

令和元年5月23日現在

機関番号：14401

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03401

研究課題名(和文)ベンチャー投資における種類株式利用促進のための制度設計

研究課題名(英文)System design to promote the use of class stocks in venture investment

研究代表者

松尾 健一 (MATSUO, Kenichi)

大阪大学・法学研究科・准教授

研究者番号：80388040

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,700,000円

研究成果の概要(和文)：ベンチャー企業(スタートアップ企業)への投資を促すため、ベンチャー企業に投資しやすい環境を法的側面から整備することを目的として、投資契約・種類株式の内容として定めるべき事項・定めることが望ましい事項を研究した。研究の成果として、ベンチャー企業・投資家の属性等に依じていくつかの類型を設け、それぞれの類型についてモデルとなるような投資契約(主にエクイティ型)を作成した。同時に、会社法の種類株式の規制について、投資契約におけるニーズに十分に応えられているかについても研究した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

ベンチャー企業・スタートアップ企業へのリスクマネーの供給は、わが国の成長戦略における重要かつ喫緊の課題であると認識されている。そのようなリスクマネーの供給を促進するためにはさまざま環境の整備が必要となるが、法制度は、環境整備を要するもののうち最も重要なものの一つであるといえる。本研究は、ベンチャー企業に対する投資を促進するための環境整備の一環として法制度、とくに企業と投資家の間で結ばれる契約とそれを反映した種類株式のあり方について研究し、その成果として実際に利用されることを想定したモデル契約を作成した。

研究成果の概要(英文)：I studied the matters that should be defined as the contents of investment contract and class stock for the purpose of creating an environment easy to invest in Japanese venture companies.

As a result of this research, I made several types of model investment contracts according to the investor's attributes.

研究分野：会社法

キーワード：ベンチャー投資 ベンチャーキャピタル 種類株式 クラウドファンディング スタートアップ

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

研究開始時において、ベンチャー企業の育成・ベンチャー投資の促進は、政府が策定した「日本再興戦略」において、産業の新陳代謝を促すための重要かつ緊急性の高い課題として位置づけられていた。また、経済産業省が「ベンチャー投資等に係る制度研究会」を立ち上げていた。同研究会が2015年3月に公表した報告書では、ベンチャー投資において起業家と投資家の権利およびリスクを調整する手段として、種類株式の重要性が強調されていた。当時、我が国のベンチャー投資においても、徐々に種類株式を利用する例が増えてはいたが、十分に活用されているとはいえない状況にあった。我が国における種類株式の活用が進まない要因の一つとして、同報告書では、種類株式の権利内容の設計や種類株式の価値の評価に関する実務的な知識の普及が進んでいないことがあげられていた。

研究開始時まで、我が国のベンチャー投資における種類株式の活用方法の研究は、実務家を中心として行われてきており、ベンチャー・ロー・フォーラム編『ベンチャー企業の法務・財務戦略』(商事法務、2010年)や、先の「ベンチャー投資等に係る制度研究会」の報告書等、有用な研究成果が公表されていた。しかし、それらの研究には、起業家・投資家のニーズや利害関係と種類株式の利用方法の関係等にまで立ち入って検討したものは見当たらなかった。

2. 研究の目的

我が国のベンチャー投資における企業家・ベンチャーキャピタル等の投資家のニーズおよび両者間で生じうる利害対立の内容を把握し、そのニーズを実現し、両者の間に生じうる利害対立を調整するためには、種類株式の権利内容をどのように設計すればよいかを検討する。アメリカの実務を参考にしつつ、我が国のベンチャー投資において生じうるニーズによりきめ細かく対応できるような種類株式の権利内容の設計方法を探求する。最終的には、起業家・投資家のニーズを列挙し、それぞれに対応しうる種類株式の権利内容の定め方のひな形を提示する。

我が国においても、当事者のニーズに合わせた様々な権利内容を定めた種類株式の利用が進むにつれて、事後的に権利内容の解釈を巡って紛争が生じることが予想されることから、そのような事態に裁判所が適切に対応するためにも、また、紛争を避けるために権利内容の定め方を工夫するためにも、アメリカでの同種の紛争の実態と裁判所の判断の基準・枠組みを調査・整理し、一覧性の高い資料としてまとめる。

3. 研究の方法

1年目(平成28年度)は、我が国におけるベンチャー投資の当事者(起業家・ベンチャーキャピタル)に、どのようなニーズがあるかを調査した。各当事者が、ベンチャー企業の事業上の決定にどの程度、どのようにして関与したいと考えているのか、投資家は、どのような状況において、どのようにして投資した資金の回収をしたいと考えているのかといった事項を把握することを目的として、資料とインタビューによる調査を行った。国内での調査に加えて、ベンチャー投資における種類株式の利用の歴史が長く、現在もなお発展を続けているアメリカ(シリコンバレー)の実務の最新の動向を調査した。調査方法は、ベンチャーキャピタルおよびベンチャー投資に関与している弁護士とのメールのやりとりが中心となった。

2年目(平成29年度)は、アメリカでこれまでにベンチャー投資において利用されてきた種類株式の権利内容の設計と、それを具体的に定款や契約書に記載する方法を調査した。これらの調査のためには、全米ベンチャーキャピタル協会が公表している種類株式・投資契約のひな形を利用した。同協会が公表しているひな形は、これまでに幾度となく改訂されてきており、その内容を可能な限りさかのぼって分析することにより、アメリカにおける種類株式の権利内容がどのように発展してきたかを知ることができると考えたためである。また、種類株式の設計方法の調査と並行して、種類株式の権利内容の解釈に関するアメリカの裁判例を網羅的に調査し、整理・分析する作業も進めた。

3年目(平成30年度)は、それまでの2年間の研究成果をふまえて、我が国のベンチャー投資における種類株式の利用を促進するための種類株式の権利内容の設計の仕方を、ひな形としてまとめる作業に取り掛かった。ひな形の作成と並行して、ベンチャー投資の当事者の具体的なニーズをより適切に種類株式の内容に反映させるためにひな形に加えるべき修正点や、将来生じうる起業家と投資家との間の利害対立の類型と、利害を事前に調整するための権利内容の定め方等を示したガイドラインの作成を進めた。種類株式のひな形およびその運用ガイドラインの作成にあたっては、それらの草稿をベンチャーキャピタルや弁護士等の実務家に提供してコメントをもらい、それを内容にフィードバックするというプロセスを繰り返した。実務家とのやり取りは基本的にはメールで行ったが、2回は直接会って話を聞いた。

4. 研究成果

1年目は、ベンチャー企業6社、ベンチャーキャピタル1社、起業予定者2人に対するインタビューを行なった。ベンチャー企業2社のファイナンス担当者からは数次にわたる資金調達の具体的な内容について詳細に聞くことができた。株式の内容の設計についても、投資者側との交渉過程を含め、詳細な情報を得ることができた。また、みなし優先株式の利用状況やその意義については、投資家間で認識・評価がわかれていた。

ベンチャーキャピタルの方からは、投資契約のひな型をもとに、ベンチャー企業との交渉の

ポイント等についてある程度具体的な話を聞くことができた。起業予定者からは資金調達、種類株式に対する関心、知識について、率直な意見を聞くことができた。また、スタートアップ企業が利用できる新たな資金調達手段として投資型クラウドファンディングについてもアメリカおよびEUの状況を調査し、一定の知見を得た。

2年目は、アメリカでのベンチャー企業投資における種類株式利用の歴史と現状の調査を行なった。歴史的な展開については、論文およびデータベースを利用して過去の種類株式利用事例を収集した。現状については、アメリカでのベンチャー投資の実務経験のある方と、主にメールのやりとりを通じて、情報収集を行なった。国内のベンチャー投資における種類株式利用実態の調査・分析については、データベースの利用、およびベンチャーキャピタルの投資担当者へのインタビューを通じて、予定以上の情報を得ることができた。また、投資型クラウドファンディングに関する研究も、日本証券業協会の協力を得て、大いに進展した。投資型クラウドファンディングに関する研究の成果の一部をキャピタルマーケットフォーラムにおいて報告した。

最終年度は、それまでの2年間の研究成果をとりまとめ、それをふまえてわが国のスタートアップ企業への投資における種類株式の利用を促進するための種類株式の内容のひな型を作成した。種類株式の利用方法の参考とするために調査したアメリカにおいて種類株式以外の投資手段の普及が進んでいたこともあり、当初の計画を修正しなければならない点多かったが、おおむね計画通りに進んだ。国内の調査に関しては、ほぼ予定通りの規模のインタビュー等を実施することができ、またデータベースおよび登記情報をみることのできるサービスを利用することにより、効率的に情報を収集することができた。また、投資型クラウドファンディングに関する研究の成果の一部を日本証券業協会主催の投資型クラウドファンディングセミナーにおいて報告した。

研究期間全般にわたる研究成果としては、わが国においても、アメリカと同様に、スタートアップ企業における投資契約および種類株式の内容は、一定の型に収れんする傾向が見て取れる一方、特に短期間で成長をとげて上場を果たした企業において、独自の内容を含むものが見られた。このような現象が生じる原因については、十分に調査・検証することができなかった。また、みなし優先株等の比較的新しい投資形態については、投資家によってその評価が分かれており、なぜ評価が分かれるのか、その原因を探ったが説得的な結論は得られなかった。また、研究を開始したころから、わが国において、事業会社がベンチャー企業に大規模な資金供給を行う例(Corporate Venture Capital)がみられるようになった。事業会社によるベンチャー投資における投資契約の内容や種類株式の利用状況についても調査したが、十分な調査ができなかった。

種類株式および投資契約の内容のひな型については、目標としていた水準のものをほぼ完成させることができた。ベンチャー投資契約および種類株式のモデルは、中立的な立場から起業家・投資家双方のニーズを反映することを目指したものであり、その点に、両者のうち一方の立場から書かれたものが多い従来のモデル契約等にはない意義があると考えられる。これらの公表手段を検討している。起業家あるいは起業を目指す者、ある程度成長を遂げたスタートアップ企業のCEO・CFO、投資家、ベンチャー投資に関わる弁護士等、その立場によって必要となる情報の内容・水準は異なると考えられるが、これらのいずれの者についても、投資に関する法的な知識・センスを身に付けることが、投資環境の整備という点で重要である。これらのいずれの者にとっても啓蒙的な内容となるような形で、本研究の成果を公表することで研究成果を社会に還元できると考えている。

インタビューによって得られた情報には機密性が高く公表できないものもあるが、今後の研究を進める際の視点を定めるための有益な資料となると考える。

投資契約・種類株式に定めた権利内容の解釈等をめぐる紛争については、アメリカの裁判例を調査し、その成果をまとめたが、現在も紛争が続いているものもあり、確定的な結論を得ることができていない。また、わが国において、同種の紛争は、すくなくとも訴訟の形では生じていないようであり、アメリカの裁判例の調査結果を参考として分析すべき対象がまだない。このためこの点に関する研究成果は公表できる形ではまとまっていない。もっとも、今後、わが国においてもアメリカと同様の紛争が生じる可能性は決して低いとはいえないことから、そのような紛争が生じた際には、アメリカの調査結果を利用して有益な分析ができるものと期待できる。

5. 主な発表論文等

〔学会発表〕 1件

松尾健一、エクイティ型クラウドファンディングの動向と規制の方向性、キャピタルマーケットフォーラム、2018年。

6. 研究組織

(1) 研究分担者

なし。

(2)研究協力者

なし。

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。