イノベーション法務 Vol.6

Miura&Partners

2025 年スタートアップ投資契約実務のアップデート【後編（投資契約実務）②】
～「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」増補版～

2025 年 12 月 9 日

弁護士 所 悠人
弁護士 岩崎 啓太

本稿では、前回の「イノベーション法務 Vol.5：2025 年スタートアップ投資契約実務のアップデート【後編（投資契約実務）①】」に続き、2025 年 9 月 30 日に経済産業省から公表された「「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」増補版」（以下「本増補版」といいます。）における②ガバナンス体制の成長に応じた投資契約の在り方のうち後半部分について、筆者らの経験も踏まえながら解説をします。

なお、本増補版の概要と①スタートアップの成長に資するガバナンス体制の構築については、前々回の「イノベーション法務 Vol.4：2025 年スタートアップ投資契約実務のアップデート【前編（概要・ガバナンス体制）】」において解説をしています。

目次

3. 表明保証の主体
4. 補償責任
5. 優先残余財産分配（みなし清算）
6. 上場に伴う優先株式の転換（取得条項）
7. EXIT 協力義務（上場努力義務等）
最後に

3. 表明保証の主体

表明保証は、投資契約において、発行会社及び経営株主が一定時点における一定の事項が真実かつ正確であることを表明し、その表明した内容を保証する条項です。

【ポイント】

- 会社に関する表明保証の主体から経営株主個人を除く。

本増補版においては、投資契約における表明保証の目的は、投資判断のために行う発行会社のデューデリジェンスを補完する点にあることから、法人と個人が明確に分離されている場合には、発行会社が自社に関する事項を表明保証すれば足りる旨指摘されています（本増補版 23～24 頁）。

©Miura & Partners. All rights reserved.

なお、経営株主個人の重要な事項（反社会勢力との関係等）については、経営株主を投資契約の当事者とするのではなく、別途サイドレター等を締結し、その中で経営株主個人に表明保証させることも考えられると指摘されています（本増補版 24 頁）。

4. 補償責任

【ポイント】

- 発行会社による契約上の義務違反に関し、経営株主個人に連帯責任を課すべきではない。

投資契約等において、発行会社や経営株主が契約上の義務に違反した場合に、投資家が損害賠償請求を行うことができる旨定められていることが一般的ですが、発行会社が契約上の義務に違反した場合において、経営株主個人も連帯責任を負う旨定められていることがあります。

本増補版では、そのような定めは株主有限責任の原則に反し許容されるべきではないと指摘しており（本増補版 25 頁）、本増補版が実務慣行の見直しに繋がることが期待されます。

5. 優先残余財産分配（みなし清算）

優先残余財産分配とは、発行会社が清算される際に、優先株式を有する投資家が他の株主（特に普通株主）に先立って残余財産の分配を受けることができる旨の株式の内容を指します。M&A による会社の買収が生じた場合にも、保有株式が金銭等の財産に換価されることから、通常は、会社の清算が生じたものと同視して同様の財産分配を行う旨が、財産分配契約等において定められます（いわゆるみなし清算）。

【ポイント】

- 参加型を当然の前提とせずに、参加型・非参加型の IPO・M&A による Exit の想定シナリオに応じた帰結・留意点、ガバナンスやドラッグ・アロング・ライトの設計等を踏まえ、参加型・非参加型のいずれにすべきか契約当事者間で交渉の上、決定されるべきである。

優先残余財産分配の種類には、「参加型」（優先株主への優先分配後、優先株主がさらに普通株主と一緒に残余財産の分配に参加することができる。）と「非参加型」（優先株主への優先分配後、優先株主は普通株主と一緒に残余財産の分配に参加することができない。）があります。日本のスタートアップの投資契約実務においては、多くの場合参加型が採用され、バリュエーションも参加型を当然の前提としてなされることが多いです。もっとも、本増補版では、（i）参加型と非参加型ではバリュエーションも異なるはずであることから、参加型を当然の前提とする実務は、健全な交渉を阻害し望ましくないこと、また、（ii）参加型は Exit の方法の意思決定にバイアスを生じさせる可能性があること（M&A と IPO の場合を比較して、買収価格・時価総額が同じであっても、普通株主である経営株主にとっては IPO の方がリターンが増加するため、M&A が望ましい場合であっても IPO を選択するインセンティブが生じる。）が指摘されています（本増補版 27 頁）。

参加型、非参加型、加えて Cap 付参加型の内容、条項例、留意点、Exit 時の損益シミュレーションについては、本増補版 28〜30 頁をご参照ください。

©Miura & Partners. All rights reserved.

6. 上場に伴う優先株式の転換（取得条項）

上場に伴う優先株式の転換（取得条項）とは、株式の内容として、上場に伴い発行会社が投資家の有する種類株式を普通株式に転換することができる旨を規定するものです。

【ポイント】

- 優先株式の転換時期を上場日とする。具体的には、株式の内容として投資家の保有する種類株式を普通株式に転換する旨を定める場合、「取締役会の定める日」をもって転換できるような内容とし、「取締役会の定める日」を株式公開の日とすることで、上場日に転換する。

日本においては、上場申請前後で優先株式を普通株式に転換する実務が定着していますが、上場が中止された場合に、普通株式を転換前の優先株式に戻すための株主総会までタイムラグが生じることに加え、転換前の優先株式に戻す処理に協力する契約上の義務を定めるだけでは従前と同一の優先株式に戻すことに不確実性が伴う点が、投資家にとってのリスクとなっていました。

そこで本増補版では、上記のとおり優先株式の転換時期を上場日とする方向性を示すとともに、上場審査・開示規制等との関係性についても整理しています（詳細は本増補版 33 頁以下参照）。また、当該方向性については、株式会社東京証券取引所、金融庁、証券保管振替機構及び証券会社といった関係者から、おおむね対応可能である旨の意見が得られたことが記載されています（本増補版 35～36 頁）。今後、優先株式の転換時期を上場日とした実例が生まれてくることが期待されます。

7. EXIT 協力義務（上場努力義務等）

Exit 協力義務とは、一定の時期までに上場を行うための努力義務を課したり、ファンドの期限を明記し当該期限を理由とした株式の売却に協力する義務を課したりする条項です。

【ポイント】

- Exit 協力義務を定めないか、定める場合には M&A 等の選択肢も含める。

当該条項については、上場のみに言及した Exit 協力義務を規定する例も散見されますが、M&A やセカンダリーという Exit の方法が合理的または望ましい場合も十分に想定されます。特に海外投資家にとっては馴染みのない条項であり、Exit の方法が上場のみに限定されているかのように誤解される可能性もあることから、上記のとおり、そもそも規定する必要があるのかを十分に吟味しつつ、規定する場合でも上場以外の選択肢も含めることが求められます（本増補版 37～38 頁）。

最後に

本連載の冒頭で触れたとおり、本増補版は、①スタートアップの成長に資するガバナンス体制の構築や、②ガバナンス体制の成長に応じた投資契約の在り方について、大きく成長するスタートアップを創出するためにあるべき姿や考え方を示しており、今後の投資契約実務は、本増補版を前提に進んでいくものと期待されます。

©Miura & Partners. All rights reserved.

筆者らといたしましても、本稿が、スタートアップと投資家との間で建設的な議論が行われるための一助になれば幸いです。

本ニュースレターは、法務等に関するアドバイスの提供を目的とするものではありません。
具体的な案件に関するご相談は、弁護士等の専門家へ必ずご相談いただきますよう、お願いいたします。
また、本ニュースレターの見解は執筆者個人の見解であり、当事務所の見解ではありません。

©Miura & Partners. All rights reserved.