\text{株})$ ）が付与され、4,000万円の投資額を下回ることになる。

（2）VCのメリット

14 桃尾・松尾・難波法律事務所編・前掲注（8）47頁参照。

15 白井和正「スタートアップ投資・新規上場と種類株式」ジュリスト1576号52頁。

XにA社普通株式ではなく、優先株式が発行されておれば、Xには4,333万円 $((4,000\text{万円} \times (\text{優先分配})) + ((5,000\text{万円} - 4,000\text{万円}) \times (1,000\text{株} / 3,000\text{株}))$ 、Yには667万円 $(1,000\text{万円} \times (2,000\text{株} / 3,000\text{株}))$ が付与される（1倍参加型）。

このようなA社にとり不利な組織再編においても、Xは一定収益の獲得または損失減少が可能となろう。

3 詐欺的解散の防止

(1) 具体的事案

前記1-(1)の事案を前提として、A社がX（VC）からの投資を受ける前に、A社の企業価値が向上した。

Xが5,000万円を出資して1株10万円でA社普通株式500株が発行された。Xの投下資金5,000万円がA社に残っている場合、Yは意図的にA社を解散清算すれば、1株当たりの残余財産分配額は2万円となり、Y（2,000株保有）には4,000万円が分配され、X（500株保有）には1,000万円が分配される。その結果、Xは4,000万円の損失を被ることになる。

(2) VCのメリット

このような詐欺的解散のリスクを回避するため、Xは、A社に対して、1株10万円の優先残余財産分配権などを定めた優先株式をXに発行をさせることが考えられる。

V 優先株式発行の課題と実務対応

1 機関運営の複雑化

優先株式の発行は、ベンチャー企業の機関運営が複雑となるとともに、当該発行に係る登記を要する。

たとえば、普通株式およびA種優先種類株式を発行している場合、一定

の定款変更・組織再編では、株主総会に加え、普通株式の株主が構成員の種類株主総会、A種優先種類株式の株主が構成員の種類株主総会を要することになる¹⁶。

種類株主総会は、種類株主に損害を及ぼすおそれのあるとき（会社322条1項）、法令または定款で定めた事項等について、種類株主間の権利調整および特定種類株主の保護が必要な事案において、その決議を要する（会社321条1項）。

前記の「損害を及ぼすおそれのあるとき」として、たとえば、優先配当の累積条項を削除すること、または優先配当金を減額することに関する定款変更などがある。

種類株主総会決議を不要とする定款の定めがある場合でも、株式種類の追加・株式内容の変更など、一定の定款変更には当該決議を要する（会社322条2項3項但書）。

2 普通株式への転換

(1) 定款規定

優先株式に係る課題対処として、上場申請決議時などの一定事由が生じた際に、たとえば、次のことが考えられる。

第1に、優先株主は発行会社に対し、その保有する優先株式を発行会社に取得させて、対価として普通株式を交付する旨の取得請求権を定款に規定する。

第2に、上場申請決議時に一部の優先株主が取得請求権を行使しない場合には、発行会社が普通株式への転換を可能にできる取得条項を定款に規定する。

これらにより、ベンチャー企業の上場時には、発行株式は全て普通株式

16 船津浩司「連載（第20回）ヤスタ、金は欲しいが口出しはされたくない～株式の経済的特徴、種類株式」法学セミナー790号108頁。

となる。

(2) 転換条件

転換条件として、例えば、優先株式1株につき普通株式X株（通常、1株）として、A種優先株式の発行後、それより低い価額でB種優先株式が発行された場合（ダウンラウンド）、取得比率の調整規定を設けておくことが考えられる¹⁷。

3 みなし清算

「みなし清算」とは、株主間契約（合意書）または定款で、組織再編等を会社が清算したものとみなして、合併・買収対価（現金）の合計額を当該会社の残余財産として、その分配を行うものである。なお、みなし清算に関し、株主間契約（合意書）とする意義は、その内容を定款で定めても、その拘束力に疑義が残るためである¹⁸。

VCは、ベンチャー企業の上場または組織再編などにより投資資本を回収しようとする。株主間契約等にみなし清算として、VCに優先分配を定めることは重要であろう¹⁹。

優先分配例として、優先株主に対し払込金額の×1.0倍について残余財産の分配を行い、さらに残余財産がある場合には、普通株主とともに分配を受ける（参加型）等がある。

4 巨額投資の獲得要素

このように、優先株式は発行後にも複雑な手続を要するため、その利用

17 山本飛翔＝菅原稔＝尾下大介『スタートアップの法律相談』（青林書院・2023）91頁（刀祢諒輔）。なお、VCに新株予約権を付与して、VCは投資資本の回収を行いやすくすることが考えられる。

18 山本他・前掲注（17）89頁（刀祢）、後藤他編著・前掲注（12）210頁。

19 桃尾・松尾・難波法律事務所編・前掲注（8）53頁。

はVCが1億円以上の出資をする事案に多い²⁰。スタートアップ段階のベンチャー企業は、優先株式を使いこなせることが、巨額投資を獲得できる要素となろう。

20 磯崎哲也『増補改訂版 起業のエクイッティ・ファイナンス』（ダイヤモンド社・2022）141頁。