国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構

研究開発型ベンチャー企業の資本政策立案の手引

2018 年 2 月

本手引書の構成

STEP1　資本政策を知る　～ 資本政策の必要性を理解しよう ～

はじめに、資本政策とは何か、なぜ創業初期に考えることが大事なのかを理解しよう。

ここがポイント

- 資本政策とは、誰に・どれだけの株式（≒会社経営の議決権）を渡す必要があるかを検討することである。
- 株式の持分比率を後から修正することは基本的には不可能と考えるべきであり、**最初の資金調達から将来を見据えて資本政策を立てることが重要**である。

詳しくはコチラ

p. 2　はじめに
p. 6　エクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスの違い
p. 7　資本政策に取り組むにあたっての注意点

STEP2　資本政策を立てる　～ 資金調達先の特徴を理解しよう ～

主要な資金調達先となるベンチャーキャピタル（VC）のビジネスモデルや戦略を理解しよう。また事業会社/CVC からの資金調達と比較した、メリット・デメリットを知ろう。

ここがポイント

- VC から資金調達をするときは、ファンド投資領域、ファンドのサイズとフォローオン投資の可能性、VC が投資を行うステージ、ファンドの期間が妥当かを判断する。
- VC はフィナンシャルリターンを、事業会社/CVC はフィナンシャルリターンに加えて事業上のシナジーを重視する。

詳しくはコチラ

p. 8　ベンチャーキャピタルからの資金調達
p. 11　事業会社/CVC からの資金調達
p. 11　VC と事業会社/CVC からの資金調達の比較

STEP 3　資金調達を実行する　～ 投資契約の内容を理解しよう ～

シードラウンドにおける投資スキームの種類、タームシートの構造や権利条項など投資契約を結ぶにあたり知っておくべき基本事項を理解しよう。

ここがポイント

- シードラウンドの資金調達手法としては、できるだけ**シンプルな契約**とする事が望ましい。技術的なリスクが高く、評価が難しいようなフェーズでは**コンバーティブルな証券を利用することも有効**。
- 投資契約は企業の経営のコントロールと、経済的な所有をどのように決めるかに関する重要な取り決め。

詳しくはコチラ

p. 15　シードラウンドにおける投資スキーム
p. 17　コンバーティブル・エクイティによる投資の留意点
p. 19　投資契約

目　次

はじめに 3
１．　資本政策を知る 4
（１）　ベンチャー企業の成長と資金調達手法のイメージ 4
①　Ｒ＆Ｄ期～市場参入期 4
②　成長初期～急成長期 4
③　安定成長期～株式上場期 5
（２）　エクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスの違い 6
（３）　資本政策に取り組むにあたっての注意点 7
２．　資本政策を立てる 8
（１）　ベンチャーキャピタルからの資金調達 8
①　VC のビジネスモデル 8
②　VC の投資戦略 9
③　VC による投資判断 10
（２）　事業会社/CVC からの資金調達 10
（３）　VC と事業会社/CVC からの資金調達の比較 11
（４）　資本政策の立案にあたっての注意点 12
３．　資金調達を実行する 14
（１）　シードラウンドにおける投資スキーム 14
（２）　コンバーティブル・エクイティによる投資の留意点 15
（３）　投資契約 18
①　タームシートの構造と種類株式、投資契約 18
②　タームシートで使われる用語等 19
おわりに 22
参考資料 23

はじめに

本手引書は、これから資金調達を行う研究開発型ベンチャー企業にとって、資本政策を立てるために理解すべき重要なポイントを取りまとめたものです。

資本政策とは何か

研究開発型ベンチャー企業の多くは研究開発に多額の資金を必要としますが、開発が成功するまで売上を立てることが難しいというリスクがあり、負債よりも株式による資金調達が一般的です。それゆえベンチャー企業は、資金調達や株式公開などを考慮して、ベンチャーキャピタルや事業会社など様々な投資家に株式を割り当てることになります。簡単に言うと、**どの株主に、どれだけの株式を割り当てるかを考えることが資本政策**です。

資本政策はなぜ必要か

株式を与えるということは、株主が会社経営に参画するという意味を持ちます。したがって経営者の意向と対立する可能性のある株主の権限が大きくなると、経営の意思決定を迅速に行えなくなるなどの弊害を生じる可能性があります。また、最初の資金調達で特定の投資家に多くの株式を与えてしまうと、次の調達で他の投資家が参画しにくくなり、その後の資金調達が立ち行かなくなる恐れがあります。基本的に**資本政策は後から戻ってやり直すことは極めて困難**なため、研究開発型ベンチャー企業のようにExit までに多くの資金と時間を要する場合は、最初の資金調達からより慎重に資本政策を考えることが必要なのです。

資本政策の実態

実際に研究開発型ベンチャー企業に対してアンケートを行い、初回の資金調達交渉時に、次の資金調達や Exit を見据えた資本政策を立てたかどうかを尋ねたところ、「充分に戦略を立てて交渉に臨んだ」という回答は 3 割程度に留まっていました。中には「シェア（持分比率）も含めてベンチャーキャピタルの言いなりの内容で投資契約を締結した」というベンチャー企業もおり、**資本政策のリテラシーが低い研究開発型ベンチャー企業が少なくない**というのが実態です。

本書が目指すこと

本手引書を通じて、研究開発型ベンチャー企業には、資本政策の必要性を認識してもらい、特にシード期の資本政策で失敗しないための最低限のポイントを押さえてもらうことを狙いとしています。資本政策の全体像やより具体的な内容については巻末の参考資料や、弁護士、会計士、税理士などに確認する必要がありますが、まずはその全体感を掴むため本書を活用してください。

１．　資本政策を知る

POINT

- 創業期の資金調達はエクイティ・ファイナンスが中心になる。
- エクイティ・ファイナンスは、誰に・どれだけの株式（≒会社経営の議決権）を渡す必要があるかを検討するという点で、負債による資金調達とは異なる。
- 株式の持分比率を後から修正することは極めて困難と考えるべきであり、最初の資金調達から将来を見据えて資本政策を立てることが重要となる。

（１）　ベンチャー企業の成長と資金調達手法のイメージ

はじめに、ベンチャー企業が成長するにつれて資金調達がどのように変わっていくかのイメージをつかみましょう。次ページの図１は、ベンチャー企業が創業してから株式上場までの期間について、ベンチャー企業のキャッシュフロー、資金調達ラウンド、組織構造・株主、株式持分比率の例です。ここではフェーズを区切って、資金調達の特徴を概観します。

①　Ｒ＆Ｄ期～市場参入期

創業初期（R&D 期や市場参入期）は資金調達ラウンドとしては、「シードラウンド」にあたります。この時期のベンチャー企業には売上はなく、組織も非常に脆弱であるため、資金調達手法は、自己資金や家族・友人の資金に加えて、公的な R&D 助成金が有力な手法となります。また近年では、ビジネスエンジェルと呼ばれるような個人投資家も増えてきています。

研究開発型ベンチャー企業の場合は、研究開発に多額の資金が必要になりますが、開発が成功するまでに売上を立てることが難しいため、創業初期にはキャッシュフローが極端にマイナスになるケースが多いと考えられます。このようにリスクが高い時期に調達する資金は、「高いリスクをとった結果、将来的に高いリターンを生むことを期待している性質の資金」として「リスクマネー」と呼ばれます。通常、リスクマネーはエクイティ・ファイナンス（株式による資金調達）が中心となります。

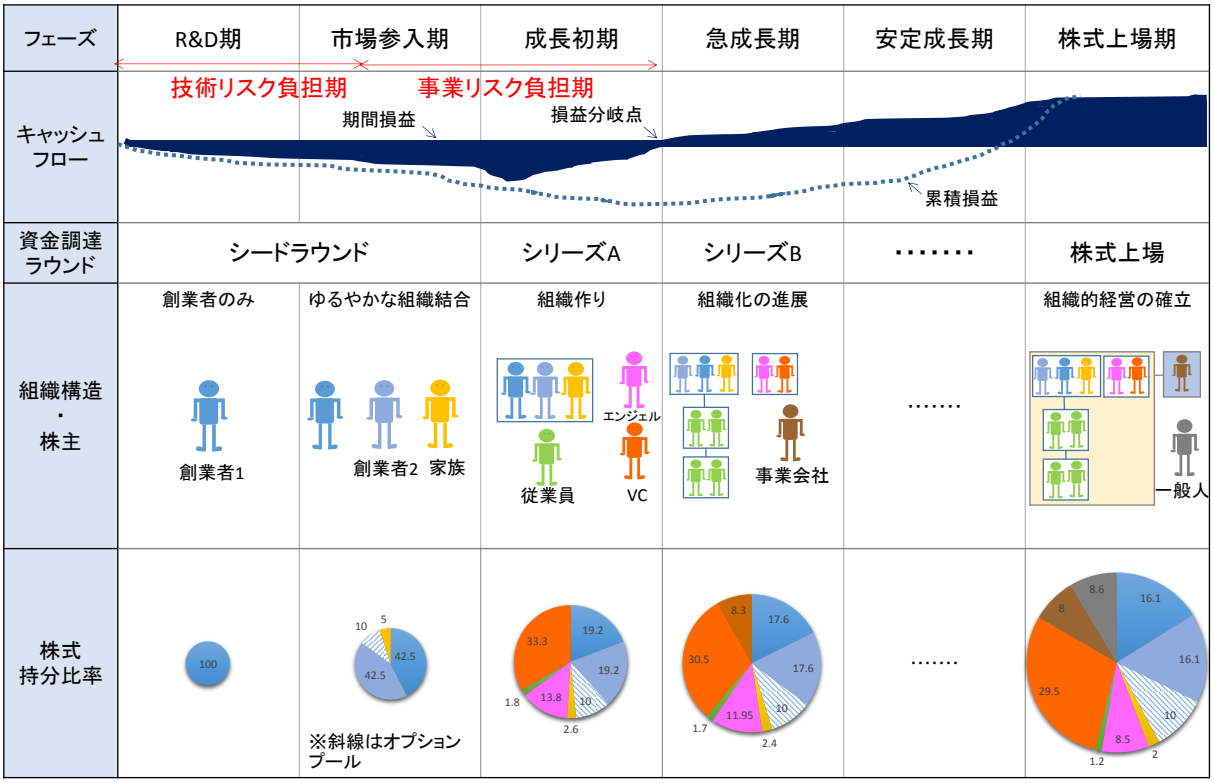
②　成長初期～急成長期

成長初期は資金調達ラウンドとしては「シリーズ A」にあたります。この時期はベンチャーキャピタルによる１回目の投資が行われ、調達した資金は研究開発だけでなくビジネスモデルの確立等にも用いられます。その後、ベンチャーキャピタル等を中心に資金調達する２回目をシリーズ B、３回目をシリーズ C、４回目をシリーズ D と呼びます。

③ 安定成長期～株式上場期

企業が成長するに従って資金調達の手法は、事業会社との戦略的提携や負債、株式公開など多様化します。

図 1　ベンチャー企業の成長と資金調達の流れ



（出所）西澤昭夫（2010）NTBFs の簇業・成長・集積のための Eco-system の構築.
p.19 図表 1-5 より、みずほ情報総研が一部編集

（２） エクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスの違い

エクイティ・ファイナンスとは、株式による資金調達を意味します。株式は、資金調達という側面だけではなく、経営に参画をする他者を巻き込むという点で、デット・ファイナンス（負債による資金調達）とは大きく性格が異なります。具体的には負債での調達と株式による調達には、以下のような違いがあります。

表 1　エクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスの相違点

	エクイティ･ファイナンス	デット･ファイナンス
審査･投資手法	成長に期待。キャッシュフローに振幅が見込まれても、数年間のタームで大きな成長が期待できれば構わない。	過去の実績重視。元利金の支払義務が法的義務として発生する。
信用補完･リスク低減方法	社外取締役の派遣など経営への関与によって投資リスクを軽減するケースもある。	過去の実績が重視され、多くの場合担保が求められる。担保力も貸付額の制約となることがある。
投資･与信期間	VC 投資の場合は株式公開ないしは M&A で売却するまでの数年間の投資を行う。株式公開の場合は、公開後に株主にとどまる場合も多い。	短期（1 年以内）や長期の与信がある。
資金使途の制約	成長のための研究開発などに対しても積極的に投資する。	運転資金が中心となり、短期的なキャッシュフローが期待できない研究開発投資などの不確実性の高い項目には向かない。
経営への関与	株主として議決権をもつ。	議決権を用いた関与はないが、「コベナンツ（”Covenants”）」と呼ばれる経営を制約する条件を付ける、その他の方法で経営に関与されることもある。

特に注意が必要なのは、エクイティ・ファイナンスを行う場合には、他者が株主として参画する点です。つまり、エクイティ・ファイナンスは資金調達という側面だけではなく、「誰が経営に参画するのか」も関係する重要な問題となるのです。従って、**エクイティ・ファイナンスで資金調達を行う場合には、どれくらいの「資金規模」を調達するのかに加えて、「誰に」「どれだけ」の株式を渡す必要があるのかを検討する必要があります**。これが資本政策です。

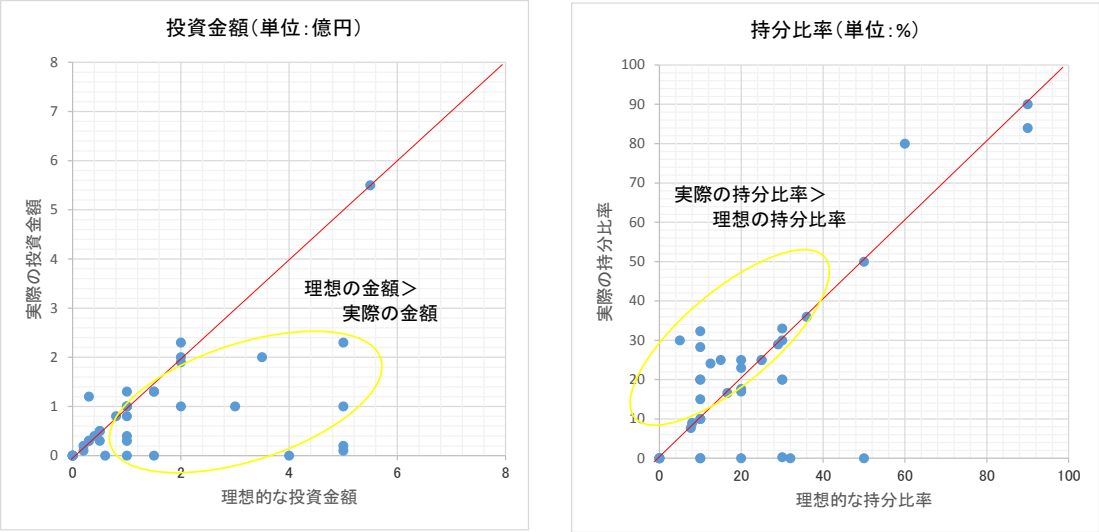
なお、研究開発型ベンチャー企業は多くの資金調達を行う必要があるケースが多く、中長期的な観点から資本政策を捉える必要があります。

（３） 資本政策に取り組むにあたっての注意点

エクイティ・ファイナンスによる資金調達の意味を踏まえた上で、図１の株式持分比率をご覧ください。この例では最初は創業者一人が 100%の株を持っていますが、資金調達ラウンドを重ねる毎に株主が増えるため、最終的には創業者の持分比率は 16.1%にまで低下しています。創業者はベンチャーキャピタル（VC）など第三者の株主と比べて資金が少ないため、一度持分比率が薄まってしまうと再び高めることは事実上不可能になります。また、「２．資本政策を立てる（４）資本政策の立案にあたっての注意点」でも述べますが、シードラウンドで VC などの第三者に多くの株式を渡してしまうと、次の資金調達で新規の投資家が参画しにくくなり、資金調達が困難になるリスクがあります。当然、一度株主になった投資家を後から出て行ってもらうようなことはできませんので、**最初の資金調達から「誰に」「どれだけの」株式を渡すかを検討することが重要に**なるのです。

しかし実際には、研究開発型ベンチャー企業に第三者の株主から資本政策通りに資金調達ができたかどうかを尋ねたところ、理想通りに資金調達ができた企業は少ないという現実が明らかになりました。この事実は、資本政策を立てていても（立てたつもりでも）理想通りに資金調達を行うことは容易ではなことではないというメッセージです（図 2）。

図 2　VC からの調達金額、持分比率（理想と現実）



シードラウンドでベンチャー企業が理想的と考える VC 等の第三者からの調達金額と持分比率、実際の調達金額と持分比率を尋ねた。理想的な投資金額よりも実際は小さく、持分比率は理想よりも実際はやや大きい傾向があった。

資本政策の必要性と難しさを認識した上で、次のパートでは資金調達先となる VC のビジネスや戦略、事業会社/CVC と比較したメリット、デメリットを学び、資本政策を立てるイメージをつかんでいきましょう。

２．　資本政策を立てる

POINT

- VC から資金調達をするときは、ファンド投資領域、ファンドのサイズとフォローオン投資の可能性、VC が投資を行うステージ、ファンドの期間が妥当かを判断する。
- VC はフィナンシャルリターンを、事業会社/CVC はフィナンシャルリターンに加えて事業上のシナジーを重視する。
- シードラウンドの資本政策においては、調達の金銭的・時間的コストを下げる、多くの株式持分を第三者に付与しすぎない、負債での調達を増やしすぎない、必要な資金を適切な株価で調達することに注意が必要。

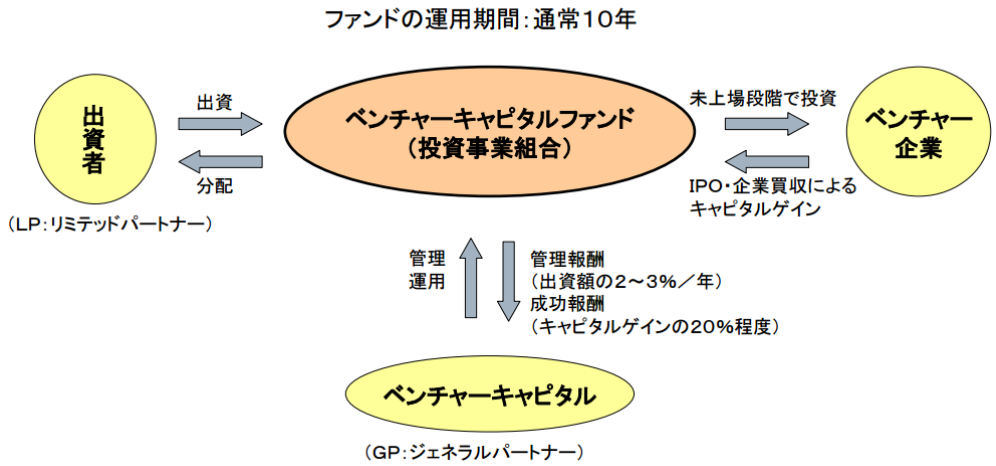
（１）ベンチャーキャピタルからの資金調達

研究開発型ベンチャー企業が資金調達を行う場合には、VC からの資金調達が有力な手段となります。ここでは VC のビジネスモデル、戦略、投資判断のポイントを理解しましょう。

① VC のビジネスモデル

VC は一般には Limited Partner(LP)と呼ばれる投資家から資金を集め、それをファンドとして運用しています。運用先としてベンチャー企業へ投資をし、企業が成長したところで株式の売却等を行った上で出資者へ資金を返します。

図 3　ベンチャーキャピタルの基本モデル



（出所）経済産業省　ベンチャーキャピタルを通じた資金供給＜現状と課題＞

ファンドの組成から一般に 10 年程度の運用期間にベンチャー企業に複数の投資をおこない、投資を何らかの形で Exit してリターンを得るというのがビジネスモデルです。Exit の方法は、投資先の IPO、M&A などが想定されます。

VC は株式で投資を行うため、何らかの形で経営に関与し、必要に応じた経営支援を提供することがあります。ケースによっては取締役の派遣や、CEO の交代などが行われることがあります。経営に関与し、企業価値の向上に貢献するため、当該分野での経験があるキャピタリストが在籍していたり、ファンドの戦略として特定領域にフォーカスしているような事例があります。

② VC の投資戦略

VC から資金調達をするにあたって、起業家が特に知っておかなければならない VC の戦略としては次のような点が挙げられます。これ以外にも個々の契約や企業価値評価、Exit に関する考え方、また投資担当者との相性についても考慮する必要がありますが、ここでは以下の基本的なポイントを押さえましょう。

✧　ファンドの投資領域

VC は強みを有している領域に特化して投資を行うケースが多いです。例えば、環境（クリーンテック）や創薬・バイオ等、また医療機器などの専門性が求められる領域を投資領域と定めている VC も多いです。シード期の研究開発型ベンチャー企業の場合には、**特定の産業や技術領域に特化しているような VC からの資金調達を模索することは有効**であると考えられます。

✧　ファンドのサイズとフォローオン投資の可能性

フォローオン投資とは、ある VC が投資をした案件の次の資金調達ラウンドにも引き続いて投資を行うことです。フォローオン投資を行う VC は、次回以降の資金調達ラウンドでもリード VC として役割を担うことができるケースもあります。フォローオン投資を行うには、それを行うためのファンドの資金量がないと対応できないため、フォローオン投資の可能性を探るためには、ファンドサイズも確認する必要があります。

一方で研究開発型ベンチャー企業の場合には、Exit までに必要な資金調達額が大きくなるため、1 社の VC のフォローオン投資のみで十分な資金を調達できるケースは稀です。そのため、**今後の資金調達においても他の投資家の紹介などが望めるネットワークを有しているかを明確化する**ことも併せて必要です。

近年はファンドの戦略として小規模ファンドでシード投資に注力しているファンドも多く存在しています。このようなファンドも、他の VC ファンドからの資金調達に向けて協働できるような場合には、有力な選択肢になります。

✧　投資ステージ

VC ファンドの資金量とも関連しますが、VC は投資を行うステージ（企業の成長ステージ）を定めているケースが多いので、**自社のステージがどの段階にあり、VC がどの段階で投資をしているのかを明確化する**必要があります。

✧　ファンドの期間

VC はファンドの満期である 10 年以内に投資・回収までを行わなければならず、通常はファンド設立

5 年程度で最初の投資を終えるケースが多いです。したがって、**ファンドの満期までに自社が Exit できるプランを提示しなければ、投資を受けることはできません**。ファンドの設立年を確認しましょう。

③ VC による投資判断

VC は上記のような投資戦略の上で、ベンチャー企業のチームや創業メンバーの人間性などを見て投資判断をしています。特に重要な要素として、市場・戦略・チーム・技術を見ることが多いと思われます。以下のポイントを踏まえ、VC や顧客候補となる企業とのディスカッションや仮説検証を行い、より精度の高い事業計画の策定、実行を行ないましょう。

✧　市場

VC はこれまで見てきたように高いリスクを負って投資をします。そのような VC にとって魅力的な市場を狙った企業は資金調達しやすいでしょう。研究開発型ベンチャーはターゲットとする市場を定義する適切な切り口を見つける必要があります。プロダクトやテクノロジーが解決する課題、提供する価値からみたときに、ターゲットとする市場がどこになるのか、**誰が本当にお金を出して自社の製品・サービスを買ってくれるのか**を検討し、仮説検証する必要があります。仮説検証の過程では市場を変更する（ピボットする）ことも重要です。

✧　戦略

ターゲットとする市場の創造や参入、拡大などを行うための適切な戦略が描けているかを VC は重視します。コアとなるテクノロジーの魅力だけでなく、市場に対してどのような戦略を描くのかを示してください。

✧　チーム

市場や戦略が良くても、それを実行するチームが魅力的でなければ、VC からの資金調達は難しいと言えます。ターゲットとする市場に参入する戦略を担うチームが、**勝てるチーム**であることを示しましょう。例えば、過去の業務経験（研究開発、事業開発、ファイナンス等）や、過去の起業経験がある事はプラスになると考えられます。戦略を実行し、勝てるチームであることを示しましょう。

✧　技術

保有している**コア・テクノロジーの最大の差別化要因**はどこにあるのかを示しましょう。特に解決しようとしている課題に対して、有しているコア・テクノロジーがどのような価値を提供しうるのかを明確に示す必要があります。また、競合となりうる技術についても分析をする必要があります。**技術的な競合だけではなく、機能面での競合**があることにも留意する必要があります。

（２）事業会社/CVC からの資金調達

近年では、事業会社等がコーポレート・ベンチャーキャピタル（以下、CVC とする。）をもつケースが増えています。CVC では、多くの場合は財務的なリターンだけではなく、CVC を設立した企業の戦略的

な目的（例えば、研究開発の推進、新規事業の展開、技術動向のウォッチ等）をもった投資活動を行っています。

CVC は事業会社の戦略によって設立されているため、投資を受けた場合には、CVC を運営している事業会社との連携を進めやすいというメリットが有ります。一方で同時に、競合関係となるような企業との提携や出資という可能性が低下します。

（３）VC と事業会社/CVC からの資金調達の比較

VC と事業会社/CVC からの資金調達の比較としては以下のような特徴があります。ただし、VC、事業会社/CVC は個々の戦略や企業に対するスタンスが大きく異なっており、必ずしもすべてのケースに当てはまるものではありません。あくまでも一般的な傾向として参照してください。

表 2　VC と事業会社/CVC の資金調達の比較

	VC	CVC/事業会社
企業価値に対する考え方	フィナンシャルリターンを重視。投資金額と Exit の金額が重要。	フィナンシャルリターンだけではなく、戦略的なリターン（提携や R&D の推進など）が重視される事があり、投資からの金融リターンの優先度が高くないケースも有る。
事業に対する貢献・インプット	VC のネットワークでアライアンス等を支援。近年は LP とのネットワークを重視する VC も増えている。	投資している事業会社と関係の深い会社との事業提携については進みやすい。ただし、当該企業と競合となりうる企業との連携は進めにくくなるケースもある。

（４）資本政策の立案にあたっての注意点

シードラウンドの資本政策は、以降の資金調達の可否や、企業の成長そのものに大きく影響するため慎重な検討が必要です。以下に、特に注意を払うべきポイントを 4 点挙げます。

✧　調達のコスト（金銭的・時間的）を下げる

シード期のスタートアップは、プロダクト開発等に注力すべきフェーズであり、タームシート（３．（３）投資契約に記載）の交渉やリーガルチェックなどにコストを費やすべきではないと考えられます。その意味では、**できるだけシンプルな投資契約の内容**とするべきでしょう。実際に米国においては、アクセラレーターが投資する際には、標準的な投資契約が締結されており、弁護士費用をかけずに資金調達を行うことが一般的になっています。

金銭的・時間的なコストについては、資金調達額とも関係します。例えば、種類株式（３．（１）シードラウンドにおける投資スキームに記載）を発行した場合には、発行に時間を要するだけではなく、普通株式の株主総会に加えて、種類株主総会の運営も行う必要が出てきます。従って、PoC（Proof of Concept）用の資金として比較的少額な調達を行うような場合には、**経営管理の観点からもコストの妥当性を検討**しましょう。

✧　シード期で多くの株式持分を第三者に付与しすぎない

研究開発型ベンチャー企業の資金調達は比較的長期間にわたり、多くの資金を必要とするケースが多いです。そのことを考えると、シード期の投資であまりにも多くの持分を第三者の VC 等に付与することは望ましくありません。

なぜなら、経営の自由度と安定性の観点から考えると、株主総会決議事項について三分の二以上の同意が必要な項目（企業の合併、解散、新株発行、定款の変更等）について、第三者の同意が必要な場合は**経営の自由度と安定性が低下し、素早く意思決定できなくなる可能性がある**からです。これは中長期的には IPO での Exit を見据えた時に、安定株主（会社の業績や株価とは無関係に、長期間にわたり会社の株式を持ち続ける株主）をどのように作っていくかとも大きく関連しています。つまり、経営者と VC の利害は必ずしも合致しないので、VC に多くの株式を付与しすぎてしまうと、会社の重要な経営方針が決定できなくなってしまうのです。

加えて株価とも関連しますが、シード期の不確実性が高い状況で資金調達をすると、株価が低い状況で調達をすることになるので、**シード期の VC に少額投資で大きなシェアを取られやすく、次の資金調達で新規の投資家が参画しにくい状況をつくってしまう可能性**があります。例えば、シード期で 5,000 万円の企業価値のベンチャー企業に、VC1 が 5,000 万円を投資して 50%の株式をとったとします。その 1 年後に企業価値が 5 億円に上がったとすると、次の資金調達ラウンドでは、新規の VC2 が 5000 万を投資した場合は VC の持分が 10%となります。VC2 は既存の VC1 と同じ金額を投資しても少ない株式持分しかとれないことになります。このように短期間で企業価値が急激に大きくなるような場合は、新規の投資家にとっては投資の納得感がなく、参加しにくい状況になってしまいます。

【事例】シードラウンドで 30%のシェアを VC に渡したら・・・

尖ったコアテクノロジーを有するベンチャー企業 A 社は、シードラウンドで VC から 1,000 万円程度を調達し、30%の株式を渡していた。2 年後にシリーズ A ラウンドの資金調達をするために、新規の VC に相談したところ、「シードで他の VC に 30%もシェアを持たれていると、重たい。」と言われ、投資の話が頓挫してしまった。他の VC からも断られてしまい、資金調達が立ち行かなくなってしまった。

（注意）本事例では 30%が問題になったが、一概に 30%=NG ということではない。

✧　負債での調達を増やしすぎない

スタートアップの場合には資産がほとんどないため、負債による調達を行った場合に債務超過に陥ることがあります。債務超過となっている企業は、特定の企業との取引が困難になることに加えて、銀行からの借入が困難になります。

負債での調達には、銀行借入の他にも、社債での調達も負債になります。ベンチャー企業の資金調達手法として、転換社債での調達が行われることがありますが、これは負債として計上される点に注意しましょう。転換社債については「３．資金調達を実行する」で詳しく述べます。

✧　必要な資金を適切な株価で調達する

研究開発型ベンチャー企業は創業初期の研究開発リスクが極めて高いため、シード期のバリュエーションを高めにくいという特徴があります。あまりに低いバリュエーションで投資を受けた場合には、シード投資家の持分が高まりすぎるため、後の資金調達に悪影響を及ぼす可能性があります。そのため、必要な資金を適切な評価で調達することが重要になります。近年ではシードラウンドでバリュエーションをせず資金供給をした後、シリーズ A ラウンドで調達ができた場合に、その株価に連動して株価が決まるようなスキームでの投資も増えてきています。

また、**バリュエーションを高く設定しすぎると、次の資金調達ラウンドで VC から調達できなくなる可能性**もあります。研究開発型ベンチャーの場合は、技術開発に関するリスクもあり、当初計画通りに進まないケースも少なくありません。そのときに、前回の資金調達よりも低い株価での調達をしなければならない（ダウンラウンドを実施する）ケースがあります。ダウンラウンドは既存株主の持株の価値の低下を招くため、一般には好ましくありません。このように株価を高めすぎるとダウンラウンドとなる可能性も高まることから、適切な株価での調達を行う必要があるのです。

✧　従業員等とのインセンティブのため、ストックオプションを活用する。

将来に決められた価格で自社の株式を購入することができる権利です。オプションプールは、資本政策上、総発行株式数の○%までストックオプションを発行することができると定めておきます。オプションプールの中で、経営陣や役員のインセンティブとするため、いつ、誰に、何個のオプションを発行するか計画的に決めておき、その総数について投資家と合意しておく必要があります。

３．　資金調達を実行する

POINT

- シードラウンドの資金調達手法としては、できるだけシンプルな契約とする事が望ましい。技術的なリスクが高く、評価が難しいようなフェーズではコンバーティブルな証券を利用することも有効。
- 投資契約は企業の経営のコントロール権と、経済的なキャッシュフロー権をどのように決めるかに関する重要な取り決め。

（１）シードラウンドにおける投資スキーム

シード期の投資では、普通株式や種類株式の他、新株予約権付社債、みなし種類株、有償新株予約権も多く用いられます。それぞれの投資スキームの概要は以下の通りです。

✧　普通株式と種類株式

株式には、普通株式だけではなく、特定の権利について異なる権利が設定された種類株式があります。種類株式の権利は、配当や資金の分配を優先的に受け取るキャッシュフロー権、経営コントロール権の２つに大別されます。種類株式は異なる権利がついているため、普通株式よりも高い価格で発行することが容易です。従って、同じ資金を調達した場合に、起業家の持ち分の希釈化を防止できる点は大きなメリットとなります。一方で、種類株式の発行には条件の交渉を含めて大きな手間がかかることに加えて、通常の株主総会の他に種類株主総会を開くことも必要になりますので、会社運営上もコストが高まります。

ある程度の大きな調達をする場合には種類株式を、少ない資金調達の場合には普通株式による調達をするという考え方が一般的です。また、ストックオプションの行使価格が高額とならないようにするため、種類株式を発行するケースも有ります。

普通株式や種類株式ではない方法で資金調達する事もシードラウンドではよく行われます。これは、資金調達を行う側からみれば、できるだけ少ないコストで調達したいという要請と、投資家の権利の保護を両立したいという要請を満たす方法として捉えられています。おもに、後述するような３つの方法が用いられますが、いずれの方法も、シードラウンドで調達したあと、将来に一定の資金調達が行われた際に、当該資金調達で発行する種類株式に転換するように設計されています。シードラウンドでは、種類株式の権利内容について決めず、将来の調達の際に発行される権利と同等の権利が付与された株式に転換することに合意します。

✧　**新株予約権付社債**

これは新株予約権付き社債を投資家が引き受け、ある条件（一定以上の金額での資金調達）を新株予約権の行使条件として設定し、社債を現物出資とするスキームです。新株予約権部分の行使価格について、一定以上の資金調達時の株価と連動させるように設計しておくことで、新株予約権付社債の発行時にバリュエーションを決めなくて良いというメリットがあります。新株予約権付社債による調達は負債となるため、債務超過に陥る可能性がある点には注意が必要です。

✧　**みなし優先株**

普通株式で発行し、その後資金調達ができた場合に、当該株式に転換することを全株主で合意した株式です。これは比較的発行のコストが低い普通株式を発行しておき、次の資金調達ができた場合に優先株式に転換することで、投資家の権利保護を行うためのものです。みなし優先株のメリットは、普通株式のため発行コストが低いことに加えて、種類株主総会の開催が必要なく、会社運営上のコストも下げることが可能になることです。また**新株予約権付社債**と比較した場合には、資本での調達になるため、債務超過になりにくく、会計上も望ましい形になるというメリットもあります。

一方で、全株主との転換合意を行う必要があるため、株主数が少ないことの多いシード期では機能しやすいですが、株主の数が増えると発行が難しくなるという点には注意が必要です。

✧　**有償新株予約権**

新株予約権を有償で発行し、その後資金調達ができた場合に当該株式へ転換されるものです。米国では” SAFE ” や” KISS ” といった名称で同様の機能を持った証券が広く使われています。日本でも 500 Startups Japan が ” J-KISS ” という名称で公開している新しい手法です。

有償新株予約権は、種類株式に比べて発行に関するコストが低く、また負債にならない点で、シード期の資金調達手法として適しています。加えて、転換時にバリュエーションが決定されるため、企業価値の高まった段階でシェアが決定されるという特徴があります。このような観点から、起業家にとっては有利となりやすい資金調達手法と言えます。

なお、これらの手法はシリーズ A 以降の適格調達ができて転換する場合は、シリーズ A の株価から一定のディスカウントを行うか、キャップと呼ばれる転換する株価の上限を決めるか、またその両方を設定することが多いです。なお、次回の調達が低い株価で行われた場合には、既存株主の持分の大幅な希薄化を招く不利な調達になってしまう可能性があることにも注意する必要があります。

（２）　コンバーティブル・エクイティによる投資の留意点

シード期に使われる投資手法のうち、みなし優先株および有償新株予約権は、「コンバーティブル・エクイティ（CE)」と呼ばれることがあります。CE は、シード期の資金調達において重要なポイントとして指摘した、「シード期で多くの株式持分を第三者に付与しすぎない」、「負債での調達を増やしすぎない」といった観点からみて、望ましい資金調達手法ですが、発行コストと企業のバリュエーションについては必ずしも期待したような結果とならないケースもあるため留意点として述べておきます。

留意点１：必ずしも低コストにならないケースがある

CE は原理的には投資契約等をシリーズ A に連動させるため、投資契約に関する交渉やリーガルレビューに要するコストが低下します。また有償新株予約権の場合には、バリュエーションも実施しないため、低コスト化が行われます。さらに運用上は、用いられる証券のデファクトスタンダードが確立し、フェアな内容になっているとともに、利用経験のあるプレイヤーが多数存在しているような場合には、非常に短時間、低コストで発行されます。実際に、たとえば米国のような先行している国では、低コストの調達手法として普及しています。しかし、日本においてはまだ充分に普及していないため、CE のリーガルレビューや登記実務に対応できる専門家が限定されていること、協調投資をする他の投資家や、シリーズ A 以降の投資家等と個別に検討する必要が出てくることがあり、米国ほどに低コストでの発行ができない可能性があります。この問題は、今後コンバーティブルな証券の普及に伴って解決していくものと期待されます。

【事例】スムーズに調達できたと思ったら、思わぬところでつまずき・・・

IT 系のベンチャー企業 B 社は、シードラウンドでエンジェル投資家やアクセラレータ等から 5,000 万円を有償新株予約権で調達した。投資契約書のリーガルチェックは 1 回のレビューで済み、通常の費用の半分程度で済ますことができた。また、投資家間の合意も数日で得られるなど、スムーズに資金調達ができていた。しかし、登記を依頼した司法書士が有償新株予約権を扱ったことがなかったため、2-3 回やり取りをしても全く進まず、最終的にはお手上げ状態となってしまった…。その後、有償新株予約権を扱ったことがある司法書士を紹介してもらい、問題なく登記することができた。

⇒　日本ではまだ対応できる専門家は少ない！事前に確認するのがベター。

留意点２：キャップによりバリュエーションが事実上決まってしまう

転換価格におけるバリュエーションキャップ（企業価値の上限）が低く定められてしまうと、転換時により多くのディスカウントをして転換されるため、起業家にとってはメリットがなくなってしまうケースがあります。本来、CE はバリュエーションを後ろ倒しにできるため、起業家がより有利な株価で資金調達ができると考えられていますが、バリュエーションキャップが付けられているために、事実上バリュエーションが固定化している手法と変わらないとも言えます。低すぎるバリュエーションキャップを付けられてしまうと、シード期の投資家に安く大きなシェアを取られてしまうことになるので、注意が必要です。

【事例】低すぎるバリュエーションキャップに悪戦苦闘

ソフトウエアを開発しているベンチャー企業 C 社は、最初の資金調達でプレ 1 億円のバリュエーションで 700 万円を調達した。次の資金調達で有償新株予約権を使い 4,000 万円程を調達しようとしたところ、投資家からバリュエーションキャップを 1.5 億円にしたいと提案された。C 社としては、4 億円くらいは付けて欲しいと考えていたので交渉をしたところ、「高い、高い」と拒絶された…。その後もやり取りを繰り返し、なんとかして 3.5 億円までに引き上げることができた。

そもそもシード期でバリュエーションをつけることは難しいので、今から振りかえってみれば、ディスカウントレートを大きくしてバリュエーションキャップを無しにするような投資契約にできれば良かったと考えている。

（３）投資契約

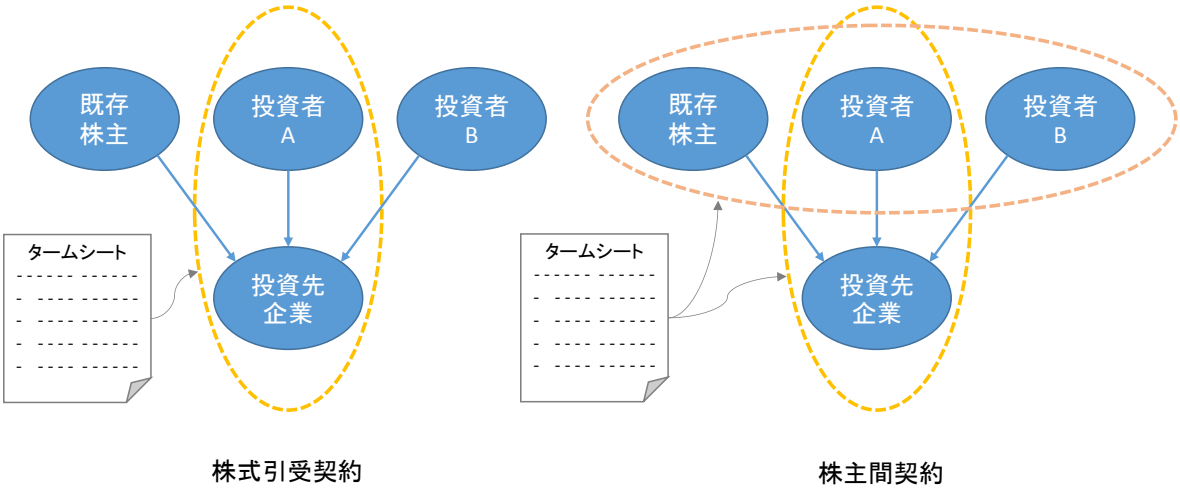
投資契約とは、VC や CVC などの投資家が投資を行う際に、投資家、ベンチャー企業、経営者などとの間で結ばれる契約のことです。ここでは投資契約に用いられるタームシートの構造、タームシートに用いられる用語、権利条項の内容についてポイントを見てみましょう。

① タームシートの構造と種類株式、投資契約

投資契約は、発行体と投資家の間で交わされる株式引受契約と株主間で締結される株主間契約に大別されます。株式引受契約と株主間契約は、企業の経営のコントロールと、企業の価値をどのように分配するのか（企業の価値をどのように保持するのか）について決めるものです。これらの契約の締結の仕方によっては、起業家が経営上の意思決定を事実上行えないようになったり、Exit した場合にでも充分な経済的な見返りを得られなくなるケースがありますので、それぞれの条項について理解をしたうえで締結するようにしましょう。

実際の投資を行う場合には、契約書をベースに議論をするのは難しいため、契約対象、発行する株式の種類、契約方式、契約内容などをまとめた「タームシート」と呼ばれる要約資料を用いて投資契約等の内容が検討されます。下図は投資契約の形態とタームシートのイメージを示しています。

図 4　投資契約の形態



（出所）後藤勝也他（2016）ベンチャー企業の法務 AtoZ p. 183 の図を一部編集

タームシートに記載される一般的な内容を下表に示します。なお、以下の雛形はベンチャー企業が投資を受けるにあたって検討すべき内容を簡易的に例示したものであり、企業のステージ等に応じて、設計が大きく異なることがあります。

表 3　発行概要及び A 種優先株式の内容

第1　発行概要	
1.　種類	A 種優先株式
2.　株式の数	●株

3.　払込金額	1 株当たり●円
4.　払込金額の総額	●円
5.　Pre-Money Valuation	●円　※投資直前の企業全体の評価額
6.　増加する資本金及び資本準備金の総額	増加する資本金の総額：●円 増加する資本準備金の総額：●円
7.　払込期日	平成●年●月●日
8.　募集方法	第三者割当の方法 ●に対して●株を割当
第2　A 種優先株の内容	
9.　優先配当	・ 1 株当たり●円（1 株当たり払込金額の●%） ・ 普通株式に優先、非累積・参加型
10. 優先残余財産分配	・ 1 株当たり●円（1 株当たり払込金額と同額） ・ 普通株式に優先、参加型
11. 金銭と引換えにする取得請求権	・ 事業譲渡又は会社分割により事業の全部又は実質的に全部を第三者に移転した場合に行使可能 ・ 1 株当たり●円（1 株当たり払込金額と同額）
12. 普通株式と引換えにする取得請求権	・ A 種優先株主となった以降いつでも行使可能 ・ 取得比率 1：1　（A 種優先株式 1 株⇒普通株式 1 株） ・ 希薄化防止のため、潜在株式も考慮した加重平均方式（Broad-based Weighted Average 方式）により調整する。
13. 取得条項	・ A 種優先株式の発行以降、株式上場申請を行うことが取締役会で可決され、主幹事から要請を受けた場合に取得可能。 ・ 取得比率 1：1　（A 種優先株式 1 株⇒普通株式 1 株） ・ 希薄化防止については第 12 項を準用
14. 議決権	有り（1 株につき 1 個の議決権）
15. 株式分割等	株式の分割、併合、無償割当、株主割当を行うときは、全ての種類の株式につき同一割合で行う。

（出所）AZX プロフェッショナルズグループのホームページ
http://www.azx.co.jp/modules/docs/index.php?content_id=68

② タームシートで使われる用語等

下表は、種類株式および投資契約でよく用いられる権利条項のうち、投資家の優先度と起業家の納得度の例を示しています。この投資家の重要度と起業家の納得度は、個別の案件の状況や時代によっても異なるものですが、イメージをつかんでもらうために掲載しています。実際の投資契約では、個々の状況を踏まえて検討しましょう。

表 4　タームシートで用いられる権利等内容と投資家の重要度および起業家の納得度

発行目的	内容	投資家の重要度	起業家の納得度
残余財産の優先分配	残余財産の分配について、投資家が優先権を持ち、より有利な金額で財産の分配を受けるようにする。優先的に分配された後、さらに分配に参加する参加型と、優先分配額を上限として、その後の分配に参加しない非参加型がある。	高	参加型 1 倍のケースは納得感が高い。あまりに倍率が高いと納得しにくい。
みなし清算条項の導入	投資先企業が M&A された場合に、その対価の分配について企業が精算したものとして、残余財産の分配を投資家が受けられるようにする。	高	ケースによる。
希釈化防止対策	将来の資金調達ラウンドにおいて株価を下げて資金を調達する場合、Exit 時に種類株式を低い価格の普通株に転換することで、持分が希釈化することを防止する。	高	ウェイテッドアベレージの場合は納得感は高い。フルラチェット方式の場合は次回の資金調達がダウンラウンドになった場合に資金調達を阻害するようケースが有る。
買取請求の定め（バイバック条項）	投資契約の実効性を高めるため、契約違反が生じた際に、株式の買取りを請求するもの。	高	重大な表明保証違反や契約違反および Exit 可能な状況で Exit しない場合について買取請求を定めることは、合理的で納得度が高い。一方で、一定期間 IPO 等が出来なかったというだけで、買取請求を認めるような契約は納得しにくい。
取得請求権による投資資金の回収	取得請求の対価を現金とすることで投資資金を回収する方法だが、シード期やアーリーステージのベンチャー企業には対価の原資としての分配可能額がない場合が多く、実質的には機能しにくい。	中	請求可能期間を上場目標日以降などに限定するのであれば納得度が高い。
特定事項に関する拒否	定款変更や新株発行等の特定事項について、種類株主総会での決議事	中	シェアによる。低いシェアの投資家の合意を求めるこ

発行目的	内容	投資家の重要度	起業家の納得度
権	項とすることで、拒否権を得る。投資契約で定めた場合と異なり、これに違反すると無効となるため効力は強い。		とはあまり合理的とは言えない。
役員選任権	株式の種類ごとに選任できる役員を設定する。投資契約で役員の選任権を付ける場合には、総議決権の過半数をもつ当事者と契約を締結する必要があるが、種類株式での役員選任を行う場合は、議決権によらない。	中	シェアによる。低いシェアの投資家が役員の選解任を行うのはあまり合理的とは言えない。
剰余金配当時の優先	剰余金の配当があった場合には優先して受け取れるが、ベンチャー企業の場合にはあまり有効ではない。	低	○
共同売却権(タグアロング条項)	経営株主が第三者に株式を売却するときに、他の株主も同じ条件で売却する事ができる権利。	中	○
同時売却請求権（ドラッグアロング条項）	一定の株式を持つ株主が株式を売却する際に、経営株主も同様の条件で売却することに賛同させる状況。投資家主導の M&A 等の際に経営株主の持分を売却させる。	高	発動条件（金額及び時期）について留意する必要がある。

【事例】残余財産の優先分配率が高すぎると・・・

半導体の設計を行うＤ社はベンチャーキャピタルＡから２億円（Exit 時持ち分 15%）、ベンチャーキャピタルＢから３億円（Exit 時持ち分 15%）を調達していた。高い設計技術を有するＤ社は事業提携を進め、事業会社から買収されることで Exit に至った。Exit 時の価値は 16.5 億円であった。

ベンチャーキャピタルＡ社およびＢ社と残余財産の優先分配「3 倍」で「参加型」の投資契約を結んでいたため、Exit 時にはベンチャーキャピタルＡ社：６億円、ベンチャーキャピタルＢ社に９億円が優先的に分配され、残りを持ち分に応じて分配することになった。優先分配部分を除いた 1.5 億円を持ち分に応じて分配したため、経営者が手にしたリターンは少なくなってしまった。

おわりに

創業して間もない研究開発型ベンチャー企業の多くでは、新規性や革新性のある技術シーズを誰よりも早く事業化することが目下の課題となり、最初の資金調達から Exit までを見据えて資本政策を充分に検討しているような企業は少ないのが現実です。その背景には、創業初期はその技術が本当にモノになるのかどうか不確定な部分が大きく、Exit までに要する時間や必要な資金を見積もることが難しいこと、創業者が研究一筋でやってきたため資本政策の知識が乏しいこと等があるでしょう。

本手引書は、せっかくユニークな技術を有しているのに、資本政策でつまずいたために事業が立ち行かなくなってしまった先輩ベンチャー企業と同じ轍を踏んで欲しくないという思いで作成されました。そのため、初心者が最初につまずきそうなポイントに絞り、平易な言葉で解説しました。まず「１．資本政策を知る」では、資本政策の必要性、Exit までの資金調達のイメージをつかんでもらいました。次に「２．資本政策を立てる」では、有力な資金調達先になるベンチャーキャピタルや事業会社の投資戦略や投資判断の違いをみました。最後に「３．資金調達を実行する」では、コンバーティブル・エクイティによる投資の特徴と、投資契約で用いられるタームシートと権利条項を概観しました。

研究開発型ベンチャー企業の活躍が今後の日本の産業発展に不可欠であることは言うまでもありませんが、シード期はハイリスクであるが故に、資金調達の面で苦労を強いられる現状があります。しかし、研究開発型ベンチャー企業が資本政策のリテラシーを上げていくことができれば、資本政策で苦労をする局面も打破することができると信じています。本書がその一助となることを願っています。

参考資料

磯崎哲也（2015）『起業のファイナンス』日本実業出版社
磯崎哲也（2014）『起業のエクイティ・ファイナンス　経済革命のための株式と契約』
ダイヤモンド社
後藤 勝也／林 賢治／雨宮 美季／増渕 勇一郎／池田 宣大／長尾 卓（2016）『ベンチャー企業の法務 AtoZ』中央経済社
EY Japan 『IPO の基礎　第 5 章資本政策』
https://www.eyjapan.jp/services/assurance/ipo/ipo-basic/05.html