

投資契約書・株主間契約書雛形に関する留意事項

2025年3月31日
一般社団法人Fintech協会

本日公表の投資契約書・株主間契約のアップデート版の検討にあたり、議論がなされた事項の一部について、注意的に留意事項をまとめるものである。

1 参加型・非参加型の選択について

前回の雛形の公表後、参加型・非参加型優先株式について問題提起がなされた。

過去、日本のスタートアップファイナンスでは、参加型優先株式による資金調達が広く普及していた。具体的には、優先残余財産の分配の際の優先部分が、投資時の払込金額の1倍ないし2倍程度とする形が広く見られた（近時は1倍とする例が大半である。）。しかし、米国を中心に、非参加型優先株による資金調達が行われる実務も海外では存在することから、なぜ日本では投資家に有利な内容（参加型1倍ないし2倍）が広く一般的な内容になっていたのかが議論された。特に、米国では、トラドス事件において、普通株主と優先株主の利益相反状況に焦点があてられた過去も存在する。

具体的には、参加型優先株式とする場合、優先株の保有者への分配が普通株主への分配に優先するため、投資家側からすれば、投資元本を確保できる金額のM&Aであれば、ある程度少ない金額であっても、当該取引を推進するインセンティブとなる。M&Aでの売却額が大きくなれば大きくなるほど、投資金額1倍の優先部分が及ぼす影響は希薄化することとなり、参加型か非参加型かの違いは意味を失うこととなる。他方、M&Aの際の売却価格が低い程、参加型優先株の保有者への分配額が、普通株主への分配額に比べ、高まることとなる。特に、普通株主への分配が行われる前に優先株式への分配で資金が尽きる場合には顕著に、普通株主への分配額が0円となる（参考までに、数字を仮定したM&A取引を本稿末尾に記載した）。

このため、参加型の優先株が広く普及している日本の実務は、M&A取引を抑制する方向で影響を及ぼしているのではないかと議論がなされた。

2 株式買取条項について

株式買取条項を設定することの可否については、2023年12月8日の前回の雛形公表後に複数の起業家から当協会への指摘があった。株式買取請求が認められる場合は、契約上、反社条項や重大な表明保証の違反がある場合に限定することを明示すべき、との指摘である。

この点、当協会でも改めて前回雛形を検討したが、前回雛形でも株式買取請求については、取引前に生じた事象を理由とする場合でも重大なものに限っており、実際に株式買取請求の行使ができる場面は、上記公表後の指摘の内容と大きく異なるものではなかったと考えている。

改めて、なぜ株式買取請求を広い範囲で行使できるように契約条項を整備される実務が広がったかを考察すると、日本国内では株式投資契約の締結前に、スタートアップに対する深度あるDDが実施されない場合もあり、詳細なリスクを把握できないことに関し、リスクを対象会社・起業家に移転し、解決しようとしたものであるとも考えられる。確かに、アーリー・シードステージ等の少額の投資がなされる場合には、このような視点を採用しようとする動機が生じやすいと考えられ、さらに、日本の投資契約実務では、アーリー・シード期の投資契約の内容も、その後ラウンドにおいてベースとされることが多いこともあり、複数回の調達後も尚残存する事例が多く生じることになったと考えられる。

（当協会としては前回公表した雛形でも議論したように「株主による株式の買取請求の規定を選択肢としても提示しない」ことが適切であると考えるが）仮に一度アーリー・シード期において広範な株式買取条項が設定された場合でも、一定の深度のあるDDが実施されるようになった段階では、すでに投資家側も十分に対象会社のリスクを把握している状況にあるため、かかる広範な買取条項を残存させる理由はなく、削除・修正を行うことが適切であると考えられる。

参考

【1倍参加型-vs-1倍非参加型】

Post-Val10億円で1億円を単独で投資した想定。

Pre Val (億円)	9.0
Post Val (億円)	10.0
投資額 (億円)	1.0
シェア (%)	10%

5億円ケース (ダウン/バリュM&Aケース)	1倍参加型	投資倍率 (x)
評価額 (億円)	5	
回収額 (億円)	1.4	1.4x
	※投資額 + 残り部分を比率で回収	

1倍非参加型	投資倍率 (x)
5	
1.0	1.0x
※投資額のみ回収	

10億円ケース (フラットM&Aケース)	1倍参加型	投資倍率 (x)
評価額 (億円)	10	
回収額 (億円)	1.9	1.9x

1倍非参加型	投資倍率 (x)
10	
1.0	1.0x

→普通株に転換するか、ちょうどのライン

50億円ケース (Good M&Aケース)	1倍参加型	投資倍率 (x)
評価額 (億円)	50	
回収額 (億円)	5.9	5.9x

1倍非参加型	投資倍率 (x)
50	
5.0	5.0x

200億円ケース (Best M&Aケース)	1倍参加型	投資倍率 (x)
評価額 (億円)	200	
回収額 (億円)	20.9	20.9x

1倍非参加型	投資倍率 (x)
200	
20.0	20.0x