

JETRO

日本貿易振興機構(ジェトロ)

米国 VC 向け日本スタートアップ投資概要

2025 年 4 月

日本貿易振興機構（ジェトロ）

サンフランシスコ事務所

【免責条項】

本レポートで提供している情報は、ご利用される方のご判断・責任においてご使用下さい。ジェトロでは、できるだけ正確な情報の提供を心掛けておりますが、本レポートで提供した内容に関連して、ご利用される方が不利益等を被る事態が生じたとしても、ジェトロおよび執筆者は一切の責任を負いかねますので、ご了承下さい。

目次

1. はじめに	1
2. 日本のスタートアップの法人格とその特徴.....	1
(1) 日本の株式会社	1
(2) 日本の株式会社の株式	2
(3) 日本の株式会社の株式の譲渡制限.....	2
(4) 日本の株式会社の取締役/取締役会/代表取締役	3
(5) 日本の株式会社の監査役	4
(6) 日本の株式会社の株主総会/種類株主総会	4
(7) 税制との関係	6
3. 日本のスタートアップに対する投資手法の概要.....	6
(1) 全体観	6
(2) 手法	6
① 普通株式	6
② 優先株式	6
③ Convertible Note:新株予約権付社債.....	7
④ Convertible Equity: J-KISS	8
⑤ その他	8
(3) ストック・オプション・プール	9
(4) 言語	10
4. 日本のスタートアップに対する投資の流れ.....	10
(1) 初期交渉	10
(2) タームシートの作成・締結	10
(3) Due diligence	11
(4) Long forms の作成・交渉.....	11
(5) Long forms の締結.....	11
(6) 株主総会の実施	12
(7) 入金	12
(8) クロージングドキュメントの提供.....	12
(9) 登記手続	12
5. 外為法対応（スタートアップ投資と外為法）	13
(1) 概要	13
(2) 外国投資家	13
(3) 外為法の規制対象となる取引及び行為.....	14
① 対内直接投資等	14
② 特定取得	14
(4) 指定業種とは何か	14

(5)	必要な手続（事前届出・事後報告）	15
①	事前届出	15
②	事後報告	15
③	言語	16
(6)	外為法違反によるペナルティ	16
(7)	実務上の対応	16
6.	日本のスタートアップに対する投資手法の詳細	16
(1)	優先株式投資	17
①	優先株式の内容（発行要項）	18
A)	優先配当	18
B)	優先残余財産分配	18
C)	任意転換権／希釈化防止条項	19
D)	強制転換権	20
E)	金銭償還権（現金対価の取得請求権）	20
F)	取締役選任権	21
G)	拒否権	21
②	投資契約書の内容	21
A)	株式の購入	22
B)	表明保証	22
C)	補償条項	22
D)	株式買取請求権	22
③	株主間契約書	22
A)	会社の運営に関する事項	23
(a)	取締役選任権	23
(b)	オブザーバ指名権	24
(c)	情報受領権	24
(d)	立ち入り検査権	24
(e)	拒否権等	24
(i)	「事前承諾」事項	25
(ii)	「事前通知」事項	25
(iii)	「事前協議」事項	25
(iv)	事後報告	26
B)	株式の処分に関する事項	26
(a)	譲渡制限・先買権・共同売却権	26
(b)	優先引受権	26
C)	その他の事項	27

(a)	上場努力義務	27
(b)	経営専念義務・競業禁止義務	27
④	分配等合意	28
A)	分配合意（みなし清算）	28
B)	Drag-Along Right	29
⑤	クロージング手続	29
A)	株式の発行手続	29
B)	変更登記の必要性	30
C)	サイン時の注意（電子署名サービス）	30
(2)	入金時の注意	31
(3)	Convertible Equity: J-KISS	33
①	概要	33
②	仕組み	34
A)	ディスカウントレート（Discount Rate）	34
B)	バリュエーションキャップ（Valuation Cap）	35
C)	転換期限	35
D)	支配権移転事由が生じた場合	36
③	「新株予約権」としての性質	36
④	「転換」時の実務対応	36
⑤	投資契約書	37
⑥	株主間契約書	37
⑦	クロージング手続	37
(4)	Convertible Note: 新株予約権付社債	38
①	概要	38
②	仕組み（社債＋新株予約権）	38
A)	ディスカウントレート・バリュエーションキャップ	38
B)	支配権移転取引等	39
C)	償還期限・利息の取扱い	39
③	「社債」としての性質	39
④	新株予約権付社債引受契約書	39
⑤	株主・債権者間契約書	40
⑥	クロージング手続	40
7.	投資後の日本のスタートアップとの関わり	40
(1)	株主総会	41
(2)	取締役会	42
(3)	次回資金調達	42

1. はじめに

- 米国の VC が日本のスタートアップへの投資を躊躇するのはなぜか？この問いに対する答えは、各種の専門家からいろいろな視点を交えて提供されてきたが、そのうちの一つに、日本のスタートアップに関する契約実務や法律実務が含まれることが多い。その中身も、日米の制度上の差異を指摘するものや、日本特有の（不合理な）条項を指摘するもの、標準的なフォーマットの不存在を指摘するものや、英語版の不存在を指摘するものまで、色々である。
- どの指摘もある面での的を射ているものであるとは感じるものの、他方で、「日本と米国は違う」というイメージが先行してしまい、実際に解像度を高めて比較してみるとそこまででもない差が大きく語られてしまっているようにも感じられる。
- 筆者らは、日系法律事務所のシリコンバレーオフィスとして、継続して日系投資家・日系企業の米国スタートアップ投資案件を対応してきたが、思い起こすと、同じようなイメージは、日系投資家・日系企業が初めて米国スタートアップ投資を行う際にも生じていたように感じられ、日本の弁護士である当職らは、「日本のスタートアップ投資実務を起点に見たときの米国スタートアップ実務の違い」という切り口で、解像度を高めてきた。
- 本書は、米国投資家に生じている可能性のある日本のスタートアップ投資に関する同種のイメージを払拭すべく、「米国スタートアップ法律実務を起点に見たときの日本のスタートアップ法律実務の特徴」という切り口で、米国をはじめとする外国投資家の皆様の日本のスタートアップ法律実務に対する解像度を高めることを企図して作成したものである。
- 本書が米国をはじめとする外国投資家による日本のスタートアップ投資をアクセラレイトさせる一助になってくれるのであれば、うれしい限りである。
- なお、あくまで外国投資家の皆様に対する日本のスタートアップ実務のガイダンスという位置づけであることから、できるだけわかりやすく、簡潔に記載することを心掛けたほか、内容面で必ずしも 100%正確とは言い切れない部分があっても、あえて目をつむり、理解のしやすさを優先した部分も多々存在する点は、あらかじめご留意いただきたい。

2. 日本のスタートアップの法人格とその特徴

- 日本のスタートアップとして利用される典型的な法人格は、株式会社である。
- 日本の会社法には、株式会社のほかにも、一般に米国の LLC に類似するといわれる合同会社などの法人形態が存在しており、また、会社法を根拠としない法人形態や事業形態も存在するが、VC を中心とする外部の投資家から資金を集めて事業を進めるスタートアップという文脈においては、株式会社が使われることがほとんどである。

(1) 日本の株式会社

- 日本の株式会社は、米国デラウェア州における C-corporation とおおむね類似する特徴を有しているといつてよい。
- もちろん、前者は日本の会社法を根拠とし、後者は Delaware General Corporate Law（以下「DGCL」という。）を根拠とするものであり、それぞれの細部を見ていくと多くの違いはある。
- しかし、株主/Stockholders を最高意思決定機関としつつ、基本的には取締役会/Board of Directors に

対して経営が委任されており、会社の運営は、基本的に取締役会/Board of Directors の決定に従って進められていくという設計は、両者に共通である。

(2) 日本の株式会社の株式

- デラウェア州の C-corporation がそうであるように、日本の株式会社も、そのオーナーである株主に対して株式を発行し、オーナーである株主は、その株式を通じて株式会社を所有する。
- この株式を表象するのが株券であり、デラウェア州の C-corporation における stock certificate に対応する。
- もっとも、日本の株式会社の多くは、この株券を発行しない「株券不発行会社」となっている。デラウェア州の C-corporation における Uncertificated stock に類似するものと言ってよい。
- デラウェア州の C-corporation においても、Uncertificated stock は多く利用されているが、その一方で、certificated stock を発行することとしつつも、それを電子株券の形で発行することも多く行われている。
- 他方、日本の株式会社においては、少なくとも未上場のスタートアップとの関係では電子株券は許容されていない。また、実際に株券を発行すると紛失等の種々のトラブルが生じやすくなるため、株券不発行会社として、株券を一切発行しない形としていることが通常である。
- この場合、株主であることを示すものとしては、「株主名簿記載事項証明書」というものが会社法上存在しており、資金調達時のクロージング書面の一つにもなっていることが多い。デラウェア州の C-corporation でいえば、テクニカルには Stock ledger の写しの交付を受けるのと類似するが、Uncertificated stock の場合に必要となる notice に代わるものと考えればわかりやすいかもしれない。

(3) 日本の株式会社の株式の譲渡制限

- 米国のスタートアップの文脈で使われるデラウェア州の C-corporation については、株式の譲渡にあたって、株主に Board of Directors の承認の取得を求めるような一般的かつ広範囲の譲渡制限は、通常設けられていない。
- 他方で、日本のスタートアップが通常利用する形態の株式会社においては、会社法上の「譲渡制限」が存在しており、普通株式を保有する創業者だけでなく、優先株式を保有する投資家も、この「譲渡制限」に服していることが通常である。
- この譲渡制限の中心部分は、株主はその保有する株式を譲渡するにあたり、所定の会社機関（株主総会、代表取締役又は取締役会のいずれかになっていることが多い）から承認を得なければならないというものである。この譲渡制限は、契約で合意される株式譲渡に関する規制の有無とは無関係に、会社法を根拠に課されるものであり、その点で、日本のスタートアップに対して投資を行う外国投資家にも影響がある制度である。
- もっとも、この「譲渡制限」は、株主が第三者に対して株式を譲渡しようとした場合に、会社又は会社が指定する第三者がそれを買取るか、あるいは、そのまま譲渡を承認するかを選択権を付与しているにすぎず、会社が承認しなければ一切譲渡できないという類の規制ではない。そのため、この譲渡制限は、会社が株主に対して有する Right of First Refusal と整理するのが正確である。
- この種の全株主を対象とした会社の Right of First Refusal は、米国実務においてもたまたま Bylaws に規定される形でみられるものであり、日本だけに見られる特殊な規制ではない。

- 投資家が保有する株式については契約上であっても **Right of First Refusal** に服さないとする米国スタートアップ実務により近づけるのであれば、株主間契約又は **Side Letter** において、会社法上の「譲渡制限」の取り扱いについて、あらかじめ合意しておく必要がある。

(4) 日本の株式会社の取締役/取締役会/代表取締役

- デラウェア州の **C-corporation** においては **Board of Directors** が存在し、その構成員として **director** が存在する。仮に **director** が 1 名だったとしても、**Board of Directors** 自体は存在する。
- 日本の株式会社もおおむねこの構造にしたがっているものの、よりテクニカルな差異が存在している。
- 日本の株式会社においては、「取締役会」がある会社とそれがない会社とが区別されている。前者を「取締役会設置会社」といい、後者を一般に「取締役会非設置会社」という。
- 取締役会設置会社においては、まさにデラウェア州の **C-corporation** と同様に「取締役会」が存在し、その構成員としての取締役が存在している。そこでの意思決定は、(定足数が満たされていることを前提に) 出席取締役の過半数で行われることとなっており、デラウェア州の **C-corporation** と基本的に変わらない。
- 他方、取締役会非設置会社においては、「取締役会」というものは公式には存在せず、単に「取締役」の身分を有する者が 1 名又は複数名存在しているだけの状態である。「取締役」が 1 名しかいない場合には、基本的にその 1 名がすべての決定をしていくことになる。取締役が複数名いる場合には、会社法上は過半数での決定がデフォルトルールとされている。そのため、「取締役会非設置会社」において取締役が複数いる場合には、「取締役会」という組織は存在しないものの、事実上は取締役会があるのとあまり変わらない形で物事が決まっていくことになる。
- 日本のスタートアップの場合、特にアーリーステージの会社であればあるほど、この後者のアレンジになっていることが多い。少々わかりにくい面があるが、スタートアップにおける意思決定という側面からは、デラウェア州の **C-corporation**、「取締役会設置会社」及び「取締役会非設置会社」の間の差は、テクニカルな差に過ぎず、実質的な差はないともいえる。
- ちなみに、日本のスタートアップが取締役会非設置会社を好むのは、取締役会設置会社にしてしまうと、後述の監査役選任義務が生じてしまい、余計な手間とコストがかかる結果となることが多いためである。スタートアップの経営という観点からは、合理的な選択である。
- 本書では、わかりやすさを重視する観点から、「取締役会非設置会社」で取締役が決定していく局面も含めて「取締役会」と表現することにする。
- なお、**DGCL** における **Board of Directors** は、会社の経営に関する意思決定を行う権限を持っているが、他方で、**Board of Directors** を構成する個々の **director** については、その決定に基づく業務執行を行うことは想定されておらず、業務執行部分は、基本的に **Board of Directors** に任命される **officers** (**CEO/President** 等) が行うことが想定されている。**Director** の役割は、**Board of Directors** としての決定のほか、その決定に基づき **officers** が行う業務執行の監督に重きが置かれており、その点で、決定と執行が分離されている。
- 他方で、日本の株式会社においては、少なくとも会社法上の原則論としては、取締役自身が業務執行を行うことが想定されている。その代表格が「代表取締役」であり、アーリー期からミドル期のスタートアップで会社内部での分権化が十分に行われていないような会社においては、この「代表取締役」(通常、**Representative Director** などと英訳される。)のタイトルで取締役が各種契約書にサインを行うことが多い。日本の株式会社における **officer** に相当するポジションは、まずはこの「代表

取締役」がそれに該当するといつてよい。

- その他にも、日本の株式会社においては、「執行役」というポジションや「執行役員」というポジションが存在している。前者は、会社法上の概念であり、代表取締役とは別の種類の **officer** に該当するポジションといつてよいが、ある程度規模の大きな会社にならないと利用されておらず、少なくとも未上場のスタートアップの段階ではほぼ利用されていないといつてよい。他方で、「執行役員」というのは、会社法の枠外で作られているポジションであり、会社の内規等により、内規等で定められた事項について執行権限（時には決定権限）を有するポジションである。日本の実務上、トップマネジメントにはこの執行役員も含まれるため、重要な人材を相応のポジションで迎え入れる際に使われることが多い。

(5) 日本の株式会社の監査役

- デラウェア州の **C-corporation** と異なり、日本の株式会社には、「監査役」と呼ばれる会社法上のポジションが存在する。通常、「**corporate auditor**」などと英訳されることが多いポジションであり、その役目は、取締役の業務執行及び会社の会計面を監視することである。
- デラウェア州の **C-corporation** において、**Board of Directors** が担っている **CEO** 等の業務執行をする **Officers** に対する監視の役割が、日本の株式会社においては、監査役というポジションにも付与されているということである。これは、日本の会社法においては、テクニカルには取締役自身が取締役の身分で業務執行を行うことが想定されていることから、別途その監視監督を行う機関が必要だという発想に基づいている。
- もっとも、すべての株式会社に監査役の選任が必要なわけではない。「取締役会設置会社」にすると必要になってしまうが、「取締役会非設置会社」の場合には不要である。
- 日本のスタートアップでは、監査役選任に伴う手続面・コスト面での負担を避ける観点から、特にアーリーステージでは、取締役会非設置会社となっていることが多く、監査役が選任されていないことのほうが多い。
- 一方、ミドル・レイターステージのスタートアップは、一定の段階で取締役会設置会社に移行したうえで監査役を選任することが多い。監査役が選任される場合、税理士や弁護士などの専門家が就任することが比較的多い。

(6) 日本の株式会社の株主総会/種類株主総会

- 日本の株式会社には、最高の意思決定機関として、デラウェア州の **C-corporation** と同じく、株主総会が存在する。
- 優先株式を発行している株式会社の場合には、①普通株式保有者及び優先株式保有者の全員が参加し、**voting together as a single class** として議決権を行使する「株主総会」のほかに、②優先株式の種類（日本では、いわゆる亜種の優先株式も1つ独立した種類株式と認識する）に応じて、その優先株式の保有者のみが参加し、**voting as a separate class** として議決権を行使する「種類株主総会」が存在する。
- 決議要件は、「株主総会」も「種類株主総会」も出席株主が保有する株式の過半数が基本であり、この点はデラウェア州の **C-corporation** と変わらない。ただし、デラウェア州の **C-corporation** と異なり、多くの重要な事項について決議要件が加重されている。例えば、優先株式を発行して資金調達を行うにあたっては、優先株式の内容を定めるべく定款変更が必要となるが、その際には、出席株主が保有する株式の2/3の賛成が必要となる（これは「特別決議」と呼ばれている）。

- このような「特別決議」が必要になる事項のうち、スタートアップ投資の文脈で認識しておくべき事項は以下の通りである。
 - ① 特定の株主からの自己株式取得
 - ② 株式の発行
 - ③ 新株予約権の発行
 - ④ 定款変更
 - ⑤ 解散
 - ⑥ 合併、株式交換等
- 「種類株主総会」の決議が必要となる事項も法定されており、代表的なものには以下のものがある。これらの事項については、「ある種類の株式の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるとき」に限り、当該種類株式の種類株主総会決議が必要となる。
 - ① 株式の種類追加、株式の内容変更、発行可能株式総数の増加を伴う定款変更
 - ② 株式の併合・分割
 - ③ 株式の発行・新株予約権の発行
 - ④ 合併等
- ただし、①以外のものについては、株式会社の定款で種類株主総会の決議が不要とされていることが比較的多い。他方、①については、定款で種類株主総会の決議を不要とすることが会社法上不可能であり、その意味では、各種類株式に認められた法律上の不可侵の拒否権ともいえる。
- より正確に言えば、上記①の事項について「種類株主総会」の承認が必要になるのは、その事項が「ある種類の株式の種類株主に損害を及ぼすおそれがあるとき」に限られている。しかし、上記①の事項を行うにあたってその「おそれ」がないとまで言えることのほうが少ない。そのため、上記①の事項については、ほぼ確実に種類株主総会が必要になると理解して差し支えない。
- 日本の株式会社では、種類株式ごとに上記の権利が認められているため、日本型の Convertible Note（転換社債）や Convertible Equity（J-KISS）の転換の際に発行される亜種の種類株式についても、その亜種の種類株式だけに上記の拒否権が認められる（デラウェア州の C-corporation のように、A と A-1 をまとめて Series A Combined などと定義して 1 つの Series として扱うなどという柔軟な対応は認められていない）。その結果、亜種の種類株式の全部又は多くの部分を単独の投資家に保有されているような場合には、ある種強力な拒否権がその投資家に付与されている状態になる。
- そのため、日本型の Convertible Note（転換社債）や Convertible Equity（J-KISS）の転換にあたっては、①あえて亜種を発行せず、(Liquidation preference が 1x 以上になることを飲んだうえで) 通常の優先株式を発行することや、②過去に米国の Convertible Note で見られたような通常の優先株式+ディスカウント・プレミアム部分を普通株式に転換するアレンジを行うことにも、合理性がある場合がある。
- 日本の株式会社において株主総会や種類株主総会が開催される場合、デラウェア州の C-corporation と同様、招集通知が発送される。実際に株主がこれらに出席する場合には、会場に赴く必要があるが、特にスタートアップにおいては、オンラインでの参加も許容する形で開催されることも多くなっている。また、実際に出席しなくても、通常は招集通知に同送されてくる委任状又は議決権行使書を通じて議決権の行使も可能である。なお、招集通知やその添付書類については、会社法上英訳の作成義務はなく、株主総会についても、英語での実施義務や通訳の提供義務もない。これらについて英訳が必要ということであれば、投資実行段階から、会社と合意しておく必要がある。
- 日本の株式会社の株主総会/種類株主総会の決議事項については、書面決議制度も利用可能である。

デラウェア州の C-corporation の Stockholders consent に類似するものである。もっとも、日本の会社法上の書面決議制度は、文字通り全株主から同意を取得する必要があるため、株主が増えてきたり、反応の悪い国内外の投資家がいる場合には、書面決議で手続を完了できないこともある。そのような場合には、株主総会/種類株主総会の開催が事実上強制される状態になることもある。この書面決議についても、特に英訳の提供義務は法定されていない。そのため、英訳が必要な場合には、あらかじめ会社と合意する必要がある。

(7) 税制との関係

- 日本の株式会社を使ったスタートアップは、通常は日本の会社法に基づく株式会社を利用して設立されている。そのため、domestic corporation としての C-corporation であることが要件となっている QSBS の対象にはならない。
- 一般に、日本に恒久的施設 (PE) のない外国投資家が、日本の株式会社の株式を売却して Capital Gain を得た場合、当該外国投資家は、日本で課税されない。もっとも、事業譲渡に類似する株式譲渡や、不動産関連法人の株式の譲渡等に該当する場合には、国内源泉所得として日本で課税される可能性がある。

3. 日本のスタートアップに対する投資手法の概要

(1) 全体観

- 日本におけるスタートアップ投資の手法は多岐にわたるが、その多くは、米国のスタートアップ実務に示唆を得て設計されているといつてよい。
- 日本のスタートアップ投資は、10 年以上前までは、多くの場合、普通株式の発行を通じて行われてきた。しかし、ここ 10 数年で大幅な進化を遂げており、米国の Preferred Stock に類似した優先株式による投資はかなり一般化し、米国の SAFE や Convertible Note に類似する投資手法も広まった。
- その一方で、日本におけるスタートアップ投資の慣行や、日本の会社法と DGCL との技術的な違いからくる差異も確かに存在する。
- なお、日本の会社法と DGCL との間にある技術的な差異の存在により、米国で一般に利用されている Venture financing の書面 (NVCA の Model Documents、SAFE、Convertible Note 等) は、そのままでは日本のスタートアップへの投資として利用できず、少なくとも、日本の会社法を踏まえて「日本化」する必要がある。

(2) 手法

① 普通株式

- 10 数年前までは、日本のスタートアップ投資手法として一般的に用いられてきたものである。現在においても、創業者自身による資金注入や、ごく初期に行われる Family/Friends ラウンド、一部の Angel round において利用されている。
- シンプルな普通株式の引受契約が締結されるにとどまることも多いが、投資家が VC である場合には、投資家の権利 (情報受領権、優先引受権、拒否権等) を含む形での投資契約が締結されたり、株主間契約が締結されることもある。

② 優先株式

- 米国の Preferred Stock に対して通常付与されている権利と類似の権利を付与した優先株式を発行して行う資金調達である。
- Liquidation preference の内容は、米国で一般に用いられている Preferred Stock と同じく 1x に設計されているものの、非参加型ではなく参加型で設計されていることが通常である。
- 先行する優先株式との優劣関係は、後続の優先株式が先行する優先株式に優先する (=Senior) となっていることが多い。
- そのほかの重要な権利としては、希釈化防止条項、任意転換権、強制転換権、金銭償還権などがあり、いずれも米国の Preferred Stock に通常認められている Anti-dilution protection、Optional conversion、Automatic conversion、Asset sale 等の Liquidity event の際の Redemption right を意識した内容になっているといつてよい。
- 他方で、米国の Preferred Stock に一般に設けられている Board 選任権や Protective provisions は、日本においては、優先株式の内容としては設けられていないことが多い。これらについては、株主間契約書で契約上の合意として存在していることが多い。
- これらの優先株式の内容は、日本の株式会社の定款に定められている。デラウェア州の C-corporation の優先株式の内容が Certificate of Incorporation に定められているのと同じである。ただし、みなし清算条項については、定款に定められている例も散見されるものの、株式譲渡による Exit の場合も含めて、株主間契約、又は全株主間で締結される別の契約書（分配等合意書）において合意されることが通例である。
- なお、日本の株式会社の定款で定められる優先株式の内容の多くは、最終的には、登記簿謄本を通じて対外的に公開されるが、米国のように、Certificate of Incorporation の全文がそのまま公開されるわけではない。
- 優先株式に関する投資手法の詳細は、下記 6.(1)を参照されたい。

③ Convertible Note:新株予約権付社債

- 米国の Seed/Pre-seed round や Bridge financing でよく使われている Convertible Note は、日本においては、通常は「新株予約権付社債」という姿に形を変えて利用されている。
- 「新株予約権付社債」というのは、会社法上存在している証券である「社債」に、将来株式を一定金額で購入することができる権利である「新株予約権」を付けたものである。要は、現時点で「社債」を購入し、それを、将来のある時点（通常は次に優先株式を発行して行う資金調達時＝米国でいうところの Next Equity Financing や Qualified Financing の時点）で、社債の償還に代えて所定の株価で株式に転換するというものであり、「貸付形式で入れたお金を将来株式に転換する」という基本的な発想自体は、Convertible note と同じである。
- なぜわざわざ「新株予約権」付きの「社債」という形を使うのかという疑問が出てくるところであるが、いわゆる Automatic conversion に近い仕組みを日本の会社法において実現しようとした努力の結果であり、基本的には技術的な観点から使っていると理解してよい。投資家の観点からは、新株予約権の発行を受けることで、将来のあるタイミングで確実に株式に転換することが担保できるという点で、悪い話ではない。
- 新株予約権付社債に関する投資手法の詳細は、下記 6.(4)を参照されたい。

④ Convertible Equity: J-KISS

- 米国の Venture financing 業界で市民権を得た SAFE に代表される Convertible Equity に着想を得た資金調達手法は、日本においては、J-KISS という形で存在する。
- J-KISS は、2016 年に日本で一般に公開された投資手法であり、その名のとおり、米国で 500 Startups が公表していた Equity 版の KISS (Keep-it-simple-securities) に強く影響を受けたものである。米国において一般に利用されている SAFE ではなく KISS に影響を受けた書面が日本で展開されたのは、当時日本に 500 Startups が進出してきていたからという理由による点が多い。
- いずれにせよ、米国の KISS に影響を受けてつくられた日本の J-KISS は、米国の KISS と近似した内容を持っている。具体的には、Pre-money valuation cap や Discount Rate といった基本的な転換の仕組みのほか、Major Investor Rights、Information Rights、Most Favored Nation 条項といった投資家によりフレンドリーな条項が組み込まれており、それが現在まで続いている。
- なお、Pre-money valuation cap については、2022 年に J-KISS がアップデートされ、J-KISS 2.0 が公表された段階で、米国の SAFE が Post-money valuation cap に変更されていた点を踏まえ、Post-money valuation cap に変更されている。その点で、投資家の目線からは、現在の日本の J-KISS は、KISS と Post-money SAFE の双方から良いところ取りをした内容になっているといえる。
- なお、この J-KISS は、旧版については英語版が公表されているが、新版 (J-KISS 2.0) については英語版が公表されていない。そのため、新版を英語で締結することを希望する場合には、旧版の英語版を修正して用いるのが現時点での現実的な対応方法となる。
- J-KISS に関する投資手法の詳細は、下記 6.(3)を参照されたい。

⑤ その他

- 上記の代表的な投資手法に加え、日本においては、みなし優先株式、J-KISS 型優先株式といった一風変わった投資手法が用いられることもある。
- みなし優先株式というのは、本質的には普通株式であり、会社とその普通株式を引き受ける投資家との間で、その普通株式を引き受けるに際し、会社が将来優先株式を発行して資金調達を行う場合に、その普通株式を優先株式に 1:1 の割合で変更することを契約上で約束しておくものである。日本の会社法上、株主全員の同意を得られれば一部の株式を優先株式に変更することも技術的に可能であることを利用した投資手法であり、ごく初期のスタートアップに対する投資において、たまに見るアレンジである。
- みなし優先株式の簡易さは、特に初期のスタートアップにとっては魅力的であり、そのようなスタートアップが通常有している単純な株主構成を前提とすると、株主全員の同意が得られずに優先株式への変更ができなくなるリスクは低い。また、契約書自体も比較的単純であり、英語化も容易である。そのため、初期のスタートアップに対して少額を投資する外国投資家の立場からは、経済的合理性の観点から十分に検討対象になる投資手法といえる。
- J-KISS 型優先株というのは、普通株式ではない別の種類の株式の内容として、将来優先株式を発行して行う資金調達を行った場合に、その優先株式に転換できる仕組みが組み込まれた株式である。将来発行される優先株式に転換される権利が、みなし優先株式のように契約ベースではなく会社法上の権利として確保されているという点が特徴である。
- いずれも、日本の税務上の観点からは、エンジェル税制 (米国の QSBS のような税制優遇制度) の適用の対象になるというメリットがあるものの、このメリットは外国投資家の観点からは特

にメリットになるものではない。

(3) ストック・オプション・プール

- 米国スタートアップ実務においては、Equity Incentive Plan あるいは Stock Plan などと具体的に書面化された形で、いわゆる「オプションプール」が存在している。しかし、日本においては、たとえレイターステージのスタートアップであっても、米国で意味するところのオプションプールは存在していない。
- そもそも、日本のスタートアップが通常利用している形態の株式会社では、ストックオプション（新株予約権）の発行についても、株主総会から承認を得る必要があるのが原則である。取締役会がその裁量で発行を決定できる米国のような制度にはなっていない。
- テクニカルには、日本の株式会社においても、株主総会から発行権限を「委任」することによって1年間を取締役会の決議でストックオプションを発行することが可能になる。しかし、現状の会社法を前提とする限り、ストックオプションの内容や行使価格が変わると、再度株主総会の承認を得なければならない。この点で、やはり米国の「オプションプール」に相当するような仕組みは、日本にはないといえる。なお、2024年の法改正により、政府から認定された一部のスタートアップについては、その設立から最長で15年間、株主総会から取締役会へストックオプションの発行権限を「委任」できることになっており、その「委任」の中には、行使価格も含まれることになった。この認定を受けたスタートアップにおいては、従前よりも少々柔軟にストックオプションの発行が可能になっている。
- 他方、「会社が発行したい時に投資家に文句を言われずに発行できるストックオプションの枠」という意味でのオプションプールは、日本においても存在している。
- 具体的には、投資に絡んで締結される株主間契約の中で、「投資家が発行に反対できない株数」のストックオプションの発行が合意され、かつ、その数までのストックオプションの発行については希釈化防止条項の発動が除外されるという形で、オプションプール類似のものが設計されている。
- このことは、日本においては、このような株主間契約や希釈化防止条項が存在するような段階のスタートアップ（典型的には、優先株式を発行して資金調達を行ったスタートアップ）でなければ、「オプションプール」が存在していない可能性が高いことを意味する。
- このような日本の実務からくる具体的な注意点としては、優先株式を発行していない初期段階のスタートアップに J-KISS で投資をする場合が挙げられる。米国の SAFE においては、それが Pre-money SAFE であっても Post-money SAFE であっても、少なくとも Equity Financing 時まで存在している Option Pool は Conversion Price に織り込まれることになる。しかし、日本においては、J-KISS でしか資金を調達していない日本のスタートアップには、そもそも「オプションプール」が存在していないことが通常である。もちろん、J-KISS の優先株式への転換が生じる資金調達が行われるタイミングでは、株主間契約が締結され、その中で上記の意味での「オプションプール」が設定されるのが通常であるが、米国の Post-money SAFE にインスパイアされて作られた J-KISS 2.0 では、Post-money SAFE がそうであるように、転換イベントとなる資金調達時に新たに設定された（又は増枠された）オプションプールは、J-KISS の転換価格に織り込まれないことになっている。
- この問題点を解消するためには、J-KISS で投資をする際に、「J-KISS の転換時に X%分のオプションプールを転換価格に織り込む」ことを合意しておく必要がある。しかし、そのような実務はまだ日本では確立していないため、交渉に時間を要する可能性はある。
- なお、この問題は、Pre-money valuation cap で設計されている初代 J-KISS であれば解決するという問

題ではない。初代 J-KISS では、そもそも「オプションプール」を転換価格に織り込むという発想が存在しておらず、転換価格に織り込まれるのは、その時点で発行済みの新株予約権だけというのが通常の実務である。

- また、資金調達ラウンド時に設定又は増枠されるオプションプールを、その資金調達ラウンドの株価を計算する際の Pre-money valuation に織り込むという発想も、日本ではまだ一般化しているとは言い難い。この点は、純粋に経済条件の問題ではあるが、外国投資家の立場からは、注意が必要な点である。

(4) 言語

- 日本の株式会社を利用した日本のスタートアップに対する投資関係の書面は、基本的には日本語で作成されている。これを前提にした外国投資家の対応としては、おおむね以下の方向が考えられる。
 - ① 英語対応可能な日本のローカルカウンスルのサポートの下、日本語の書面のまま進める。
 - ② (タームシートがある場合) タームシートの英訳を要求しつつ、最終の書面はすべて日本語のまま進める。
 - ③ すべての書面について、和英併記とする。
 - ④ (可能な限り) すべての書面を英語で作成する。
- いずれの方針でいくかについては、投資家のその投資ラウンドにおける立ち位置や内部ポリシー等様々な事情によって異なるが、一般に①から④の順でスタートアップ側に対する負担がコスト・時間の両面で大きくなる点は、留意する必要がある。
- なお、④のパターンで優先株式投資を行う場合、英語版の契約を作成する方法には、大きく分けて二つのタイプがある。1つは日本語の契約書の翻訳をベースにする方法であり、もう一つは、NVCA が公表している Model Documents 等、米国の Venture financing で使われている契約書をベースにそれを日本法の観点から改める方法である。
- 米国投資家にとってより親しみやすいのは後者であるが、NVCA Model Documents の日本版ともいえるべき書面が公式に公表されているわけではなく、日米双方のベンチャーファイナンスに精通した一部の法律事務所が個別案件ベースに作成しているに過ぎない。
- なお、日本の株式会社を使っていることを前提にした場合、文書の性質上、どうしても日本語版の書面をオリジナルとせざるを得ないものも存在する。例えば、優先株式の内容は、その多くが日本語で登記されることになるため、日本語がオリジナルであることを前提に交渉を進めざるを得ないであろう。

4. 日本のスタートアップに対する投資の流れ

- 日本のスタートアップに対する投資を実行する際の実務上の流れは、おおむね米国のそれと同じであるといつてよい。もちろん、予定されている投資手法や、リード投資家が新規の投資家か既存の投資家か等の様々な事情により、ステップの一部が省略されたり、簡略化されたりすることはあるが、優先株式投資を念頭に置いた場合の基本的な流れは、以下の通りである。

(1) 初期交渉

- Valuation 等の経済条件を含めた投資条件についての、ビジネスレベルでの初期交渉である。

(2) タームシートの作成・締結

- 日本においても、投資の基本条件や契約の基本条件を大枠で確認すべく、タームシートが作られることが多い。
- 特に外国投資家がリード投資家として資金調達ラウンドに参加する場合には、契約条件に関して不必要な誤解が生じないようにするために、タームシートの作成が強く推奨される。
- なお、米国のタームシートにおいては、守秘義務に加え独占交渉権が定められることが多いが、日本のスタートアップ投資におけるタームシートにおいては、独占交渉権が定められないことも多い。しかし、法的に禁止されているわけではないため、相応に手間暇をかけて日本のスタートアップに投資をすることになる外国投資家としては、必要に応じてこれを求めるという態度で問題はない。

(3) Due diligence

- 日本においては、以前は Due diligence なしで投資が実行される例も多くみられたが、最近では、基本的な Due diligence が行われるようになってきている。ただ、その範囲は限定的であることが多い。
- なお、米国において、特にアーリーステージのスタートアップ投資に当たって必ずといってよいほど確認の対象となる点として、創業者が有する創業株式会社に対する Vesting schedule が存在している。米国においては、スタートアップと創業者との間の Restricted Stock Purchase Agreement 等においてこの Vesting schedule が規定される。しかし、日本においては、会社と創業者との間の契約ではなく、創業者間同士の株主間契約（米国でいうところの Buy-sell Agreement の一種）で規定されることがほとんどである。その内容は、一方の創業者が会社を去った場合には、他方の創業者がその一方の創業者が有する株式の全部又は一部を買い取る形になっていることが多い。ちなみに、日本においては、この種の創業者株主間契約が締結されていない例も、まだまだ散見される。
- 知的財産権の処理も、日本のスタートアップではあいまいになっていることがまだまだ多い。米国においては、創業者を含む従業員と会社との間で Invention Assignment Agreement を締結する必要性が強く認識されている。しかし、日本においては、特に取締役の地位についている創業者について、会社との間で何の契約も締結されておらず、知的財産権の処理があいまいになっている例が散見される。「取締役」であることが多い創業者は、従業員ではないため、雇用契約で整理するわけにいかないが、取締役委任契約などを作成し、その中で明確に知財の処理についても定めておくことが合理的である。

(4) Long forms の作成・交渉

- 初めての優先株式ラウンドである場合には、会社又は投資家側で作成する。スタートアップ投資を定常的に行っている日本の VC 投資家は、自身でベースとなるフォームを整備していることも多く、投資家側から提供されるフォーマットをベースにドラフティングや交渉が行われることも比較的多い。
- なお、米国においては、NVCA が公表している Venture financing に関する契約書フォームが比較的多く利用されているが、日本においては、スタートアップへの優先株式投資を念頭に置いた契約書一式で、一般に公開されているものは現時点においては存在しない。
- 一部書籍では、モデルとなるべき契約等が掲載されているが、それも日本語版のみである。英語化されているもので一般に利用可能なものは、現時点で確認できていない。

(5) Long forms の締結

- 米国のベンチャーファイナンス同様、PDF でのサインページのやり取りによって締結を進める実務も日本で見られるようになってきた。しかし、実際に署名や押印したサインページを集め、製本化する実務も根強く残っている。ある投資ラウンドに参加する一部の投資家が契約書の製本化を求めてき

た場合には、オリジナルのサインページを郵送する必要がある点、念頭に置いておく必要がある。

- なお、米国のベンチャーファイナンスの実務では、締結後に即日入金という形で動いていることが多く、必要な定款変更についても、Long forms の締結前に会社が実行していることも多い。日本においては、この米国のような実務も工夫次第では可能であるものの、一般的には、Long forms を締結してから、株主総会の承認を得て定款変更を行い、クロージングに至ることのほうが多い。

(6) 株主総会の実施

- 発行されるべき優先株式の内容が固まった後、会社法上は、定款変更の手続を行い、実際にその優先株式を発行できる状態にする必要がある。そのため、株主総会を招集して開催するか、あるいは、それに代わる書面決議を行う必要がある。
- 定款変更を行うには、少なくとも出席した株主の議決権の 2/3 の同意が必要である。この同意を書面決議を利用して得る場合には、全株主からの同意の取得が必要になる。DGCL のように、決議要件を満たす株主から同意を取得すれば足りるわけではなく、全株主からの同意の取得が必要になる点で、書面決議の負担が重くなっている。その一方で、株主総会を開催する手間もばかにならないものがあるのは事実である。いずれにせよ、日本のスタートアップに投資を行う外国投資家には、この種の手続に協力する姿勢が望まれる。
- なお、米国と異なり、定款変更の効力を発生させるために当局へのファイリングが必要になることはない。優先株式の内容について登記が必要になるが、実務上は、下記 (7) の登記と併せて行われることも多い。

(7) 入金

- 米国のように「締結即入金」となっていることは少なく、多くの場合は、締結後に投資家側が所定の内部手続きを経て送金を実施する。そのため、締結とクロージングの間に 1 週間から数週間程度の期間が設けられることが多くある。
- また、日本の会社法上、所定の期日までに入金がないか、入金があったとしてもこれが予定の額に不足する場合には、株式の取得が認められない可能性がある。

(8) クロージングドキュメントの提供

- 投資契約の定めに従ってクロージング時に提供されるべき書面が、投資家に対して交付される。
- 日本のスタートアップの場合、株券が発行されることは稀であり、それに代わるものとして、株主名簿記載事項証明書や株主名簿の原本認証文言付きの写しが交付されるのが通例である。また、後述の登記完了時には、登記簿謄本のコピーの提供も行われることが多い。
- いずれの書面も、デフォルトのフォーマットは日本語であるため、英訳が必要であれば、事前にスタートアップ側と英訳の提供についても合意しておく必要がある。

(9) 登記手続

- 優先株式投資が実行された場合には、会社は、発行済み株式数や資本金額等の変更を行うために、クロージングから 14 日以内に登記手続を行うことになる。
- この登記手続に関して、優先株式投資に参加した投資家には、総数引受契約への署名が求められるの

が通常である。

- この総数引受契約への署名は、2020年6月以降、電子署名で行うことが可能になっているが、利用できる電子署名ツールが限定されているため、注意が必要である。特に、米国で一般に利用されているバージョンのDocuSignは日本の登記手続との関係で利用が認められていないと理解しておいた方がよい。そのため、特に登記手続に関連する書面へ電子署名を行う際には、会社から指定されたツールを使うことを心掛けたほうが無難である。

5. 外為法対応（スタートアップ投資と外為法）

(1) 概要

- 日本では、いわゆる外資規制として、外国為替及び外国貿易法（以下「外為法」という。）の下、米国を始めとする海外の「外国投資家」が、日本国内のスタートアップの株式を取得する場合や社債を引き受けるなどして投資を実行する場合、一定の手続を遵守する必要がある。
- 米国投資家は、外為法に基づく規制をCFIUSファイリングに近いものとイメージすることがある。投資家に必要とされる外為法の手続自体は、日本銀行に届出書又は報告書を提出することであり、対応に要するコストや労力といった観点からは、CFIUSファイリングほど負担の大きいものではない。その一方で、外為法上の規制は、CFIUSに比してより多くのスタートアップが網の目にかかるように設計されており、スタートアップ投資という文脈では、かなりの高確率で事前に届出を行う必要が生じるとっておいた方がよい。
- 米国をはじめとする海外の投資家としては、その規制の概要を把握した上で、適切な代理人を選任し、対象会社からも必要な情報を得つつ対応を行うことになる。
- 以下では、スタートアップ投資で中心的に利用される優先株式、Convertible Note（転換社債）及びConvertible Equity（J-KISS）による投資を実行する際に検討が必要となる事項のうち最低限認識しておくべきものを概観する。

(2) 外国投資家

- 外為法の対応は、その投資家が「外国投資家」にあたる場合に初めて必要となる。
- この「外国投資家」は、以下のとおり定義されている。

[外国投資家の定義（外為法 26 条 1 項）]

- (a) 非居住者である個人（1号）
 - (b) 外国法令に基づいて設立された法人その他の団体又は外国に主たる事務所を有する法人その他の団体（これらの法人その他の団体の在日支店を含む）（(d)に該当するものを除く）（2号）
 - (c) 上記(a)又は(b)に掲げる者により、直接又は間接に保有される議決権の合計が50%以上を占める会社（3号）
 - (d) 投資事業を営む組合や投資事業有限責任組合など（外国組合を含む）であって、非居住者等からの出資の割合が総組合員の出資の金額に占める割合が50%以上の組合又は業務執行組合員の過半数が非居住者等で占められている組合（4号）
 - (e) 非居住者である個人が役員又は代表権限を有する役員のいずれかが過半数を占める本邦の法人その他の団体（5号）
- 例えば、デラウェア州法をはじめ日本法以外を準拠法として設立された法人は、その形態を問わず、また、その最終オーナーが日本人であるか否かを問わず、上記(b)の外国投資家として「外国投資家」にあたる。また、スタートアップに対して投資を直接行う法人が日本の株式会社であったとしても、

当該日本法人の株式の半数以上を外国投資家が保有している場合には、当該日本法人は、3号に基づき「外国投資家」にあたる。

(3) 外為法の規制対象となる取引及び行為

- 「外国投資家」にあたった者が日本のスタートアップに投資をする場合には、その投資が「①対内直接投資等」と呼ばれる取引類型か、「②特定取得」と呼ばれる取引類型に該当すると、規制対象となり、事前届出や事後報告といった手続を履践する必要がある。

① 対内直接投資等

- 「対内直接投資等」の厳密な定義はさておき、スタートアップ投資の文脈においては、日本のスタートアップに対して、以下のいずれかの行為を行う場合には、「対内直接投資等」にあたる可能性がある。
 - (a) 新たに発行された株式を取得する場合
 - (b) 一定額以上の社債の取得又は貸付を行う場合
 - (c) 株主総会において、①事業目的の実質的な変更、②取締役若しくは監査役の選任に係る議案、又は、③事業の全部の譲渡等の議案について同意すること
- なお、日本のスタートアップの新株予約権の取得自体は「対内直接投資等」に該当しない。そのため、Convertible Equity (J-KISS) の取得時に「外国投資家」が事前届出又は事後報告を行う必要はない。もっとも、Convertible Equity (J-KISS) の転換による株式の取得は「対内直接投資等」に該当するため、Convertible Equity (J-KISS) の転換時に「外国投資家」が事前届出又は事後報告を行う必要がある。
- 他方で、一定額以上の社債の取得は「対内直接投資等」に該当する可能性があるため、Convertible Note (転換社債) の取得時に「外国投資家」が事前届出又は事後報告を行う必要がある点にも留意が必要である。

② 特定取得

- 「対内直接投資等」は、株式や社債をその発行体であるスタートアップから取得する取引（プライマリー取引）であるが、「外国投資家」が、「外国投資家」から、日本の非上場会社の株式を譲り受ける取引（セカンダリー取引）についても、「特定取得」として、外為法上の規制に服する可能性がある。

(4) 指定業種とは何か

- 「外国投資家」にあたる投資家が、「対内直接投資等」又は「特定取得」にあたる行為を行う場合に、その投資対象となるスタートアップが「指定業種」にあたる事業を行っている、「外国投資家」には、事前届出を行う必要が生じる。他方で、そのスタートアップが「指定業種」にあたらない事業を行っているにすぎない場合には、事後報告で足りることになる。
- 「指定業種」は、「指定業種を定める告示」及びその別表1～3において定められている。
- 「対内直接投資等」又は「特定取得」における「指定業種」は、厳密には若干異なっている。しかし、例えば、ソフトウェア業、半導体製造装置製造業、ロボット製造業、集積回路製造業、電気通信事業、医薬品製造業など、近年、日本のスタートアップが多く取り組んでいる業種は、基本的には、「対内直接投資等」又は「特定取得」との関係で「指定業種」に該当する可能性が高い。

- 米国の CFIUS 規制のもとで、スタートアップ投資との関係で法的に事前届出の義務が生じるのは、そのスタートアップが「TID US business」に該当する場合に限定されており、スタートアップの業種やスタートアップが保有する技術内容のみならず、その投資を通じてどのような権利を取得するかといった観点から、ファイリング義務が生じる場合が絞られている。これに対し、日本の外為法においては、スタートアップが一定の業種に属する場合には広く事前届出が必要となる形になっており、その点で、米国の CFIUS 規制よりも当局への事前届出が必要となる場合ははるかに多い。特に、「指定業種」の改正は、ほぼ毎年、その範囲を広げる方向で行われているため、最新の規制を踏まえて、「指定業種」該当性を確認する必要がある。
- 対象会社の事業が「指定業種」にあたるかどうかは、対象会社の登記上の事業目的も参照しつつ、対象会社にヒアリングのうえ実際の事業内容を踏まえて判断する必要がある。

(5) 必要な手続（事前届出・事後報告）

- 以上の検討を踏まえ、「外国投資家」が、「対内直接投資等」又は「特定取得」を行う場合は、（スタートアップではなく）「外国投資家」自身が、事前届出又は事後報告を行う必要がある。CFIUS ファイリングのようにスタートアップと投資家が共同して行う必要があるわけではなく、あくまで「外国投資家」が単独で行う届出又は報告である。
- もっとも、外為法上、事前届出又は事後報告のいずれであっても、その対応は、日本国外に居住する者（いわゆる非居住者）自身がこれを行うことはできない。
- そのため、実際に「外国投資家」が事前届出又は事後報告を行う場合には、居住者である代理人（通常は弁護士）に委任のうえ、これらを行う必要がある。

① 事前届出

- 「外国投資家」が、「指定業種」を営む日本のスタートアップに対し、「対内直接投資等」又は「特定取得」を行う場合、一定の場合を除き、日本銀行に対して、事前に届出を行う必要がある。
- この届出から審査が完了するまでの期間は、禁止期間として、外為法上、「対内直接投資等」又は「特定取得」の実行が禁止される。なお、この禁止期間は法律上 30 日を原則としているものの、実際には 2~3 週間程度の期間に短縮されるケースが多い。また、届出にあたっては、取得する可能性のある最大の株式数を届け出ることにも可能である。そのため、投資金額と株価の水準が相応に定まってきた段階で、余裕をもって届出を行うという選択肢も検討できる。
- 事前届出を提出したのちは、事業所管官庁（多くは経済産業省）から届く質問に回答していくことになる。事業所管官庁からの質問に対して速やかに対応することが禁止期間の短縮に資することになる。
- なお、2020 年 6 月以降、事前届出制度の例外として、事前届出免除制度が新しく導入されている。もっとも、事前届出免除制度を利用した場合には、むしろ事後的な管理に手間を要するケースも多く、事前届出免除制度を利用したことにより、結果的に負担が増加する可能性もある。例えば、投資家の最終親会社等に変更が生じた場合、変更が生じた日から 45 日以内に所定の事後報告を行う必要があるが、これを遵守できなかった場合、事前届出を怠った場合と同様、事案調査票を財務省に提出する必要があるが、他の報告漏れよりペナルティが重く設定されている。

② 事後報告

- 「外国投資家」が「対内直接投資等」又は「特定取得」を行う場合に、スタートアップが「指定業種」以外の事業を行っているときには、事後報告を行う必要がある。具体的には、その対象と

なる投資の実行後、45日以内に、所定の報告書を日本銀行に提出する必要がある。

③ 言語

- 事前届出も事後報告も、その言語は日本語であり、日本語で記載する必要がある。また、事業所管官庁との間の質問対応も日本語で行われる。そのため、外為法対応を行うにあたっては、日本語対応可能な専門家をリテインする必要がある。

(6) 外為法違反によるペナルティ

- 以上の外為法上必要となる手続を適切に行わなかった場合、「外国投資家」においては行政処分及び刑事罰の双方の可能性がある。
- 具体的には、事前届出を適切に対応しなかった場合、当局は、取得した株式又は持分の全部又は一部の処分その他必要な措置を命ずることができる。また、これらの違反をした「外国投資家」には、刑事罰として、個人に対しては、最大で懲役3年若しくは罰金100万円又はその併科（又は違反行為の目的物の価格の3倍以下の罰金）、法人に対しては最大で罰金100万円が科される。
- 事後報告を適切に対応しなかった場合も、個人に対しては、最大で、懲役6ヵ月又は罰金50万円、法人に対しては最大で罰金50万円が科され得る。
- もっとも、その違反の程度にかかわらず、上記のような行政処分や刑事罰がいきなり科されることは少なく、その違反の態様によっては、事案調査票という違反事由の原因や再発防止策を記載した調査票の提出を求められるに留まることも多い。

(7) 実務上の対応

- 上記のような事前届出又は事後報告は、「外国投資家」が自ら行う必要があり、居住者を通じて行う必要がある。
- 「対内直接投資等」、「特定取得」、「指定業種」の該当性に関しては、細かい例外規定等も存在し、その検討には専門性を要する。また、日本の会社法上、一定の期日までに投資金額の払込を行うことが厳格に求められることが通常であり、外為法上の手続が完了しないことを理由にこの期日を逃してしまうと、再度株主総会の決議をとる必要が生じかねないなど、ファイナンスのスケジュール自体にも影響が生じる可能性がある。
- そのため、「外国投資家」においては、日本のスタートアップへの投資を行う可能性が高くなった時点で、適切な日本法弁護士にコンタクトのうえ、その対応を依頼することが望ましい。
- 米国においては、CFIUSに対する Declaration や Notice のファイリングに多大な費用と時間を要することから、ファイリングの要否は重大な論点となる。これに対し、日本の外為法上の対応としては、上記のとおり審査期間としても1ヵ月弱であり、またスタートアップ投資との文脈において、審査後に投資が認められないといったことは、少なくともこれまでの実務を前提にするとほぼないといっていよい。さらに、届出書又は報告書作成に要する費用も、CFIUS ファイリングに比べそれほど高額となることは少ない。そのため、「外国投資家」としても、基本的には事前届出又は事後報告を行うという方向で、弁護士や当局からの質問に積極的に協力し、できる限りスムーズに手続を完了させるという意識で対応を進めることが望まれる。

6. 日本のスタートアップに対する投資手法の詳細

- 日本のスタートアップに対する投資手法は、大きく分けて、①優先株式による投資、②新株予約権付社債

(=Convertible Note) による投資、③J-KISS による投資 (=Convertible Equity) に大別される。

- ここでは、各投資手法について、対応する米国の投資手法との共通点や相違点を意識しつつ、やや詳細に解説していきたい。

(1) 優先株式投資

- 日本の会社法では、株式の種類は大きく「普通株式」と「種類株式」に分類される。
- 優先株式は、種類株式の一種である。日本における普通株式と優先株式の種類の違いは、米国における Common Stock と Preferred Stock という Class の差に相当するものと考えて問題ないが、日本法上「種類株式」という場合には、テクニカルには「普通株式」も一つの種類株式として認識される。そのため、日本の会社法上、特定の種類株式を有する株主による種類株主総会の開催が求められる場合には、優先株式などの種類株式による種類株主総会だけでなく、普通株主だけで開催される種類株主総会も存在することになる。
- また、日本の場合、優先株式の中でシリーズを変えると、それがたとえシャドー・シリーズやサブ・シリーズ（例えば、Series A に対する A-1）の優先株式であったとしても、独立の種類株式と認識する必要があり、定款の規定によっても、これらを取りまとめて一つの種類と扱うことはできない。この点で、シャドー・シリーズやサブ・シリーズの優先株式を複数設けても特に弊害が生じないデラウェア州の C-corporation と大きく異なっている。日本の株式会社においては、サブ・シリーズの優先株式を発行すればするほど、それぞれの種類株式に独立した権限が付与されることになりかねない点には、スタートアップ側も投資家側も注意が必要である。
- 米国において優先株式による投資が行われる場合、NVCA が Model Documents を公表しているように、Amended and Restated Certificate of Incorporation、Stock Purchase Agreement、Investors' Rights Agreement、Voting Agreement 及び Right of First Refusal and Co-Sale Agreement の 5 つの書類が作成されることが一般的である。
- 一方、日本においては、3 つ（又は 4 つ）の書類が作成されることが多く、俗に「3 点セット」などと呼ばれることもある。それらは、優先株式の内容を定めた定款（通常は、優先株式の内容部分だけを切り出した「発行要項」という書面がまず作られる。）、投資契約書及び株主間契約書である。
- 日本の優先株式の「発行要項」は米国の Amended and Restated Certificate of Incorporation に、日本の投資契約書は米国の Stock Purchase Agreement に、それぞれ相当するものである。日本の株主間契約書は、米国の Investors' Rights Agreement、Voting Agreement 及び Right of First Refusal and Co-Sale Agreement の内容を含む契約書であるが、これらをまとめる形で 1 通の株主間契約として作成されることもあれば、分配等合意書という書類が株主間契約書とは別に作成され、株主間契約書と分配等合意書の合計 2 通となることもある。
- 米国の優先株式の実務と比べると、優先株主の権利について規定した契約 3 本が、1 本ないし 2 本に統合されているという特色があることになる。もっとも、後述するように、その具体的な内容は、米国の一般的な契約書の内容から大きく乖離しているわけではない。

米国の一般的な契約書	日本の一般的な契約書
1. Amended and Restated Certificate of Incorporation	1. 優先株式の内容（発行要項）（定款変更案）
2. Stock Purchase Agreement	2. 投資契約書
3. Investors' Rights Agreement	3. 株主間契約書
4. Voting Agreement	又は
5. Right of First Refusal and Co-Sale Agreement	株主間契約書及び分配等合意書

- なお、これらとは別に、総数引受契約書という通常 1~2 ページのシンプルな契約書が作成されることもある。これは、総数引受方式という方法によって株式を発行する場合において、登記時に法務局に提出する必要があるために作成されるものである。あくまで日本の登記実務を前提としたテクニカルな対応であり、投資家の観点から不利益があるわけではない。[なお、総数引受契約については、数年前まではウェットサインが必要であったが、現在は電子署名ツールの利用が認められている。ただし、米国で一般に利用されているバージョンの DocuSign は日本の登記手続との関係で利用が認められていないと理解しておいた方がよい。そのため、特に登記手続に関連する書面へ電子署名を行う際には、会社から指定されたツールを使うことを心掛けたほうが無難である。]

① 優先株式の内容（発行要項）

- 優先株式の内容（発行要項）は、米国と同様に、定款に規定されるとともに、登記の対象となる。したがって、優先株式の内容（発行要項）に規定された事項は、誰もが自由にアクセスできる情報として公表されることとなる。
- 日本の会社法上、種類株式に設定できる権利には様々なものがあるが、スタートアップ投資における優先株式に設定される代表的な事項としては、優先配当、優先残余財産分配、希釈化防止条項、任意転換権、強制転換権、金銭償還権（現金対価の取得請求権）、取締役選任権、拒否権が挙げられる。
- 優先株式の内容と投資契約や株主間契約の規定については、いずれも発行会社と投資家の間の権利義務を形成するという点では同一である。しかし、優先株式の内容の設定や変更には、会社法に定められた定款変更や登記などの厳格な手続が必要となる。

A) 優先配当

- 米国の実務と同様に、剰余金配当を行う場合には優先株主に対して優先的に配当するという定めが置かれる場合がある。
- 配当のマルチプルはディールごとに異なるが、8%とすることが比較的多い。筆者らが所属する法律事務所の Startup Practice Group（筆者らもそのメンバーである。）で、日本で行われたシリーズ A の資金調達を対象に 2022 年に調査（「シリーズ A 調査」）したところによれば、全体の約 31% の案件で優先配当が設定され、そのうち約 36% の案件でマルチプルは 8% とされていた。
- その他、非累積型かつ参加型となっているのが一般的である。

B) 優先残余財産分配

- 米国の実務と同様に、優先株主は、会社が清算する際、普通株主に先立って、優先的に残余財産の分配を受けられる権利を有することが通常である。
- また、M&A が生じた際にも、その対価を残余財産分配の規定にしたがって分配されるよう合意すること（みなし清算の合意）が一般的であり、これも米国の実務と同様である。ただし、みなし清算の合意は、定款には規定せず、後述する株主間契約ないし分配等合意書において規定をすることが多い。
- このように、大枠の設計は米国実務のそれに沿っているものの、残余財産分配の具体的な内容としては、米国の実務とやや異なるアレンジとすることが多い。

- 米国では特段の事情のない限り、1倍・非参加型とすることが一般的であるが、日本では1倍・参加型とすることが支配的である。前出のシリーズA調査によれば、全体の約93%の案件において1倍・参加型となっていたのに対し、1倍・非参加型は全体の約4%にすぎなかった。
- 米国でこのような参加型の清算時優先権が設定されると、そのような条件でした投資を受けられなかったというネガティブな印象を外部に与えてしまう可能性すらあるが、日本のスタートアップ実務においては、参加型が主流であるため、そのようなネガティブなアナウンスメント効果を懸念する必要はない。
- また、優先株式による資金調達ラウンドを重ねた場合における各優先株式間の優劣関係は、米国では特にアップラウンドにおいてはパリパスとすることが多いが、日本では先に発行された優先株式が劣後し、後に発行された優先株式が優先するとされるティアードのアレンジとすることが一般的である。

C) 任意転換権／希釈化防止条項

- 米国においては、将来ダウンラウンドが発生した場合の希釈化防止は、任意転換条項及び強制転換の転換比率の調整によって実現されている。
- 日本の希釈化防止条項もコンセプトは同じであるが、日本の場合には「普通株式と引換えにする取得請求権」といった項目の中でこれが表現されている。
- 取得請求権とは、優先株主が、会社に対して、その保有する優先株式を買い取るよう請求することができる権利であり、スタートアップ投資の文脈では、その買い取りの対価が普通株式とされている。
- そのため、種類株式の要項上は「普通株式と引換えにする取得請求権」といった名称が付されていることが多いが、これは実質的には任意転換権を規定したものである。
- 転換比率の調整方法は、米国と同様に、フルラチェット方式、ナローベースのコンバージョン・プライス方式、ブロードベースのコンバージョン・プライス方式などが存在している。また、普通株式以外の種類株式は含めるものの、ストックオプションなどの潜在株式は含めない、いわば中間型の「ミドルベース」とでもいうべき調整規定も見受けられる。
- 前出のシリーズA調査（2022年）によれば、全体のうち約60%がブロードベース、約9%がナローベース、約30%がミドルベースであり、フルラチェットは約1%にすぎなかった。
- なお、きわめてテクニカルな点ではあるが、日本の希釈化防止条項は、特に議決権という側面では、実際に普通株式に転換されない限り、希釈化を防止する効果はない。デラウェア州のC-corporationにおいては、Preferred Stockに認められる議決権の数をCommon Stockに転換されたと仮定した株式数ベースでカウントする旨がCertificate of Incorporationで定められているのが通常であるため、希釈化防止条項が発動される資金調達が行われると、実際に議決権が増加する。これに対して、日本の株式会社では、このような議決権の調整は制度上困難であり、1株1議決権の原則が堅持され、たとえ希釈化防止条項が発動した後であったとしても、優先株式1株に対しては1議決権が付与されるにすぎない。この点は、法律の違いに由来する限界であり、外国投資家の観点からは、やむを得ないものとして受け入れるという寛容さが求められる。

- ただし、日本においても、希釈化防止条項による調整は、経済的な側面では反映されることになっているのが通常である。例えば、日本の典型的な優先株式に見られる参加型の優先株式においては、参加部分については、転換比率で調整した普通株式数ベースでの参加を認める形となっている。

D) 強制転換権

- 米国の Preferred Stock と同様に、IPO を行う際に発行会社が優先株式を強制的に普通株式に転換することができる規定が設定されるのが一般的である。この点は、通常、「普通株式と引換えにする取得条項」に規定されており、非常にテクニカルな内容になっているが、要は IPO 時の強制転換条項の規定である。
- 強制転換のタイミングや条件は、米国のそれと大きく異なる。米国においては、Public Offering が実行された後に転換されることが想定されており、それ故に、転換条件として株価や調達額が加算されることが多い。
- 他方で、日本の上場実務においては、上場する前のタイミングで転換を求められることになるため、強制転換の要件としては、「上場申請について取締役会で可決され、かつ、株式公開に係る主幹事証券会社から要請を受けた場合」とすることが多い。米国にならぬ、株価や調達金額に近い条件を付ける工夫が一部ではなされている例もあるが、少数にとどまる。
- また、IPO 前に転換される実務となっていることの帰結として、米国の Pre-IPO Round で発行される Preferred Stock にしばしばみられるような IPO 時の Ratchet 方式の調整条項は、工夫の仕方がないわけではないが、日本では基本的にワークしないと考えたほうがよい。
- なお、実際の IPO 実務においては、会社法上の手続的な負担を減らす観点から、強制転換ではなく、個々の投資家に任意転換権を行使してもらって普通株式に転換することのほうが多い。
- 上記の IPO 関係の転換事由に加えて、優先株式の過半数を有する優先株主が書面により同意した場合も強制転換されると定められる場合も、多くなってきているように感じられる。
- ただし、この転換条項を使ったり、特殊な転換条項を設けて米国のスタートアップ実務でしばしば行われるような Pay-to-play が日本でも実現できるかということ、そうではない。むしろ、米国のようなドラスティックな Recapitalization を含む Pay-to-play は、日本の会社法の制度上、株主全員の同意が得られない限りは実行不可能と考えたほうが良い。

E) 金銭償還権（現金対価の取得請求権）

- 現金対価の取得請求権とは、優先株主が、発行会社に対し、金銭の交付と引換えに、その有する優先株式の取得を請求することができる権利である。
- 優先株式はあくまでも株式であるから、償還請求権はないのが基本であり、特に、投資金額を払い戻す形での償還請求権は、米国と同様、日本においても一般的ではない。
- この現金対価の取得請求権は、通常、事業譲渡（米国における資産譲渡に類似するものである。）又は会社分割の場面での利用が想定されている。このようなコーポレートアクションは、実質的に発行会社の清算に近い意義を有することから、残余財産分配に準じ

て現金対価による株式取得を請求することができるものと定められることが多い。米国のスタートアップ実務においても、同様の意図で限定的な **Redemption right** が設けられることがある。

F) 取締役選任権

- 日本においては、取締役選任権は後述する株主間契約にて定められることが一般的であり、優先株式の内容として規定されることは稀である。
- 前出のシリーズ A 調査によれば、優先株式の内容として取締役選任権を定めていたケースは全体の約 3% にすぎなかった。
- 日本の会社法の制度上は、米国のように取締役選任権を優先株式の内容として定めることもできるが、種類株主総会の開催等の手続的負担が重くなるため、株主間契約レベルで合意することが好まれている。

G) 拒否権

- 拒否権についても、取締役選任権と同様の理由で、後述する株主間契約にて定められることが一般的であり、優先株式の内容として定められることは稀である。
- 前出のシリーズ A 調査によれば、発行要項に拒否権を定めていたケースは全体の約 6% にすぎなかった。

② 投資契約書の内容

- 日本の投資契約書は、米国の **Stock Purchase Agreement** に相当するものである。
- 株式の購入及び取得という具体的な取引に主眼を置いたものであり、株式の発行、代金の支払、発行会社（及び経営株主）の表明保証、補償などの条項を中心に構成される契約である。
- 投資完了後における発行会社のガバナンスや株式の処分等に関して規律する株主間契約とは性質を異にする。当該ラウンドで投資する投資者及び発行会社は必須の当事者である。日本においては、それに加えて経営株主（主に創業者がこれに当たる）が当事者となり、一定の義務を負うことが一般的である。
- 米国においては、あるシリーズ（例えば **Series A**）に参加する投資家は、全員が 1 通の **Stock Purchase Agreement** にサインをすることになるが、日本においては、必ずしもこのような実務にはなっていない。もちろん、米国のように、1 通の投資契約書にそのラウンドに参加する投資家全員がサインを行う実務も一部には存在しているが、より一般的な実務は、クロージングごとに投資契約書を分けて作成することであり、極端な場合には、投資家ごとに投資契約書を分けて作成することもある。投資家間の公平性や実務上の負担を軽減する観点からは、米国のような「1 通方式」のほうが合理的であるように感じるところではあるが、日本においては、まだ一般化していない。
- なお、シードやアーリーステージの資金調達において、これに参加する投資家の数が限られている場合には、投資契約書の中に株主間契約書の内容も包含させて、投資契約書 1 通のみを締結するというケースも存在する。米国でいえば、seriesseed.com からダウンロード可能な **Stock Investment Agreement** を使うようなイメージである。投資家が少ない場合にはそれでも問題はないものの、将来的に更なるエクイティラウンドでの資金調達を想定している場合には、投資契約と株主間契約はいずれ切り分けなければならないことになる。

- 投資契約書に規定される事項のうち重要なものについては、以下の個別の解説も参考にされたい。

A) 株式の購入

- 投資家が株式を引き受けるにあたり必要となる基本的な条件が規定される。具体的には、発行する株式の内容・数、払込金額、払込期日（投資実行日）等の株式の発行条件の概要が規定される。
- 発行する株式の内容としては、前述①の発行要項が別紙として添付されることが一般的である。

B) 表明保証

- 投資家による投資判断の前提として、発行会社及び経営株主に一定の事項を表明保証させることが一般的である。
- 表明保証の違反が判明した場合には、投資実行前であれば、投資実行の前提条件が満たされなかったとして投資を中止することができるほか、投資実行後の場合には、後述する補償請求や株式買取請求を発行会社に対して行うことができると規定されることが多い。

C) 補償条項

- 発行会社に表明保証その他契約条項への違反があった場合に、投資家が発行会社に対して、生じた損害や損失を補償するよう請求することができる権利が定められるのが通常である。
- すでに投資をして株主となっている投資家が発行会社に対して補償を求める意味は通常ないはずであるが、日本においては、この種の補償条項を設けることが多い。

D) 株式買取請求権

- 発行会社に表明保証その他契約条項への違反があった場合における補償義務と並列するものとして、日本においては、投資家が、発行会社に対して、その保有する株式を所定の価格で買い取るよう請求することができる権利（プット・オプション）が定められることが多い。
- 従前の実務は、経営株主にも連帯してプット・オプションに関する責任を負わせるのが基本線であった。しかし、この点については、スタートアップや経営株主の保護の観点から議論が活発に行われており、経済産業省の「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」（令和4年3月改訂）では、「買取請求権の規定については、出資者とスタートアップ側が十分な協議の上、その行使条件については重大な表明保証違反や重大な契約違反に明確に限定すべき」とされている。また、「契約違反時の買取請求権は発行会社のみ限定し、経営株主等の個人を除いていくことが望ましい」と言及されている。
- 実際、このような見解が公表されて以降、株式買取請求権を限定し、経営株主に買取義務を負わせない形にするケースが増えてきている。米国のスタートアップ実務では当たり前のことが、日本においても徐々に当たり前になりつつある状況といえる。

③ 株主間契約書

- 株主間契約書は、米国の優先株式投資において締結される、Investors' Rights Agreement、Voting Agreement、Right of First Refusal & Co-sale Agreement に相当するものであり、この3つの契約書において定められる条項が、1通の株主間契約書にまとめられると理解して問題ない。
- 日本のスタートアップ実務においては、NVCA が公表している Model legal documents のような標準的に利用される優先株式投資のフォーマットのようなものは公開されていない。もっとも、日本で、一般に利用される株主間契約書の内容自体は、米国スタートアップ実務の影響を多いに受けており、米国のスタートアップ投資において規定される内容と重複する点が多い。
- 日本の株主間契約の一部の規定については、法令や取引慣行の差異から、米国スタートアップ投資にはみられない日本独自のものが存在することは確かである。しかし、これらも基本的には投資家にとっては不利なものではなく、むしろ日本のスタートアップ実務のほうが、投資家保護に適っているものが多い。
- 以下では、日本の株主間契約において一般的にみられる規定について、会社の運営に関する事項、株式の処分に関する事項及びその他の事項の3つに分けたうえで、米国実務との差異に着目しつつ、簡単に解説していく。

A) 会社の運営に関する事項

(a) 取締役選任権

- 米国のスタートアップ実務においては、各ラウンドにおいて発行される種類株式ごとに1名の Director 選任権が認められ、主に、そのラウンドのリード投資家から1名の Director が選任されることが多い。また、Director の選解任等に関する発行会社及び株主間の合意事項は、Voting Agreement において規定される。
- 日本のスタートアップ実務においても、基本的には、同様のコンセプトが普及しており、通常各ラウンドにおいて、リード投資家など出資の割合が多い投資家から、優先的にその取締役指名権が認められることが多い。
- もっとも、株主間契約に定めた取締役指名権が実際に利用されるタイミングとしては、日本では、通常シリーズ A ラウンドあたりからであり、発行会社が取締役会設置会社に移行したあたりからが多いように思われる。
- なお、米国において株主から派遣される取締役であっても、発行会社及びその株主に Fiduciary duties を負うことと同様に、日本の取締役も、これに類似の責任として、発行会社に対して善管注意義務と呼ばれる義務を負うこととなる。
- このような取締役として派遣された者との間では、米国における Director と会社間の Indemnification agreement と類似のものとして、日本においても、「補償契約」と呼ばれる契約の締結が認められるようになっており、取締役に生じる経済的な負担を軽減する措置が認められている。
- 取締役として派遣される以上は、派遣元である株主の利益を優先させることはできない。海外投資家としては、このような制約を踏まえても、なお、取締役指名権を確保する必要があるか（又はオブザーバ指名権で足りるのか）といった点を検討して交渉に臨む必要がある。また、実際に取締役又はオブザーバを派遣するにあたっては、言語の問題も避けては通れず、この点も含めて、スタートアップ側と調整が必要である。

- なお、米国の **D&O Insurance** に類似するものとして、日本にも役員賠償責任保険が存在している。しかし、投資家から取締役が派遣される場合においても、未上場のスタートアップの段階でこれに加入することは、米国のスタートアップ実務のように広く一般化されているわけではない。

(b) オブザーバ指名権

- いわゆるオブザーバ指名権についても、米国のスタートアップ実務と同様に、日本においても頻繁に付与されている。
- 最近では、保有割合が低いマイナー投資家に対しても、オブザーバ指名権を認めるスタートアップも増えている。
- 日本のスタートアップにおいては、取締役会が月に1度開催されることが多い。オブザーバをこれに参加させることにより、定期的に、発行会社が、株主に適切に事業状況を報告し、株主からの質問も受け付ける貴重な対話の場となっているとも言える。
- 最近では、取締役会に付議する決議事項や事業報告に関する説明資料を英語で用意する日本のスタートアップも少しずつ増えており、日本のスタートアップにおいても、徐々に外国投資家を受け入れる素地ができつつある。

(c) 情報受領権

- スタートアップの経営・財務・業務状況の適切なモニタリングの観点から、日本のスタートアップ実務においても、情報受領権が定められるのが通例である。具体的には、投資家（米国でいうところの **Major Investor** に限らないことも多い）に対し、財務諸表、予算計画、事業報告書等の一定の情報の提供が約束される。
- 日本の情報受領権については、税務申告書の提供まで求めるものがあるなど、米国のスタートアップ実務に比して、より広範な情報提供が行われる傾向にある。
- 提供される情報のほとんどは、通常は日本語で作成されている。外国投資家として、その情報を英語で受領したい場合には、あらかじめ会社側と合意しておく必要がある。

(d) 立ち入り検査権

- 米国のスタートアップ実務において、**Inspection right** として認められる権利と同様の権利が、日本においても、発行会社の所在場所で立ち入り調査を行う権利として認められる。
- 営業時間の範囲内に限る、発行会社の事前の承諾を得る（又は事前の通知を行う）、営業秘密に当たる情報にはアクセスしないといった一定の条件の下で、通常付与されている権利である。

(e) 拒否権等

- 米国のスタートアップ実務においては、**Preferred Stock Protective Provision** として、既存の **Preferred Stock** に影響し得る **Certificate of incorporation** の変更や新たな **Preferred Stock** の発行などの一定の重要な事項について、**Preferred Stock** 保有者の事前の承諾が必要とされていることが一般的である。

- 日本においても、米国のスタートアップ実務と同様に、一定数以上の優先株式を持つ単独又は複数の株主を「主要株主」等と定義し、発行会社における一定の事項の決定について、主要株主から事前に承認を得るよう定めることが一般的である。
- 日本のスタートアップ実務においては、事前の承諾が必要となる事項として、定款の変更や新規株式の発行など米国の **Protective provisions** に規定されるような事項が規定されているほか、米国では **Preferred Director** の拒否権として **Board** レベルで規定されるような会社の運営に関する事項についてまで、株主レベルでの拒否権として事前承諾事項に含まれることが多い。
- また、「事前承諾」以外にも、「事前協議」事項・「事前通知」事項・「事後報告」事項といった株主の関与レベルを異にした規定が設けられることが一般的であり、会社の運営に関する様々な事項が、これらのいずれかの方式を通じて株主の監視下に置かれるのも特徴である。
- このような建付けがスタートアップの迅速・健全な運営にとって望ましいかという問題があるものの、米国のスタートアップ実務に比して、投資家にとって不利な実務が形成されているものではない。

(i) 「事前承諾」事項

- 米国のスタートアップ実務において一般に優先株主レベルで定められる拒否権事由が定められる。
- その他、日本では、さらに、一定額を超える債務の負担行為、一定金額以上の支出、新規事業の開始・中止・変更、役員や重要な従業員の選解任、報酬改定といった、経営に関する事項のうち発行会社に重要な影響を与えるものや、投資家として一般に関心が高いものが定められることが多い。

(ii) 「事前通知」事項

- 新規事業の開始・変更・終了、一定金額以上のローン、重要な知的財産権の付与など事業への影響が大きい事項が規定されることが多い。
- 発行会社の視点からは、「通知」さえすればよく、その通知を受けた投資家と協議や交渉をする義務はないことになるため、発行会社と投資家との間では、いずれの事項を「事前通知」事項にグレードダウンするのが適切かといった観点から交渉が進むことが通常である。

(iii) 「事前協議」事項

- 事前承認事項及び事前通知事項との中間的な位置付けであり、日本のスタートアップ実務の独特な規定のひとつである。
- 発行会社としては、その事項について投資家と「協議」しなければならないため「事前通知」に比べて負担が生じるが、投資家から協議事項について同意を得る必要までではないため、「事前承諾」よりは負担感が軽い。
- 英語に翻訳するときには、よく「prior consultation」や「consult」といったワーディングが使われるが、要は Discussion しようということである。

(iv) 事後報告

- 発行会社において訴訟の提起や役員の不祥事など一定の事項が生じた場合には、発行会社は、直ちに投資家に報告するよう義務付けられていることが多い。
- 米国のベンチャーファイナンス実務ではほとんど見ない規定であるが、日本においては一般的といってよい規定である。

B) 株式の処分に関する事項

(a) 譲渡制限・先買権・共同売却権

- 発行会社の発行済株式のうち、大きなポーションを有する創業者がその株式を自由に処分できるとすると、会社へのコミットメントの観点からも望ましくない。
- 米国のスタートアップ実務においては、このような観点から、Rights of First Refusal、Co-sale rights 等により、主に Key Holders（多くは創業者）が保有する株式の処分に関する取り決めがなされることが一般的である。
- このような実務は、案件ごとに若干の差異はあるものの、日本のスタートアップ実務においても確立しているといえる。
- 基本的な仕組みとしては、創業者が保有する株式について譲渡禁止を定め、所定の投資家が同意しない限り譲渡が禁止される形にすることに加え、仮に譲渡が許される場合であっても、一定の割合以上を保有する優先株主に対して、先買権の行使を認めるものである。なお、米国のスタートアップ実務では、発行会社に対して一次的な先買権を付与し、投資家に対して二次的な先買権を与える形が一般的であるものの、日本においては、発行会社に先買権を認める例は少ない。
- また、先買権を行使しない投資家に対しては、自らが保有する株式を持ち分比率に応じて創業者と共同して売却することができる権利も付与されている。
- 日本においては、先買権に服する株式の対象に投資家が保有する優先株式も含まれるとするアレンジや、先買権者として、一定割合以上を有する優先株主だけでなく創業者を含む普通株主も含まれるといったアレンジがなされることもある。このようなアレンジがなされること自体は、米国の実務においても少数ながら見られるところであるが、いずれにせよ、外国投資家にとっては、発行会社の株主間契約において、どのような手続を踏めば、自己の株式の売却が可能となっているか確認をすることが肝要である。
- なお、日本においては、時として先買権のみならず共同売却権の対象にも投資家が保有する株式が含まれていることがある。投資家の観点からは、自ら獲得したセカンダリー譲渡の機会を妨げる可能性のあるアレンジであり、注意が必要である。
- ちなみに、日本のスタートアップが通常利用する形態の株式会社については、会社法上の譲渡制限も存在している点は、上述の通りである。こちらの譲渡制限も、投資家が自ら獲得してきたセカンダリー譲渡の機会を妨げる可能性はあるものの、最終的には売却が許容される形になっているため、特に警戒すべき規制ではないと評価できる。もし気になるようであれば、あらかじめ発行会社との間で会社法上の譲渡制限がいかなる場合に解除されるかについて合意をしておけばよい。

(b) 優先引受権

- 米国実務において **Preemptive right** 等として認められる権利は、日本においても、優先引受権という形で認められる。
- 一定の割合を保有する株主に対してのみ付与されるという点を含めて、その仕組みには米国実務と大差なく、日本のスタートアップにおいても広くみられるものである。

C) その他の事項

- 上記のとおり株主間契約の基本的なコンセプトは、米国実務と共通している。もっとも、そのほかにも、一般的な株主間契約の内容として、以下のとおり、その規定自体が米国投資家にとって馴染みのない規定もみられる。

(a) 上場努力義務

- 米国スタートアップ実務においては、一般的に、**Registration rights** といった形で、投資家に **Public sale** を通じて **Exit** をする機会を確保する権利が認められており、その中には、(現実的に行使できるかどうかはさておき) 上場を強制できる権利 (いわゆる **Demand Registration Right**) も存在している。
- 日本のスタートアップ実務においては、このような投資家側が上場に関してイニシアティブを持つような強力な権利が規定されることは通常ない。
- もっとも、日本のスタートアップ実務において、上場に関して一切の規定がないというわけではない。むしろ、ほとんどのケースにおいて、「上場努力義務」と呼ばれる「一定の時期までに株式公開を申請するよう努力する義務」が株主間契約に設けられる。
- このような規定の法的拘束力の程度については、申請期が不透明なアーリーステージのスタートアップにおいては、まさに努力義務として定められることが多い。もっとも、レイトステージのスタートアップにおいては、上場要件を充足しているにもかかわらず上場申請を行わないことが、株式買取請求権のトリガー事由として定められる場合など、単なる努力義務にとどまらないこともある。
- なお、日本において株式が上場される場合には、全株式が市場で取引可能になるため、米国実務でみられるような **Piggy-back registration right** や **S-3 Registration right** に相当するような権利は、株主間契約には存在していない。

(b) 経営専念義務・競業避止義務

- 日米を問わず、スタートアップ投資においては、投資の前提として、創業者の個人的な経営手腕や人的繋がりを重視し、投資が実行される。そのため、創業者をいかに発行会社の経営にコミットさせるかが重要となる。
- しかし、この点を実現するための方法論は、日米で大きく発想が異なっている面がある。
- 米国においては、経営層や従業員にコミットメントを求める場合、日本のようなネガティブ・コベナンツを通じてコミットを求めるのではなく、コミットしたくなるような経済的インセンティブを設定してコミットしたくなるように仕向ける傾向が強いように感じられる。

- 他方で、日本のスタートアップ実務においては、株主間契約書において、経営専念義務という形で、創業者である株主が、一定の投資家の事前の承諾なく、一定期間の間、取締役から辞任することを禁止する旨が規定されているのが通常である。また、同様の観点で、創業者が、在職時及び退職後一定期間、発行会社と同種のビジネスに関与することを禁止する競業避止義務を課す実務も広く行われている。
- このような違いは、米国において創業者や経営陣の持ち株数が薄まりすぎた際によく検討される **Top-up option** などの追加のインセンティブ付与が、日本においてはあまり見られないといった形でも表れているように感じられる。米国投資家の視点からすると、日本のスタートアップは、そのインセンティブ構造が見えにくいともいえるが、この点は、スタートアップを取り巻く法制度のみならず、物の見方や文化の違いに起因するものであるように思われる。

④ 分配等合意

- 日本のスタートアップ投資においては、上記の株主間契約の中で、あるいは、株主間契約とは別に、分配合意と呼ばれる契約条項やドラッグ・アロング条項が合意されることが通例である。
- これらを株主間契約内で規定するか、それとも、株主間契約とは別の契約（「分配等合意書」などと呼ばれることが多い。）にするかは、ケース・バイ・ケースである。しかし、分配合意やドラッグ・アロングは、全株主と合意してその効果が最大化されるものであることから、主に会社・投資家・経営株主間の権利義務を規定している株主間契約の当事者に他の少数株主（典型的には、少数の株式を保有するにとどまる従業員株主や普通株式で投資を行った初期のエンジェル投資家）まで加えるのが適切かという観点で判断していくことが多い。ちょうど、**Investors Rights Agreement** と **Voting Agreement** で契約当事者が大きく異なっているのと類似した考え方である。
- 日本のスタートアップ実務における大きな方向性としては、米国の実務と同様に、会社・投資家・経営株主にのみ関連する権利義務関係は株主間契約に、少数株主を含めた全株主に関連する事項（典型的には、分配合意とドラッグ・アロング）については、分配等合意書に規定するという実務が一般的となりつつある。

A) 分配合意（みなし清算）

- 米国のスタートアップ実務においては、**Certification of Incorporation** において、**Liquidation Preference** として清算時の残余財産の分配のルールが定められ、また、それを引用する形で **Deemed Liquidation** などの **M&A** 時における対価の分配に関するルールが合意されていることが一般的である。
- 日本のスタートアップ実務においても、同様のコンセプトが採用されている。すなわち、原則として、清算時の分配のルールを優先株式の内容として定款に規定し、さらに、それを引用する形で、**M&A** 時の分配のルール（みなし清算）が定められることが多い。また、これに加え、同様のルールを株主間契約又は分配等合意書において合意することが一般的である。この点は、日本の **M&A** が株式譲渡で行われることが多い点や、みなし清算に拘束される株主を明確にする必要がある点を考慮した、日本独特の実務である。
- みなし清算が発動される事由については、組織再編（合併・株式交換・株式移転）の他、株式譲渡が含まれることが一般的である。これは日本における **M&A** が、米国において **Merger** が一般的に用いられることと異なり、株式譲渡によることが一般的であること

を背景とする。

B) Drag-Along Right

- 米国においては、M&A 等における Drag-along right が、Voting Agreement において規定される。
- 日本においても、M&A 等を見越して Drag-along right が規定される。全株主に関連する事項であり、株主間契約書に規定されることもあれば、分配等合意書で規定されることもある。
- 米国の Drag-along right においては、Drag-along right に服さなくてよい条件が数多く羅列されているが、日本の Drag-along right には、そのような条件が規定されていないか、あってもごく限定的にしかないとほとんどである。その点で、特に米国投資家が少数株主である場合には、日本の Drag-along right に合意することには、少しためらいを覚えるかもしれない。
- もっとも、実際に M&A 等が生じた時に Drag-along right に依拠して案件が進行するケースはほとんどないと思われる点は、日米共通であると感じられるところであり、気にしすぎないという態度も必要であろう。

⑤ クロージング手続

A) 株式の発行手続

- 発行会社と投資家との間で投資契約書・株主間契約書の内容が合意された場合、発行会社では、株式の発行に必要な手続を行っていくことになる。
- 通常は、株主総会及び取締役会において、優先株式の発行に必要な定款の変更を行ったうえで、発行される株式の対価の支払期限である「払込期日」や「払込期間」、1株当たりの「払込金額」などといった募集事項を決議する。
- その後、投資家は、前提条件の充足やクロージングドキュメント（例えば、募集事項を決議した株主総会議事録又は取締役会議事録）の確認ができ次第、払込金額を払い込む。
- 日本の会社法においては、(現物出資を利用する場合を除き) 実際に「払込金額」が「払込期日（払込期間を定めたときはその末日まで）」に現金で払い込まれることが必須となっている。また、後述のとおり、新株の発行は登記事由でもあり、払込期日までに現金が発行会社に着金したか否かは、発行会社の銀行口座の写しなどを通じて法務局に審査されることになる。
- そのため、仮に、払込みが、払込期日を徒過して行われた場合には、再度、別途払込期日を定める株主総会決議を行う必要がある場合がある。海外の投資家は、国際送金が着金するまでに数営業日かかることやその他の手続上の問題により、払込期日までに払込金額の全額の支払いが達成されない事態を起しがちである。
- 米国のスタートアップ実務の場合、たとえ Initial Closing までに入金が間に合わなかったとしても、単に Second Closing 以降のクロージングに参加したものと取り扱われるだけである。しかし、日本においては、「払込期日（払込期間を定めたときはその末日まで）」までに、その支払いがなされなければ、再度その海外投資家のために、株主総会

で承認を受けなければならない状況になることもありえ、馬鹿にはできない手続的な負担が生じることになる。そのため、海外投資家は、払込金額の全額の着金が確実に完了するまで気を抜かず対応をする必要がある。

B) 変更登記の必要性

- 日本には登記制度が存在しており、この登記制度を通じて、会社の事業目的・株式等の発行状況・役員を選任状況・資本金の額・機関設計などの重要情報が公開されることになっている。カリフォルニア州等でも、**Statement of Information** 等を通じて会社についての一定の情報の開示がなされるが、これらと日本の登記制度との大きな違いは、①公開される情報の種類が多いこと、②その内容について常に最新の内容であることが求められること、さらに、③登記にあたり登記内容の根拠となる書面の提出が求められ、これが審査されること、が挙げられる。
- このような登記制度の下で、日本のスタートアップが優先株式を発行した場合には、登記内容を変更する手続を行う必要がある。
- この変更手続を行う義務があるのは、発行会社であるスタートアップであるものの、優先株式の発行に関する登記については、株式が実際に引き受けられたことを示すためにスタートアップと投資家との間で締結された株式引受契約書等を当局に提出する必要がある。この観点から、投資契約書とは別に「総数引受契約書」が締結されることがある点は、前述したとおりである。
- このような登記制度に不慣れな外国投資家の立場からは不可解に感じることも多々あると思われるが、法制度の違いからくるやむを得ない手続であり、日本のスタートアップに投資をする外国投資家として、遅滞なく協力していく姿勢が望まれる。

C) サイン時の注意（電子署名サービス）

- 日本のスタートアップに対する投資という文脈では、投資家は、投資契約書・株主間契約書・分配等合意書に加え、上述の「総数引受契約書」のサインを求められることが通常である。このうち総数引受契約書については、その後にある登記手続の添付書類であり、当局において審査の対象となる。
- 審査の際、紙で提出されたものには物理的なサインが必要になるのに対して、電子媒体 PDF などの電磁的記録で提出する場合には、当局が認めた種類の電子署名ツールで署名されている必要がある。しかし、米国で一般的に利用されているバージョンの DocuSign は、現時点でこの電子署名ツールに含まれていない。
- 一般に、登記申請に用いる書面に署名を行う場合には、実際に登記申請を行う会社側から指定された署名ツールを利用するか、紙面に印刷して直接サインをし、それをクーリエサービスで日本に送付する形をとるのが安全である¹。
- なお、米国で一般的に利用されているバージョンの DocuSign が使えないというのは、あくまで登記申請の文脈であって、投資契約書・株主間契約書・分配等合意書への署名ツールとしては、問題なく利用できる。ただし、日本のスタートアップ実務においては、米国のスタートアップ実務において通常行われている **Signature packet** を使って効率よくサインを集める方式が浸透しているとは言い難く、実際のサインの集め方や締結版

¹ なお、2021年1月29日付けで政府から出された通達の影響で、署名がない総数引受契約でも登記申請上問題ないとされる場合も出てきている。ただ、海外投資家として、登記の重要性を認識し、発行会社に協力する姿勢が求められる点には変わりはない。

の作り方については、参加する投資家の要望を踏まえながら案件ごとに決定していくことになる。きわめて実務的な部分であるが、外国投資家としては、最終的にどの段階でどのような実務対応が必要になるのかを、発行会社側とあらかじめ整理しておくことが望ましい。

(2) 入金時の注意

- 上述のとおり、株式の発行の対価については、①株主総会決議（又は取締役会決議）において定められた「払込期日」又は「払込期間」の最終日までに、②「払込金額」として定められた金額を、発行会社の口座に送金をする必要がある。
- このうち①については、比較的単純であり、要は適切なタイミングで送金指示を行い、「払込期日」又は「払込期間」の最終日までにスタートアップの銀行口座に着金させればよいだけの話である。
- にもかかわらず外国投資家との関係でこの点でトラブルが生じるのは、①日本との時差（日本は地球上でもっとも時間が進んでいる国の一つである）についての計算ミスや誤解が生じがちであることのほか、②「払込期日」又は「払込期間」の最終日を経過してしまった場合に、日本の会社法上は（少なくともその投資家との関係では）手続きをやり直す必要があるというある種厳格な規制になっていることについての認識が欠けていることがあるためである。この点は、日本のスタートアップに対して投資を行う外国投資家として注意すべき点ではあるが、そのような投資家から投資を受けようとする発行会社の側でも、必要十分に投資家側に注意喚起するなどの配慮が必要である。
- 他方、②については、一見単純に見えるものの、①発行会社が「払込金額」を日本円で定めたか、それとも外国通貨建てで定めたか、②外国投資家が日本円で送金をしたか、それとも外国通貨建てで送金をしたか、③発行会社が受領した金額が日本円であったか、それとも外国通貨建てであったかという点でパターンが分かれることとなり、厳密には2×2×2の8パターンが存在することになる。
- もっとも、現実的に可能性がほとんどないといってよい組み合わせもあるため、ここでは、外国投資家が米ドルを自国通貨とする米国投資家である場合を例にして、以下のパターンで起こりがちなトラブルを検討していくこととしたい。

	払込金額の通貨	送金元通貨	受領先通貨
パターン1	日本円	日本円	日本円
パターン2	日本円	米ドル	米ドル
パターン3	日本円	米ドル	日本円
パターン4	米ドル	米ドル	米ドル
パターン5	米ドル	米ドル/日本円	日本円

パターン1

- 日本のスタートアップが日本円建てで払込金額を定め、米国投資家も円建てで送金手続きを行い、スタートアップ側でも日本円が着金した場合には、大きな問題は生じない。強いて言えば、送金が国際送金であった場合に、事務上のミスで送金手数料が受取人負担となっていた場合や、国際送金であるがゆえに受取人口座側で受取時に手数料が差し引かれて着金してしまったような場合には、払込金額にわずかに足りない事態が起こりえる程度である。

パターン4

- 同じことは、パターン4についてもいえる。会社法上、テクニカルには、払込金額をドル建てで定めることも可能であるため、このパターンが発生しうることになるが、現実にはこのパターンが

生じるのは、スタートアップが日本で米国ドル口座を保有しているか、あるいは、日系銀行の米国支店にドル口座を保有している場合に限られる。

パターン2

- 払込価額が円建てであるにもかかわらず、最終的に受領する金額がドル建てという点で「ねじれ」が発生しているパターンである。このようなパターンも、日本の会社法及び登記実務上想定されており、スタートアップ側が受領したドル建ての金額を、払込期日の為替レートを適用して円建てに換算し、その換算後の円建ての金額が発行会社が定めた円建ての払込価額を超えていれば問題は無い。
- ただし、払込期日の為替レートが大きく変動し、不幸にも払込期日の為替レートで受領した米ドルを換算すると、払込金額に不足する事態は現実には起こりうる。このような事態を回避するために、多少為替レートが変動したとしても払込金額を十分にカバーできるだけの米ドルを送金してもらい、後日、スタートアップから米国投資家に対して余剰分を返金するという対応をとることもある。

パターン3

- 払込金額の通貨は円建てであり、スタートアップ側で受領する金額も円建てであることから、基本的にはパターン1に属する類型である。唯一の違いは、米国投資家がドル建てで送金指示をかけている点である。このパターンの場合、受領先銀行が適用する為替レートで円建てに転換されて着金することになるため、受領先銀行が定める為替レートによっては、払込金額に不足する事態も生じる。特に、銀行が定める為替レートには銀行側が徴求する為替手数料が含まれているため、一般に認識されている為替レートよりもレートが悪いことが多い。また、国際送金であることから、送金元のみならず受領先でも手数料がかかることがある点にも注意が必要である。
- このパターンでうまく払込金額の全額をカバーする円建て金額を着金させるためには、事前に送金元銀行及び受領先銀行と手数料や為替レートについて確認が必要となるし、場合によっては、パターン2と同様に、米国投資家において少し多めの金額を送金するという実務的な対応策も検討する必要がある。

パターン5

- 少々意外なパターンに感じられるかもしれないが、実務上は現実にはありうるパターンである。
- 典型的には、ある資金調達ラウンドのリード投資家が米国投資家であることを踏まえ、優先株式の払込金額をドル建てで定めたものの、その資金調達ラウンドにフォロワーとして参加する日本の投資家が、日本国内から日本円で送金してきた場合に生じることになる。
- 少々トリッキーではあるものの、パターン2とは逆の「ねじれ」が発生しているにすぎないため、基本的にはパターン2と同じように処理される。リスクとしては、やはり払込期日当日の為替レートが大きく変動した場合に、払い込まれた日本円の金額ではドル建ての払込金額の全額をカバーできない事態が想定されるところであり、事前の対応策としては、少し多めの円建て金額を送金してもらうことが考えられる。
- 以上、各パターンに内在するリスクと対応策について概説したが、理由はどうあれ、現実には、着金額が払込金額に不足する事態は散発的に発生する。このような事態がある投資家との関係で発生してしまった場合には、その投資家に不足金額を追加で支払ってもらうことでも問題はない。ただし、その投資家が海外投資家である場合には、不足金額の支払いのためだけに国際送金手数料を負担するのかという問題が生じるところであり、実務的な対応を工夫する必要がある。

- また、資金調達における送金手続は、多くの場合払込期日直前になって行われることが多く、不足分の存在に気が付いた時には、すでに「払込期日」を経過してしまっているといった事態も生じている。このような事態に陥ってしまった場合には、①発行会社において再度所定の手続を行ってもらい、予定していた株式数を引き受けられるようにしてもらおうというのが王道ということになるが、②不足金額が少額であり、払込金額が不足していることにより発行を受けられない株式がわずかにとどまる場合には、投資家側であきらめるという選択肢も、現実的な選択肢として考える必要がある。
- 着金額が払込金額に不足する事態が発生した場合の実務上の工夫は、上記以外の選択肢も取りうる場合があるので、投資家側の弁護士及び発行会社側の弁護士を交え、対応について協議を行うことが望ましい。

(3) Convertible Equity: J-KISS

① 概要

- 米国のベンチャーファイナンス実務においては、Preferred Stock のみならず、SAFE に代表される Convertible Equity が広く利用されている。このような米国実務にインスパイアされ、日本においても、米国の Convertible Equity にあたる投資手法として、「J-KISS」と呼ばれる投資方法が開発されている。
- J-KISS は、その名称からも明らかなように、米国において 500 startups が公表した KISS (Keep It Simple Securities) をベースに、日本の会社法の観点からアレンジを加えたものであり、2016 年に 500 Startups Japan から公表され、徐々に利用が広がってきたものである。今では、初期段階のスタートアップが行う簡易な資金調達手法として日本でも広く認知されるに至っているほか、米国の SAFE のように、優先株式ラウンド間のブリッジファイナンス目的でも使われることもある。
- J-KISS の基本的なコンセプトは、米国の Convertible Equity と同じであり、J-KISS を通じて投資した金額が、発行会社が将来行う一定規模の資金調達の際に、当該資金調達において発行される株式 (通常は優先株式) 又はその亜種の株式に、所定の計算方法で計算された転換価格で転換されるというものである。
- J-KISS を利用するメリットも、米国の Convertible Equity と同じと認識されており、必要な書面の分量が優先株式と比較して少ないことによる時間的・金銭的なコストを軽減できることのほか、バリュエーション交渉の先延ばしができる点や、新株予約権付社債と異なり財務諸表上負債に計上する必要がない点等が、メリットとしてあげられる。
- 実際、公表されている J-KISS の書式は、十数ページにとどまっており、優先株式投資の際に通常作成される投資契約書、株主間契約書及び優先株式発行要項は、その合計が通常 50 ページ前後になることを考えると、その簡易さは際立っているといえる。もっとも、米国の SAFE がわずか 5 ページ程度に収まっていることと比較すると、まだまだ日本の J-KISS は重さが残る点は否めない。この点を踏まえ、時々米国の SAFE をそのまま日本法人に使うことができないのかという類の質問が外国投資家から寄せられるが、SAFE は基本的に米国の会社法を前提として作成されたものであり、日本の会社法を前提として設計されていないため、基本的には使うことができないと考えたほうがよい。
- その点で、J-KISS は、日本の会社法を前提に、米国の SAFE が想定しているような株式への「転換」を法技術的に実現できる「新株予約権」を使うことで、会社法上も適切にワークする形で設計されており、日本法の下で確実にワークすることが担保されている。もちろん、その結果として、内容が難解になったり、発行に当たって所定の会社法上の手続を履践する必要があるなど負の側面が発生しているが、次の資金調達が生じた際に確実に株式を取得できる仕組みとなって

いるという点では、やはり投資家サイドにメリットがあると言える。

- なお、J-KISS については、Pre-money valuation cap で設計された初代 J-KISS と、SAFE が Post-money valuation cap に変更されたことに影響されて Post-money valuation cap で設計されたアップデート版の J-KISS（通称「J-KISS 2.0」）が存在しており、初代 J-KISS については、英語版も公表されている。あいにく、J-KISS 2.0 については英語版が公表されていないものの、初代 J-KISS の英語版を出発点にすれば、J-KISS 2.0 の英語版の作成もそこまで難しいものではない。
- J-KISS は、もともと様々な面でリソースが限られている初期段階のスタートアップに簡易な資金調達手法を提供するというコンセプトで作られており、Pre-seed 期、Seed 期のスタートアップを中心に利用されている。
- また、米国のように、優先株式ラウンド間のブリッジ・ファイナンスで使われる例も増えてきており、ブリッジ・ファイナンスの条件交渉の結果を反映した少々複雑な転換条件が設計されたものも散見されるようになってきている。さらに、日本においては、投資を専門としない事業会社が、スタートアップのバリュエーションを行うことを避けつつ投資をし、かつ、業務提携も行うという資本業務提携の文脈で J-KISS が利用されることもあり、J-KISS の利用場面は、かなり広がりがつつあるとあってよい。

② 仕組み

- 米国型の Convertible Equity として多く利用される SAFE においては、
 - (a) 将来の Equity Financing 時に、
 - (b) Purchase Amount を Safe Price で割ることにより算出される数の、
 - (c) 将来の Equity Financing にて発行される Preferred Stock と同一又は実質的に同一の Preferred Stock と転換すること

が、原則的な仕組みとなっている（KISS においても定義は異なるものの同様の建付けとなっている。）。)

- このような仕組みは、日本の J-KISS のもとでも実現されている。すなわち、J-KISS として発行された新株予約権も、
 - (a) 将来の「次回資金調達」において、
 - (b) 「新株予約権の発行価額」を、「転換価額」で割ることにより算出される数の、
 - (c) 「次回資金調達」において発行される種類株式と同一又は実質的に同一の株式に転換される。

といった仕組みが原則として採用されており、この仕組みが、会社法の定めに従い、募集事項に落とし込まれる形で、新株予約権の内容となっている。

- 特に、(b)の転換株式の数については、「転換価額」がバリュエーション・キャップ (Valuation Cap) やディスカウントレート (Discount rate) により調整され、結果として、転換株式数も変動することになる。このような建付けは、米国投資家にとっても馴染みのあるものであろう。

A) ディスカウントレート (Discount Rate)

- SAFE と同様の仕組みであり、J-KISS が転換される際の資金調達で発行される優先株式の 1 株当たりの発行価格に、一定割合をディスカウントした金額を用いて、転換される株式数が計算される。

- Discount Rate の割合の相場も、20%を中心にその前後となっており、米国の相場観と一致しているといつてよい。

B) バリュエーションキャップ (Valuation Cap)

- J-KISS に設定されている Valuation Cap は、基本的に SAFE に設定されている Valuation Cap と同様に機能するものである。
- 初代 J-KISS における Valuation cap は、当時の米国の Convertible Equity における Valuation cap の主流が Pre-money valuation cap であったことから、同じく Pre-money valuation cap として設計されている。
- しかし、SAFE が 2018 年に改訂された際に Post-money valuation cap を採用し、以後は米国でも Post-money valuation cap が主流になってきたことに伴い、2022 年に J-KISS 2.0 が公表された際に、Valuation cap の設計も Post-money valuation cap に変更された。
- その一方で、J-KISS がもともと KISS にインスパイアされて作られたものであるがゆえに存在していた投資家寄りの条項はそのまま残っており、その点で、日本の J-KISS 2.0 は、投資家の観点からは KISS と SAFE のいいとこどりをした書面になっているとの評価も可能であろう。
- もっとも、日本において、J-KISS2.0 が公開されたことにより、直ちに Post-money valuation cap の J-KISS 2.0 の利用が多数派となったわけではなく、依然として、Pre-money valuation cap が設定されている初代 J-KISS も利用されている。
- また、公開されている J-KISS のフォーマットにおいては、ディスカウントレートもバリュエーションキャップのいずれも設定されているが、投資家とスタートアップとの交渉の結果、いずれか一方のみが規定されることもあるし、少々複雑な条件設定を行うこともある。この辺りは、米国の SAFE においても行われているところであり、その点で、米国の SAFE とほぼ同じような感覚で発想し、交渉し、使用することが可能であるといつてよい。
- なお、J-KISS の Pre-money valuation cap/Post-money valuation cap については、いわゆる「オプションプール」との関係で、米国の通常の実務とは異なる側面が存在する。この点については、前記 3.(3)を参照されたい。

C) 転換期限

- 米国の SAFE には存在しないものの、J-KISS に存在するやや特殊な概念として、「転換期限」という概念がある。米国の KISS にも「Maturity Date」という形で存在する概念であり、この点からも、J-KISS が KISS に大きく影響を受けて作られたことが分かる。
- その機能は、J-KISS が発行されてから一定期間経過してもなお資金調達が生じず、株式に転換する契機が得られない場合に、投資家側の選択で株式に転換できる機会を確保する点にある。
- ただし、転換される株式は、KISS と異なり普通株式がデフォルトになっている。もっとも、すでに優先株式を発行しているスタートアップであれば、転換先を既存の優先株式にすることは可能である。また、優先株式をまだ発行していないスタートアップであっても、別途合意した内容の優先株式に転換することは、テクニカルには可能である。

いずれにせよ、J-KISS の修正作業が必要になる。

- 転換期限は、J-KISS により調達した資金の Runway を踏まえ合意されることが多く、18 ヶ月～24 ヶ月程度に設定されることが多い。なお、転換期限は、特に法律上求められているものではないため、取り除くことも可能である。

D) 支配権移転事由が生じた場合

- SAFE と同様に、J-KISS においても、次回資金調達が発生する前に発行会社に M&A 等の支配権移転事由が生じた場合の取り扱いが定められている。
- その方向性は、おおむね SAFE と同じとあってよく、(i)支配権移転事由をトリガーに、Valuation cap を適用して得られた転換価額で普通株式に転換するか、あるいは、(ii)金銭（デフォルトの設定は、KISS さながらに 2x となっている）で償還するかのいずれかとなる。
- テクニカルな側面でいえば、J-KISS においては(i)は投資家側の選択で、(ii)は会社側の選択で実行されることとなっており、米国投資家には違和感を覚えさせる可能性がある。しかし、実務上は、SAFE における Liquidation Event、KISS における Corporate Transaction と同様に機能するものと考えて差し支えない。

③ 「新株予約権」としての性質

- J-KISS の仕組みは、基本的に米国の SAFE や KISS と同種のものであるものの、法技術的には「新株予約権」という会社法上の制度を使っている。そのため、公開されている J-KISS の雛形の文言は、やや難解である。
- 新株予約権とは、「株式会社に対して行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利」と定義される。DGCL でいえば、Stock option や Warrant とほぼ同じ性質をもつものである。
- 会社法上、新株予約権を発行する場合には、会社法上必要とされる事項を定める必要がある。そのため、新株予約権を利用して設計されている J-KISS は、その必要な事項を定めた部分（いわゆる「発行要項」）と J-KISS を購入する際の条件に関する合意部分に分けて作られている。厳密には全く異なるものであるが、前者が Convertible Note、後者が Note Purchase Agreement に相当するものと考え、多少はわかりやすいかもしれない。
- なお、発行要項については、登記手続を通じて当局による審査対象となり、登記を通じて公表されるものであるため、必ず日本語で作成する必要がある。そのため、その英語版はどうしても翻訳調の英語にならざるを得ず、外国投資家にとっては、より難解に感じる原因となっている。外国投資家としては、適切な日本のリーガルカウンセルに依頼してレビューさせることが望ましい。

④ 「転換」時の実務対応

- J-KISS のプラットフォームとして会社法上の新株予約権を利用している結果として、実際に J-KISS を株式に転換する際に、米国の SAFE には見られない特殊な対応が必要になる。それは「行使」であり、「行使」にともなって支払いが必要になる「行使価額」である。
- J-KISS は、米国の SAFE や KISS のコンセプトを日本法下で実現しようとしたものであるが、SAFE や KISS に見られる Automatic conversion の仕組みを厳密に日本の会社法下で実現するの

は、法技術的に難しい。便宜的に新株予約権を利用しており、その結果として、「行使価額」の設定が必要になり、実際に行使（＝転換）するには「行使価額」の払込が必要となる。

- もっとも、J-KISS における行使価額は通常 1 円に設定されているため、経済的な負担が生じるわけではない。日本の投資家も、この点はやむを得ないものとして受け入れ、実際に 1 円を払い込んで「転換」している。
- ただし、外国投資家が J-KISS を保有している場合には、この 1 円行使問題は、1 円を払うためにわざわざ国際送金を行うのかという不合理な問いに姿を変えて現出する。結論的には、どうか 1 円を払ってもらわなければならないのだが、この払い方については、実務上の工夫の余地の有無を含め、発行会社と適切に協議をすることが望ましい。
- なお、J-KISS に規定されている発行会社の取得条項（Call Option 類似の仕組みであり、資金調達を契機として発行会社主導で行う優先株式への強制転換と理解してよい）を利用すると、上記の 1 円行使問題は避けることができる。また、外為法上の事前届出も回避することができる。その点では、外国投資家の観点からは魅力的であるが、発行会社の観点からは、転換に際して生じ得る端数の処理に関連して会社法上の面倒な手続が生じる可能性がある。そのため、一般的には取得条項を利用して J-KISS を優先株式に利用する方法は好まれていない。

⑤ 投資契約書

- J-KISS が発行要項と投資契約書に区別されること、及び、前者を Convertible Note、後者を Note Purchase Agreement に類似するものと理解すれば比較的わかりやすいであろうことは、上述のとおりである。
- 実際、投資契約書には、Note Purchase Agreement に規定されるような事項が規定されている。具体的には、J-KISS の引き受け、クロージング手続、発行会社の表明保証、情報受領権、優先引受権、最恵待遇条項といったものが規定されている。

⑥ 株主間契約書

- 株主間契約書は、優先株式を発行して行う資金調達の局面において、株主、発行会社及び経営株主間において、会社の経営に関する事項と株式の処分に関する事項を定めるために締結される。
- しかし、J-KISS の保有者は、テクニカルには新株予約権の保有者であって、株主ではない。そのため、J-KISS の保有者がこの種の株主間契約の当事者となることは、基本的には想定されていない。むしろ、J-KISS が「転換」されて株式が実際に発行された段階で、株主間契約の当事者に追加されることが想定されているのが通常であり、このような取り扱いは、米国の SAFE や KISS においても通常想定されているものである。
- もっとも、日本においては、まれに、J-KISS 保有者も株主間契約の当事者とするような株主間契約も見られる。例えば、すでに優先株式が発行され、株主間契約が締結されている中で、ブリッジ・ファイナンスとして J-KISS が利用される場合などにみられるアレンジである。日本においてもイレギュラーな対応ではあるものの、投資家側の意向のみならず、投資家の権利義務関係を一元化する観点から発行会社のほうが希望する場合もある。

⑦ クロージング手続

- J-KISS が「新株予約権」という会社法上のフォーマットを利用して設計されているため、これを発行した場合には、その内容について登記が必要となる。

- 登記申請時の留意事項は、上記クロージング手続において述べたとおりである。

(4) Convertible Note: 新株予約権付社債

① 概要

- 米国のスタートアップ実務で使われる Convertible Note の日本版として使われているのが、新株予約権付社債である。
- 法技術的には、一定の法定の要件のもと発行される将来償還されることが予定された金銭債権である「社債」と、将来株式を一定金額で買える権利である「新株予約権」を組み合わせたものである。
- あくまで「社債」としての性質を有するため、発行会社の貸借対照表上は、「負債」に計上される。
- この点は、投資家の立場からすると、債権者の地位を確保できることを意味し、株主よりも優先的に元本及び利息の返還を受けられる地位を一旦確保できる一方、Discount rate や Valuation cap を通じて有利な条件で株式に転換できる機会も確保されているというメリットがある。
- 投資家にとってはこのようなメリットがあることから、新株予約権付社債についても、日本のスタートアップ実務において、様々なステージのスタートアップで利用されている。
- 日本の J-KISS と新株予約権付社債の差異やメリット・デメリットは、基本的に米国における Convertible Equity と Convertible Note の差異やメリット・デメリットと平行に考えてよい。

② 仕組み（社債＋新株予約権）

- 基本的な仕組みは、
 - (a) 投資家が、投資実行額と同額の社債を引き受ける
 - (b) 次回の資金調達時に、新株予約権を行使し、社債の償還に代えてその資金調達において発行される株式（通常は優先株式）を引き受ける
というものである。
- 日本の会社法上、新株予約権を「行使」して株式に転換するために、投資家は「行使価額」を発行会社に支払う必要があるが、新株予約権付社債は、その行使価額が社債の額と同額に定められており、社債という債権を現物出資して消滅させることで「行使価額」の支払いがあったものとみなすものである。
- そのため、新株予約権付社債においては、J-KISS の場合と異なり、1 円行使問題（上記 6.(3)④参照）は生じない。
- なお、新株予約権付社債においては、一部で元本部分のみを株式に転換し、利息部分は現金で償還する実務がとられているが、米国の Convertible Note と同様に、元本及び利息額の全部が株式に転換される形になっているものも増えてきている。

A) ディスカウントレート・バリュエーションキャップ

- 米国の Convertible Note における Discount Rate 及び Valuation Cap と同じ機能を有してお

り、そのワークの仕方は、J-KISS の Discount Rate 及び Valuation Cap と同じである。

- 詳細は、上記 6.(3)②を参照されたい。

B) 支配権移転取引等

- 新株予約権付社債においては、次回資金調達の実施前に M&A 等の支配権移転事由が生じた場合に、Valuation cap を適用して普通株式に転換することができる仕組みが設けられているのが一般的である。
- また、M&A 等の支配権移転事由の発生時の金銭償還の仕組みを設けることも可能である。ただし、J-KISS と異なり、このような仕組みが一般化しているとは言い難く、その規定の有無やマルチプルは案件ごとに異なる。

C) 償還期限・利息の取扱い

- 新株予約権付社債も、償還を前提とする「社債」である以上、返済期限としての「償還期日」が定められ、「利息」の設定も行われる。償還期日が到来した場合には、発行会社は、原則として、投資家に対して元本及び利息を償還する必要がある。
- 日本のスタートアップ実務においては、償還期限としては、1~2 年程度で定められることが多いが、テクニカルには期限を定めない形とすることも可能である。
- なお、利息については、3%程度と定められることが比較的多いものの、株式への転換が生じた場合には、転換されるのは元本部分のみに限り、利息については現金償還とするか、あるいは、あらかじめ放棄させるアレンジも見られるところである。

③ 「社債」としての性質

- J-KISS は新株予約権という会社法上の仕組みを利用しているが、新株予約権付社債は、「社債」と「新株予約権」の組み合わせであり、「社債」という会社法上の仕組みが上乘せされている。
- 「社債」であるがゆえに、その募集にあたっては会社法の規制を遵守する必要がある。具体的には、社債の総額、各社債の金額、社債の利率、償還の方法期限、担保の有無などの「募集事項」を定めとする法律上必要とされる事項を定めなければならない。
- 新株予約権付社債における発行要項は、通常は、「(無担保転換社債型) 新株予約権付社債発行要項」などの名称で、新株予約権の募集事項と社債の募集事項を合わせた形で作成される。会社法上求められる事項が規定されたものであり、新株予約権部分は登記の対象にもなるため、日本語で作成されるのが通常である。
- そのほかにも、「社債」特有の規制や考え方があることから、外国投資家としては、適切な日本のリーガルカウンセルにレビューを依頼することが必要である。

④ 新株予約権付社債引受契約書

- 新株予約権付社債による投資を実行する際においても、優先株式による投資の場合と同様に、基本的な投資条件を定めた契約書が締結される。一般的に「新株予約権付社債引受契約」などと呼ばれる契約書である。
- J-KISS については、上述のとおり統一的なフォーマットが公表され、利用されているが、新株予

約権付社債に関しては、そのような統一的なフォーマットはなく、米国の Convertible Note と同じように、様々なフォーマットが存在している。

- アーリーステージのスタートアップに対する投資の際に使われる場合には、投資実行に関する基本的な条件や最低限の表明保証事項のみを定めたシンプルな契約書となることが多い。これに対して、発行会社に既存の投資家が存在する場合や、新株予約権付社債による投資金額が大きい場合には、優先株式による投資の際に締結される投資契約書と同程度の内容の契約書となることもある。

⑤ 株主・債権者間契約書

- すでに株主が存在するような発行会社においては、新株予約権付社債の保有者も、株主間契約書の当事者に含まれ、株主と同様の権利を認められる例もみられる（この場合、締結される契約書は「株主・債権者間契約」などと称される。）。
- 株主ではない債権者に株主と同等の権利を認めるべきかといった問題は別途あるものの、海外投資家の立場からは、自身の投資に関する基本条件に照らし、適切な権利が確保できているかを確認する必要がある。
- 新株予約権付社債による投資の場合、新株予約権付社債引受契約書や株主・債権者間契約について、種類株式による投資の場合と同程度のレベル感の契約書となることもあり、締結までにそれなりの時間・コストを要することも多い。
- 投資家の立場からは、発行会社のステージや自社の投資の方針を踏まえ、いずれの方法による投資が適切か検討をすることが重要である。

⑥ クロージング手続

- J-KISS と同様に、新株予約権付社債も、発行時に「新株予約権」が発行されるため、その内容について J-KISS の発行と同様の手続が必要となる。
- 他方、社債自体については、会社法上は、取締役会決議で定めることができる。しかし、通常は、新株予約権付社債発行要項として、新株予約権と併せて決議されることとなる。
- クロージングに関する留意事項は、上記クロージング手続において述べたとおりである。
- 「社債」部分については登記の必要はないが、「新株予約権」部分について登記が必要であるため、日本語バージョンのレビューが必要である。

7. 投資後の日本のスタートアップとの関わり

- 投資手法にもよるが、日本のスタートアップに優先株式で投資した後は、株主として会社の運営に関与していくことになる。また、取締役又はオブザーバを派遣する場合には、取締役会への参加（又は傍聴）を通じても会社の運営に参画していくことになる。
- デラウェア州の C-corporation において、株主が株主の地位で会社の事業運営に関与する場面は必ずしも多くなく、株主の主な役割は、そのような事業運営に関する決定権を持つ取締役を選任することにあるといっても過言ではない。それに対し、日本の株式会社においては、株主総会決議が求められる場面が日常的にもしばしば存在する。また、日本の株式会社においては、取締役会決議が求められている場面についても、会社法上明確に定められている。

(1) 株主総会

- デラウェア州の C-corporation と同じく、日本の株式会社における最高の意思決定機関が株主総会であることは前述のとおりである。日本の会社法では、株主総会で決議しなければならない事項が比較的細かく定められており、DGCL に比べてその範囲は広い。
- 例えば、日本のスタートアップが好んで使う株式会社の形態である「取締役会非設置会社」においては、主に以下の事項が株主総会決議の対象となっている。
 - ① 取締役の選任、解任
 - ② 取締役の報酬の決定
 - ③ 取締役の競業取引や利益相反取引の承認
 - ④ 剰余金の配当
 - ⑤ 自己株式の取得
 - ⑥ 株式分割・株式併合
- また、年一回、一定の時期（通常は、会計年度の終了後 3 か月以内）に定時株主総会が開催され、ここでは、計算書類と事業報告が提出され、計算書類については株主が承認することとなっている。
- また、取締役の任期は定款で定められるが、2 年とされることが多い。任期満了後に再び同じ人が取締役就任する場合でも、再度株主総会の普通決議にて選任する必要があるため、定時株主総会では、2 年ごとに取締役の選任議案も決議されることが多い。
- 他方、デラウェア州の C-corporation を用いたスタートアップでは、DGCL において年次株主総会（又はそれに代わる書面決議）で選任が必要とされているにもかかわらず、実務上、同じ人が継続して就任する場合には年次株主総会での選任決議を行っていないこともある。しかし、日本においては、取締役の選任（再任を含む）は登記事項であるため、任期が満了した場合には選任決議が必要となる。
- なお、「外国投資家」が、投資先である日本の株式会社の役員選任に関する議案に同意することは、外為法上の「対内直接投資等」に該当する。その結果、投資先の事業が指定業種に該当するときは、同意に先立って外為法上の事前届出が必要になる可能性がある。この同意は、投資先が非上場会社の場合には、「外国投資家」が保有する議決権比率の多寡にかかわらず必要となる。
- そのため、「外国投資家」は、役員選任に関する議案に同意するにあたっては、原則として、事前届出の要否を検討する必要がある。事前届出が必要な場合には、株主総会決議日の 30 日以上前に届出書を提出する必要がある。発行会社側も、自社の株主に「外国投資家」にあたる株主が存在する場合には、株主総会で役員選任を行うにあたり、十分な時間的猶予をもって外国投資家にその旨を伝え、外為法上の対応を促す必要がある。
- 仮に、株主総会の開催スケジュールとの関係から、30 日の審査期間を待つことができない場合には、外国投資家としては、株主総会において当該議案に関する議決権行使を差し控える（棄権する）必要がある。しかし、株主総会決議を書面決議で行う場合には、株主の全員同意が必要になるため、棄権という手法はワークしない点に注意が必要である。
- 定時株主総会を含め、株主総会決議は書面決議でも行うことができるのは前述のとおりである。ただし、書面決議を行うには全株主から同意を取得する必要がある。書面決議に関する提案書や同意書を含め、株主総会関係で会社から提供される書面については、少なくとも会社法上は英訳の提供義務はない。そのため、これらの書面に英訳を求めたい場合には、あらかじめ会社と合意しておく必要がある。
- もっとも、全文の英訳を求める場合には会社のリソースを相応に費やすことになるため、決議事項の

要約のみ英語とするなど、相互にメリットのある形での建設的な運用を模索することが望まれる。実際、外国投資家の中には、会社側の英訳の負担を考慮し、取締役会が承認しており、他の主要な投資家も賛成していることを条件に、日本語の書面に対して英訳の作成なく必要なサインを行うという運用をしてくれたところもある。

(2) 取締役会

- 日本の会社法上、取締役会の設置は任意であり、特にアーリーステージのスタートアップでは、取締役会を設置しない会社も多いことは、前述のとおりである。もっとも、投資家が取締役を派遣するような段階の会社においては、取締役会を設置していることが多い。
- 取締役会設置会社は、最低3ヶ月に1回、取締役会を開催しなければならない。取締役会の職務は、(i)業務執行の決定、(ii)取締役の職務執行の監督、(iii)代表取締役の選定及び解職と定められている。そして、業務執行の決定については、以下の事項は取締役会で決議しなければならないとされている。
 - ① 重要な財産の処分および譲受け
 - ② 多額の借財
 - ③ 支配人その他の重要な使用人の選任および解任
 - ④ 支店その他の重要な組織の設置・変更・廃止
 - ⑤ 募集社債に関する重要な事項
 - ⑥ 内部統制システムの整備に関する事項
 - ⑦ 定款の定めに基づく役員等の責任免除
 - ⑧ その他の重要な業務執行
- 取締役会においても書面決議制度を利用することができる。デラウェア州の C-corporation における Board Consent に類似するものである。デラウェア州の C-corporation における Board Consent と同様、書面決議を行うには全取締役からの同意が必要である。
- もっとも、取締役会は、取締役間において自己の職務の執行の状況を報告する場であり、議論を促す意味でも、書面決議ではなく実開催されることが一般的である。
- 日本のスタートアップの場合には、日本語での進行・報告・議論が行われるのが通常であるが、海外投資家からの派遣取締役やオブザーバがいる場合には、対応を検討する必要がある。具体的には、①全ての進行・報告・議論を英語にて行う、②基本的には日本語で進行するが、報告の要旨など必要に応じて英語を使う、③通訳を入れる、などの方法が考えられる。
- 個々の会社における、取締役の言語能力、海外投資家からの派遣取締役やオブザーバの人数、会社・投資家双方の意向などを考慮し、会社・投資家の双方において過度の負担が生じないように、外国投資家としても柔軟に対応策を検討することが期待される。

(3) 次回資金調達

- 次回資金調達においては、すでに株主間契約が締結されている場合には、新たな投資家を当事者に含めた上で株主間契約の修正又は新たな株主間契約の締結が行われる。それにあたり、株主間契約の内容について新たな投資家を含めた協議が行われるのが通常である。
- 前述のとおり、日本においては NVCA が公表しているような雛形は、現時点では日本語版であっても存在していない。そのため、新たな投資家が既存の株主間契約の内容を大きく修正するよう求めてくる場合も珍しくなく、そのような場合には既存の投資家も契約交渉に積極的に加わる必要性が生じる。

- 日本においては、既存の株主間契約の修正の要件として、株主間契約の全当事者の同意が必要とされている例が多い。外国投資家を含め、いろいろな属性の株主が株主間契約の当事者となっている場合には、その修正にあたり全当事者の同意が必要になってしまうと、実務上の負担となる可能性があるため、注意が必要である。このあたりは、米国のベンチャーファイナンスの契約書において通常みられる Preferred Stock の過半数を保有する優先株主の同意によって契約書の修正を可能にする形も、大いに参考になる。
- また、Convertible Equity である J-KISS にて投資を行った場合には、次回の優先株式ラウンドにおいて J-KISS の転換を求めることになる。その場合、J-KISS の行使通知書を提出し、払込金額（通常は新株予約権 1 個あたり 1 円）の払込みが必要となる。外国投資家にとっては、僅か数円を発行会社の払込口座に振り込むことは手間であるものの、発行会社と適切に協議をしたうえで対応することが望ましいことは前述のとおりである。
- また、一部の法務局からは、新株予約権が転換される株式の内容が明確に定められている必要があるとの見解が出されており、そのために、転換される株式の内容が確定した後に新株予約権の内容変更が必要となることがある。その場合には、新株予約権の内容変更に関する同意書の提出を会社から求められることになり、外国投資家に対して J-KISS を発行している場合には、当該外国投資家からも同意書を取得する必要があることになる。この場合にも、関連する書面について何をどこまで英訳するのかという実務上の課題が生じることになる。あくまで日本の登記実務を前提としたテクニカルに必要とされる場合がある手続きであり、実質的な悪影響が生じるような手続きではないことから、外国投資家としても、柔軟な姿勢で対応することが期待される。

以上

本レポートに関するお問い合わせ先：
日本貿易振興機構（ジェトロ）
イノベーション部 スタートアップ課
〒107-6006 東京都港区赤坂 1-12-32
TEL : 03-3582-5770
E-mail : IVD@jetro.go.jp