

# スタートアップ投資における 優先株式の利用に関する研究

## A Study on the Use of Preferred Stock for Startup Investment

平 田 博 紀

### 〈論文要旨〉

本稿では、スタートアップがエクイティファイナンスを実施する際、なぜ、起業家と投資家は優先株式を発行もしくは引き受ける（要求する）のかという問題意識について、先行研究のサーベイを通して検討した。その結果、優先株式には、起業家と投資家の間にある情報の非対称性により生じるエージェント問題を解消する効果があり、発行もしくは引き受けることにより、起業家と投資家それぞれのエクイティファイナンス後の要求を満たすことができる可能性があるということが確認された。

### 〈キーワード〉

スタートアップ、エクイティファイナンス、優先株式、起業家、投資家

## 1. はじめに

国内のスタートアップを対象に、エクイティファイナンス後の起業家と投資家の株式持分に影響する Pre-Money Valuation（調達（出資）前の企業価値評価額）の決定要因を検証した平田（2020）は、次のように述べている。

「優先株式については、議決権に制限がかかるといった理解が一般的かもしれない。」しかし、「投資リスクの高い起業直後のスタートアップによるエクイティファイナンスにおいては、投資家が残余財産請求権や種類株主総会での拒否権・役員選任権といった権利が付与された優先株式を起業家へ求める可能性が高い。一方、議決権に制限がかかる優先株式の発行により、エクイティファイナンス後の起業家の株式持分の維持を図ることができる」といった考え方もある（小川・竹内・荒井・弾塚・松村・吉田・金澤・取出,2019）。その意味で、投資家からの優先株式発行の打診を許容することで、起業家が Pre-Money Valuation に関する投資家との交渉を有利に進めることができるようになるかもしれない。これらを換言すると、優先株式の権利内

容も考慮しながら、起業家と投資家はPre-Money Valuationに関する交渉を行っている可能性が高い。」

本稿では、エクイティファイナンスにおいて、起業家と投資家が優先株式を発行・引き受ける(要求する)背景について、先行研究のサーベイを通して検討する。

普通株式と比べ何らかの優先的な権利が付随する優先株式の国内における取り扱いについては、株主平等の原則に反するという理由から、長い間様々な検討が重ねられてきた。そして、この議論の収束に合わせたかのように起きた第4次起業ブームの到来をきっかけとする近年のスタートアップのエクイティファイナンス市場の活況を受け、優先株式の利用の促進が国内において期待されている<sup>1</sup>。

スタートアップのエクイティファイナンスを対象に優先株式の利用の背景について検討した研究は少ない。本稿を通して、主なプレイヤーである起業家と投資家が優先株式をいかなる状況で発行・引き受けているのかを整理することは、スタートアップファイナンスに関わる人々、起業家や起業家予備軍、投資家、創業支援機関等の活動に貢献すると考える。

## 2. 優先株式とスタートアップファイナンス

### 2-1. 優先株式の価値評価

エクイティファイナンスは、一般にイメージされる株主の権利(議決権や配当受領権、株主提案権など)が付与された普通株式と、種類株式や転換社債型新株予約権付社債を企業が発行・投資家が引き受けることで実施・成立する<sup>2</sup>。優先株式とは、普通株式と比べ何らかの優先的な権利(価値)が付随した種類株式を意味する(小川ほか, 2019)。ここでいう優先的な権利(価値)とは、主に表1の内容を示す。

AICPA(2004)は、優先株式に付随する権利について、経済的に有利な権利=客観的に価値を測定できる権利(優先配当や優先残余財産の分配(Liquidation preference)、取得請求権)と企業をコントロールできる権利(議決権、拒否権)があるとしている<sup>3</sup>。そして、米国では、種類株式に付与されるこれらの権利(主に経済的に有利な権利)が各株式の価格を算定する際に普通株式との間に価格差を生み出していると述べている<sup>4</sup>。なお、この権利内容の差が、旧商法・

<sup>1</sup> 平田(2019a)は、第二次世界大戦後に3回の起業ブームを日本経済は経験しており、4回目として「2013年から2014年頃より日本において新たな起業ブームが到来していると言われてい。」と述べている。

<sup>2</sup> 新株予約権付社債とは、会社が発行する株式の交付を受けることができる権利(新株予約権)の付いた社債である。なお、一般に利用される新株予約権付社債の多くは、転換社債型新株予約権付社債と呼ばれる発行の際に決められた特定の条件(価格など)で企業の株式に転換できる権利が付与された社債である。

<sup>3</sup> AICPA(American Institute of Certified Public Accountants)は、米国公認会計士協会の通称である。

<sup>4</sup> 米国における実務事例を掲載した報告書であるAICPA(2004)では、次のような内容の記述がある。「優先株主のすべての権利を考慮した株式価値配分法は存在せず、利用可能な方法では、様々な優先株式のうちの特定の権利の影響のみが考慮されている。その理由としては、いくつかの権利の性質と複雑さに関連しており、また、これらの権利のほとんどが、一般的に公開企業が発行した有価証券とは関連性がないことから、評価の専門家が利用するための比較対象が存在しないことが挙げられる。とはいえ、公正価値を見積もる上での

現会社法に定める株主平等の原則に違反する恐れがあるという主張が大きな議論を生み、日本では長らく（2010年頃まで）普通株式による投資が標準とされ、種類株式の利用が促進されなかったという（小川ほか、2019）。

表1 種類株式に設定できる権利

権利の名称	内容
優先配当	余剰金の配当において、配当額や配当順序が差別化できる。
優先残余財産の分配	残余財産の分配において、分配額や分配順序を差別化できる。
議決権の制限	株主総会で議決権を行使することができる事項を制限できる。
譲渡制限	株式を譲渡する際、会社の承認を要件とすることができる。
取得請求権	株主が会社に対して株式の取得（転換）を請求できる。
取得条項	一定の自由を条件に、会社が株主から種類株式を取得できる。
全部取得条項	会社が株主総会の決議により株式を取得できる。
拒否権	株主総会や取締役会で決議すべき事項について、種類株主総会の決議を要件とすることができる。
役員選任権	種類株主総会で取締役会、監査役を選任できる。

出所：小川ほか（2019）118頁掲載、表9-1を一部修正し作成。

優先株式を要求する投資家は、スタートアップもしくは起業家に対して権利分のプレミアム（権利プレミアム）を普通株式に加算した価格を優先株式の取得の対価として支払うことになる。普通株式に各種の権利プレミアムが加算される優先株式（種類株式）の価値は、一般的にAICPA（2004）が示した以下の四つの方法のいずれか、もしくはそれらを組み合わせた方法により評価する<sup>5</sup>。

- (a) the probability-weighted expected return method（確率加重期待リターン法）
- (b) the option-pricing method（オプション評価法）
- (c) the current-value method（現状価値法）
- (d) hybrid methods（a～cを組み合わせた評価法）

まず、(a) the probability-weighted expected return method（PWERM）は、株式を発行する企業の将来のシナリオと優先株式に付随する各種の権利の価値を考慮しながら、投資によって得られる将来キャッシュフローをその発生可能性（発生確率）で割り引いた現在価値に基づき株式価値を算出する手法である。「この手法は現在の企業価値の単一の見積りを単純に株主間に配

課題は、経験則の使用を正当化するものではない」。未上場企業が発行する種類株式に関する研究会（2011）23頁では、AICPA（2004）を参考に、米国における種類株式と普通株式の価格差に関する考え方について解説しており、その中で「我が国においても、残余財産優先分配権や配当優先権等が付与されている種類株式については、普通株式とは異なる価格体系を持つものと考えるのが合理的である」と述べている。

<sup>5</sup> (a)～(c)の日本語表記は、経済産業省（2011）および未上場企業が発行する種類株式に関する研究会（2011）にある表記を引用している。

分するものではなく、将来を考慮するものであり、将来の経済事象やその結果を現在の価値決定に組み入れるものである。また、この手法は、企業価値の算定と企業価値の配分を同時に行うという特徴を有する」(経済産業省, 2011, 130-131頁)。

次に、(b) the option-pricing method (OPM) とは、優先株式に付随する優先残余財産の分配権の行使時の「損益分岐点を権利行使価格とみなして、普通株式と優先株式を企業価値に対するコール・オプションとしてモデル化する手法」である(経済産業省, 2011, 127頁)<sup>6</sup>。この手法の特徴は、評価日ではなく将来のIPO (Initial Public Offering; 新規株式公開) や合併・売却、清算手続きといった(資産の)流動化事象 (Liquidation) における優先残余財産の分配権の影響を考慮しているという点である<sup>7</sup>。設立初期段階のスタートアップの普通株式の評価では、付与日時点では企業価値が権利行使価格を下回る (コール・オプションがアウト・オブ・ザ・マネー (権利行使価格が市場価格を上回る)) ことが多いが、「OPM ではオプションの時間的価値を評価に含むため、普通株式に一定の価格が配分されるという特徴がある」(経済産業省, 2011, 127頁)。

(c) the current-value method とは、現在の企業価値を優先残余財産の分配権の行使時の「優先分配額と普通株式への転換価値のいずれか大きい方の価値に基づいて各種の株式に配分する手法である。この手法では、各種の優先株式の株主がその権利を行使しリターンを得るかどうか、将来ではなく評価日における企業価値に基づいて決定されることを前提としている。」(経済産業省, 2011, 126頁)<sup>8</sup>。

(d) hybrid methods は、上述の (a) ~ (c) を組み合わせた評価法であり、そのメリットとしてこれらの評価方法の長所を取り入れた評価が可能となるが、一方で、3つの評価方法が組み合わさることにより生じる複雑さが評価結果の解釈を困難にする可能性が高いと指摘できる。

これらの種類株式の価値評価の方法については、いずれを選んでも限定的な測定方法との指摘があるものの、評価結果の妥当性が問題視されることはほとんどないという。その理由は、一般的に、種類株式を引き受ける投資家と発行する企業の相対交渉により(種類株式の) 価格が決定されるためである (未上場企業が発行する種類株式に関する研究会, 2011)。では、スタートアップのエクイティファイナンスにおいて、起業家と投資家は優先株式の価値評価に関してどのような交渉が行うのだろうか。次節ではこの点について検討する。

<sup>6</sup> 経済産業省 (2011) 127頁では、OPM について、通常、オプション価値の算定手法として利用されるブラック・ショールズモデルによる評価手順を採用するとしている。評価モデルの詳細は、経済産業省 (2011) 129頁を参照されたい。

<sup>7</sup> 経済産業省 (2011) 35頁では、「米国ベンチャー投資においては、Exit の一つである合併等の際に投資資金を回収するために、合併等を流動化事象 (Liquidation) とみなす旨の条項 (Deemed Liquidation) を定款に明確に規定することで、種類株主である投資家が合併時等に対価の優先的な分配を受けられるようにしている」という記述がある。

<sup>8</sup> 経済産業省 (2011) の記述内容には、AICPA (2004) による各評価方法の説明を日本語訳したものが含まれている。

## 2-2. スタートアップのエクイティファイナンスにおける優先株式の役割

スタートアップのエクイティファイナンスは、その成長・発展に合わせて株価を引き上げながら複数の段階に分けて実施される。その理由として、まず、起業家にとっては、株価を維持しながら段階的な出資を受けることで、極端な株式持分の放出をせずに活動を継続できるという利点があるということが挙げられる（小川ほか,2019）。次に、投資家側の理由としては、起業家が提示した事業計画書の達成に必要な資金を一度で全額供給することはせず、成長段階に分散して投じることで、将来性のない投資を早い段階で切り上げることができる（出資リスクを最小限にとどめられる）ということが考えられる（Timmons,1994）。

表2 スタートアップ投資のリスクレベルと目的

ライフサイクル	投資ラウンド	投資期間(年)	リスクレベル	エクイティファイナンスの目的
シードステージ	設立資金調達／プレ・シードラウンド	7-10	極めて高い(Extream)	アイデアの商品化や研究開発の支援
	シードラウンド	5-9	非常に高い(Very High)	商品・製品・サービスのプロトタイプの開発支援
アーリーステージ	主にシリーズAラウンド、シリーズBラウンドが対象	3-7	高い(High)	商品・製品・サービスの商用化・マーケティングを始めるため
ミドルステージ (エクспанションステージ、グロースステージと分ける場合もある)	主にシリーズBラウンドが対象 シリーズBラウンド後にシリーズCラウンド、シリーズDラウンド…と続くこともある	3-5	高い～普通(Medium to High)	商品・製品・サービスの市場の拡大と自社の成長のため
レイターステージ	グロースキャピタルもしくはファイナルラウンド	1-3	普通(Medium)	海外進出等による市場の拡大や買収、製品開発のため

引用：平田（2019b）123頁掲載の表1(Timmons（1994）p.512(訳書499頁)、ウツザマン（2013）214-221頁、Klingler-Vidra（2016）p.4、一般社団法人ベンチャーエンタープライズ（2018）162頁に基づき作成。）。

スタートアップのエクイティファイナンスの段階は、一般的に、シード、シリーズAラウンド、Bラウンド、Cラウンド等と表記される(表2)。各ラウンドでは、「A種優先株式」、「B種優先株式」というように、そのアルファベットが付与された優先株式が発行されることが多い(小川ほか, 2019)。これらの優先株式にはそれぞれ異なる権利が付与されており、たとえば、残余財産の分配（会社を清算・解散した際に残った財産を株主に分配すること）の優劣の順がアルファベットには反映されているといった指摘がある（Bains, Wooder, and Guzman, 2014）。なお、シード、シリーズA、Bなどの表記は、スタートアップのライフサイクルを示すものとして、シード、アーリー、エクспанション、グロース、レイターといった言葉とともに用いられることもある。また、BラウンドがAラウンドの前に来ることはほとんどないものの、「アルファベット」と会社の年齢は一致しないことの方が多い。

エクイティファイナンスを実施する際、自身のアイデアや計画を実現するために必要な裁量の自由度や、企業の成長に伴い生まれる利潤をより多く得たい起業家は、自身の株式持分をでき得る限りエクイティファイナンス後も維持したいと考えている。一方、多くの投資家が起業家からのエクイティファイナンスに応じる理由は、現状、起業や創業を通して創出される新規

事業やイノベーション等によってもたらされる経済的果実を獲得したいと考えるためであり、出資後に多くの株式持分を獲得できれば、その分、得られる経済的果実は大きくなる。

このように、スタートアップのエクイティファイナンスにおける起業家と投資家にとっての最大の関心事は自身の株式持分と言える。エクイティファイナンス後の起業家と投資家それぞれの株式持分の配分は、調達（出資）前の段階におけるスタートアップの企業価値評価額を意味する Pre-Money Valuation に大きな影響を受ける (Timmons, 1994 ; Heughebaert and Manigart, 2012 ; 平田, 2019b・2020)。Pre-Money Valuation とは、調達（出資）前の段階における企業価値評価額を意味し、Post-Money Valuation は調達（出資）後の企業価値評価額を示している。これらスタートアップがエクイティファイナンスを実施する際に話題となる Pre-Money Valuation と Post-Money Valuation という二つの企業価値評価額の関係は次のとおりである (1)。

$$\text{Post-Money Valuation} = \text{Pre-Money Valuation} + \text{資金調達額 (出資額)} \quad (1)$$

$$\text{投資家の株式持分} = \frac{\text{資金調達額 (出資額)}}{\text{Post-Money Valuation}} \quad (2)$$

(2) に示した出資後の投資家の株式持分と Post-Money Valuation の関係からわかるとおり、Post-Money Valuation の多くを出資額が占めるようになれば、その分、投資家の出資後の株式持分は増えることになる。ここで、(3) と (4) に株価と Pre-Money Valuation の関係を示す。

$$\text{引受価額 (株価)} = \frac{\text{Pre-Money Valuation}}{\text{出資前完全希薄化株式数}} \quad (3)$$

$$\text{引受株式数} = \frac{\text{資金調達額 (出資額)}}{\text{引受価額 (株価)}} \quad (4)$$

出資前完全希薄化後株式数とは、すべての発行済み株式と潜在株式を普通株式へ転換した場合の株式数の合計を意味する。引受価額は新規投資の際の一株の発行価額（株価）であり、引受株式数は出資後の資金調達額分の株式数を示す。株価が高い状況とは、高い Pre-Money Valuation と少ない発行済み株式数によって成立し、高い株価が実現できた場合、投資家による出資後の引受株式数を減少させることが可能となる。つまり、Pre-Money Valuation が高くなるほど、起業家は自身の株式持分を維持することができるということになる。一方、投資家が望む出資額が Post-Money Valuation の多くを占める状況とは、Pre-Money Valuation を下げることを意味しており、スタートアップへ出資する際、投資家はこれを目指し、何らかの行動を起こすと考えられる。

種類株式に付随する様々な権利は、株式の価値に反映されるため、結果的にバリュエーション（企業価値評価）にも影響を与える。そして、たとえば、投資リスクの高い起業直後のスター

トアップによるエクイティファイナンスにおいては、投資家が優先残余財産請求権や種類株主総会での拒否権・役員選任権といった権利が付与された優先株式を発行するよう起業家に要求したり、起業家が議決権に制限がかかる優先株式を発行することにより、エクイティファイナンス後の自身の株式持分の維持を図ることができるかもしれない(表3)。このように、優先株式の発行(引受)は、Pre-Money Valuationを巡る起業家と投資家の交渉において、互いの要求を満たすことができる武器となる可能性を持っている。一方、可能性として、一度の発行が、優先株式を容易に要求できる・発行してくれるという評判を呼び、何らかの影響を起業家の資金調達行動・経営活動に対して与えることも考えられる。次章では、起業家と投資家がどのような場合に優先株式の発行・引受(要求)に踏み切るのか、関連する先行研究を整理しながら、その実情を確認していく。

表3 優先株式を発行する・引き受けるメリット

	権利	メリット
起業家 (スタートアップ)側		<ul style="list-style-type: none"> <li>優先的な権利の付された種類株式については、普通株式よりも一定程度高い価値を持つと評価されるため、種類株式一株当たりの株価をより高く設定することが可能となり、より少ない株数を発行して持分の希薄化を抑えながら、必要な額の資金を調達できる。</li> <li>種類株式と普通株式の価格差を利用して、ストックオプションの権利行使価額を種類株式の発行価額よりも低く抑えることで、付与対象者である経営陣や従業員等へのインセンティブをより大きくすることができる。</li> <li>残余財産分配権などにより投資資金の最低限の回収が確保できる等、投資リスクの軽減ができるようであれば、投資契約上の買取り条項(一定の状況下でベンチャー企業や経営者による発行株式の買取りを約定させる条項)等。出資時点で過度な責任を負うことを回避することも可能となる。</li> </ul>
	優先配当	<ul style="list-style-type: none"> <li>普通株よりも先に一定額の配当を受け取ることができる。</li> <li>累積型とした場合には、ある期において所定の配当金額に達しない時、その不足額が累積するため、一定額の配当が確保される。</li> <li>ベンチャー企業の場合は、配当がされるケースはあまりないものの、剰余金を事業資金に回すように促すことができる。</li> </ul>
	優先残余財産の分配	<ul style="list-style-type: none"> <li>会社清算の際に、残余財産のうち一定額を優先的に受け取ることができる。</li> <li>ベンチャー投資におけるリスクを一定程度軽減することができる。</li> <li>清算時に残余財産が存することはあまり考えられないが、ベンチャー企業が、事業の先が見えない等、財産が尽きてしまう前に早期に見切りをつけて清算するような場合には、当該権利が有効に機能する。</li> <li>VC等の外部投資家が多額の資金を投資した後に、ベンチャー企業が計画的に会社を解散させることに対する牽制効果も期待できる。</li> </ul>
投資家側	取得請求権	<ul style="list-style-type: none"> <li>取得請求権が付与された株主は、自ら保有する種類株式を、一定の条件下で普通株式に転換することができる。</li> <li>VC等の投資家が高い株価で出資を行った後に、業績が悪化し、従前のラウンドにおける株価よりも低額な価額で株式発行が行われる場合であっても、取得価額を調整するため、ダウンラウンド等における持分の希薄化を一定程度防ぐことができる。</li> </ul>
	拒否権	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定の決議事由については種類株主総会での決議が必要である旨を定款で定めた場合、当該種類株式を保有する投資家は、議決権割合に関わらず特定の事由についての決定権(実質的な拒否権)を得られることとなる。</li> </ul>
	役員選任権	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役選任権が付与された株主は、一定数の取締役を選任することで、議決権割合を過半数保有していなくても、経営に深く関与することが可能となる。</li> <li>拒否権、取締役選任権は、保有する議決権の割合に関わらず、会社の経営への関与を強く持つことができる。</li> </ul>

出所：未上場企業が発行する種類株式に関する研究会(2011)11-12頁を引用し作成。

### 3. 優先株式の発行・引受 (要求) の背景

#### 3-1. 起業家と優先株式

多額のエクイティファイナンスを実施することにより、株式持分の希釈化が生じるというトレードオフを回避する手段となる可能性がある優先株式への理解は、起業家にとって Pre-Money Valuation に関する投資家との交渉に向けた最重要課題と言える (高橋・忽那, 2015; 平田, 2020)。前述の通り、議決権に制限がかかる優先株式を発行することにより、エクイティファイナンス後の株式持分の維持を図る起業家が存在する可能性は高い (小川ほか, 2019)。

高橋・忽那 (2015) や平田 (2020) が指摘しているように、起業家と投資家間には情報の非対称性が存在しており、エージェントである起業家は、プリンシパルである投資家にとって望ましい行動を常にとるとは限らない。大企業を対象に分析した福田・曹 (2013) は、第三者割当 (私募) の場合、投資家は優先株式発行企業の財務内容や将来性に関する情報を精査した上で引受けるために、企業 (経営者) と投資家の間の情報の非対称に起因する逆選択の問題が大幅に軽減されると述べている<sup>9</sup>。スタートアップのエクイティファイナンスは、第三者割当増資と同様の仕組みにある。したがって、優先株式の発行が、起業家と投資家の情報の非対称性に起因するエージェンシー問題を解消する可能性は高い。この見通しについて、Cumming (2005) は、優先株式が、起業家と VC 間における情報の非対称性に伴う逆選択の発生リスクを低下させるために利用できると述べている。これらの主張は、起業家による優先株式の発行はシグナリングとして機能することを示唆している。そして、優先株式発行というシグナリングが Pre-Money Valuation の価値評価額の維持・向上 (低下の阻止) に貢献しているといったことが考えられる。このように、優先株式を発行することにより、Pre-Money Valuation 交渉の中で、投資家にその努力が認められ、起業家が望むバリュエーションが実現できる (投資家を譲歩させている) 可能性は高い。したがって、起業家にとって優先株式は、投資家との交渉を有利に進めるための一手段となっていると考えられる

宍戸・藤野 (2011) は、起業家と投資家の間のエージェンシー問題への対処として、シリコンバレーでは、スタートアップと VC が多様な手法で相手方の不安を軽減することに努めるとともに、「資本の拠出を円滑化するインセンティブを相手方に付与している。」と述べている。その一つの手法として、汗の株式という直訳のとおり、起業家がこれまでに努力して獲得した新技術や発明、特許、知的所有権などを出資金の代わりに提供することで、立ち上げた会社の株式を取得することを意味するスウェット・エクイティ (sweat equity) を紹介している<sup>10</sup>。宍

<sup>9</sup> 福田・曹 (2013) は、2002 年から 2010 年に優先株式を発行した上場企業を対象に、優先株式発行時における企業の財務的特徴を同業他社と比較し、優先株式発行の理由と発行後の企業業績が同業他社のそれと比べてどのように変化するかを分析している。

<sup>10</sup> 宍戸・藤野 (2011) 40 頁には次のような記述がある。「将来の人的資本の拠出に対して起業家グループに普通株式を与える一方、VC 等の投資家が起業家の普通株式よりも相対的に高い単価で議決権付優先株式を引き受ける取引慣行のこと。両株式の拠出額の差が、起業家が将来拠出する人的資本の現在価値に相当するため、

戸・藤野（2011）によると、スウェット・エクイティにより、起業家は非常に有利な条件で株式持分を維持すると同時に、投資家との間でインセンティブ調整がなされるため、（VCからの）出資を受け入れる時点で起業家は支配権を手放すことが少なくないという。これを踏まえると、シグナリングとなる優先株式の発行により、起業家は、自身の株式持分の維持を図りながらも、投資家への支配権の移譲を認めている場合もあると整理できる。

### 3-2. 投資家と優先株式

では、投資家が優先株式を引き受ける・要求する場合とは、どのような状況なのだろうか。

出資後の株式持分の拡大を考えながらPre-Money Valuationの交渉に臨む投資家にとって、様々な権利が付与された優先株式は、投資リスクの高い起業直後のスタートアップによるエクイティファイナンスにおける保険になり得る。具体的には、たとえば、優先的残余財産の分配権による倒産リスクへの対応、退出時の投下資本の回収（投資先のリビング・デッド防止）に向けた取得請求権の確保、譲渡制限（先買権）の設定による起業家の株式売却による退出抑止などが挙げられる（宍戸・藤野，2011）。また、小川ほか（2019）では、次のラウンドなど後日のエクイティファイナンスにおいて発行される株式の価額が現状よりも低い（ダウンラウンドの）場合に投資家の株式持分が希釈化されることを避けるため（取得請求権に関わる）や、投資先企業が売却された場合でも売却価格から優先的な分配を得るため（優先残余財産分配）といったことが述べられている<sup>11</sup>。

前節で取り上げたCumming（2005）や福田・曹（2013）がいう起業家との間に存在する情報の非対称に起因するエージェンシー問題（逆選択）の回避に貢献するのであれば、優先株式の引受・要求の目的は、スクリーニングにあるという見方もできる。この場合、普通株式による引き受け条件と併せて優先株式による引き受け条件を起業家に対して提示し、起業家の本音を引き出すといった利用方法が想定される。普通株式であれば起業家の株式持分が大きく減少してしまうところ、優先株式を発行することでそれを回避することができるが、その分、投資家は多くの権利を要求することになるだろう。そして、たとえば、宍戸・藤野（2011）によるスウェット・エクイティのケースにある支配権の移譲は、優先株式の引受における投資家からの

---

スウェット・エクイティと呼ばれる。この優先株式には、①非累積的優先配当権、②発行価額と同額の残余財産優先分配権、③償還請求権、④普通株式と同等の議決権、⑤普通株式1株への転換権、⑥希釈化防止条項、⑦一定数の取締役選任権、⑧一定の重要事項に対する拒否権、および⑨一定以上の条件を満たすIPO時における普通株式1株への強制転換条項、などの条項が付されているため、起業家に対するVCのモニタリングを可能にするとともに、IPOが達成された時にはVCの各種の権限が消滅し、起業家への支配の分配が増加することになる。」。

<sup>11</sup> 小川ほか（2019）130頁では、取得請求権が希釈化防止条項としての機能があることを示している。取得請求権を行使し、優先株式を普通株式に転換しようとする場合、その転換比率は、理論上、優先株式1株当たりの払込金額（優先株式の取得価額）を分子とし、「転換価額」と呼ばれる別の金額を分母とする式により求められる。ここで、「転換価額」は原則として払込金額と同額されるため、転換比率は1：1の比率となるのが一般的である。この原則を持つ取得請求権の希釈化防止条項の効力により、普通株式の評価が下がるダウンラウンドであっても、転換価額が下方修正され、優先株式が多く普通株式に転換されるように設計することができるようになるという。

代表的な要求の一つとなり得ると考える。

2001年～2012年において国内市場にIPOを果たした企業655社が1999年～2012年までに実施したエクイティファイナンス(4,770件)を対象に日本のVC投資において優先株式が利用される理由について分析した研究に高橋・忽那(2015)がある<sup>12</sup>。ここでは、まず、VCによる優先株式の引受が多い場合として、金融危機時(リーマンショック時)、会社設立から2年以内の投資、特に出資金額が大規模なエクイティファイナンスという特徴を挙げている<sup>13</sup>。併せて、医薬品、金融業、情報・通信業の企業において、VCによる優先株式の引受が活発に行われているものの、他の業種ではほとんど優先株式の引受が確認されなかったとしている。次にVCのタイプ別に見ると、独立系であっても非独立系(金融機関等が親会社のケース)であっても優先株式の引受状況に変化はなく、低い水準にあることがわかる。一方で、国内VCと海外VCの比較をすると、海外のVCによる優先株式の引受が圧倒的に多い状況が示されている。最後に行ったVCによる優先株式の引受の決定要因に関する実証分析では、金融危機時(不確実性が高い時期)の投資におけるリスクヘッジの手段として、また起業家と投資家間の情報の非対称性が大きいと考えられる会社設立初期、医薬品と情報・通信業に対する投資において用いられるといった特徴を確認するとともに、その傾向は海外VCにおいて強いということが示されている。この高橋・忽那(2015)による国内のVCによる優先株式の利用状況は、これまでに確認してきた先行研究の内容とも整合的であると考ええる。

#### 4. おわりに

本稿では、スタートアップがエクイティファイナンスを実施する際、なぜ、起業家と投資家は優先株式を発行もしくは引き受ける(要求する)のかという問題意識について、先行研究のサーベイを通して検討した。

起業家と投資家のエクイティファイナンスにおける最大の関心事は、起業家と投資家の株式持分である。エクイティファイナンス後の互いの株式持分に影響するPre-Money Valuationは、起業家と投資家間の交渉において決定する。そして、普通株式に比べ、様々な権利が付与されている優先株式は、この交渉において大きな武器となる可能性を持っている。それは、起業家と投資家の間には情報の非対称性が存在し、優先株式にはそれを解消する(エージェンシーコストを圧縮する)効果があるということに起因する(Cumming 2005; 福田・曹,2013; 高橋・忽那,2015)。換言すると、起業家による優先株式の発行には投資家に対するシグナリングとしての機能があるため、スウェット・エクイティのケースを踏まえると、起業家は株式持分の維

---

<sup>12</sup> 国内のベンチャーもしくはスタートアップが実施したエクイティファイナンスにおけるVCの優先株式の利用に関する決定要因の研究は高橋・忽那(2015)以外にない。そして、本稿の問題意識である起業家の優先株式の発行理由を分析した実証研究はない。

<sup>13</sup> 設立後5～8年の間に行われた投資では、大規模・小規模の両方で優先株式が利用されている。

持を図ることができ、一方、投資家は支配権などの権利を獲得することができているのではないかという見通しを得る（宍戸・藤野,2011）。

主に米国において活発に利用されてきた優先株式について、国内では様々な指摘があり、慎重な議論・検討が重ねられてきた（小川ほか,2019）。その結果、政策当局が優先株式を含む種類株式の利用促進に動き出した時期は、2011年頃からであると各種資料から読み取れる（経済産業省,2011；未上場企業が発行する種類株式に関する研究会,2011）。

国内のエクイティファイナンス市場は、優先株式の利用がようやく促進される環境が整った段階にある。今後生まれてくるスタートアップやエクイティファイナンス市場に参加する投資家により、様々な優先株式の利用が見込まれる。

## 参考文献

- AICPA (2004) Practice Aid – Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation.
- Bains, W., Wooder, S. and Guzman, D. R. M. (2014) “Funding Biotech Start-ups in a Post-VC World,” *Journal of Commercial Biotechnology*, Vol.20, pp.10-27.
- Cumming, D. (2005) “Agency Costs, Institutions, Learning, and Taxation in Venture Capital Contracting,” *Journal of Business Venturing*, Vol.20, pp.573-622.
- 福田充男・曹非 (2013)「日本の優先株式発行企業の業績」『京都産業大学論集』第30号, 35-49頁.
- Heughebaert, A. and Manigart, S. (2012) “Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.39, pp.500-530.
- 平田博紀 (2019a) 「「起業」に求められるものとは？」田中信弘・木村有里編著『新版・ストーリーで学ぶマネジメント～組織・社会編』,60-69頁,文眞堂.
- \_\_\_\_\_ (2019b) 「スタートアップのPre-Money Valuationの決定に関する展望—起業家と投資家の交渉力を中心に」『経営論集』,第29巻,121-134頁.
- \_\_\_\_\_ (2020) 「日本のスタートアップのPre-Money Valuationの決定—最初のエクイティファイナンスにおける起業家と投資家の交渉力に関する分析—」『VENTURE REVIEW』, No.36, 45-58頁,日本ベンチャー学会.
- 一般社団法人日本ベンチャーエンタープライズセンター (2018) 『ベンチャー白書2018』一般社団法人日本ベンチャーエンタープライズセンター.
- 経済産業省 (2011) 「平成23年度ベンチャー企業における発行種類株の価値算定モデルに関する調査報告書」.
- Klingler-Vidra, R. (2016) “When Venture Capital is Patient Capital: Seed Funding as a Source of Patient Capital for High-Growth Companies,” *Socio-Economic Review*, Vol.14, pp.691-708.
- 未上場企業が発行する種類株式に関する研究会 (2011) 「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」経済産業省.
- 小川周哉・竹内信紀・荒井悦久・弾塚寛之・松村英弥・吉田昌平・金澤久太・取出遼 (2019) 『スタートアップ投資ガイドブック』日経BP.
- 宍戸善一 (監修)・藤野洋一 (2011) 「日米のベンチャー・キャピタル投資の「法と経済学 (law & economics)」的側面からの考察」『商工金融』,2011年5月号,22-57頁,財団法人商工総合研究所.
- 高橋秀徳・忽那憲治 (2015) 「ベンチャーキャピタル投資における優先株式の利用」『証券アナリストジャーナル』第53巻第5号,15-24頁.
- Timmons, J. A. (1994) *New Venture Creation*, 4th ed., Richard D. Irwin (千本幸生・金井信次訳『ベンチャー創造の理論と戦略』1997,ダイヤモンド社).
- ウッツァマン, アニス (2013) 『スタートアップ・バイブル—シリコンバレー流・ベンチャー企業のつくりかた』講談社.