

西村あさひ法律事務所

米国におけるスタートアップに対するコンバーティブルエクイティを用いた資金調達と
日本での導入 –SAFE について–

M&A ニューズレター

2022 年 9 月 2 日号

執筆者:

[E-mail](mailto:masamune@nishimura-asahi.com) [森本 凡碩](mailto:masamune@nishimura-asahi.com)

※ 本ニュースレターは、2022 年 8 月 31 日現在の情報に基づいています。

1. はじめに

経済産業省は、2020 年 12 月 28 日、スタートアップ(ベンチャー企業)への資金調達に関して、株式取得に先立って機動的な資金供給を実現する新株予約権等の「コンバーティブル投資手段」について、その適切な利用を目指し、「『コンバーティブル投資手段』活用ガイドライン」を策定・公表しました¹(以下、便宜上「本ガイドライン」といいます)。本ガイドラインでも触れられているとおり、現時点では、日本におけるコンバーティブル投資手段²の認知度は低く、その有用性にかかわらず、その活用は少数の事例に留まっています。

一方、米国では、特にアーリーステージ(創業直後)のスタートアップに対する資金調達において、SAFE("Simple Agreement for Future Equity"の略称)と呼ばれるコンバーティブルエクイティを活用する事例が多くなっており、その傾向は、シリコンバレー界隈にとどまらず、米国全土のプラクティスとして見受けられます。このニュースレターでは、①米国で用いられている SAFE の内容、②米国版 SAFE を用いて日本のスタートアップに投資する場合の留意点や交渉上のポイントについて概説いたします。

2. 米国における SAFE を用いたスタートアップへの資金調達

(1) SAFE の概要

SAFE とは、スタートアップ及び投資家間で合意した将来の転換事由(将来の資金調達ラウンド等)が生じた場合に投資家の出資分をスタートアップの株式(種類株式)³に転換する権利を取得する対価として、投資家が、実際の株式取得に先立って、スタートアップに対して金銭出資をする投資手段(証券)をいいます。

そもそも、アーリーステージのスタートアップは、売上や利益が出ていない事業構築の最中であっても、今後の事業遂行のために恒常的な資金需要が生じます。しかしながら、このような段階では、事業計画に不確実性が伴わざるを得ず、スタートアップと投資家との間で、将来の事業計画に対する評価が乖離してしまい、発行株式の取得価格や投資家が取得する持分割合等の条件面で折り合わず、通常の株式取得という形で資金調達を実現することが難しい場合もあろうかと思われます。このような場合であっても、SAFE を用いれば、厳密な企業価値評価を事業計画の確実性が高まる段階(例えば、次回の資金調達ラウンド)まで先延ばしし、出資時点では、差し当たり、株式の転換価額の算定式だけを定めておくことで、スタートアップに対する迅速な資金供給の実現が可能となります。この点、米国実務では、アクセラレーターである Y Combinator が作成公表した SAFE の発行契約の

¹ https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/open_innovation/convertible_guideline/guideline_vF.pdfにて閲覧可能。

² 本ガイドライン 3 頁では、コンバーティブル投資手段について、「投資家が株式取得に先立って資金供給を行い、将来企業価値評価の正確性が高まったタイミングで株式転換を行うという、新株予約権等の投資手段」と定義されています。

³ スタートアップの資金調達においては、多くの場合、株主間の適切な利害調整を図るため、普通株式による資金調達ではなく種類株式による資金調達が選択されますが、本文では、文脈に応じて、種類株式を包含するものとして「株式」という語を用いております。

雛形を利用することにより⁴、主要な交渉ポイントが転換価額の算定式(後記(3)参照)等に絞られる結果、通常の株式取得による資金調達に比べてより簡素なプロセスとなるように工夫が講じられているところです。

(2) SAFE を活用した資金調達のメリット・デメリット

(a) メリット

まず、スタートアップ側から見たメリットですが、

- ① SAFE は、企業価値の評価を先延ばしするため、出資検討段階では詳細なデュー・ディリジェンスや厳密なバリュエーションが省略されることも多く、出資完了までに要する時間やコストが相対的に小さくなる傾向にあります。
- ② SAFE により出資する投資家は、出資時点においてスタートアップの株主とはならず、投資家が株主総会で議決権行使をすることは想定されておりません⁵。したがって、スタートアップは、柔軟かつ機動的に企業運営を行うことができます。
- ③ SAFE は、転換事由が生じた場合に株式に転換される証券であり、負債としての性質を有しないことから、スタートアップは、投資家に対して金銭出資について返済義務を負わず、また金利の支払いも必要となりません。その結果、スタートアップは、満期延長の交渉や金利見直し等の対応に迫られることなく事業運営に注力することができます。

次に、投資家サイド側から見たメリットですが、

- ④ 上記①と同様、企業価値の厳密な評価を先延ばしできることから、出資完了までに要する時間やコストが相対的に小さくなります。
- ⑤ SAFE により出資する投資家は、スタートアップの成長の見込みが不確実な段階で出資することの見返りとして、転換事由が発生した際(将来の資金調達ラウンド等)に、後出の投資家よりも有利な条件で出資分を株式に転換することができます(当該転換の仕組みについては、後記(3)参照)。

(b) デメリット

まず、スタートアップ側から見たデメリットですが、

- (i) SAFE 転換時に新たな株式を交付することに伴う創業者の持分割合の希釈化について見落とすおそれがありますので、事前に資本政策・資本構成に関して慎重な検討を行うことが求められます。

次に、投資家サイド側から見たデメリットですが、

- (ii) SAFE は将来の転換事由が発生した場合に出資分を株式に転換する証券ですが、その転換事由が将来発生する法的保証はなく、理屈上は、投資家が株式を取得できない事態に陥る可能性も否定できません⁶。
- (iii) SAFE は負債としての側面を取り除いた証券であることから、投資家は、出資分が株式に転換されるまで、(負債の形で資金提供したのであれば受け取れるはずの)金利を受け取ることはできません。

(3) SAFE がスタートアップの株式に転換される仕組み

SAFE の転換事由は、スタートアップと投資家との間の合意により定められますが、典型的には、将来の資金調達ラウンドが転換事由として定められます。SAFE により出資する投資家は、スタートアップの収益化の目処が十分に立たないタイミングでリスクを取って金銭出資をしており、その見返りとして、次の資金調達ラウンドにおける後出の投資家よりも、有利な条件で株式を取得(転換)できる仕組みが確保されていることが重要です。

SAFE がどのように転換されるかの算定式については、大きく分けて以下の4つのタイプが存在しております。この算定式は、リ

⁴ <<https://www.ycombinator.com/documents>>にて閲覧可能。

⁵ 理屈としては、SAFE が株式に転換されるまでの間、株主間契約の締結も不要となります。

⁶ 例えば、米国の金融業自主規制機構である FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)は、投資家に対して、SAFE は発行体の普通株式とは異なっておりSAFE 保有投資家は株主としての権利を持たないこと、将来の転換事由が発生しSAFE が発行体の株式に転換される法的保証がないこと等について、注意喚起をしています(<<https://www.finra.org/investors/insights/safe-securities>>参照)。

スクを取って SAFE により出資した投資家がどれだけ有利な条件でスタートアップの株式を取得するかに関与することから、実務上、非常に重要な交渉ポイントになります。

(a) バリュエーションキャップ⁷

バリュエーションキャップとは、SAFE 転換時におけるスタートアップの企業価値評価額の上限のことです。バリュエーションキャップの設定に当たり、プレマネー・バリュエーション(大まかに言えば、資金調達前の企業価値の総体)又はポストマネー・バリュエーション(大まかに言えば、資金調達後の企業価値の総体)のいずれを基準とするかという問題がありますが、米国実務では、ポストマネー・バリュエーションを基準とする例が多いと思われます。その理由は、ポストマネー・バリュエーションによる場合、自らの投資分に加えて同タイミングで金銭出資する他の投資家による投資分を含めてスタートアップの企業価値を把握することから、自らの出資分に対応する持分割合を客観的に計算できるためです。

例えば、(i)バリュエーションキャップを 2 億円、(ii)SAFE 保有投資家による出資額を 5000 万円、(iii)資金調達ラウンドにおけるスタートアップの企業価値評価額が 5 億円、(iv)資金調達ラウンド直前の完全希釈化後発行済株式総数が 1 万株、という単純な事例を仮定した場合、

- (A) 当該資金調達ラウンドで出資する後出の投資家は、1 株当たり 5 万円(企業価値評価額 5 億円を完全希釈化後発行済株式総数 1 万株で除した値)の発行価額により株式を取得する一方で、
- (B) SAFE 保有投資家は、バリュエーションキャップ 2 億円を企業価値と置いた上で、自らの出資金額 5000 万円を 1 株当たり 2 万円の割合(バリュエーションキャップ 2 億円を完全希釈化発行済株式総数 1 万株で除した値)で株式に転換できます。

以上の単純事例からわかるように、バリュエーションキャップの値が小さければ小さいほど、SAFE の転換株式数も多くなって、SAFE 保有投資家にとって有利に働くという関係に立ちます。同時に、バリュエーションキャップは、将来の資金調達ラウンドにおけるスタートアップの企業価値評価額が高くなる場合(スタートアップの事業が順調に成長した場合等)には、SAFE 保有投資家の取得持分割合のミニマムを画する機能を果たすこととなります(下記シナリオ 1 参照)。他方、企業価値評価額がバリュエーションキャップより低くなる場合(想定よりスタートアップの成長が見られない場合等)には、キャップを適用せず、SAFE 保有投資家に対して、より多くの持分割合をもたらします(下記シナリオ 2 参照)。このように、SAFE 保有投資家の持分割合は、将来の資金調達ラウンドにおけるスタートアップの企業価値評価額の高低に左右されることとなります。このことをスタートアップ(創業者)の立場から言えば、将来の企業価値評価額がバリュエーションキャップより低くなると、自らの持分割合の希釈化の程度が大きくなってしまふことから、SAFE 転換に伴う希釈化の程度を抑えるために、バリュエーションキャップ以上の企業価値評価額になることを目指した事業遂行を求められます。

<シナリオ 1: 企業価値評価額がバリュエーションキャップを上回る>

将来の資金調達ラウンドにおける企業価値が 5 億円と評価された場合、これはバリュエーションキャップで設定された金額(2 億円)を上回ります。この場合、SAFE 保有投資家としては、バリュエーションキャップを適用した方が、事後的な評価額を基準とするよりも転換される株式数が大きくなります。すなわち、事後的な評価額を基準とすると、1 株当たり 5 万円の割合⁸で出資額 5000 万円が転換されるため、合計 1000 株(10%の持分=1000 株/1 万株)のみ取得する計算になります。しかしながら、バリュエーションキャップを適用すれば、1 株当たり 2 万円という転換価額⁹により出資額 5000 万円が転換されるため、合計 2500 株の株式(25%の持分¹⁰)を取得できます。したがって、バリュエーションキャップを適用する形で転換を実施します。

<シナリオ 2: 企業価値評価額がバリュエーションキャップを下回る>

将来の資金調達ラウンドにおける企業価値が 1 億円と評価された場合、この評価額はバリュエーションキャップで設定された金額(2 億円)を下回ります。この場合、SAFE 保有投資家としては、バリュエーションキャップを適用するよりも、事後的

⁷ 米国実務に合わせて、本稿におけるバリュエーションキャップは、ポストマネー・バリュエーションを念頭に入れております。

⁸ 企業価値評価額 5 億円を完全希釈化後発行済株式総数 1 万株で除した値。

⁹ バリュエーションキャップ 2 億円を完全希釈化後発行済株式総数 1 万株で除した値。

¹⁰ 転換株式数(2500 株)を完全希釈化後発行済株式総数 1 万株で除した値。

な評価額を基準とした方が転換される株式数が多くなります。すなわち、バリュエーションキャップを適用すると、1株当たり2万円の割合で出資額5000万円が転換されるため、合計2500株の株式(25%の持分)を取得する計算になります。これに対して、事後的な評価額1億円を基準にすれば、1株当たり1万円の割合¹¹で出資額5000万円が転換されるため、合計5000株の株式(50%の持分¹²)を取得できます。したがって、バリュエーションキャップを適用しない形で転換を実施します。

(b) ディスカウントレート

ディスカウントレートとは、SAFEを株式に転換するときに適用される、次の資金調達ラウンドにおける後出の投資家が支払う1株当たりの取得価格に対する割引率のことです。例えば、(i)ディスカウントレートが20%、(ii)資金調達ラウンドにおいて後出の投資家が1株当たり10万円で株式を取得する事例を仮定した場合、SAFE保有投資家の出資金額は、1株当たり8万円(10万円にディスカウントレート20%を乗じた値)の割合で株式に転換されます。この事例からわかるように、ディスカウントレートの値が大きければ大きいほど、SAFE転換により付与される株式数が増えて、SAFE保有投資家にとって有利に働くという関係に立ちます。なお、米国実務では、概ね、10%から25%のレンジがディスカウントレートの相場であるとされております¹³。

(c) バリュエーションキャップとディスカウントレートの併用

バリュエーションキャップとディスカウントレートの双方が定められているケースも存在します。この場合、SAFEにより出資した投資家は、バリュエーションキャップ又はディスカウントレートを使用して算定されるいずれが多い方の数の転換株式を取得することになります。

(d) 最恵国待遇(Most Favored Nation (MFN))

最恵国待遇による場合、SAFEの転換条件は、後出の投資家に付与される有利な条件に従うことになります。米国実務では、例えば、後出の投資家に対して、より有利な条件(例えば、より低いバリュエーションキャップ、より大きなディスカウントレート等)で新たにSAFEを発行することが見込まれるケース等において、当初のSAFEに最恵国待遇を付しておく例があります。

(4) 事業売却及び新規株式公開

上記のとおり、SAFEの転換事由は、スタートアップと投資家との間の合意により定められますが、事業売却によるエグジットの事例も多いことに鑑み、一般的には、スタートアップの事業売却や新規株式公開(Initial Public Offering)等も、転換事由として定められます。このような場合、SAFE保有投資家は、(i)SAFEにより出資した金額と同額(出資額の1倍)、又は(ii)バリュエーションキャップを適用して転換される数の普通株式に支払われる金額¹⁴、のいずれか大きい方の金額を取引の対価として受領するものとされております。もっとも、このような局面では、SAFE保有投資家は非参加型の種類株式の株主と同順位と位置付けられており、先順位に立つ既存債務者への弁済が完了した後に残存する取引対価のみが、返済原資を構成することになります。

(5) 会社清算

転換事由(次の資金調達ラウンド等)が生じる前にスタートアップが会社清算をするような場合、SAFE保有投資家は、SAFEにより出資した金額と同額(出資額の1倍)だけの残余財産の分配を受けるものとされております。もっとも、会社清算の局面では、SAFE保有投資家は非参加型の種類株式の株主と同順位と位置付けられており、先順位に立つ既存債務者への弁済が完了した後に残存するスタートアップの財産のみが、返済原資を構成することになります。

¹¹ 企業価値評価額1億円を完全希釈化後発行済株式総数1万株で除した値。

¹² 転換株式数(5000株)を完全希釈化後発行済株式総数1万株で除した値。

¹³ 例えば、<<https://www.cooleygo.com/what-you-should-know-about-safes/>>参照。

¹⁴ この計算式は、SAFEにより出資した金額を、バリュエーションキャップの額を売却取引直前時点の完全希釈化後発行済株式総数で除した数値により割って算出される金額、となります。

(6) SAFE 保有投資家の優先引受権

SAFE による資金調達では、SAFE 保有投資家は、スタートアップが次の資金調達ラウンドで新規株式を発行する場合であっても、標準装備として、その資金調達ラウンドに参加し自らの持分割合に応じた株式を引き受ける権利を有するものではないとされており、もともと、スタートアップ及び SAFE 保有投資家の個別の合意に基づき、SAFE 保有投資家に、資金調達ラウンドにおいて自らの持分割合に応じた数の株式を付与するアレンジをすることが妨げられるものではありません。

(7) その他の契約上の条項

前記(1)のとおり、SAFE 発行契約の雛形を利用することで転換価額の算定式(前記(3))等に交渉ポイントを絞り、簡素かつ効率的な資金調達プロセスとなるよう実務上の工夫が講じられております。また、SAFE 保有投資家は、出資時点ではスタートアップの株主ではありませんので、出資に当たって、株式取得による通常の資金調達と異なり、株主間契約の締結が必須とはなりません。しかしながら、スタートアップと投資家との間で、雛形に規定されていない権利義務を個別に合意することは妨げられるものではなく、実務上も、個別の事案において、(i)スタートアップによる SAFE の買取請求権、(ii)投資家のガバナンスに関する権利(オプザーバー派遣、財務情報等の情報開示請求権等)、(iii)持分割合の希釈化防止に関する規定(前記(6)の優先引受権等)等が合意される例も少なくありません。

(8) KISS やコンバーティブルノートによる資金調達との比較

(a) KISS との主な相違点

米国実務においては、スタートアップへの資金調達につき、SAFE とは別に、KISS¹⁵(“Keep It Simple Security”の略称)と呼ばれる類似のコンバーティブルエクイティを活用する事例も存在しております。KISS は、出資時点の厳密な企業価値評価を先延ばしし、簡易迅速にスタートアップに資金供与を実行するために創出された資金調達手段であって、リスクを取って金銭出資をした投資家に有利な条件で株式を転換する仕組みが組み込まれる点で SAFE と共通しております。しかしながら、以下のような相違点もあり、一般論としては、SAFE による資金調達の方がより柔軟でスタートアップにフレンドリーな資金調達手段であり、他方、KISS による資金調達の方がより投資家に有利であると評価できると考えられます。

- ① KISS では、事業売却のエグジット時及び会社清算の場面において、投資家は、出資額の 2 倍(SAFE の場合は出資額の 1 倍。前記(4)及び(5)参照)の金銭を受領する権利を有するとされております。
- ② KISS によれば、SAFE と異なり(前記(6)参照)、KISS 保有投資家に対して、標準的に、将来の資金調達ラウンドに参加できる権利を与えております。
- ③ KISS では、最恵国待遇が標準的に定められており、後出の投資家に対して有利な条件で証券を発行する場合、KISS 保有投資家は当該有利な条件を自ら保有する証券にも適用するよう請求する権利を有するとされております。
- ④ KISS では、一定の金額以上を出資する投資家に対して、標準的にスタートアップの財務情報等の情報開示請求権が付与されております。

(b) コンバーティブルノートとの主な相違点

コンバーティブルノート(大まかに言えば、事後的にエクイティに転換可能な社債)による資金調達の場合、スタートアップは、投資家から出資分の金銭を借り受けていると法的に整理されますので、投資家に対して借り受けた金銭の返済義務を負うことに加えて、約定の金利を支払うことも求められます。創業直後のスタートアップは、まさに事業構築の最中であり十分な収益化が実現できていない状況であるにもかかわらず、金利の支払いや満期返済を強いるのは、事業遂行に要するキャッシュの過度な流出に繋がり、スタートアップの成長を阻害する側面があることは否定できません。これに対して、SAFE は負債としての性質を取り除いた証券であり、スタートアップは金利の支払い及び金銭の返済義務を負担しません。その結果、スタートアップは、満期延長の交渉や金利支払いのためのキャッシュの工面に奔走されず、事業遂行に注力することができます(前記(2)(a)参照)。このように、SAFE による資金調達は、コンバーティブルノートと比べて、運転資金の確保が最重要であるスタートアップにフレンドリーな資金調達手段であると評価できると考えられます。

¹⁵ ベンチャーキャピタルである 500 Startups が KISS の発行契約の雛形を作成公表しており、米国実務ではこの雛形を参照しながら資金調達を実行する例が多いです(<<https://www.cooleygo.com/documents/kiss-convertible-debt-equity-agreements/>>)。

3. 日本で SAFE を用いてスタートアップへ資金調達を行う場合の留意点

(1) 新株予約権の発行

前記 2(1)及び(2)のとおり、SAFE の主な特徴は、(i)将来の転換事由が発生した時に SAFE 保有投資家に対して株式が交付されること、(ii)当該交付に至るまで SAFE 保有投資家は株主でないことにあります。これらの点に鑑みますと、会社法上は、新株予約権(新株予約権とは、会社に対して行使することにより会社の株式の交付を受けることができる権利をいいます。会社法 2 条 21 号)の発行を通じて、SAFE による資金調達を実現するのが実態に即しており、法的構成として合理的であると考えられます。また、本ガイドラインでは、新株予約権によれば、その払込金額がスタートアップの貸借対照表上の負債の部に計上されない点も合理性を支える一つの事情として指摘されております¹⁶。

(2) 新株予約権の設計

(a) 決定すべき新株予約権の内容

スタートアップが新株予約権を発行する場合、新株予約権の内容を決定する必要があります(会社法 236 条 1 項)。決定すべき内容は、主として、新株予約権の目的である株式の数・算定方法、権利行使価額、取得条項等ですが、以下では、特に、スタートアップと投資家との間で交渉が必要となる重要な項目に絞って補足いたします。

(b) 新株予約権の目的である株式の数・算定方法(転換価額)

「新株予約権の目的である株式の数」とは、新株予約権 1 個が行使された場合に交付される株式の数です。種類株式発行会社においては、交付される株式の種類及び種類ごとの数を決定する必要があります(会社法 236 条 1 項 1 号かつこ書)。この点、スタートアップの資金調達においては、多くの場合、株主間の適切な利害調整を図るため、普通株式による資金調達ではなく種類株式による資金調達が選択されますので、実際の設計に当たっては、交付される株式の種類及びその株式数を決定することになるかと存じます。

交付される種類株式の数については、確定数ではなく、その算定方法(例えば、「払込金額の総額/転換価額」といった算定方法)を定めることで足りる¹⁷。前記 2(3)のとおり、リスクを取って金銭出資した SAFE 保有投資家には、より有利な条件で株式を取得できるような仕組みとして、その算定方法を設計することが重要です。転換価額につき、前記 2(3)にある 4 つの算定方法のうち、どれを用いて SAFE 保有投資家に株式を交付するかの回答は論理必然に導かれるものではなく、個別事案における交渉を通じて具体化されるべきものといえます。

(c) 新株予約権の取得条項(転換事由)の決定

SAFE は、将来の転換事由が発生した場合に、投資家の出資分を株式に転換する証券ですが、新株予約権においても同様の仕組みを設けることができます。すなわち、会社は、新株予約権の内容として、一定の事由が生じたことを条件にこれを取得することができる旨を決定することができます(会社法 236 条 1 項 7 号)。まずは、SAFE において転換事由として一般的に定められている①次の資金調達ラウンドの発生(前記 2(2)参照)、②事業売却(前記 2(4)参照)、及び③会社清算(前記 2(5)参照)等を取得条項として規定する対応が考えられます。これらにとどまらず、新株予約権の取得条項の中身については柔軟に規定することが可能と解されておりますので、個別の案件において、業績上のマイルストーン達成、一定の収益達成等といった転換事由を任意に定める対応も考えられます。

また、スタートアップが取得条項に基づいて新株予約権を取得する場合、新株予約権者に対して株式・金銭等の対価を交付することができます(会社法 236 条 1 項 7 号ニ・チ)。そこで、スタートアップ及び投資家の間で、(i)取得対価として株式・金銭のいずれを交付するか、(ii)交付する金額や株式の数をどのように算定するかについても、事前に合意しておくことにならうかと存じます。この設計に当たっては、前記 2(4)及び(5)のような、米国実務と同様の建付けを選択することもできます。

¹⁶ 本ガイドライン 4 頁、32 頁参照。また、江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 6—新株予約権』(商事法務、2009 年)10 頁[江頭憲治郎]。

¹⁷ 前掲注(16)・江頭編 20 頁[江頭憲治郎]参照。

(d) 新株予約権の行使条件の決定

新株予約権の内容として、新株予約権者が新株予約権を行使するための条件を定めることができると解されております¹⁸。前記(c)と平行的の内容を、新株予約権の行使条件として定めることも考えられますが、それに加えて、任意の行使条件を事案に応じて設計することも考えられます。例えば、投資家に対して、今後のスタートアップの企業価値向上に向けて業務上の協力を求めたいようなケースでは、新株予約権に課す行使条件の内容を工夫することで、協力に向けたインセンティブを確保する対応もあり得るところです。いずれにせよ、どのような行使条件を付すかについては、個別の案件における交渉を通じて具体化されるべきものといえます。

(e) 投資家による金銭の払込み

会社法上、新株予約権者は、①新株予約権を引き受ける場面(会社法 238 条 1 項 3 号)、②新株予約権を行使する場面(会社法 236 条 1 項 2 号)の双方で金銭の払込みをすることが求められます。時系列で考えますと、SAFE による資金調達を実現するためには、投資家が新株予約権を引き受ける場面でスタートアップに対して資金供与を行うこととなります。すなわち、投資家は、新株予約権を引き受ける場面(上記①)に払込金額という形で合意された出資金額を払い込むこととなります。一方、投資家としては引受けの局面で出資分の払込みを完了したことから、追加の金銭出資を行う必要はありません。そこで、新株予約権の行使価額(上記②)は、更なる経済的出捐を抑えるべく、便宜的に、新株予約権 1 個当たり 1 円というように低い金額を設定することが考えられます¹⁹。

(3) 主要な法的対応

(a) 新株予約権の設計・ドキュメンテーション

スタートアップ及び投資家との間で、主要な新株予約権の内容(新株予約権の目的である株式の数・算定方法、取得条項等)について交渉し、合意された具体的な内容について要項としてまとめる作業が必要となります²⁰。

(b) 種類株式の設計・ドキュメンテーション

スタートアップの資金調達においては、多くの場合、普通株式による資金調達ではなく種類株式による資金調達が選択されます。そのため、新株予約権者に交付される株式も種類株式によることが多いと思われますので、種類株式の内容についても、あらかじめ交渉の上、合意された内容について要項としてまとめる作業が必要となります²¹。もっとも、会社法上、一定の重要事項を除き、具体的な内容については、実際に種類株式を発行する時までに株主総会又は取締役会で定めるという取扱いも許容されますので(会社法 108 条 3 項、同法施行規則 20 条 1 項)、実務上は、機動的な資金調達の実現に向けて、差し当たり、種類株式の要綱のみを定める対応も現実的であろうと考えられます。

(c) 新株予約権引受契約(投資契約)のドラフティング

スタートアップ及び投資家との間で、新株予約権の発行条件について、合意された内容を契約書にまとめる作業が必要となります。新株予約権の発行を受ける投資家は、その時点では株主ではないことから、株主間契約で規定されるような権利義務²²を規定する必要性は必ずしも高くありません。もっとも、当事者間の合意で一定の権利義務を入れ込むこと自体は原則として自由であ

¹⁸ 相澤哲ほか編『論点解説 新・会社法』(商事法務、2006 年)226 頁、神田秀樹『会社法〔第 24 版〕』(弘文堂、2022 年)173 頁。

¹⁹ 新株予約権の権利行使価額をゼロ円とすることはできないと解されております(龍田節=前田雅弘『会社法大要〔第 2 版〕』(有斐閣、2017 年)339 頁)。なお、令和元年の会社法改正により、上場会社が取締役・執行役にインセンティブ報酬として新株予約権を交付する場合には、行使価額をゼロ円とすることが認められるようになりました(会社法 236 条 3 項、4 項)。

²⁰ その他、新株予約権の発行について株主総会特別決議(会社法 238 条 2 項、4 項、309 条 2 項 6 号)、新株予約権の発行に伴う登記申請(同法 915 条 1 項、911 条 3 項 12 号)、新株予約権原簿の作成・備置(同法 249 条、252 条 1 項)等の法的対応も必要です。

²¹ その他、種類株式の内容を定款に規定するために必要に応じて定款変更の手続(会社法 108 条 2 項、466 条)、種類株式についての登記申請(同法 915 条 1 項、911 条 3 項 7 号)等の法的対応も必要です。

²² 例えば、(a)投資家によるオブザーバーの派遣を認める条項、財務情報の開示請求権、一定の重要事項に関する事前協議を求める権利、(b)次の資金調達ラウンドにおける優先引受権、(c)株式譲渡に関する定め(先買権、タグ・アロング権等)等。

ることから、交渉の結果、そのような権利義務を規定することは否定されません。もともと、新株予約権による投資手段(コンバーティブル投資手段)を利用する狙いは、スタートアップに対する簡易迅速な資金供給を行う点にありますので、簡易迅速な資金供給を妨げないという視点を持ち、契約交渉があまり長期化しないように意識した上で交渉に臨むのが望ましいように思われます。

(d) 株主間契約のドラフティング

将来の転換事由が発生した場合、新株予約権は株式に転換されるため、その時点以降、新株予約権の付与を受けた投資家はスタートアップの株主となります。株式に転換される場合には、資金調達ラウンドにおける後出の投資家も含めて、株主間契約を締結することになるかと存じます。実務上は、新株予約権の転換事由となっている資金調達ラウンドの開始に先立ち、株主間契約の内容について、あらかじめ、スタートアップ、新株予約権により出資した投資家、後出の投資家との間で交渉することが多いと思われます。

4. まとめ —日本における SAFE の普及に向けて—

SAFE による資金調達が米国のスタートアップ界隈で非常に多く利用されている理由は、主として、①KISS やコンバーティブルノートによる資金調達よりも、スタートアップにフレンドリーな資金調達手段であること、②出資分は債務性の資金ではなく、スタートアップの運転資本の流出を伴わないこと、③厳密なバリュエーションやデューデリジェンス、及び株主間契約書の交渉を先延ばしすることで、出資完了までのトータルコストを抑えられること、④SAFE の内容は標準化しやすく、出資段階での交渉ポイントを転換価額や転換事由等の重要な論点に絞りやすいこと、⑤そして、これらの結果として、機動的な資金調達が可能となる点にあると考えられます。

このような特性を踏まえ、SAFE は、日本においても、スタートアップ(とりわけシード期)だけでなく、エンジェル投資家やベンチャーキャピタルにとって非常に使いやすく、コストを抑えながら機動的な資金調達を実現するという双方のニーズに沿うものではないかと考えられます。また、事業会社においても、スタートアップとのオープンイノベーションを進める上で、従来の株式取得の方法より効率的な資金供給手段である点において、SAFE は大きな利用可能性を秘めていると考えられます。今後、SAFE の有用性が十分に認識され、スタートアップへの機動的な資金調達の実行により、更なるイノベーション加速につながっていくことを期待したい。

論文情報 (2022年6月～2022年8月)

- * 「Duties and Liabilities of Directors in Japan (英)」 スティーブン・ポーラー、加賀宏樹、The Corporate Counselor No.34(2022年8月)
- * 「最近の実務を踏まえて詳解 MBO 実施上の当事者別ポイント」 渡邊貴久、旬刊経理情報 No.1648(2022年7月1日号)
- * 「ユニバーサルミュージック事件 最高裁判決の分析と検討」 太田洋、増田貴都、月刊国際税務 Vol.42 No.7(2022年7月号)
- * 「自己株式の取得・処分の事例分析 - 2021年6月～2022年5月 - 」 太田洋、野澤大和、沼畑智裕、資料版商事法務 No.460(2022年7月号)
- * 「事業会社による LBO(レバレッジド・バイアウト)の手法を用いた M&A」 田口祐樹、Website「法と経済のジャーナル Asahi Judiciary」(2022年6月)

セミナー情報 (2022年6月～2022年8月)

開催予定

- * 「スタートアップ投資の基礎と実務」 高山陽太郎
開催日時: 2022年9月5日(月) 13:30～16:30
お申し込み・詳細: <[セミナー詳細・お申し込み\(金融ファクシミリ新聞社セミナーWebsite\)](#)>

公開中

- * 「M&A 契約のポイント【合併(JV)契約・株主間契約編】～合併(JV)契約・株主間契約の作成・交渉で必ず押さえるべきポイントを分かりやすく解説～」 高木智宏・山本晃久
収録日: 2022年7月28日(木)(ライブ配信) 公開期間: 2022年11月30日(水)まで
お申込み・詳細: <[セミナー詳細・お申し込み\(金融財務研究会 Website\)](#)>
- * 「Specialty Areas in Private Acquisitions or Sales - International Aspects」 スティーブン・ポーラー
オンデマンド販売中
お申込み・詳細: <[セミナー詳細\(PLI Website\)](#)>

開催済

- * 「外国企業による対日投資規制/新会社設立の実務 - 中国企業による対日投資の特色」 野村高志、木下清太
- * 「改正会社法施行後の諸課題の再検討 - 株主総会資料の電子提供制度を含めて - 」 野澤大和
- * 「国際取引における売買契約の基本実務～欧米の買収 契約実務も踏まえて～」 木津嘉之

以上

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めているいただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室 [E-mail](#) 