

経済産業省中小企業庁 事業環境部金融課 御中

令和3年度中小企業実態調査事業

中小企業に対する直接金融に係る調査 報告書

MRI 三菱総合研究所

2021年10月29日

金融DX本部

目次

1. 本調査の目的.....	1
1.1 背景・目的.....	1
1.2 事業の内容.....	1
1.2.1 実施事項.....	1
1.2.2 実施方法.....	3
1.2.3 実施スケジュール.....	3
2. 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスに関する実態調査	4
2.1 中小事業者のエクイティ・ファイナンスの活用実態に関する調査の実施.....	4
2.1.1 アンケート調査の実施概要.....	4
2.1.2 アンケートの調査結果	6
2.2 エクイティ・ファイナンスによる資金調達の利活用を促す余地のある中小事業者とそのタイミン グの明確化.....	30
2.2.1 ペルソナの明確化に向けたインタビューの実施	30
2.2.2 実態調査から得られた示唆.....	35
3. 本調査から得られた示唆を踏まえた提言.....	38
4. 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの利活用を促進するための情報整備	41

図 目次

図 1-1	本事業の全体像.....	1
図 2-1	企業の業種・事業内容.....	6
図 2-2	企業の売上高	7
図 2-3	企業の所在地	8
図 2-4	企業の資本金	9
図 2-5	【1】企業の主要株主（1つ選択）	10
図 2-6	【2】主要株主以外の株主（複数回答可）	10
図 2-7	従業員数.....	11
図 2-8	増資による資金調達に関する知識	12
図 2-9	種類株式に関する知識.....	13
図 2-10	既存株主以外の企業や個人に対する株式発行への懸念.....	14
図 2-11	直近 5 年間程度の投資目的（資金使途）	15
図 2-12	資金調達の手段.....	16
図 2-13	補助金で開始した取組みの継続のための資金調達方法.....	17
図 2-14	資金調達の手段として借入を選んだ理由.....	18
図 2-15	資金調達の手段として借入を選んだことに関する考え.....	19
図 2-16	自社の財務状況を踏まえた、今後の借入による資金調達余地.....	20
図 2-17	どのような仕組みがあれば、増資による資金調達を検討し易くなるか	21
図 2-18	どのような株式を発行したか	22
図 2-19	発行した種類株式の具体的内容	23
図 2-20	増資による資金調達における、調達金額の規模.....	24
図 2-21	増資による出資における、出資者の議決権割合.....	25
図 2-22	増資による資金調達における、具体的な出資者.....	26
図 2-23	今後における、増資の検討意向	27
図 2-24	増資による資金調達を検討したい理由	28
図 2-25	増資による資金調達を検討しない理由（懸念点）	29
図 2-26	中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの検討フローと 3 つの“つまずき”	37

表 目次

表 2-1 アンケート調査のスクリーニング条件	4
表 2-2 アンケート調査の設問.....	5
表 2-3 インタビューの対象者（中小事業者）	30
表 2-4 インタビューの対象者（中小事業者）	30

本稿における用語

本報告書で表記している用語の意味を以下の通り示す。

本報告書での表記	意味
銀行	銀行業務（特に融資業務）を行っている、銀行、信用金庫、農業組合、信用組合。
投資ファンド等事業者	投資ファンド、中小企業向けコンサルタント、M&A 仲介業者（本報告書内で中小事業者と区別するために使用）。
中小事業者	非上場の中堅・中小企業者。ただし、会社法上の大会社を一概に除くものではなく、本報告書ではエクイティ・ファイナンスの経験や知見が少ない非上場企業全般を指す概念として使用。

1. 本調査の目的

1.1 背景・目的

新型コロナウイルス感染症の影響を受け、昨年来、政府系・民間の金融機関による実質無利子無担保融資等を実施してきており、これまでに 250 万社超、48 兆円超の融資が実行されてきた。引き続き中小事業者に対する資金繰り支援は重要であるものの、ポストコロナ時代を見据えれば、キャッシュフローのほとんどが借入金の返済に充てられるような事態は防ぐべきであり、新たな事業や研究開発等により出す「攻めの投資」も必要になる。こうした挑戦(チャレンジ)には一定程度の資金が必要だが、我が国の非上場の中小事業者のほとんどは、手元にその原資がない場合、金融機関からの借入によって資金を調達しており、増資によって資金調達することは極めて稀である。

しかしながらエクイティ・ファイナンスによる資金調達には、借入とは違って返済という概念がないことから、新事業の開始等にあってリスクテイクをし易いといった点や、出資者からの積極的な経営支援を引き出し易いといったメリットがある。こうしたメリットを踏まえれば、種類株式等の設計と中小事業者が資金調達を行うタイミング次第では、融資ではなく出資を活用すべきケースも考えられる。

このような背景のもと、本調査では、非上場企業の中小事業者のエクイティ・ファイナンス活用余地及びその資金の出し手、調達スキーム等を明らかにするべく、本調査を実施した。

1.2 事業の内容

1.2.1 実施事項

本調査においては、アンケートやヒアリングを通じた実態調査とともに、中小事業者がエクイティ・ファイナンスを利用する際に、又は投資家が非上場企業の中小事業者向けのエクイティ・ファイナンスを検討する際に参考とする情報の整備を行った。また、本調査を通して得られた示唆を踏まえ、経験の浅い中小事業者がエクイティ・ファイナンスを利活用するために必要な社会的システム等について、提言としてまとめた。

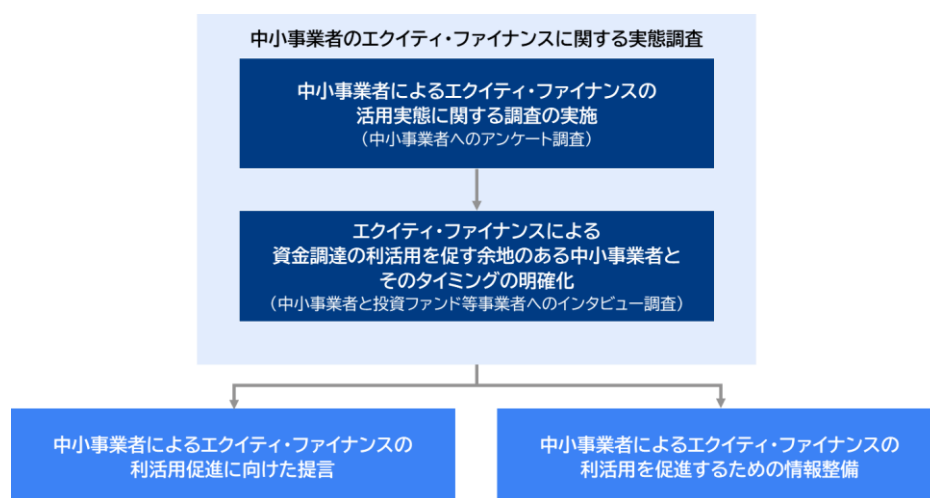


図 1-1 本事業の全体像

(1) 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの活用実態に関する調査の実施

中小事業者へのアンケート調査を通じて、中小事業者のエクイティ・ファイナンスの活用実態に関する調査を実施した。

また、設問については、エクイティ・ファイナンスの経験やそれに対する考え方・イメージ、今後の活用可能性のほか、エクイティ・ファイナンスが効果的であると考えられる投資(具体的には、新規事業開発や研究開発、既存事業の大幅な拡張といった投資時点ではキャッシュフローの見込みが不確定であるもの)における資金調達として、借入や補助金の利活用と、そういった調達方法がチャレンジングな取組みに及ぼす影響についても調査を行った。

(2) エクイティ・ファイナンスによる資金調達の利活用を促す余地のある中小事業者とそのタイミングの明確化

エクイティ・ファイナンスによる資金調達の利活用を促す余地のある中小事業者とそのタイミングについて仮説を立て、上記(1)のデータ及びインタビューを通じて検証を行い、そのペルソナを明らかにしていった。

具体的には、アンケートによるエクイティ・ファイナンスによる資金調達の利活用経験を有する中小事業者について、その特徴を整理するとともに、対象者へのインタビューを実施することで、中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの利活用が有効な場面・タイミングについて考察を行った。

(3) 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの利活用促進に向けた提言

前述の実態調査を通じ、中小事業者によるエクイティ・ファイナンス利活用に関する課題と今後の環境整備に向けた考察を提言として記載した。

具体的には、中小事業者によるエクイティ・ファイナンス利活用に対し、どのような論点があるかを“つまずき”として整理し、その解決として効果的と考えられる取組みについての考察を記載した。

(4) 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの利活用を促進するための情報整備

エクイティ・ファイナンスへ利活用経験の浅い中小事業者、及び、今後、このような事業者への出資を検討する投資家が、検討の入口段階で参考とすることを念頭に、情報整備を実施した。

具体的には、中小事業者によるエクイティ・ファイナンス活用の有効性とその事例等(第一章)、株式評価手法及び投資家による投資回収(EXIT)方法(第二章)、株式に付与可能な権利・義務(種類株式)及び出資を受ける際の留意点や増資の手続き(第三章)について、情報整備を実施した。また、実際のエクイティ・ファイナンスの利用促進の観点から、投資ファンド等へのインタビューを踏まえ、非上場中小事業者の調達(投資)スキームを検討するとともに、それを踏まえた投資契約書(株式引受契約、発行要項)のひな型を整備した。

1.2.2 実施方法

(1) 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの活用実態に関する調査の実施

国内の中小事業者に対し、近年の成長投資の実施有無とその際の資金調達方法とその理由、エクイティ・ファイナンスの経験の有無、エクイティ・ファイナンスの今後の利活用に関する考え等について、インターネットアンケート調査を実施した。

(2) エクイティ・ファイナンスによる資金調達の利活用を促す余地のある中小事業者とそのタイミングの明確化

前述のインターネットアンケート調査の回答者のうち、過去にエクイティ・ファイナンスを利用した経験を持ち、今後もその活用に前向きな中小事業者に対して、エクイティ・ファイナンスの実施に至った背景や実施のメリットについて、インタビューを実施した。

さらに、出資者から見た中小事業者向けエクイティ・ファイナンスの環境や課題、外部からの客観的な視点から見た中小事業者の課題について、国内の投資ファンド(ベンチャーキャピタル、バイアウト)、中小事業者向けコンサルタント、M&A 仲介事業者に対して、インタビューを実施した。

また、非上場企業の株式発行、流通の仕組みとして、特に株主コミュニティについて、日本証券業協会にインタビューを実施した。

(3) 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの利活用促進に向けた提言

中小事業者からのアンケート調査と投資ファンドや経営コンサルタントからのインタビューを踏まえ、仮説を検討し、中小事業者へのインタビューや提言に深く関連する地域銀行や銀行グループの投資ファンドへのインタビューを通して、課題を明らかにするとともに、環境整備の方向性について、提言を作成した。

(4) 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの利活用を促進するための情報整備

中小事業者がエクイティ・ファイナンスを利活用する際に参考とすることを想定した「エクイティ・ファイナンスの基礎知識」(第一章～第三章)のほか、事業者がエクイティ・ファイナンスの検討の際に、実際に直面するシチュエーションを踏まえた投資契約書のひな型とその条文解説の作成を実施した。

1.2.3 実施スケジュール

本調査は、令和3年5月末から同年10月末までの約5か月間で実施した。

2. 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスに関する実態調査

2.1 中小事業者のエクイティ・ファイナンスの活用実態に関する調査の実施

本章においては、本事業における実態調査のうち、中小事業者向けのインターネットアンケート調査に関する事項について記述する。

2.1.1 アンケート調査の実施概要

中小事業者の成長投資のためのエクイティ・ファイナンスという、本調査の主旨を踏まえ、以下の条件に当てはまる国内事業者を調査対象とした。

インターネットアンケートモニター4万人に対してスクリーニングアンケートを実施し、35,289件の回答を得た。さらに、スクリーニング条件に合った3,803名に本調査を実施し、1,892件のアンケートを回収した。

表 2-1 アンケート調査のスクリーニング条件

	項目	条件	理由
1	本社所在地	日本国内	・ 国内企業に限定するため
2	売上高	年商1億円～500億円	・ 中堅中小事業者を対象とするため(個人事業主と類似した法人と上場企業及びそれに準じる大企業は対象外)
3	売上高の変動	直近5年間で±30%以内	・ 既にエクイティ・ファイナンスが活発に行われているスタートアップ企業や、事業再生フェーズの企業といったライフステージ以外の事業者を対象とするため
4	創業年数	10年以上	
5	業種	全業種 (ただし、「農林水産業」、「金融・保険業」を除く)	・ 一般事業法人を対象とするため
6	会社の形態	株式会社	・ 株式発行による資金調達に関する調査のため(個人事業主を含めたその他の形態を便宜的に対象外とした)
7	回答者	経営者・役員、部長クラス	・ エクイティ・ファイナンスは経営の意思決定であることから、経営者又は経営に近い立場からの情報収集するため

出所)三菱総合研究作成

表 2-2 アンケート調査の設問

	項目	主な内容
1	デモグラフィックデータ	・ 業種、事業規模(売上高)、本社所在地、資本金規模、株主構成、従業員数
2	エクイティ・ファイナンスの知識	・ 増資に関する知識、種類株式の知識 ・ 外部株主を引受先とする増資のイメージ
3	成長投資に関する取組み	・ 成長に向けた取組みの内容 ・ 成長投資のための資金調達方法 ・ 補助金を活用した取組みを継続するための資金手当て
4	成長投資における借入による資金調達	・ 成長投資の資金調達として借入を選択した理由 ・ 成長投資への資金を借入により調達したことに対する考え ・ 今後の借入による資金調達余地 ・ (今後)増資を検討するために必要と考えるサポートや相談の相手
5	エクイティ・ファイナンスの活用実績	・ 種類株式の活用とその内容 ・ 増資によって実施した資金調達額 ・ 発行した株式の議決権割合 ・ 発行株式の引受先
6	エクイティ・ファイナンス利活用の意向	・ 増資を活用した資金調達の今後の意向とその理由

出所)三菱総合研究作成

2.1.2 アンケートの調査結果

本調査の実施結果について、以下に示す。

(1) スクリーニング条件:業種・事業内容

貴社の業種(事業内容)について、以下から当てはまるものを1つ選択してください。なお、複数の業種にまたがる事業を運営している場合には、最も主力と考えるものを選択してください。複数の会社にお勤めの場合は、主なお勤め先についてお答えください。(以降同様)	
1	鉱業
2	建設業
3	製造業
4	電気・ガス業
5	運輸・通信業
6	卸売業
7	小売業
8	飲食業
9	不動産業
10	サービス業
11	その他(上記に分類されない業種)

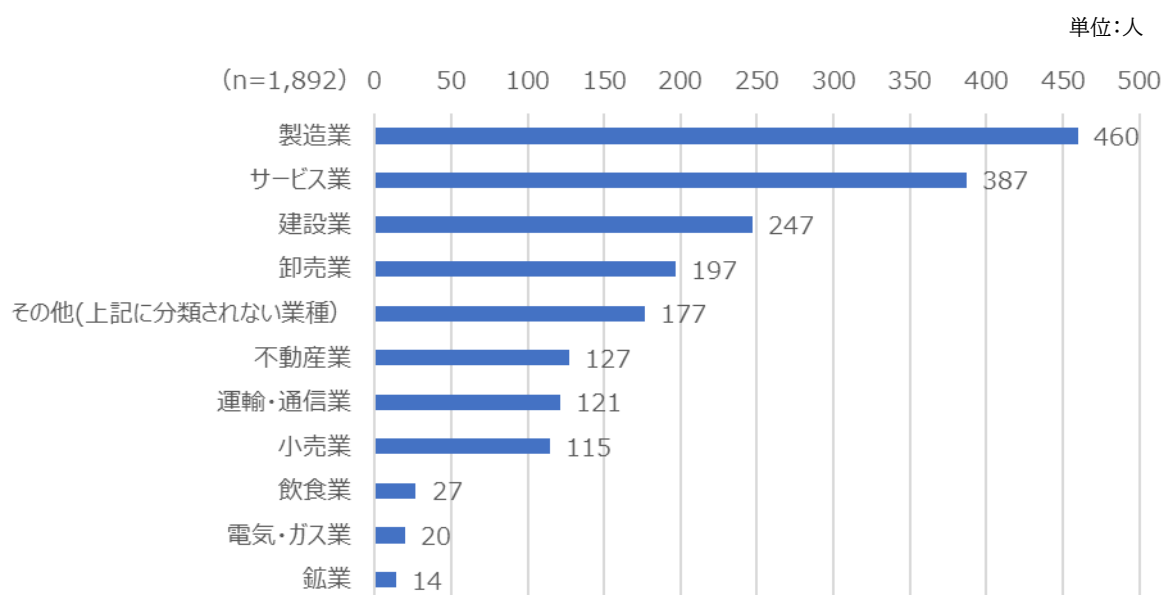


図 2-1 企業の業種・事業内容

本調査の回答者(n=1,892)のうち、およそ半分が製造業・サービス業に属し、最も多い属性である。なお、選択番号 1「農林水産業、林業、漁業」10「金融・保険業」、13「調査・広告代理業」、15「働いていない(パート・

アルバイト・専業主婦(主夫)・学生等を含む)」は今回の調査の目的に合致しないため、調査対象外とした。

(2) スクリーニング条件:売上高

貴社の売上高(直近 5 年間の平均)について、当てはまるものを以下から 1 つ選択してください ¹ 。なお、もし事業売却による減収がある場合には現在の事業での売上高を、企業買収・合併等による増収がある場合にはその影響による増収を除いて、回答してください。	
1	500 億円以上
2	300 億円以上、500 億円未満
3	100 億円以上、300 億円未満
4	50 億円以上、100 億円未満
5	10 億円以上、50 億円未満
6	1 億円以上、10 億円未満
7	1 億円未満
8	わからない・覚えていない

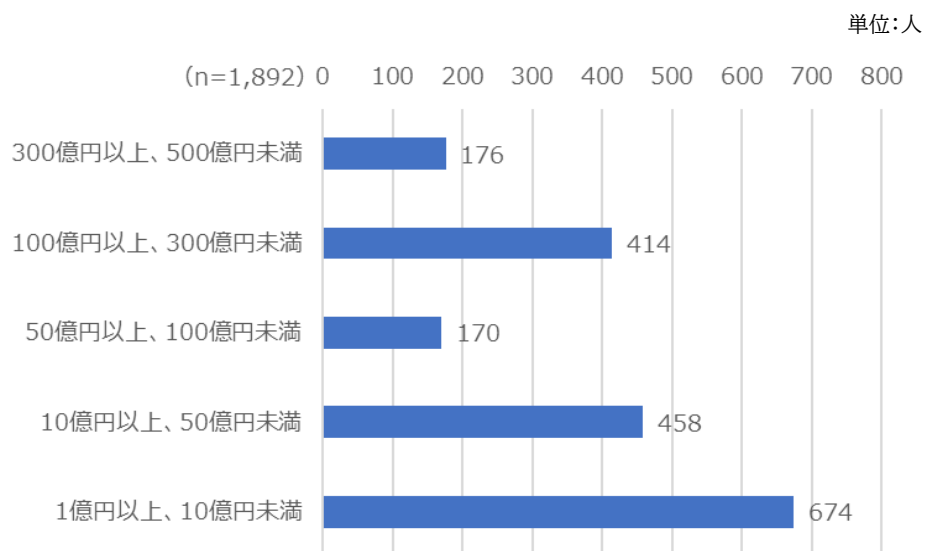


図 2-2 企業の売上高

本調査の回答者(n=1,892)のうち、半分強が売上高は 1 億円以上、50 億円以下と回答した。なお、500 億円以上、1 億円未満の企業は今回の調査の目的に合致しないため、調査対象外とした。

¹ なお、対象を中小企業とするために売上高「500 億円以上」を、実態としてフリーランスである法人を除くために「1 億円未満」、「わからない・覚えていない」の回答者は本調査の対象外としている。

(3) 問1:本社所在地に関する設問

貴社の本社所在地を以下から1つ選択してください。なお、“本社”は、登記に関わらず、実質的な本社機能がある拠点を回答してください。	
1	北海道・東北
2	関東(首都圏以外)
3	関東(首都圏)
4	中部
5	近畿
6	中国・四国
7	九州
8	その他

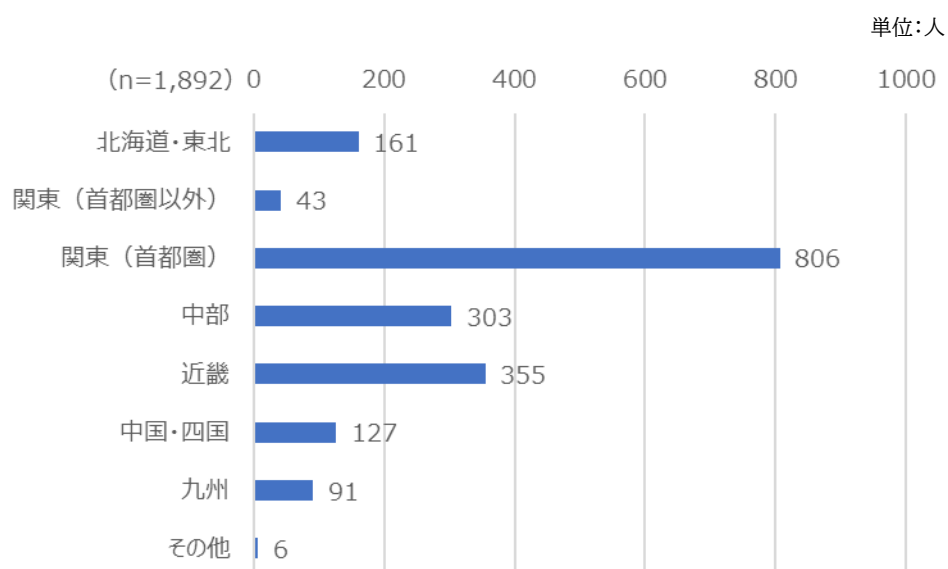


図 2-3 企業の所在地

本調査の回答者(n=1,892)の企業の所在地として、最も多いのは関東(首都圏)であった。その他、近畿や中部も合計 650 名程度が回答した。

(4) 問 2:資本金に関する設問

貴社の資本金について、以下から当てはまるものを1つ選択してください。	
1	1 千万円未満
2	1 千万円～5 千万円未満
3	5 千万円～1 億円未満
4	1 億円～5 億円未満
5	5 億円以上

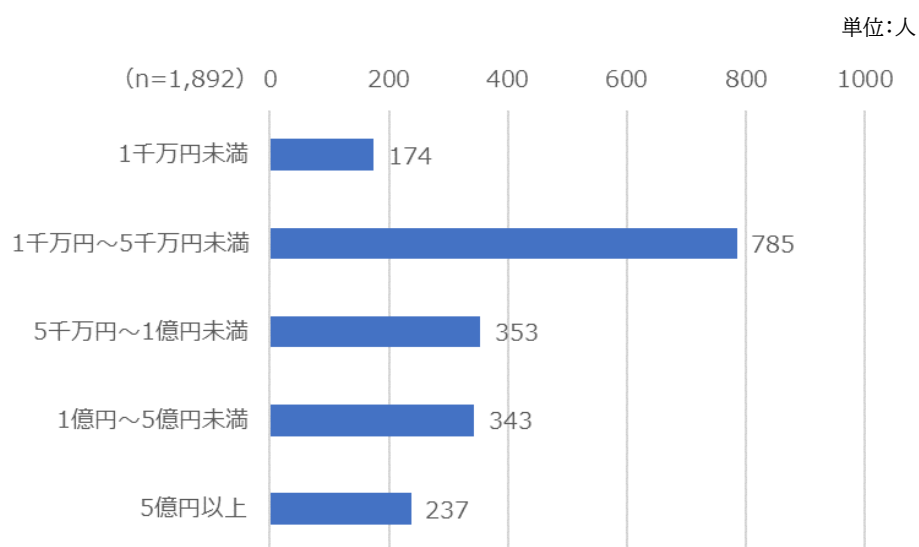


図 2-4 企業の資本金

本調査の回答者(n=1,892)は、自社の資本金として半分弱が「1 千万円～5 千万円未満」と回答し、最も多い属性であった。

(5) 問 3:株主構成に関する設問

貴社の株主構成について、教えてください。以下の選択肢のなかで、【1】最も保有割合が多い株主については当てはまるものを1つ選択、【2】それ以外の株主については【1】で選んだ選択肢以外で当てはまるものを全て選択(複数選択)してください。	
1	会社代表者及びその一族
2	会社関係者(役員、従業員)
3	その他個人(経営者の友人・知人等)
4	事業会社(事業上の取引関係有)
5	事業会社(事業上の取引関係無)
6	金融機関・投資ファンド(中小企業投資育成を含む)
7	その他
8	特になし

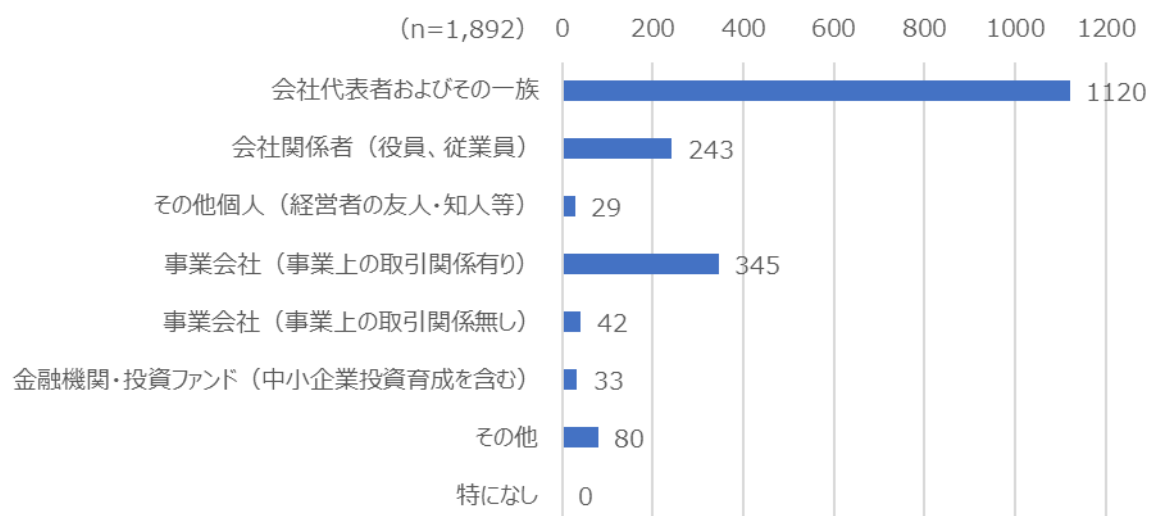


図 2-5 【1】 企業の主要株主（1 つ選択）

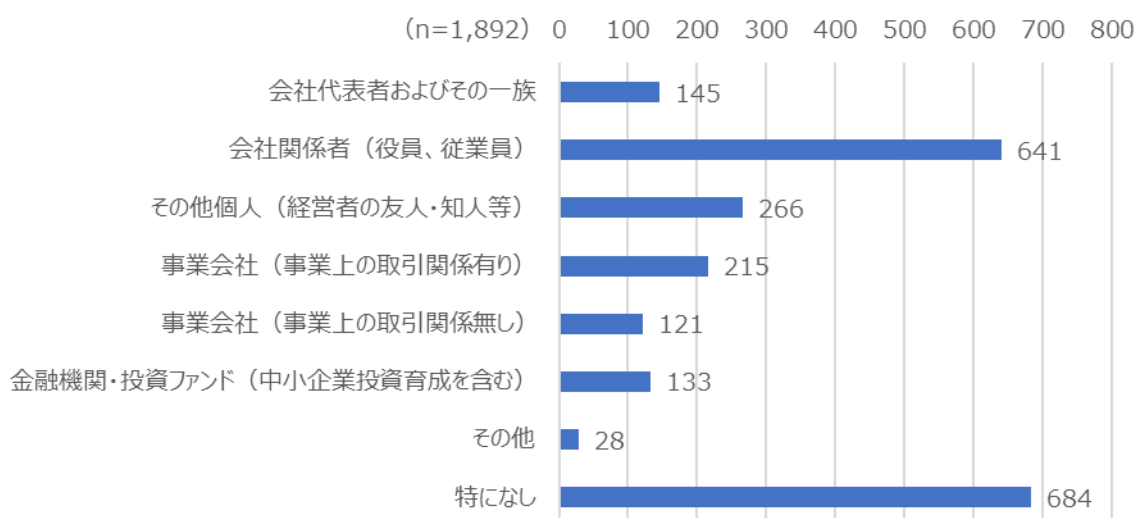


図 2-6 【2】 主要株主以外の株主（複数回答可）

本調査の回答者(n=1,892)のうち、自社の主要株主として最も多く回答されたのは「会社代表者及びその一族」であり、所謂、同族経営が多い。ほかには、「会社関係者(役員、従業員)」、「事業会社(事実上の取引関係有)」が挙げられ、ほかの選択肢を回答した者それぞれ少数であった。

主要株主以外の株主としては、「特になし」が最も多い回答であった。僅差で次に多いのは「会社関係者(役員、従業員)」であった。

主要株主、それ以外の株主の結果を併せると、同族及び会社関係者という狭い範囲に株主が限られていることが示唆される。一方で、「金融機関・投資ファンド(中小企業投資育成を含む)」という回答も、主要株主で 33 名、それ以外で 133 名あり、回答者のうち 1 割弱が金融機関や投資ファンドから出資を受けていることが伺える。

(6) 問 4:従業員数に関する設問

貴社の従業員数(役職員、臨時雇用を含む／日雇用を除く)について、当てはまるものを以下から 1 つ選択してください。	
1	20 人未満
2	20 人以上 50 人未満
3	50 人以上 100 人未満
4	100 人以上 300 人未満
5	300 人以上 500 人未満
6	500 人以上

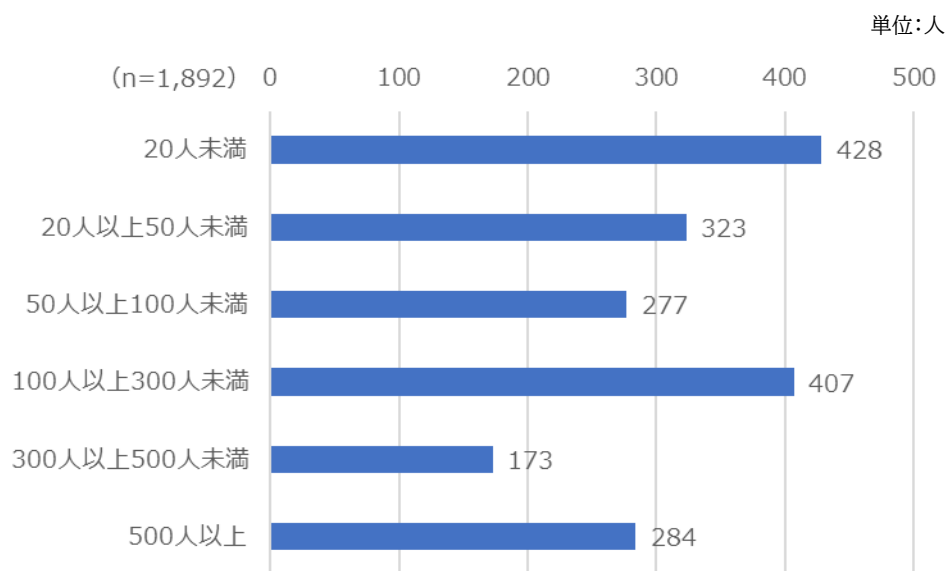


図 2-7 従業員数

回答者(n=1,892)のうち、自社の従業員数として最も多い回答は 20 人未満であり、428 名が回答した。回答は分散しており、大きな偏りはない。500 人以上と規模が比較的大きい企業として回答した者も 284 名いた。

(7) 問 5:増資の知識に関する設問

貴社が、今後、増資による資金調達を検討しようとした場合において、以下のうち、最も近いものを 1 つ選択してください。	
1	経営者又は社員に詳しい者がいるため、自社内で検討できると思う(株式の種類や株式評価方法等、十分な知識を持っている)
2	内容については何となくはわかるが、詳しい者が社内にはいないため、専門家の補助的なサポートがあれば検討できると思う(自社のみで検討することは難しい)
3	ほとんど知識がなく、専門家の全面的なサポートがないと検討を開始することも難しいと思う(ほとんど知識がないため、検討をするには、用語や概念から学習が必要)

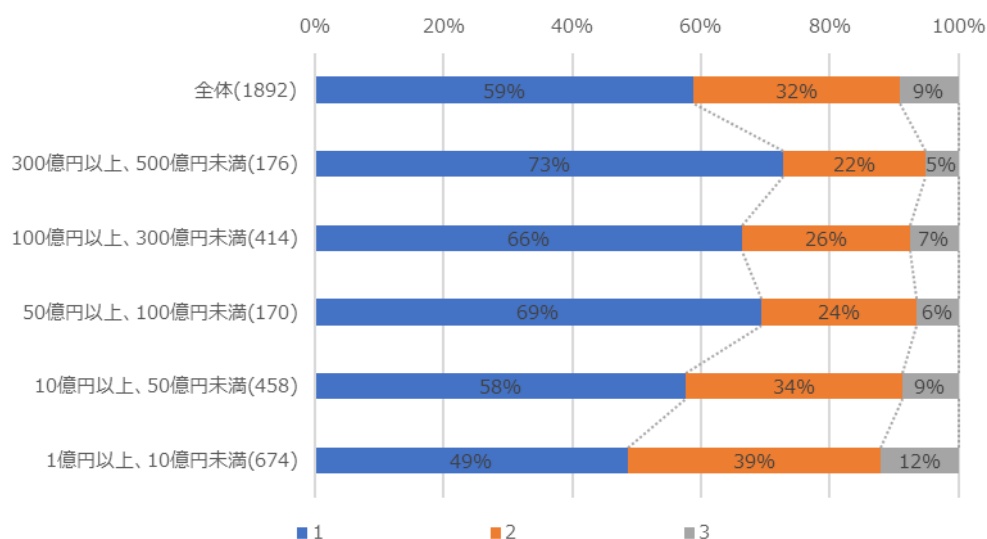


図 2-8 増資による資金調達に関する知識

本設問では、増資による資金調達に関する知識の度合いを聞いた。全回答者(n=1,892)のうち 59%が、社内に知識レベルの高い者がおり、増資による資金調達の際には自社内で検討できると回答した。さらに、専門家の補助的サポートがあれば検討可能とした回答者も含めると 91%に上り、回答者のうち 9 割以上が高又は中レベルの知識があると回答。一方で、残り1割はほとんど知識がないと回答し、用語や概念などの基本的知識から身に着ける必要があると回答。

売上別にみると、売上高が大きい中小事業者の方が知識レベルは高い傾向がありつつも、「売上 1 億円以上、10 億円未満」の規模の企業でも、ほとんど知識がないという回答は 1 割程度にとどまった。

(8) 問 6:種類株式の知識に関する設問

株式会社は、増資の際に「普通株式」以外にも、「種類株式」(又は「優先株式」)を発行することが出来ますが、その内容について、どのくらい知っていますか？以下のうち、最も近いものを1つ選択してください。	
1	過去に「種類株式」を発行、又は検討した経験や学習した経験があり、その特徴等には社内に知見がある(また、知見のある社員がいる)
2	「種類株式」や「優先株式」といった用語は知っており、概念的には理解している
3	「種類株式」や「優先株式」といった用語は聞いたことはあるが、内容については知らない
4	「種類株式」や「優先株式」といった用語自体を聞いたことがない

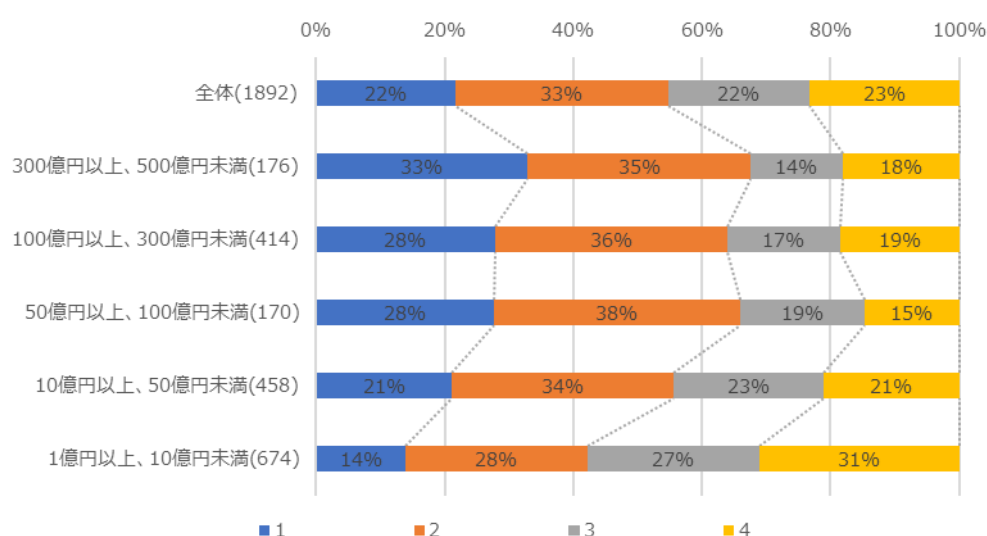


図 2-9 種類株式に関する知識

本設問では、種類株式に関する知識の度合いを聞いた。全回答者(n=1,892)のうち、種類株式について発行・検討の経験があり、社内に知識があるという回答は 22%であった。用語を知っており、概念的には理解しているという回答が一番多く、33%であった。用語のみ知っているという回答は 22%、用語自体聞いたことがないという回答は 23%であった。回答者のおよそ半分強は中・高レベルの理解をしている一方、残りの半分は用語を聞いたことがあるがその概念を知らない、若しくは聞いたことがなく、十分な知識がないとわかった。

売上別にみると、前問(増資による資金調達による知識)と同様、売上高が大きい方が知識は高い傾向にある。売上高が「300 億円以上、500 億円未満」の企業でも、およそ3割が概念を知らない、用語を聞いたことがないと回答しており、売上高が「1 億円以上、10 億円未満」の企業ではその割合はおよそ 6 割にまで上り、一定以上の差が生じていることが示唆される。

前問と比較すると、増資による資金調達に関する全般的な知識と比較して、種類株式に関する知識のレベルは低いということがわかる。

(9) 問 7:外部株主を引受先とする増資のイメージに関する設問

増資を検討する場合には、既存株主以外の企業や個人を引受先とすることが多く見られます。これについて、懸念とを感じるものを以下から全て選択してください。(懸念がない場合は 7 を選択)(複数回答可)	
1	経営の自由度が低下しないか
2	より高い収益を生み出し続けるプレッシャーがかけられるのではない
3	高い配当金を要求されないか
4	経営権を奪われる(会社が乗っ取られてしまう)といったことはないか
5	取引銀行からの印象が悪くなるのではない(既存融資への影響がでてくるのではない)
6	その他上記以外の懸念【自由記述】
7	特段、懸念とを感じることはない

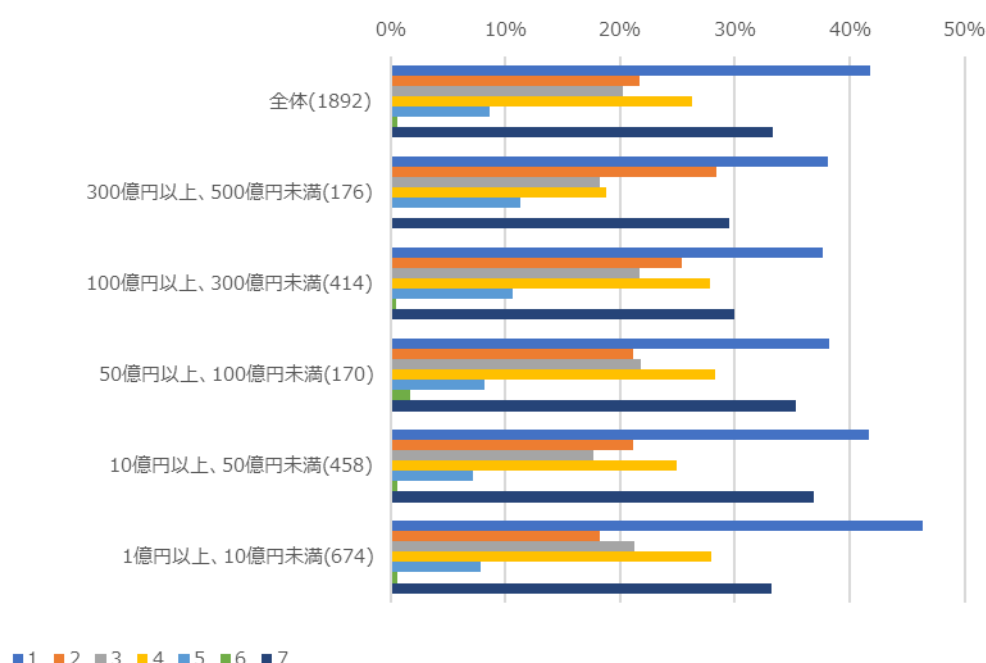


図 2-10 既存株主以外の企業や個人に対する株式発行への懸念

本設問では、既存株主以外の企業や個人に対する株式発行について、懸念事項を聞いた。最も多い懸念事項は全回答者(n=1,892)の 4 割以上が選択した、「経営の自由度低下」だった。次に多い回答は「特段、懸念とを感じることはない」であり、3 割程度が選択し、懸念を感じない回答者も一定以上いるということがわかった。「高い収益を生むプレッシャー」、「高い配当金を要求される」、「経営権を奪われる」は 2 割程度、「取引銀行からの印象悪化」は 1 割程度が選択した。

売上高別にみると、僅かな差ではあるが、売上高が小さい方が「経営の自由度低下」を懸念する割合が高い傾向にある(「300 億円以上、500 億円未満」と、「1 億円以上、10 億円未満」での差は 8pt)。一方で、売上高が大きい方が、「高い配当金を要求される」懸念が大きい傾向にある(「300 億円以上、500 億円未満」と、「1 億円以上、10 億円未満」での差は 10pt)。

そのほか、自由記述回答では、資本金が積みあがることで、中小企業優遇税制が受けられなくなってしまうといった税制面や、既存株主の同意を得られるかといった意思決定のハードル面についての回答があった。

(10) 問 8:成長に向けた取組みに関する設問

過去(直近 5 年間程度)の投資目的(資金使途)について、当てはまるものを以下から全て選択してください。(特に当てはまるものがない場合は 5 を選択)(複数回答可)	
1	既存事業の拡大や改良に向けた新たな設備の導入や人員の増強
2	研究開発等に係る投資(設備投資、人材の獲得等を含む)
3	新規事業の立ち上げ(設備投資、人材の獲得等を含む)
4	他社の M&A
5	上記で該当するものはない

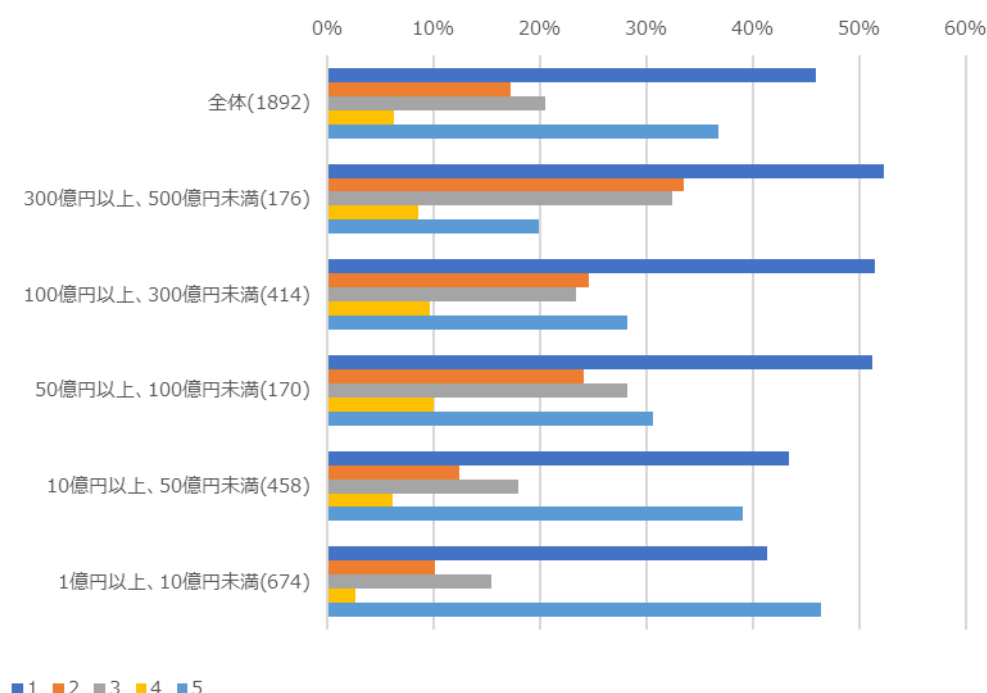


図 2-11 直近 5 年間程度の投資目的 (資金使途)

本設問では、直近 5 年間程度の投資目的(資金使途)について聞いた。全回答者(n=1,892)のうち、最も多い回答は「既存事業の拡大や改良に向けた設備・人員増強」であり、4～5割程度が選択した。「研究開発」、「新規事業立ち上げ」は何れも 2 割程度、「他社の M&A」は 1 割弱が選択した。「何れにも該当しない」という回答は3～4割程度であった。

売上高別でみると、全ての投資目的(「何れにも該当しない」除く)について、売上高が大きい方が、資金調達の実績がある傾向である。同時に、「何れにも該当しない」を選択した割合は売上高が小さい方が高い。売上規模が小さいと、選択肢のような明確に事業拡大を目指す目的で投資をする機会が少ないということが示唆される。

(11) 問 9:成長投資のための資金調達手段に関する設問

問 8 で 1～4 を選択した方にお聞きます。その際の資金はどのように用意しましたか？以下から当てはまるものを全て選択してください。(資金調達を実施していない場合には 9 を選択)(複数回答可)	
1	国や地方自治体等からの補助金
2	銀行等金融機関からの借入(社債を含む)
3	会社関係者(経営陣やその家族、従業員等)個人からの借入(社債を含む)
4	会社関係者以外の個人からの借入(社債を含む)
5	第三者(会社関係者以外)を引受先とする増資(株式の新規発行)
6	会社関係者(経営陣やその家族、従業員等)を引受先とする増資(株式の新規発行)
7	自社で保有する自社株式(金庫株)の売却(※経営者保有の株式を売却して会社に貸し付けるものは「5」を選択)
8	その他【自由記述】
9	新規の資金調達は実施していない(自己資金の範囲内で実施した)

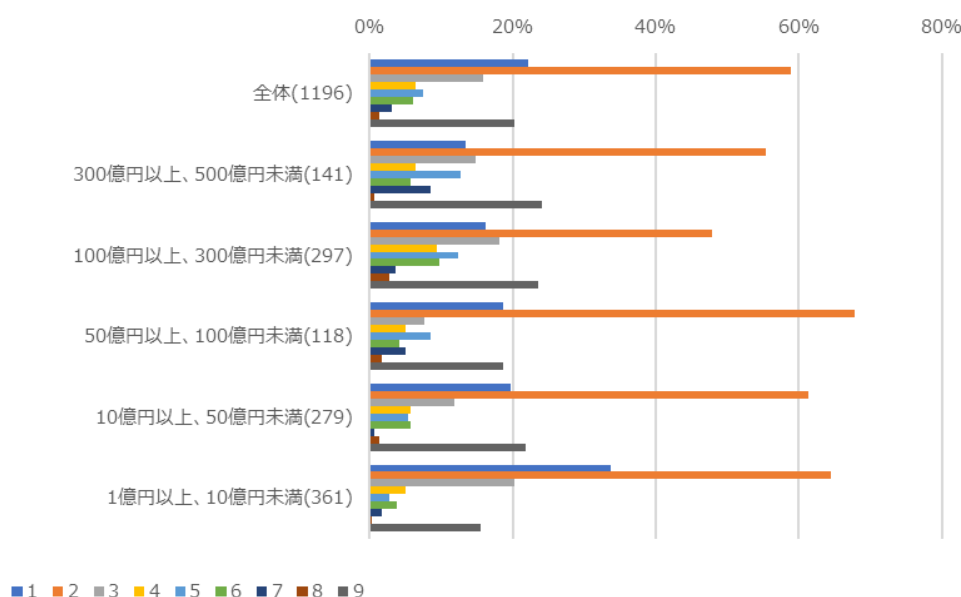


図 2-12 資金調達の手段

本設問では、問8で1～4(成長に向けた取組みを実施)を選択した回答者に対して、どのように資金調達をしたかを聞いた。全回答者(n=1,196)のうち、最も多い手段は「銀行等からの借入(社債を含む)」であり、6割程度が選択した。「国や自治体からの補助金」、「会社関係者からの借入(社債を含む)」は何れも2割程度が選択、「会社関係者以外の個人からの借入(社債を含む)」、「第三者(会社関係者以外)を引受先とする増資(株式の新規発行)」、「会社関係者を引受先とする増資(株式の新規発行)」は何れも1割弱が選択した。一方、「新規の資金調達は実施していない(自己資金の範囲内で実施)」を選択した回答者が2割程度いた。

売上高別にみると、売上高に関わらず、「銀行等からの借入」が一貫して多く、5割以上が選択している。売上高が小さい方が、「国や自治体からの補助金」の割合が高く、その分売上高が大きい方が多様な手段を利用していることがわかる。なお、自由記述回答では、グループ内(親会社、関係会社)からの調達という記載が

あった。

(12) 問 10:補助金により開始した取組みの継続に関する設問

問 9 で 1 を選択した方にお聞きします。設備投資や新規事業開発、研究開発等への取組みに一定の成果が見込まれ、事業化・製品化や販売に向けて、その取組みを継続する場合、追加の資金調達が必要になることも多いと思います。その場合、追加の資金はどのように調達を行いますか？以下から最も近いものを 1 つ選択してください。	
1	自己資金で取組みを継続する
2	金融機関等からの借入で資金を調達する
3	金融機関以外(経営者等)からの借入で資金を調達する
4	増資によって資金を調達する
5	補助金を含めて開始当初の予算で、事業化・製品化まで行けない場合には断念せざるを得ない(研究開発等で追加の資金調達は難しい)

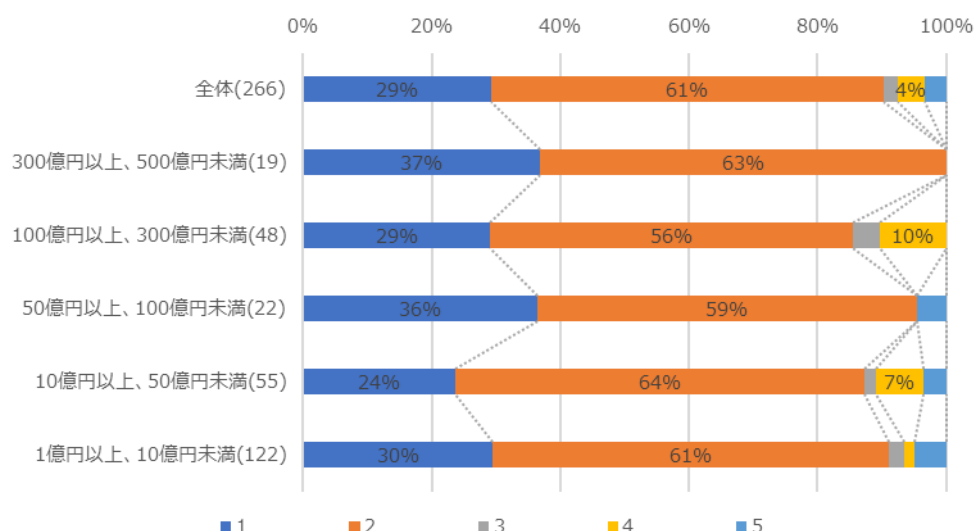


図 2-13 補助金で開始した取組みの継続のための資金調達方法

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達的手段として「国や地方自治体からの補助金」を選択した回答者に対して、補助金を利用した取組みの結果、成果が見込まれ、継続する場合に、どのような資金調達手段を選択するかを聞いた。全回答者(n=266)のうち、最も多い回答は「金融機関等からの借入」であり、6 割が選択した。次に多いのが「自己資金で取組みを継続」であり、3 割であった。「増資による資金調達」を選択した回答者は全体では 1 割弱にとどまる。

売上別にみても、n 数が少ないこともあり、大きな違いや傾向は見られない。売上高に関わらず、途中で断念をするという回答者は 5%にも満たず、金融機関からの借入、及び自己資金の利用によって、取組みを継続すると回答している。

(13) 問 11:成長投資の資金調達として借入を選択した理由

問 9 で 2～4 を選択した方にお聞きます。増資ではなく、借入による資金調達を選択した理由について、以下から最も近いものを 1 つ選択してください。	
1	借入先に融資を前提に相談した(資金調達として、それ以外に思い当たらなかった)
2	借入先に資金調達についての相談をした結果、提案されたのが融資であった
3	増資も選択肢としてあったが、調達条件(金利や利子補給)等の理由から借入がより良い選択と考えた
4	増資による資金調達を検討したが実現には至らず、次の選択肢として借入での調達を行った

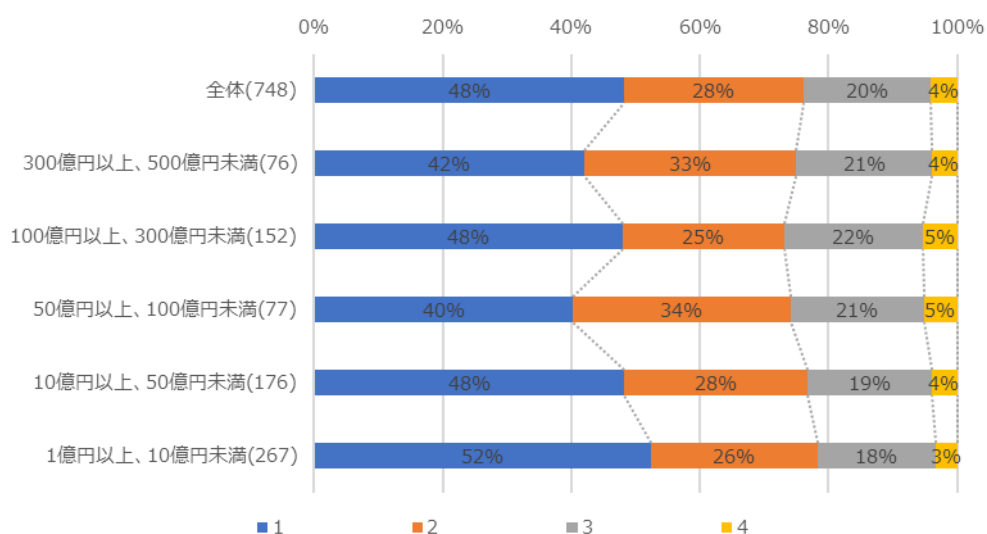


図 2-14 資金調達の手段として借入を選んだ理由

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達の手段として借入(金融機関、会社関係者、第三者)を選んだ回答者に対して、その理由を聞いた。全回答者(n=748)²のうち、最も多い回答は「資金調達方法として、それ以外に思い当たらなかった」であり、5 割程度を占めた。次に多い回答は「借入先に資金調達について相談したら、提案された」であり、3 割程度を占めた。一方で、「増資も選択肢としてあったが、調達条件等の理由から借入がより良い選択と考えた」という回答は 2 割程度、「増資を検討したが、実現に至らず、借入を実施した」という回答が 1 割弱であった。このように、そもそも増資が選択肢としてなかった回答者が 8 割程度を占めた。

売上別にみると、売上高に関わらず、8 割程度がそもそも増資を選択肢として検討していない。僅かな差であるが、売上高が小さい方が、そもそも増資を検討していない割合が高い傾向がある。

² 問 9 で 2～4 を選択した 841 名のうち、未回答であった 93 名を含まない。

(14) 問 12:成長投資への資金を借入に調達したことへの考えに関する設問

問 9 で 2～4 を選択した方にお聞きします。借入による資金調達を選択したことについて、どのように考えているか、以下から最も近いものを 1 つ選択してください。	
1	借入金の返済に向けて投資した事業から早期に利益を生み出さなければならず、大きなチャレンジはしにくかった
2	希望した金額を調達することが出来ず、当初の予定よりも小規模な取組みしか出来なかった
3	多額の資金調達により金利負担が重い(又は、金利負担の重さから多額の資金調達を断念した)
4	その他【自由記述】
5	何も問題はない(妥当な選択であったと思う)

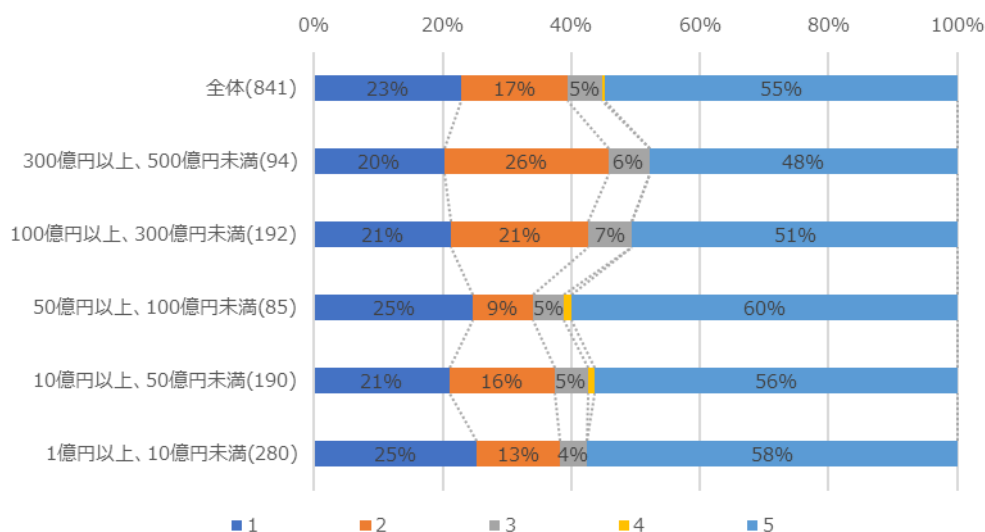


図 2-15 資金調達の手段として借入を選んだことに関する考え

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達の手段として借入(金融機関、会社関係者、第三者)を選んだ回答者に対して、借入を選んだことについて、どのように考えているかを聞いた。全回答者(n=841)のうち、最も多い回答は「何も問題はない(妥当な選択であったと思う)」であり、全体の 5 割強が回答した。「返済に向けて早期に利益を生む必要があるため、大きなチャレンジはしにくかった」、「希望した金額を調達できず、当初の予定よりも小規模な取組みしかできなかった」という回答が何れも 2 割程度、「多額の資金調達により金利負担が重い(若しくは、金利負担の重さから多額調達を断念)」という回答は 1 割弱であった。このように大半は問題を感じていない一方で、4 割程度が大きなチャレンジができなかった、小規模にせざるを得なかったと感じている。

売上別にみると、僅かな差ではあるが、売上高が小さい方が「何も問題はない」と回答した割合が高い(「300 億円以上、500 億円未満」と「1 億円以上、10 億円未満」の差が 10pt)。その一方で、売上高が高い方が「大きなチャレンジがしにくい」「小規模な取組みしかできなかった」という回答が多い(「300 億円以上、500 億円未満」と「1 億円以上、10 億円未満」の差が 8pt)。

自由記述回答では、成長投資に関する取組みに関して、取引銀行の提案力に不満があるといった記載があった。

(15) 問 13:今後の借入による資金調達余地に関する設問

問 9 で 2～4 を選択した方にお聞きします。自社の財務内容を踏まえ、今後の借入による資金調達余地について、以下から最も近いものを 1 つ選択してください。	
1	事業規模やキャッシュフローの状況を踏まえると、これ以上の借入による資金調達は困難と考えている
2	担保保証によらない借入余力はまだあるが、これ以上の借入は極力増やしたくないと考えている
3	無担保・無保証での借入余力はあまりないが、担保の差し入れや機関保証の利用による借入にはまだ余力があると考えている
4	その他【自由回答】
5	特に問題はない(それなりの規模の投資や中長期にわたる研究開発にも対応できる借入余力はあると考えている)

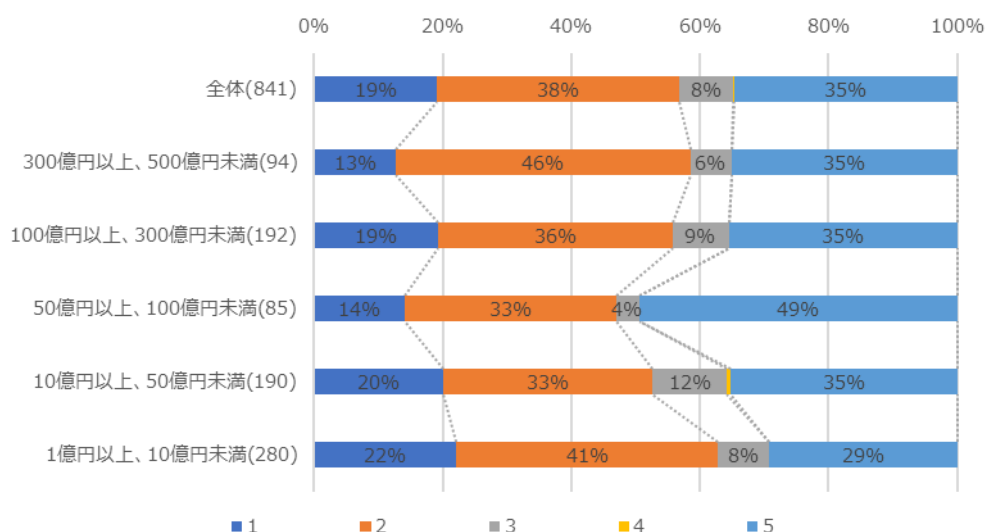


図 2-16 自社の財務状況を踏まえた、今後の借入による資金調達余地

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達の手段として借入(金融機関、会社関係者、第三者)を選んだ回答者に対して、今後の借入による資金調達余地を聞いた。全回答者(n=841)のうち、最も多い回答は「担保保証によらない借入余力はまだあるが、これ以上の借入は極力増やしたくない」であり、4 割程度が回答した。僅差で次に多い回答は「特に問題はない(それなりの規模の投資や中長期にわたる研究開発にも対応できる借入余力はある)」であり、4 割弱が回答した。「事業規模やキャッシュフローの状況を踏まえると、これ以上の借入による資金調達は困難」という回答は 2 割程度、「無担保・無保証での借入余力はあまりないが、担保の差し入れや機関保証の利用による借入にはまだ余力がある」という回答は 1 割程度を占めた。このように、8 割弱は、問題ない、若しくは極力借入は増やしたくないが、担保保証に頼らない借入が可能と回答した。その一方で、3 割程度は、借入の余力なし、若しくは担保保証がある場合のみ可能と回答した。

売上別にみると、売上高に関わらず、7～8 割程度が、借入について問題ない、若しくは極力増やしたくないが、担保保証なしでも借入が可能と回答。「50 億円以上、100 億円未満」(n=85)の層が、「特に問題はない」とする回答がほかと比較して 14～20pt 程度多い。

(16) 問 14:増資を検討するために必要なサポート・相談相手に関する設問

問 9 で 2～4 を選択した方にお聞きます。どのような仕組みがあれば、増資による資金調達を検討し易いと考えますか。以下から最も近いものを 1 つ選択してください。	
1	取引金融機関が増資について相談や提案、サポートを提供してくれる
2	税理士や弁護士等、増資の相談やサポートをしてくれる専門家がいる
3	商工会等事業者団体が増資の相談やサポートをしてくれる
4	増資の利点は認識しているがデメリットが大きいと考えるため、増資による調達を積極的に検討したいとは思わない
5	増資による資金調達のメリットを感じない

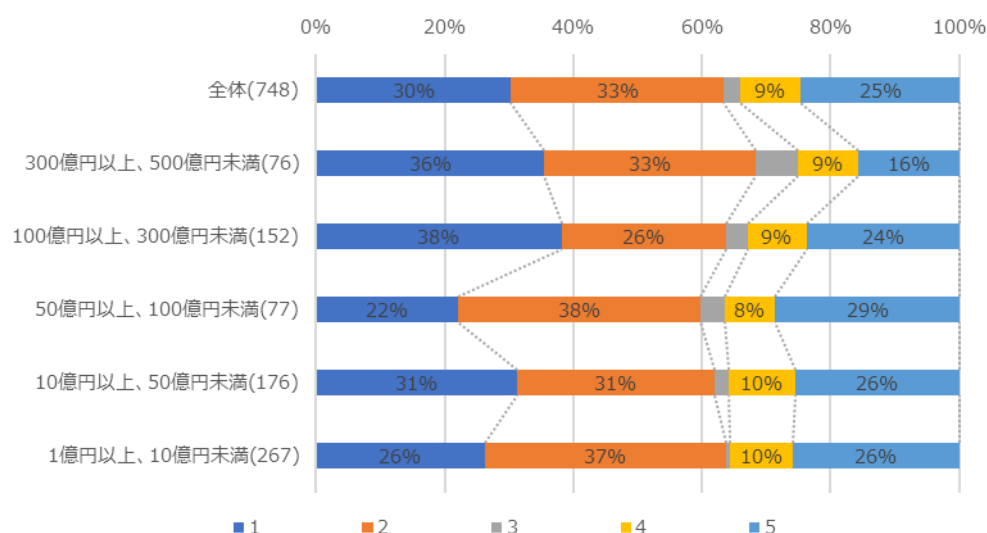


図 2-17 どのような仕組みがあれば、増資による資金調達を検討し易くなるか

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達の手段として借入(金融機関、会社関係者、第三者)を選んだ回答者に対して、どのような仕組みがあれば増資による資金調達を検討し易くなるかを聞いた。全回答者(n=748)³のうち、「取引金融機関による相談・提案・サポート」と「税理士や弁護士等、専門家によるサポート」という回答が何れも 3 割程度を占めており、最も多い回答となった。「商工会等事業者団体によるサポート」は僅かな回答しかなかった。一方で、「増資による資金調達のメリットを感じない」という回答が 3 割弱、「増資の利点は認識しているが、デメリットが大きいと考えるため、増資による調達を積極的に検討したいとは思わない」が 1 割程度を占め、全体のうち 3 割程度が、そもそも増資を検討する考えがないということがわかった。

売上別にみると、売上高に関わらず、6～7 割程度が金融機関や専門家のサポートを受けることができれば検討し易いと回答し、残りの 3 割程度がそもそも検討する考えがない。僅かな差ではあるが、売上高が大きい方が、「商工会等事業者団体によるサポート」の割合が高い傾向がある。

³ 問 9 で 2～4 を選択した 841 名のうち、未回答であった 93 名を含まない。

(17) 問 15:種類株式の活用に関する設問

問 9 で 5 又は 6 を選択した方にお聞きします。増資において、どのような株式を発行したか、以下から当てはまるものを 1 つ選択してください。なお、同じ目的で複数回に分けて増資をしている場合にそれら全体で 1 つの調達とし、また、異なる目的で複数回増資している場合には直近で実施した増資について回答してください。

1	普通株式を発行した
2	種類株式を発行した
3	普通株式と種類株式両方発行した
4	わからない・覚えていない

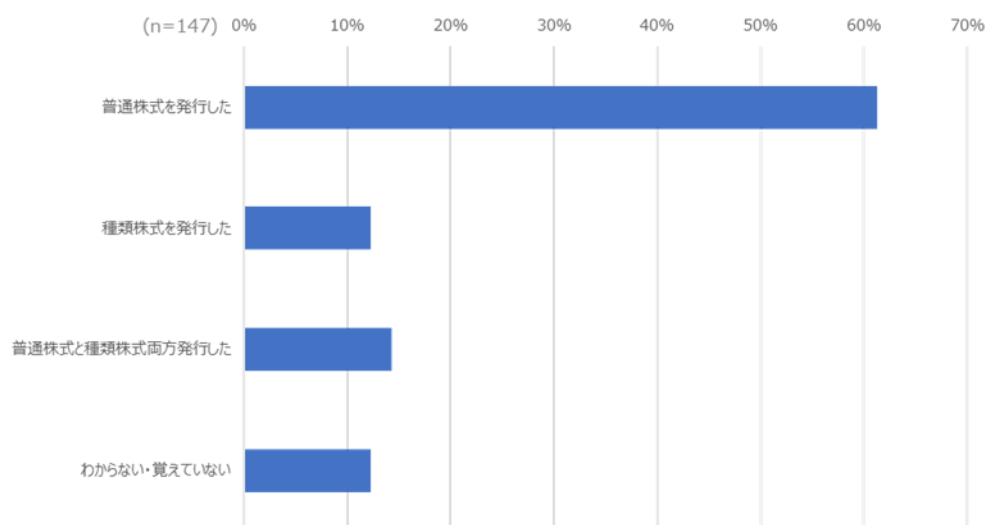


図 2-18 どのような株式を発行したか

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達の手段として新規株式発行による増資(第三者・会社関係者を引受先とする)の経験があると回答した回答者に対して、どのような株式を発行したかを聞いた。全回答者(n=147)のうち、最も多い回答は「普通株式の発行」であり、6 割程度を占めた。「種類株式の発行」、「普通株式・種類株式両方発行」はどれも 1 割程度が回答し、種類株式を発行したのは合わせて 3 割弱にとどまった。半分以上が普通株式のみであり、種類株式の活用余地がまだあることが示唆される。

(18) 問 16:活用した種類株式に関する設問

問 15 で 2 又は 3 を選択した方にお聞きます。具体的にどのような種類株式を発行したか、以下から当てはまるものを全て選択してください。	
1	剰余金の配当についての権利が普通株主とは異なるもの(優先的に配当を受けられる等)
2	残余財産の分配についての権利が普通株主とは異なるもの(会社を精算する際に優先的に財産の分配が得られる等)
3	株主総会での議決権が普通株主とは異なるもの(議決権の行使に制限がかかっている等)
4	株式を譲渡する際に会社の承認決議を要するもの
5	予め定めた事由が生じた場合に、株主が会社に株式を取得するよう請求できるもの(取得請求権)
6	予め定めた事由が生じた場合に、会社が株主の保有する株式を取得できるもの(取得条項)
7	株主総会の決議によって、会社がその種類株式の全部を取得できるもの(全部取得条項)
8	予め定めた株主総会決議事項のなかで、普通株主総会のほか、種類株主で構成する種類株主総会の決議を必要とするもの(拒否権)
9	取締役・監査役を選任に関して普通株主とは異なる権利が付与されているもの(役員選任権)
10	よくわからない

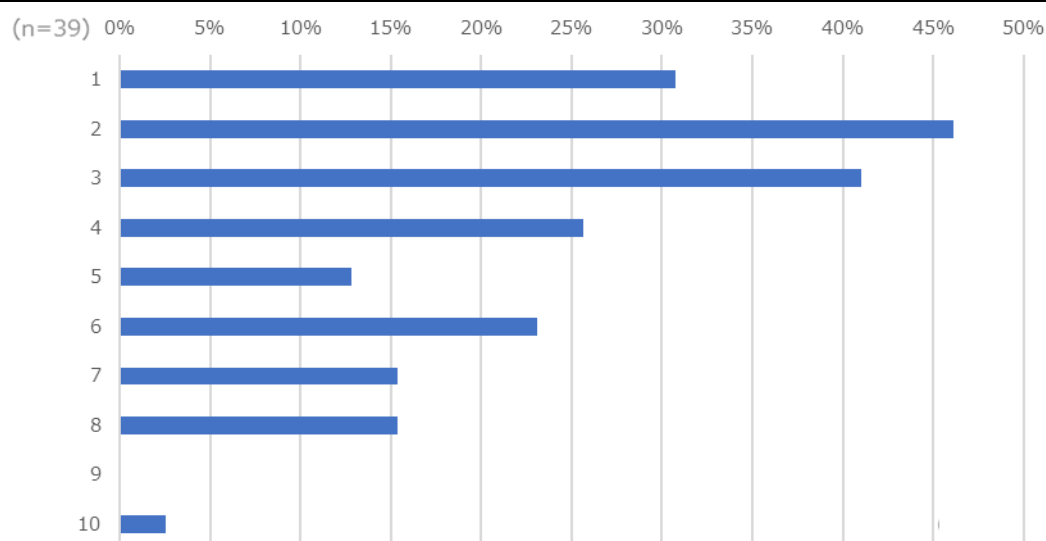


図 2-19 発行した種類株式の具体的内容

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達的手段として新規株式発行による増資(第三者・会社関係者を引受先とする)の経験があり、さらに問 15 で種類株式を発行したという回答者に対して、具体的にどのような種類株式を発行したかを聞いた。全回答者(n=39)のうち、3 割以上が選択した回答は「残余財産の分配についての権利が普通株主とは異なるもの」、「株主総会での議決権が普通株主とは異なるもの」、「剰余金の配当についての権利が普通株主とは異なるもの」の3つであった。その他の選択肢は、回答なしの「役員選任権」を除き、何れも 1~2 割程度の回答があった。

(19) 問 17:増資によって実施した資金調達額に関する設問

問 9 で 5 又は 6 を選択した方にお聞きます。問 9 の増資で、どのくらいの規模の資金調達を行ったか、以下から当てはまるものを 1 つ選択してください。	
1	1 千万円未満
2	1 千万円以上 5 千万円未満
3	5 千万円以上 1 億円未満
4	1 億円以上 5 億円未満
5	5 億円以上 10 億円未満
6	10 億円以上
7	わからない・覚えていない

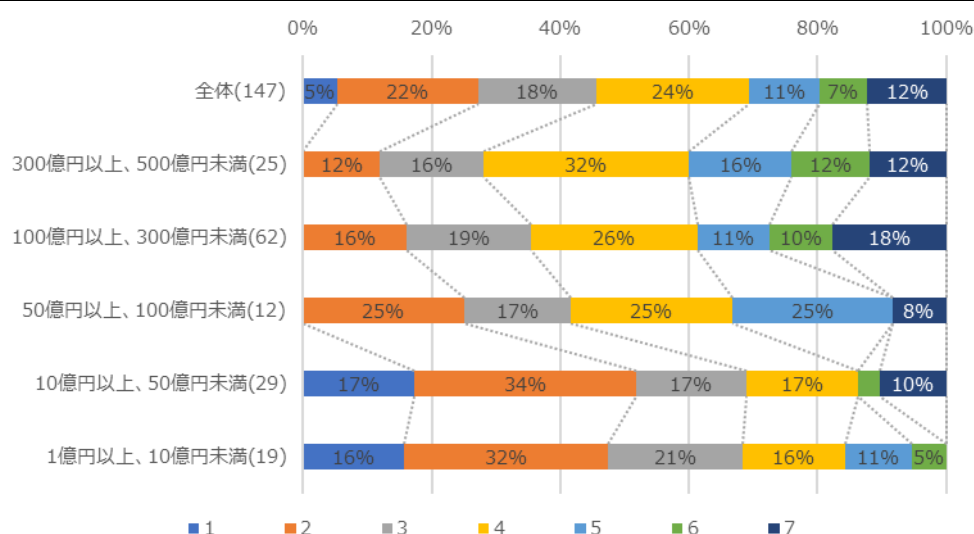


図 2-20 増資による資金調達における、調達金額の規模

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達の手段として新規株式発行による増資(第三者・会社関係者を引受先とする)の経験があると回答した回答者に対して、どのくらいの規模の資金調達を行ったかを聞いた。全回答者(n=147)のうち、半分程度は 1 億円未満の資金調達を行った。全回答者の 4 割程度は 1 億円以上の資金調達を行っており、1 割弱が 10 億円以上の大規模な資金調達を行った。残りの 1 割は金額が「わからない・覚えていない」と回答した。

売上別にみると、売上高が大きい方がより大規模な金額の資金調達を行う傾向がある。

(20) 問 18:発行した株式の議決権割合に関する設問

問 9 で 5 又は 6 を選択した方にお聞きます。問 9 の増資で、問 11 で回答した金額を調達するために、どのくらいの株式を発行したかを教えてください。発行された株式を引き受けた出資者はどのくらいの議決権を保有するか、以下から当てはまるものを 1 つ選択してください。(出資者が複数人いる場合には、その合計で回答してください。)	
1	1%未満
2	1%～10%未満
3	10%～30%未満
4	30%～50%未満
5	50%以上
6	わからない・覚えていない

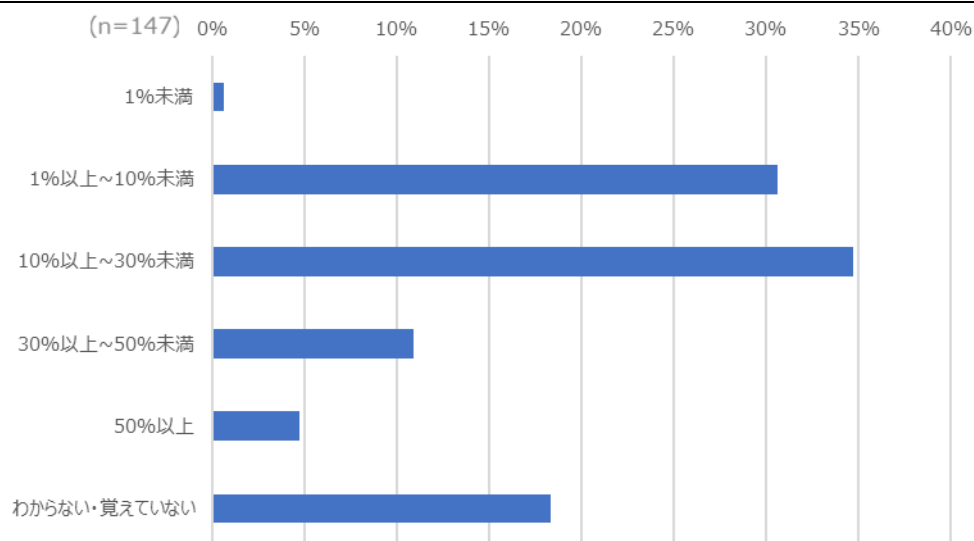


図 2-21 増資による出資における、出資者の議決権割合

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達の手段として新規株式発行による増資(第三者・会社関係者を引受先とする)の経験があると回答した回答者に対して、発行された株式を引き受けた出資者がどのくらいの議決権を保有するか聞いた。全回答者(n=147)のうち、「50%未満」という回答が8割弱を占めた。「50%以上」という回答は僅か1割弱であった。

(21) 問 19:発行株式の引受先に関する設問

問 9 で 5 又は 6 を選択した方にお聞きします。問 9 の増資で、出資者として、株式の引受先となったのは誰か、以下から当てはまるものを全て選択してください。(複数回答可)	
1	既存株主である会社代表者及びその一族
2	既存株主である会社関係者(役員、従業員)
3	既存株主であるその他個人(経営者の友人・知人等)
4	既存株主である事業会社(取引関係有)
5	既存株主である事業会社(取引関係無)
6	既存株主である金融機関・投資ファンド(中小企業投資育成を含む)
7	既存株主以外の会社代表者及びその一族
8	既存株主以外の会社関係者(役員、従業員)
9	既存株主以外のその他個人(経営者の友人・知人等)
10	既存株主以外の事業会社(取引関係有)
11	既存株主以外の事業会社(取引関係無)
12	既存株主以外の金融機関・投資ファンド(中小企業投資育成を含む)
13	その他

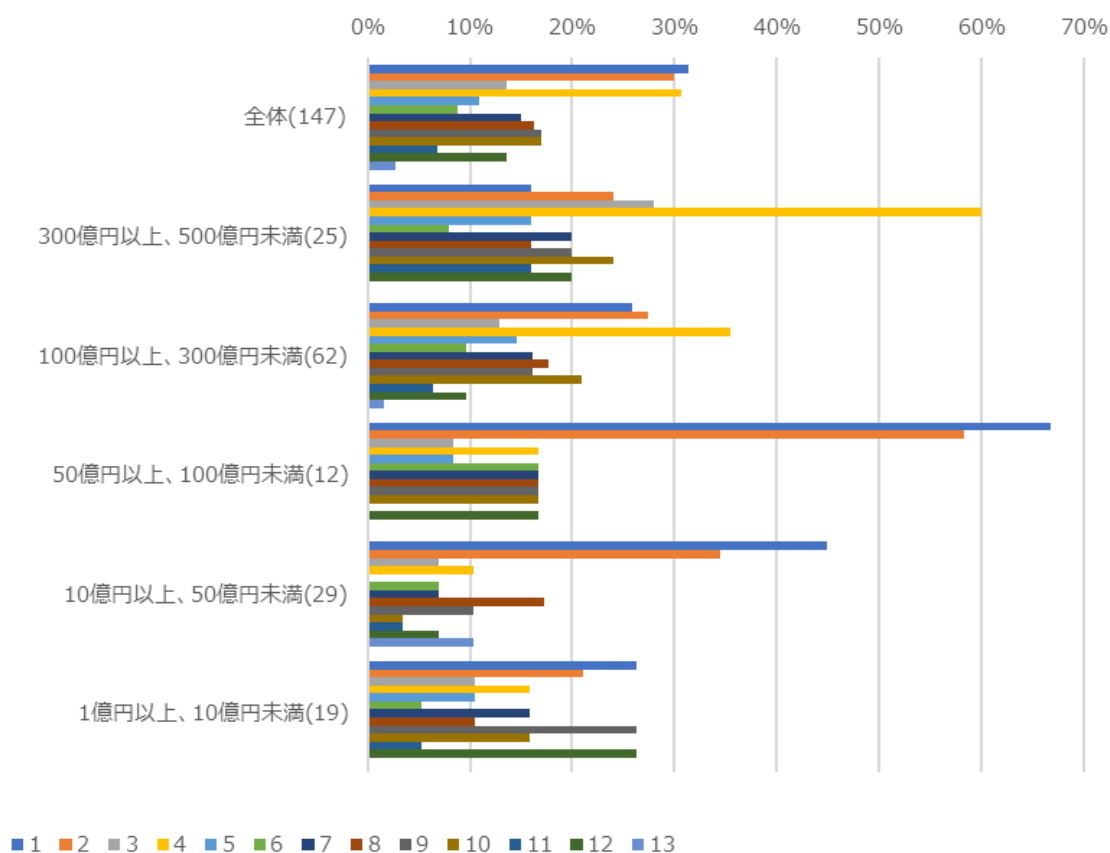


図 2-22 増資による資金調達における、具体的な出資者

本設問では、問9で直近 5 年程度の資金調達的手段として新規株式発行による増資(第三者・会社関係者

を引受先とする)の経験があると回答した回答者に対して、その具体的な引受先(出資者)を聞いた。全回答者(n=147)のうち、3 割以上が選択した回答は「既存株主である会社代表者及びその一族」、「既存株主である会社関係者(役員、従業員)」、「既存株主である事業会社(取引関係有)」であり、これらが最も多い回答となった。一方で、「既存株主以外」の各者による出資も 1～2 割程度回答された。また、「既存株主以外の金融機関・投資ファンド(中小企業投資育成を含む)」という回答も 1 割程度選択された。

売上別にみると、売上高が大きい方が、「既存株主である事業会社(取引関係有)」による出資が多い傾向があり、「300 億円以上、500 円未満」では 6 割程度が選択した。「既存株主以外の金融機関・投資ファンド(中小企業投資育成を含む)」を選んだ割合は、売上高に関わらず 1 割弱～2 割程度であった。

(22) 問 20:今後の増資を活用した資金調達の意向に関する設問

資金調達の手法として、今後、増資を検討したいと考えますか？以下から最も近いものを 1 つ選択してください。	
1	積極的に活用を検討したい
2	機会があれば活用を検討したい
3	あまり積極的に活用したいとは思わない
4	全く活用したいとは思わない

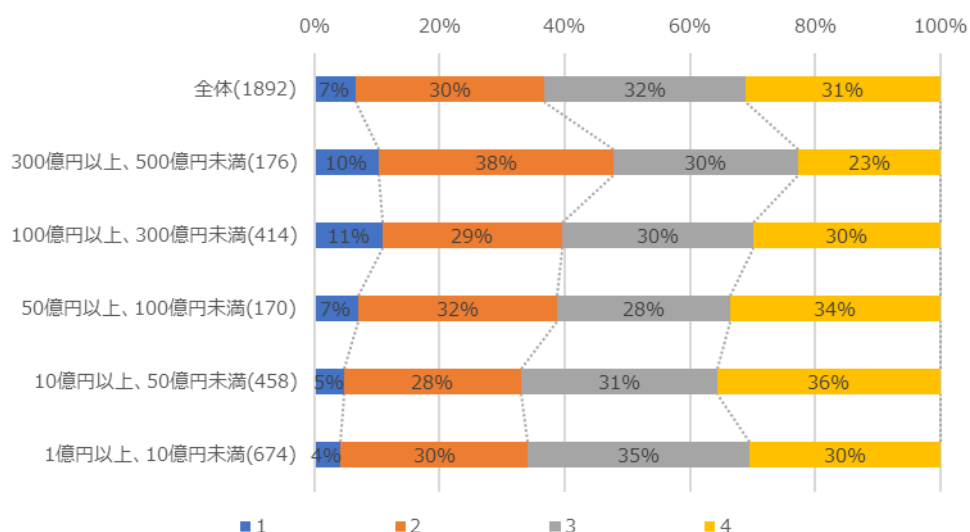


図 2-23 今後における、増資の検討意向

本設問では、今後における、増資の検討意向について聞いた。全回答者(n=1,892)のうち、4 割程度が「積極的に検討したい」若しくは「機会があれば活用を検討したい」と回答し、活用意向があることがわかった。一方で、残りの 6 割程度は「あまり積極的に活用したくない」若しくは「全く活用したくない」と回答した。

売上別にみると、売上高が大きい方が、活用意向のある割合が高い傾向があるものの、事業規模に関わらず、4 割前後の回答者が増資による資金調達に関心があることがわかる。

(23) 問 21:増資による資金調達の活用を検討したいと考える理由

問 20 において、1、2 を選択した方にお聞きします。増資による資金調達を検討したいと思う理由について、当てはまるものを全て選択してください。(複数回答可)	
1	収益化までに時間がかかる新しい事業にチャレンジができる
2	アフターコロナを見据え、事業転換のための投資ができる
3	中長期的な目線で研究開発等ができる
4	新しい株主から経営(経営企画、ガバナンス等)のサポートを受けられる
5	新しい株主から事業のサポート(新規事業開発、販路拡大等)を受けられる
6	上記以外の理由で、増資による資金調達のメリットを感じる 具体的に:【自由回答】

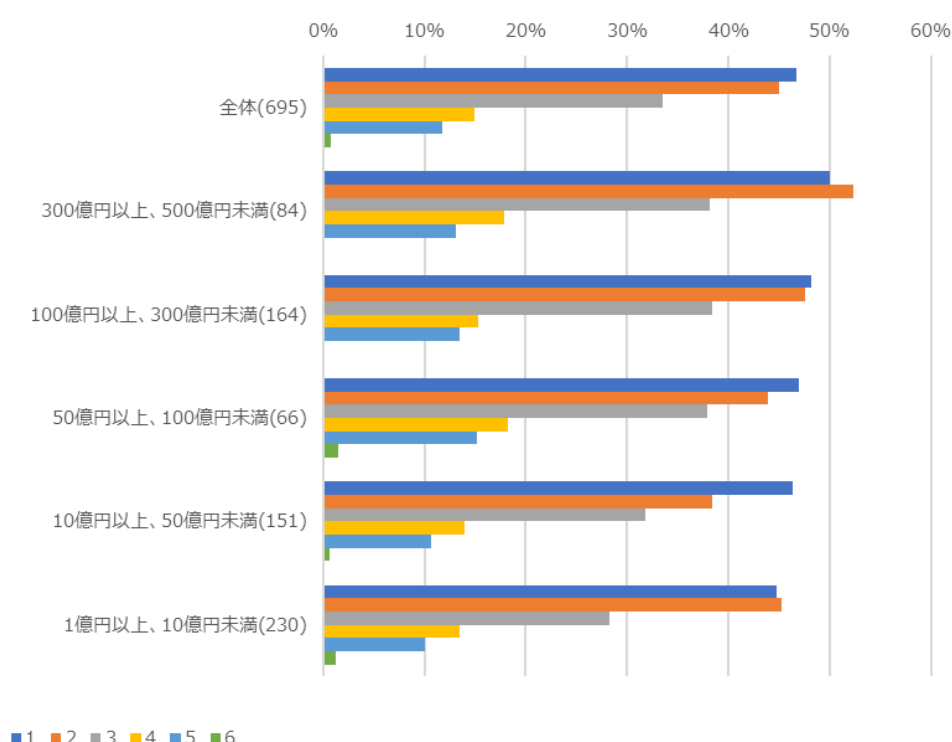


図 2-24 増資による資金調達を検討したい理由

本設問では、問 20 で増資を検討する意向があるとした回答者に対して、その理由を聞いた。全回答者(n=695)のうち、「新しい事業へのチャレンジができる」「アフターコロナを見据えた事業転換のための投資ができる」という回答は 4 割以上が選択し、「中長期的な目線で研究開発ができる」という回答は 3 割程度が選択した。「新しい株主からの経営サポートを受けられる」、「新しい株主から事業サポートを受けられる」という回答は 1 割程度が選択した。

売上高別にみると、売上高に関わらず、多く挙げられる理由は、増資による資金調達の特性による直接的な利点が「新規事業へのチャレンジ」、「事業転換」、「研究開発」への取組みにマッチしている点を挙げている一方で、「経営サポート」や「事業サポート」といった、増資を受けることで付随的に得られる利点を上げる回答者は、相対的に割合が少ない。

なお、自由記述回答では、ほかに、外部株主の参画による企業体質強化、厳しい事業環境に備えた財務体質の強化(資金繰りの改善)が挙げられた。

(24) 問 22:増資による資金調達の活用したくないと考える理由

問 20 において、3、4 を選択した方にお聞きます。増資による資金調達に、どのような懸念をお持ちですか。当てはまるものを全て選択してください。	
1	経営の自由度が低下しないか
2	より高い収益を生み出し続けるプレッシャーがかけられるのではないかな
3	高い配当金を要求されないか
4	経営権を奪われる(会社が乗っ取られてしまう)といったことはないか
5	取引銀行からの印象が悪くなるのではないかな(既存融資への影響がでてくるのではないかな)
6	上記以外の理由で、増資による資金調達のメリットを感じない 具体的に:【自由回答】

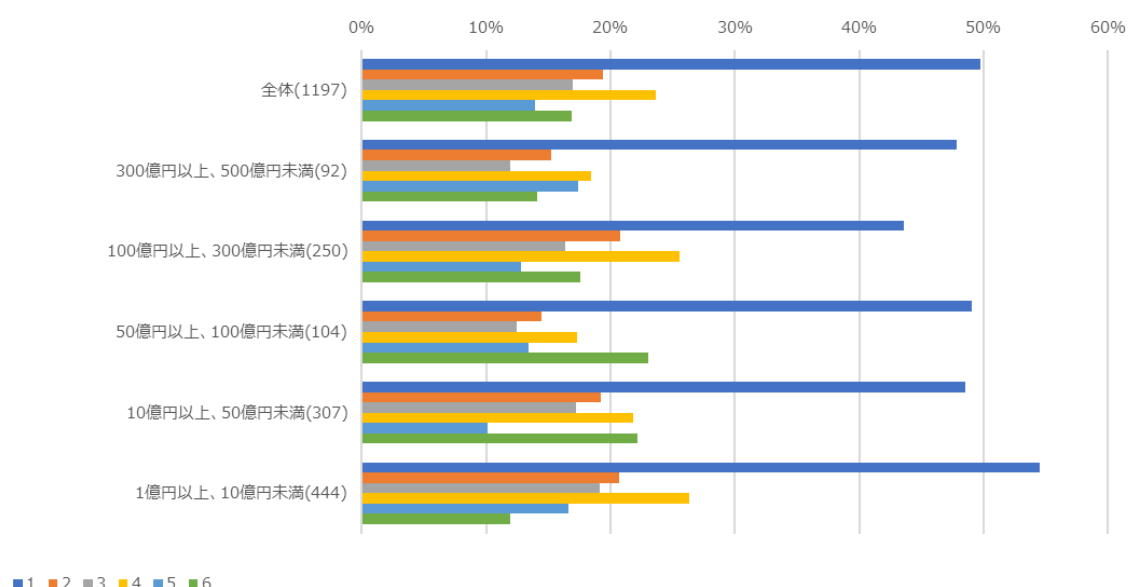


図 2-25 増資による資金調達を検討しない理由 (懸念点)

本設問では、問 20 で増資を検討する意向がないとした回答者に対して、その懸念点を聞いた。全回答者 (n=1,197)のうち、最も多い回答は「経営の自由度低下」であり、5 割が選択した。ほかの懸念点(「より高い収益を生み出し続けるプレッシャーをかけられるのではないかな」、「高い配当金を要求されないか」、「経営権を奪われる(会社が乗っ取られてしまう)といったことはないか」、「取引銀行からの印象が悪くなるのではないかな(既存融資への影響がでてくるのではないかな)」)は何れも 1~2 割程度選択されている。

売上高別にみると、売上高に関わらず、「経営の自由度低下」を懸念する回答が最も多く、5 割程度を占める。僅差ではあるが、売上高が小さい方が「経営の自由度低下」に対する懸念の割合が高い傾向にある(「300 億円以上、500 億円未満」と、「1 億円以上、10 億円未満」での差は 7pt)。

自由記述回答では、ほかに、資金が潤沢にあることから資金調達自体がそもそも必要ない、金利環境と資金調達余力から銀行融資や社債等を優先的に考えたい、資本金 1 億円を超えると、中小企業向けのサービスや補助金、税優遇が受けられなくなる、といった意見があった。

2.2 エクイティ・ファイナンスによる資金調達の利活用を促す余地のある中小事業者とそのタイミングの明確化

本章においては、本事業における実態調査のうち、中小事業者と投資ファンド等事業者それぞれへのインタビューに関する事項、及びそれを通じて得られた示唆について記述する。

2.2.1 ペルソナの明確化に向けたインタビューの実施

中小事業者に関しては、アンケート回答者のうち、エクイティ・ファイナンスの活用実績があり、今後も、利活用を検討したいと回答した者から 5 社を選定した。また、投資ファンド等事業者については、今後の出資者として想定される有力な事業者(投資ファンドや銀行)のほか、中小事業者の実態に詳しいコンサルタントや M&A 仲介事業者を含め、述べ 10 社にインタビューを実施した。

表 2-3 インタビューの対象者（中小事業者）

	業種	インタビュー内容
1	服飾等卸売業	・ エクイティ・ファイナンスの検討に至った背景及び検討のプロセス ・ エクイティ・ファイナンスの知見を持つ社内人材の有無や活用した外部サポート ・ 外部出資者からの経営支援・事業支援を含むエクイティ・ファイナンスの利点 ・ 中小事業者がエクイティ・ファイナンスを利活用する際の課題や必要な環境整備 等
2	機械製造業	
3	コンテンツサービス業	
4	建設業	
5	福祉サービス業	

出所)三菱総合研究作成

表 2-4 インタビューの対象者（中小事業者）

	業種	インタビュー内容
1	独立系投資ファンド(3 社)	・ 中小事業者の成長への取組みに関する投資実績 ・ 市場育成に関する課題 等
2	地銀グループ投資ファンド(3 社)	
3	銀行(2 社)	
4	経営コンサルタント(1 社)	・ 中小事業者のエクイティ・ファイナンスに関する知見 ・ 中小事業者がエクイティ・ファイナンスに取組む際の課題 ・ 事業承継 M&A が中小事業者に浸透した背景 等
5	M&A 仲介事業者(1 社)	

出所)三菱総合研究作成

(1) 中小事業者向けインタビュー

インターネットアンケート回答者のうち、過去にエクイティ・ファイナンスの経験を持ち、且つ今後もエクイティ・ファイナンスの利活用に前向きである中小事業者 5 社に対してインタビューを実施した。

具体的には、以下の点について、実体験に基づいた意見をヒアリングした。なお、本インタビューの結果は、情報整備において、事例としてもまとめているため、あわせて参照されたい。

1) エクイティ・ファイナンスによって調達した資金の具体的な使途

エクイティ・ファイナンスによって調達する資金は、銀行借入に比べて、その手続きにかかる労力を含めて、コストの高い資金であることについては共通で深く認識しており、その資金使途については単なる既存事業の運転資金ではなく、取組みに対する投資という理解をしているとの回答が多くみられた。そのため、実際の資金使途については、人材(特に専門人材)の確保を挙げる者が多く、設備等は、その時々取組みによって、行っているとの回答があった。

回答者の多くが、当然ながら借入の方が、調達コストが抑えられる一方で、チャレンジの行く末によって返済が出来ないといった危険性があることから、取組内容が限定される点について触れるとともに、エクイティ・ファイナンスでは調達の仕組みとチャレンジへのリスク・リターンがマッチするかどうかで、増資か借入かを検討しているといった回答もあった。また、早期にキャッシュフローが生まれる蓋然性の高い取組みについては借入で調達、事業化に時間がかかる可能性のある取組みには増資といった、使い分けをしている企業もあった。さらに、ビジネスモデル上、恒常的に新しい取組みを検討しなければならない業種である事業者は、当初は銀行借入を中心に資金調達をしていたが、一度、エクイティ・ファイナンスを実施してからは、順次、借入から増資に置き替えるようになったといった事業者もいた。

加えて、エクイティ・ファイナンスの経験値が高い事業者は、議決権その他、金融面以外についても理解が深いことがわかった。

2) エクイティ・ファイナンスに至った背景

回答者は共通して、増資を前提に資金調達を考えていたわけではなく、事業転換や新規事業の必要性や危機感を持ち、それを実現するための資金調達方法としてエクイティ・ファイナンスを検討した、との回答であった。

また、事業転換や新規事業の必要性等については、顧問税理士や会計士、取引銀行から、その必要性についての助言があり、そのなかで、必要資金の調達として、エクイティ・ファイナンスへの検討が進められたという、回答が多くみられた。

つまり、エクイティ・ファイナンスの利活用経験を持つ事業者は、自らが成長や変革に対する意識を持つ、又はその気づきを与えるコンサルティング機能を持つ専門家が近くにいることがわかった。

3) 事業者が感じるエクイティ・ファイナンスの利点

エクイティ・ファイナンスの金融的な側面は当然ながら、出資者からの何らかの支援や助言を評価する回答者が多くみられた。

例えば、販売会社はオムニチャネル化を進めるにあたり、取扱商材のメーカーから出資を受けた際に、メーカーは販売チャネルに合った商材の開発を進めることで、チャネルの多角化成功の支援を果たすとともに、両社ともに業容の拡大に成功した。また、取組みを始める際にも、出資者から事業計画に対する指摘や助言を受けるとともに、定期的な進捗報告を通じて、自社の取組みに緊張感が生まれたり、本気度が高まったりと、士気の向上から、成功可能性が高まるといった評価をする回答者もいた。金融機関から出資を受けている事業者は、その専門的な知見を高く評価しているとともに、株主である金融機関とそれ以外の金融機関と比べると、リ

スクを共有している点を踏まえ、前者からの提案についての信頼度が高く、結果として、通常の銀行取引の安定化にも繋がっているとの回答があった。

さらに、エクイティ・ファイナンスを検討するにあたって、出資者候補の第一想起としては、「自社をよく知り、その資金をつかって進めたいと考えている取組みに関し、より正当な評価ができる者」といった回答をする事業者が多くみられた。

(2) 投資ファンド等事業者へのインタビュー

エクイティ・ファイナンスの資金の受け手となる中小事業者のほか、資金の出し手や中小事業者をサポートする立場の者からの問題意識についての調査のため、投資ファンド等事業者 9 社(独立系投資ファンド 4 社、銀行系投資ファンド 3 社、中小企業向けコンサルタント 1 社、M&A 仲介業者 1 社)へのインタビューを実施した。

また、非上場株式による発行・流通の仕組みとして、株主コミュニティに関する情報収集のため、日本証券業協会へのインタビューを実施した。

1) 経営コンサルタントへのインタビュー

中小事業者におけるエクイティ・ファイナンスにおける外部の目線での意見を伺った。

インタビューを受けた中小企業向け経営コンサルタントは、どのような成長投資をすべきかわからないでいる中小事業者が多いことを指摘した。具体的には、エクイティ・ファイナンスに限らず、政府や地方公共団体等からの助成金を受け取る機会があったとしても、それをどのような取組みに活用することが良いか、答えに辿り着かないため、無難な取組みに終わってしまい、有効な活用が出来ないでいる点を指摘した。また、そういった必要なチャレンジへの気づきや、資金が獲得できた時にどのような投資をすべきかという点について、事業者自らが主体的に活動している企業は、経営企画や事業企画の立案に長けた人材を外部から獲得出来ている者であり、ほとんどの中小事業者は、日々の仕事や資金繰りに焦点が当たり、中期的な目線での取組みを考えるに至らないケースが多いと思う、という意見があった。

一方で、中小事業者は助成金に関する関心は高いことから、それを上手くシードマネーとしての利活用を促すような仕組みを作ることができれば、チャレンジへの意識向上と多様な資金調達手法にも関心を示すといった意見があった。

また、一定規模以上の中堅企業は、銀行からの調達力があり、また、社員も多いことに伴い、社内の反対派も多くなることから、エクイティ・ファイナンスを利用した思い切ったチャレンジには、より踏み込みにくい状況にあるといった指摘もあった。

2) M&A 仲介事業者へのインタビュー

中小事業者の株式の評価といったエクイティ・ファイナンスに関する一般的な知識レベルと、事業承継 M&A がここまで広がった要因について伺った。

非上場の中小事業者にとって、ふだんから、自社の株価を気にすることはないため、一般的には株価算出方法やエクイティ・ファイナンス等について、知見が深い事業者はそれほど多くはなく、事業承継といったきっかけがあって習得することが大宗といった意見であった。また、中小事業者は会社の資産とオーナー社長の資産が事業上、混在しているケースも多く、また、ふだんより売上・利益に関する関心が高いことから、B/S をもとにした株価算出よりは、P/L をもとにした DCF 法等の方が腹落ちし易いケースが多いと感じる、とのことであった。

何れにせよ、株価に関しては非常に重要であるため、毎回、時間をかけて丁寧に説明している、とのことであった。

事業承継 M&A が活発化した背景には、中小機構の事業承継・引継ぎ支援センターといった公的なプラットフォームが出来上がったことで、オーナー経営者の心理的ハードルが大きく下がったことと、ふだんより親密に取引をしている金融機関が営業を通して、地道な啓蒙活動を行ってきた結果と考える、といった意見があった。この点を踏まえ、エクイティ・ファイナンスについても、事業者の心理的ハードルと広く認知させるには、公的な仕組みと取引銀行による活動は有効だと思う、といった意見があった。

3) 独立系投資ファンドへのインタビュー

独立系バイアウトファンド及びベンチャーキャピタルより、中小事業者向けエクイティ投資の現状として、これまでの実績や今後の投資可能性について伺った。

バイアウトファンドからは、原則、経営権についてマジョリティを取得し、経営に関与することによって企業価値を上げることから、一部の成長投資のためのマイナー投資を行うことは、実績として、あまり無いといった反応であった。また、比較的短期間で企業価値を上げることが多く、中長期的な投資として、配当をベースに投資回収するといったことは、東京中小企業投資育成のようなファンドでないと難しいといった意見があった。その背景としては、ファンドの LP である機関投資家の期待するリターンに対し、ファンド運営者として応える責務があることから、そういった投資はファンドコンセプトとして合わないケースが多いと考える、とのことであった。また、出口戦略においても、リターンを最大化するという観点で EXIT 方法を検討するため、自社株買いを前提とすることや上場は志向しないといった、投資当初から EXIT 方法を可能な限り制限はしたくない、といった意見があった。一方で、当初より、そういったコンセプトでファンドが組成され、LPも納得しているのであれば、今後、そういったファンドが出てくることもあると思う、といった意見があった。

加えて、バイアウトは既にキャッシュフローがあるビジネスに対して投資を行い、それを拡大することでバリューアップを図るのに対し、ベンチャーキャピタルはキャッシュフローがない取組みへの投資を得意としていることから、バイアウトファンドよりもベンチャーキャピタルの方が投資スタイルとしては向いており、寧ろ既存事業のキャッシュフローがある分、投資検討がし易いように思う、といった意見もあった。

ベンチャーキャピタルからは、基本的には上場を志向する企業に対しての投資がほとんどであるものの、こういった投資も、数は少ないが実績がある旨の回答を得た。特に地方において、業種やビジネスモデル、市場自体がそこまで大きくない等の理由から、上場は適さないものの、事業としては非常に魅力があったり、当該地域においては必要な事業を担っていたりする企業が多く見かけることによる。

このような企業に関しては、地域銀行によるバックファイナンスによって、自社株買いによる EXIT を前提に投資を行うケースがある、との事であった。また、中小事業者への投資を行う際に、事業者の不安を可能な限り取り除くため、投資の設計を以下にシンプルにわかり易いものとするかが重要といった意見があった。具体的には、自社株買いをする際の株価を予め決めておいたり、マイナー出資であれば無議決権としたりと、投資段階において、混乱を招く可能性がある部分について、思い切った整理をすることは投資先事業者に安心を与えることに繋がる、という意見であった。なお、自社株買いには、両方が取得を請求できるように設定(取得請求権、取得条項の両方を付与)して外部株主から事業者の意向で買取ができるようにすることや、一度に自社株買いを要求するのではなく、段階的に進めることを示し合わせるなど、両社が互いに無理のない条件を検討することもポイントであるといった意見もあった。

議決権は無くとも、ステークホルダーには変わり無く、事業者からも様々な相談を受け、またそれをサポー

トすることで、企業価値向上に向けた協力関係は十分構築可能といった、意見があった。加えて、こういった取組みをすることで、事業者自身が外部株主を受け入れるメリットを感じ、投資回収の際に、投資期間を延ばすことはできないか、取引先等に株式を持ってもらい当社のファンを増やすことに使えないか、といった相談を受けることもある、との事であった。

4) 地域銀行及び地域銀行グループ投資ファンドへのインタビュー

地域銀行及び地域銀行グループ投資ファンドより、中小事業者向けエクイティ投資の現状として、これまでの実績や今後の投資可能性、銀行とグループ投資ファンドの連携状況について伺った。

地域銀行グループ投資ファンドに関しては、その運用するファンドのコンセプト関係もあり、大きく状況が分かれていた。ファンドとして期待されるリターンが得られにくいといった観点から、これまでの実績がほぼない事業者もいれば、これまでの実績はないものの、地域銀行グループとの投資専門子会社の役割として、こういった取組みが必要と考えている事業者のほか、既にこういった取組みを長年にわたって取り組んでいる事業者が確認された。

今後、取組みを進めていきたいとする事業者からは、首都圏の投資ファンド等の投資対象とはならないものの、地域銀行の役割として、ビジネスモデルや事業内容からは上場には適さないものの、地域として重要な事業運営をしていたり、稀有な技術を持っている等魅力的なビジネスを行っていたりする事業者は多く存在し、こういった事業者を銀行とともに育成していくことが重要といった意見があった。一方で、銀行との連携には改善点が多く、銀行担当者の投資銀行業務に関する知識や提案力の強化についての課題を挙げた。本来、銀行担当者は取引先の財務面での支援ニーズを捉え、提案していくことが求められるが、長年のビジネス慣行から、融資ありきの提案となるケースが多く、例えば、本来はエクイティ・ファイナンスが望ましいような調達に関して、融資提案・実行としてしまうケースも散見される。さらに、エクイティ・ファイナンスに関する感度があまり高くないことから、どんな柔らかな情報でも連携してほしいと求めても、情報の絶対数がなかなか集まらないのが現実としてあり、こういった銀行の文化自体も、考え方を変えていく必要がある、とのことであった。

また、地域銀行のエクイティ・ファイナンスについては、最低でも各県域1行は地域事業者のニーズに対応できる必要があるといった意見があった。そのための人材育成に関しては、例えば、銀行がLP出資している投資ファンドに出向を出したり、親しい投資ファンドから出向を受け入れたり、多くのやり方が存在し、実際に取組んでみると、当初想定よりもそこまでハードルが高いものではないことから、本気で取組もうとすれば、少なくとも地域の中核の地銀であれば、十分に体制を整えられると考えるといった意見があった。

加えて、こういった中小事業者へのエクイティ・ファイナンスに、既に多くの投資実績がある事業者に関しては、他社ファンドへの純投資よりも期待リターンを引き下げた形で、営業の戦略目的枠といった整理をグループ内で行い、投資を進めている、とのことであった。このような投資への取組みを進めた理由としては、当初はベンチャー投資を中心に取り組んでいたが、ソーシング活動のなかで投資対象の多様性を模索した時期があるとの回答があった。また、ソーシングには銀行担当者や投資銀行業務をサポートする本部機能が大きく貢献しており、特に、そういった本部部署の経験者や投資ファンドに出向して戻ってきた行員が特に活躍をしている、とのことであった。なお、営業店担当者の投資実行が行われた際には、本人の営業成績・人事評価にも加味されるといった工夫も行われていることが確認された。また、人材育成に関しては、立ち上げ当初は、他社でエクイティ・ファイナンスの経験がある者を受け入れて、開始した経緯があるが、既に相応の時間が経って、現在では内部での育成が十分にできるようになっている、とのことであった。

2.2.2 実態調査から得られた示唆

(1) 中小事業者によるエクイティ・ファイナンス活用の実態

1) 中小事業者のエクイティ・ファイナンスニーズ

成長投資を実施している中小事業者は多いものの、ほとんどの事業者の資金調達方法は借入となっており、且つ、返済のために短期的にキャッシュフローを発生させる必要があり、増資のような長期的な目的での投資が難しくなる等の理由で、思い切ったチャレンジを断念していることがわかった。同時に、アンケートで全体の4割がエクイティ・ファイナンスの活用を、今後、検討したいと回答した点からも、潜在的ニーズが相応にあることがわかった。

一方で、既存株主以外への新規株式発行に関する懸念点について、アンケートでは全体の7割が「経営の自由度が低下しないか」「経営権を奪われるのではないか」「より高い収益を生み出し続けるプレッシャーがかけられるのではないか」などと懸念を示しており、エクイティ・ファイナンスに対するマイナスなイメージが活用を妨げている可能性もある。また、エクイティ・ファイナンスに関する知識は、アンケートにて全体の9割が最低限の知識を持っていると回答している一方で、種類株式に関する知識については全体の5割程度にとどまり、株式の設計次第で株主との関係を調整可能であるといった認識が不足していることも、活用を妨げている可能性がある。また、低金利の環境下において、借入を選択することに経済的合理性がある場合も多くあることも、活用が進まない一因といえる。

2) 活用実績のある企業の特徴

事業者に対して、事業転換や成長投資の必要性を助言する者がいて、その者が、当社のチャレンジを実行する際の適切なファイナンスとして、エクイティ・ファイナンスの活用を進めているケースが多い。具体的には、社内に社員として在籍している税理士や、取引銀行との相談のなかでエクイティ・ファイナンスの活用に至る事例が今回の調査で確認された。

投資の提案は、事業者自らが申込む場合も、出資者からの提案である場合もともにあるが、事業者からの評価として、“自社の事業をよく理解している者”であることが共通としていえる。中小事業者へのインタビューのなかでも、見ず知らずの人・組織に株式を発行することに抵抗感を抱くといった声があり、自社の事業をよく理解している相手であることが安心できるエクイティ・ファイナンスの活用につながることを示唆された。

実際にエクイティ・ファイナンスを活用した中小事業者が感じるメリットとして、長期的に資金を活用できるといった点や、引受先となった取引銀行とリスク共有をすることで、常に最善の提案をしてもらうことができ、密接な関係を築くことができた点が挙げられた。ほかにも、外部の第三者が株式を一部保有することで、経営に緊張感を得られるという点もメリットになり得る。

(2) 中小事業者の成長投資をエクイティ・ファイナンスで支援する投資者

事業承継や再生等ではない、成長資金としてのエクイティ・ファイナンスの出し手は、取引先事業会社又は取引銀行を引受先とする企業が多く見られた。これは、自社のビジネスをよく知っている者であることから、チャレンジに対する事業性を正しく評価する能力が高いという点、企業の成長が自社の成長にも繋がるといったリスク・リターンを共有しているという点で、成長資金を支援するインセンティブが高く、長期的な株式保有でも

投資者側にメリットが生じると考えられる。

バリューチェーン上の企業は、事業への理解が深く、チャレンジに対する効果や意義を踏まえ、事業性を評価することが可能であることから、出資者の候補先として適している場合が多い。また、IRR で測られるような投資からの直接的な利益だけでなく、共同でバリューチェーンを拡大するといったリスク・リターンの共有という点でも出資者として適している。例えば、仕入先を引受先とした場合、投資の結果による事業拡大が実現した際には、仕入れ量が増え、投資者の事業にとってもプラスになる。一方で、ビジネスモデルからして、密接な関係を築ける取引先がない場合や、該当する企業はいても出資金の捻出が難しいケースも多い。

そのため、取引銀行が、当社のビジネスをよく理解しており、専門的知識を持つという観点から、投資者として最も望ましいと考えられる。具体的には、取引銀行や同グループの投資専門子会社、及び親密な投資ファンドが有力な出資者候補となる。取引先がチャレンジ（又は、環境に応じた事業転換）を成功させることは、銀行にとって融資保全や安定的な取引継続・拡大に繋がり、リスク・リターンを共有している点からも、適切であるといえる。

中小事業者の成長投資におけるエクイティ・ファイナンスの活用を今後増やしていくためには、金融機関、特に地域銀行が事例を増やしていくことがカギになる。中小事業者の多くは、取引銀行に対して信頼を置いており、資金調達を実施するにはまず取引銀行へ相談するケースが多い。その際に、相談内容によっては、借入よりも増資の方が好ましいと銀行側が判断し、投資専門子会社やその他投資ファンドへ紹介をすることで、顧客企業にとってより良い選択肢を提供することが可能になる。実際に、銀行窓口に来た相談を、投資専門子会社へ案件紹介するといったエコシステムを構築している金融機関もあり、現場でしか拾えない情報の有効活用にもなっている。さらに、借入とは異なり、リスク共有をする関係となることで、銀行が中小事業者にとってより話し易い対象となり、関係が密接になることが期待できる。

（3） 現在の中小事業者のエクイティ・ファイナンスに関する課題

本来、エクイティ・ファイナンスを利用して成長に向けたチャレンジを実施すべき中小事業者が、それに至らないのには、以下、3つの“つまずき”があると考えられる。

まず、前提部分として、本当はエクイティ・ファイナンスの活用が必要、若しくは有効であるにも関わらず、チャレンジの必要性や危機感を認識していないという“つまずき”がある。又は、認識しつつも、エクイティ・ファイナンスに対するマイナスイメージや、専門知識を持つ人からの後押しがないため、踏み出せないでいる事業者は多く存在すると推察される。

次に、チャレンジングな取組みに手を出そうとしても、投資内容から借入とエクイティ・ファイナンスのどちらが適しているかを、判断できないという“つまずき”がある。適切な判断が難しい理由として、簡単に取得できる情報がない点や、周りに助言する人がいない点が挙げられる。早期にキャッシュフロー化が見込めない事業では、調達金額によっては財務内容が大きく悪化するほか、取組みの状況に関係なく返済が迫る借入では、規模の縮小や断念をせざるを得ない場合もあるため、長期的に資金を活用できるエクイティ・ファイナンスの方がより適している。

最後に、中小事業者のエクイティ・ファイナンスのニーズに適切に応えるプレイヤー（出資者や事業者をサポートする者）がないという“つまずき”がある。エクイティ・ファイナンスの活用を目指そうとしたところで、取引銀行自体にそのような出資機能がないことや、関係の密接な取引先がないといった状況が起こり得る。

3つの“つまずき”全てにおいて、銀行は後押しをできる存在となり得る。銀行が持つ専門知識から、経営・ファ

イナンス観点のアドバイスをし、さらに自らが出資者となることで、一連の流れにおいて継続的に中小事業者を支援することが可能。

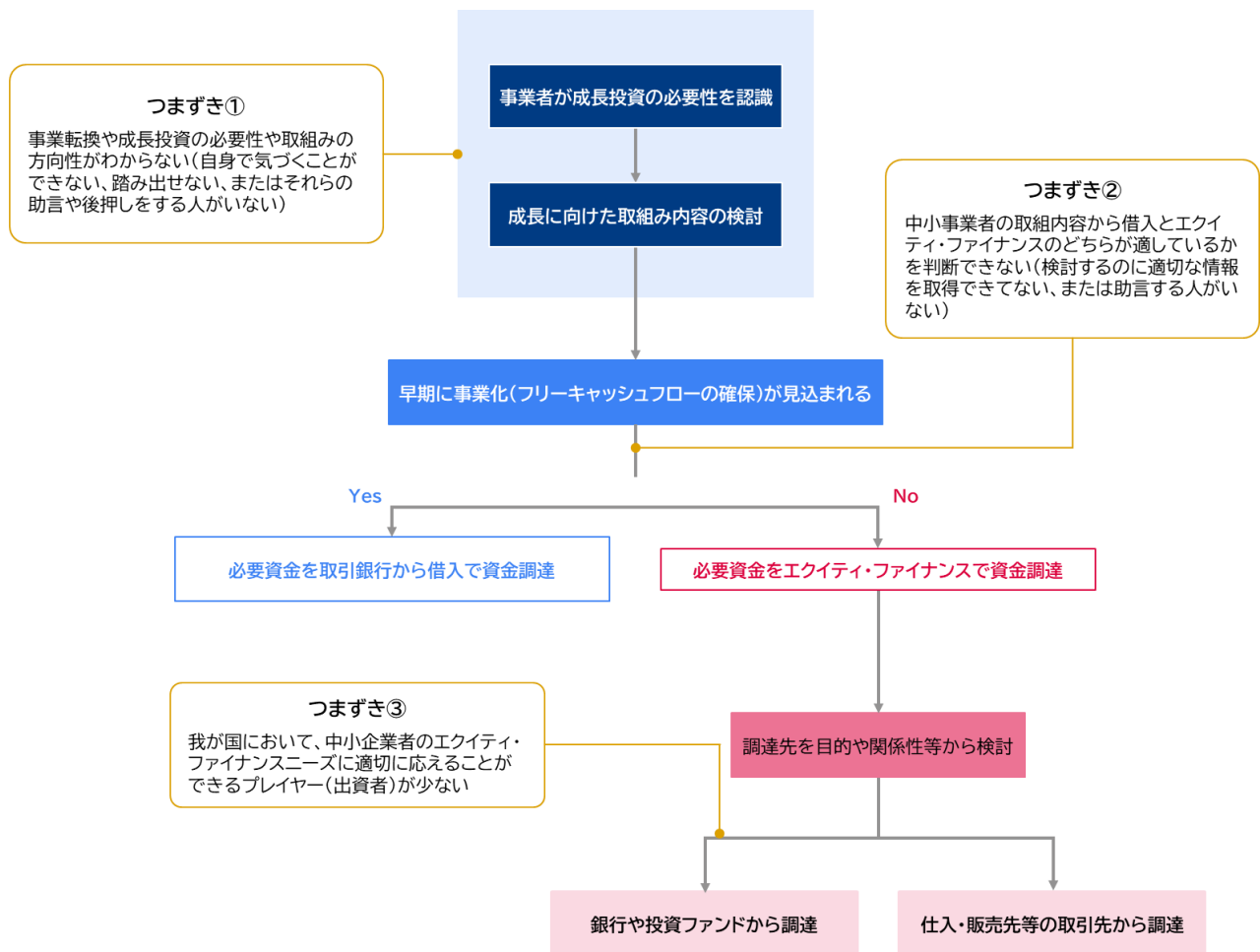


図 2-26 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの検討フローと 3 つの“つまずき”

出所)三菱総合研究作成

3. 本調査から得られた示唆を踏まえた提言

中小事業者がエクイティ・ファイナンスの検討を進める際に直面する、「事業転換や成長投資の必要性や取組みの方向性がわからない」、「投資内容から借入とエクイティ・ファイナンスのどちらが適しているかを判断できない」、「中小企業者のエクイティ・ファイナンスのニーズに適切に応えることができるプレイヤーがいない」という、本事業での実態調査を通して得られた 3 つの“つまずき”に対し、その解決の方向性に関する考察を以下のように記述する。

(1) チャレンジの必要性を促し、気づきを与える仕組みが必要

中小事業者は、今後の成長や事業転換等に向けた取組みを検討する企画系人材の確保が難しい場合や、企業規模からそういった人員の配置余力がない場合も多くみられる。また、経営者自身は、日々、目の前の事業に注力しており、成長や事業転換に向けたチャレンジに関する検討や着手がなかなか進まないといったことも想定される。特に、実態調査から、小規模事業者は、明確に事業拡大を目指す目的で投資を検討する機会が少ないという示唆も得られている。

このようななかでは、事業者に気づきを与え、必要なサポートを提供する第三者が必要と考えられる。まず、想定されるのは、日頃より事業者の経営面・財務面の助言機会が多い税理士・会計士によるコンサルティング機能の発揮が期待される。実態調査においても、成長のための取組みのきっかけやエクイティ・ファイナンスによる成長投資に向けた財務基盤の改善などにおいては、顧問税理士や親密な会計士からの助言を挙げる者が確認されている。一方で、このようなコンサルティング業務を得意とする税理士や会計士が身近にいない場合も多くある。特に、地方においては、経営戦略や事業戦略に関するコンサルティングを得意とする税理士や会計士があまり多くないといった声も確認される。また、これは税理士や会計士といった経営・財務面の専門家だけでなく、エクイティ・ファイナンスを法的な側面からサポートをする、弁護士や司法書士にも同様のことが言える。

したがって、社会システムにおいては、認定経営革新等支援機関や取引銀行が、このような役割を担うことを期待したい。特に取引銀行の役割としては、このようなコンサルティング能力を高め、自らが取組みを強化するといったことのほかに、専門家や人材紹介といった、金融機関が保有するネットワークを活用した事業者支援も含まれる。実際に、地方において、適切な専門人材が見つからなかった中小事業者が地域銀行に相談したところ、地域銀行が独自のネットワークによってエクイティ・ファイナンスの知見が深い、首都圏の弁護士や司法書士を紹介したといったケースも確認されている。また、取引銀行によるこのようなサポートが進み、中小事業者のニーズが活性化することで、各種士業からのサポートについても、中小事業者が地域差なく受けられる環境が醸成されることを期待したい。

また、中小事業者の取組みのきっかけや成長や事業転換の必要性に関する気づきとして、申請に基づき助成金を交付する政府や地方公共団体からの助成事業は重要な情報提供と考えられる。さらに、事業が成功した場合には助成金を返済するといった返済型の助成事業⁴は、エクイティ・ファイナンスに近い概念であり、必

⁴ 国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構の返済型助成金条件の例

- ・ 開発に成功した場合：要返済
- ・ 開発が不成功の場合：助成額の 10%を返済(90%免除)
- ・ 開発中止や企業都合により中止の場合：一括返済(但し、無利子)

要なチャレンジを促すだけでなく、事業者のエクイティ・ファイナンスの利活用の足掛かりとしても有効と考えられる。助成事業の内容に応じて、このような仕組みを展開することは、中小事業者の資金調達方法の多様化に繋がることが期待される。

(2) 中小事業者への知識向上や理解深化を促す仕組みが必要

エクイティ・ファイナンスの利用を検討するにあたっては、それが、一般的には調達コストの高い資金であることを、まずは認識する必要がある。具体的には、配当金の支払いは借入金利よりも高い場合が多くみられ、また自社株買いなどによって、株式を買い戻そうとした場合には出資を受けた時点での株価よりも高く株価での買戻しとなることも多い。また、株主総会等での意思決定や定款変更等も、必要に応じて行わなければならない。この点を踏まえると、成長投資の資金調達について、必ずしもエクイティ・ファイナンスが最適な選択肢とは限らない。寧ろ、早期にキャッシュフローが確保可能、且つその蓋然性の高い取組みについては、返済原資が問題無く確保できることから借入による資金調達が適しているといえる。つまり、エクイティ・ファイナンスにおいては、チャレンジの取組内容や事業化までに必要な期間、及びそれらの蓋然性に加え、外部株主の参画による効果等を総合的に判断し、調達コストに見合ったメリットがあるかを検討する必要がある。

このように、エクイティ・ファイナンスについては、単純にコストの側面だけで判断をするのではなく、様々な論点を勘案しながら、検討を進める必要がある。特に、どの出資者から調達をするかといったことは、借入よりも重要な論点といえる。

したがって、中小事業者がエクイティ・ファイナンスに関する知識を得る機会の創出、及び多くの論点を検討するためのサポートが必要といえる。本事業における情報整備は、エクイティ・ファイナンスの経験が少ない事業者に加え、今後、資金の出し手となることを検討する出資者も対象として行ったが、エクイティ・ファイナンスは多種多様なケースが存在するなかでは、事業者が検討する際には個別のサポートも必要と考えられる。

これらについては、上記(1)と同様、中小事業者の経営の近くにいる顧問税理士や会計士、認定経営革新等支援機関、及び取引銀行によって、財務戦略の助言やサポートが行われることが望ましいと考えられる。特に、認定経営革新等支援機関は、中小事業者の顧問税理士等が、コーポレートファイナンスに関する知見が十分でない場合に、個別に頼られる存在となることから、中小事業者からの相談・依頼が可能なように、このようなサポートに関するスキルセットを保有していることを明示するといった仕組みも必要となると考えられる。

また、地域銀行は、地域におけるリレーションシップバンキングを展開し、中小事業者を財務面で支えている存在であることから、このようなエクイティ・ファイナンスに関する職員の知識向上や専門部署による体制整備等を行い、中小事業者による潜在ニーズの顕在化に向けた取組みを推進することを期待したい。

(3) 地域銀行・銀行グループのエクイティ・ファイナンス事業への期待

中小事業者がエクイティ・ファイナンスを利活用するにあたっては、地域銀行によるコンサルティング機能の発揮が重要であるとともに、銀行又は銀行グループの投資機能により、出資者となることが期待されることは既出の通りである。

一方で、地域銀行がこのような役割を果たすにあたって、その体制は必ずしも十分とはいえない。具体的には、取引先担当者のエクイティ・ファイナンスに関する知識や提案力が十分でない点、銀行がグループとして中小事業者のエクイティ・ファイナンスニーズに応える機能が十分に整備されていない点については、インタ

ビューを実施した中小事業者及び投資ファンド等事業者の多くが指摘をする点であった。

当然にして、自己資本規制ルールやリスク管理等の観点からは、銀行ごとに、その保有額には制限はあるが、議決権付株式においても、従前より、議決権 5%の範囲で事業会社の株式を銀行本体で保有することが可能であるほか、投資専門子会社においてはベンチャービジネス会社、事業再生会社においては、議決権 100%出資を可能となっている。また、2021 年の銀行法改正によって、地域活性化事業会社についても、同様に 100%出資を可能となった。特に、ベンチャービジネス会社の解釈については第二創業も含まれていることから、現実的にも、かなり多くの中小事業者のエクイティ・ファイナンスニーズに応えることができる。

我が国の中小事業者が、その営業地域によらず、こういったエクイティ・ファイナンスの利活用の検討ができる環境を整えるといった観点では、各県域で 1 つ以上の地域銀行の取組まれることが望ましいが、特に、地域中核銀行へは積極的な検討が進められることを期待したい。

また、投資専門子会社の設立を含め、実際に銀行グループがこういった取組みを進める上で論点となる、人材育成・確保(取引先担当者のスキル向上やファンド人材等)については、ベンチャーキャピタルやバイアウトファンド等への出向、又はそういった投資ファンドから出向者を受け入れることで、十分可能であるといった意見を、実際に取組みを始めている銀行から本事業のなかでヒアリング出来ている。

加えて、エクイティ・ファイナンスに対して意図しない第三者への株式流出を懸念する事業者にとって、株主コミュニティはその課題に応える有効な仕組みといえる。株主コミュニティは、出資者が投資回収を検討する場合は勿論のこと、株主に対して非上場株式の売買を行う場を提供し、非上場株式の流動性を高める仕組みである。当然、それを活用し、新規発行による資金調達も可能である。ただし、この仕組みを運営している証券会社は、現在 5 社しかおらず、ほとんどの地域において、非上場企業は利用が難しい状況にある。地域銀行は、グループの証券会社や地域の証券会社と協力し、地域において、非上場企業が株主コミュニティの活用が可能な環境整備の推進を期待したい。

中小事業者がエクイティ・ファイナンスに取組む上で、地域銀行グループは中心的な役割を期待される。銀行法の改正によって、地域銀行グループによる中小事業者へのエクイティ・ファイナンスニーズへの支援は、十分に環境が整っていることを踏まえ、今後の積極的な推進を期待したい。

4. 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスの利活用を促進するための情報整備

エクイティ・ファイナンスの利活用を促すべく、資金の受け手と出し手の双方が参照可能な形で、必要な情報を整備した。ここでいう「資金の受け手」には、主に中小事業者を想定しているが、ここでは既にエクイティ・ファイナンスの利活用が進んでいる創業期若しくは低迷・再生期にある中小事業者だけでなく、成長期若しくは成熟期にあり、新規事業開発や研究開発、既存事業の大幅な拡張といった成長資金の調達を目論む中小事業者も含む。一方、「資金の出し手」としては、投資ファンド（ベンチャーキャピタルやバイアウトファンド等）、銀行、銀行グループの投資専門子会社といった金融機関だけでなく、資金の受け手となる中小事業者のビジネスを深く理解する取引先も想定しており、中小事業者の誰もがエクイティ・ファイナンスの受け手若しくは出し手になる可能性があることを改めて強調しておきたい。また、前述の通り、地域銀行や地域銀行グループの投資専門子会社においては、本邦におけるエクイティ・ファイナンスの利活用推進に関して一定の役割が期待されるものの、人材の知識・提案力が十分でない点や組織としてニーズに応える機能が不足している点がインタビューで指摘されている。本資料の読者として、エクイティ・ファイナンスの知識が乏しく利活用経験が少ない中小事業者や出資者を想定して作成しているため、こうした問題の解決の一助となれば幸いである。

本事業において作成した資料は、「エクイティ・ファイナンスの基礎知識」と「投資契約書のひな型」の 2 点である。

「エクイティ・ファイナンスの基礎知識」は、第一～三章の 3 部構成となっている。第一章「中小事業者におけるエクイティ・ファイナンス」では、エクイティ・ファイナンスの概要やそのメリット・デメリット、資金の受け手や出し手が期待すること等を記載するほか、エクイティ・ファイナンスの活用事例をいくつか紹介している。また、第二章の「株式評価・出資者の投資回収」では、代表的な株式の評価方法（インカムアプローチ、マーケットアプローチ、コストアプローチ）や、売却先による出資者の投資回収方法の分類等をまとめている。さらに、第三章の「株式の種類・増資の手続き」では、種類株式として付与又は制限できる権利や、具体的に増資の手続きでポイントとなる点について整理している。

「投資契約書のひな型」は、中小事業者がエクイティ・ファイナンスを利活用する仮想事例を、実態調査をもとに設定し、それを前提として作成した。このひな型は、これまでに本事業の対象とするようなエクイティ・ファイナンスに取り組んだことがない（又は、エクイティ・ファイナンス契約を結んだことがない）読者に、投資スキームの一例を含め、投資契約のイメージを持って頂くための参考資料としての位置付けで解説を含めて、作成している。

なお、第三章及び投資契約書のひな型については、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業の濱須伸太郎弁護士（シニアパートナー）と水上高佑弁護士（シニアパートナー）による全面的な支援のもとで作成を行った。

令和 3 年度中小企業実態調査事業 報告書

2021 年 10 月

株式会社三菱総合研究所
金融 D X 本部

エクイティ・ファイナンスに関する基礎知識

第一章 中小事業者のエクイティ・ファイナンス

目次

- 1. エクイティ・ファイナンスの概要 p.2
- 2. エクイティ・ファイナンスの出資者 p.5
- 3. エクイティ・ファイナンスの実施にあたって p.9
 - 事例：中小事業者のエクイティ・ファイナンス活用 p.14
 - 付録：中小事業者向けアンケート結果（抜粋） p.16

1. エクイティ・ファイナンスの概要

(1) エクイティ・ファイナンス（増資による資金調達）の概要

- エクイティ・ファイナンスとは、会社の事業や取組みならびに将来性等に対する評価のもと、株式を発行する対価として出資者から資金提供（出資）を受けることを指します
- 金融機関等からの借入（負債）とは異なり、返済の義務が無いことから、新規事業や研究開発等、チャレンジングな取組みを行うための資金として多く活用されています

	一般借入	劣後ローン	補助金	増資
概要	・金融機関等からの負債として資金を調達する方法。 ・返済期限が1年以内のものは流動負債に、1年超のものは固定負債として決算書に計上。 ・担保や保証を差し入れる場合がある。	・金融機関等からの負債として資金を調達する方法。 ・一般に、長期間かつ返済も据置期間が設定されることが多い。	・国や地公体等から、事業者の取組みをサポートするために費用の一部を給付される資金。 ・政策目標（目指す姿）等に合わせて募集されるもので、取組みに対して一定の割合・上限額の中で、助成を受けることができる。	・株式発行により、資金を調達する方法。 ・資本として受け入れるため、純資産として決算書に計上される。 ・広く出資を募ることを公募、特定の出資者からの増資を受けることを第三者割当増資という。
メリット	・債務履行（返済・利息支払）を継続している限りは、特段の定めがある場合を除き、債権者からの関与はない。 ・現在の金利環境では、比較的低コストで資金調達ができる。	・返済が当面猶予される場合が多く、長期的な取組みへの資金として活用し易い。 ・金融機関の信用判定において、資本として解釈されることも多い。	・資金使途違反等、需給条件に違反しない限り、返済の義務は生じない。	・返済が伴わないことから、財務基盤の安定に繋がり、企業としての信用力向上の効果がある。 ・株主から経営や事業運営のサポートを受けられる場合が多い。
デメリット	・事業が上手くいっているかどうかに関わらず、償還条件の通りに返済を行う必要がある。 ・企業の信用力がなければ、借り入れることができない。	・債権返済順位が一般借入等に劣後することを含め、貸し手のリスクが高いことから、一般借入と比較して金利が高くなる場合が多い。	・資金使途や助成金額が限られている場合が多い。	・議決権その他の権利を新規株主が持つ場合、経営への関与や優先配当等、経営の自由度が低下し、負担が大きくなる場合もある。
主な利用目的	・経常運転資金、設備投資（既存事業に関連する追加投資）	・経営危機の際の資金繰りの安定化	・新規事業や生産性向上等への取組みや投資	・新しい取組み（新規事業や事業拡大等）や事業の転換（事業再生等）を行うための投資

(2) エクイティ・ファイナンスの有効な活用場面

- エクイティ・ファイナンスは、その特徴から、創業時や新規事業等の現時点で収益化ができていない事業や取組みを進める際に、その資金調達手段として多く活用されています
- また、第三者割当増資によって加わる新たな外部株主から、経営や事業のサポート、ネットワーク等の提供を受けることで、チャレンジングな事業の取組みが成功する確度の向上といった、資金調達以外の効果も期待することができます

エクイティ・ファイナンスの利点

定期的な償還が不要

株主からの経営へのサポート
(経営管理・財務・ガバナンス等)

株主からの事業へのサポート
(仕入・販売等)

得られる効果

時間のかかる取組みへの
投資が可能

高度な人材の獲得や助言

取引先の紹介や
商流・物流の利用

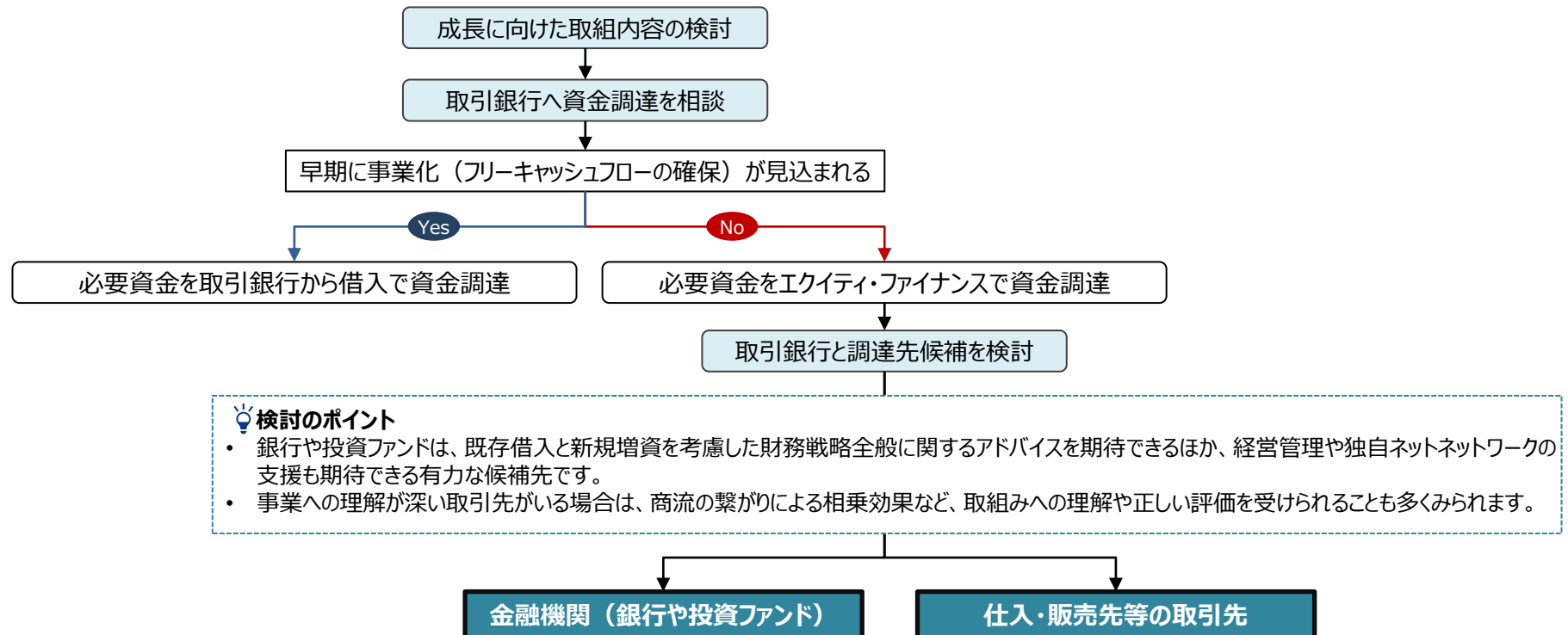
チャレンジングな取組み
の成功可能性の向上

2. エクイティ・ファイナンスの出資者

(1) 第三者割当増資の候補となる出資者

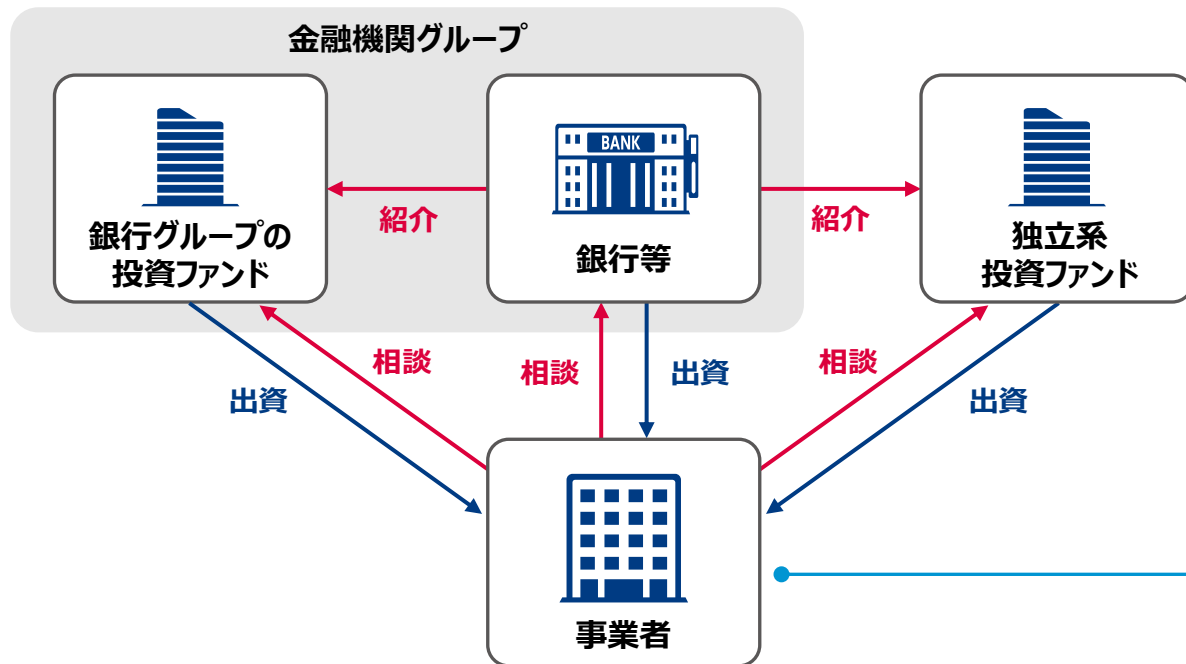
- チャレンジの内容や所要資金額等によって、適切な出資者を選択することが重要です
- 出資者の候補として、金融機関（投資ファンドを含む）のほかに、事業をよく理解している親密な取引先（仕入販売先）が挙げられ、ビジネスパートナーとしてともにチャレンジに取り組む事例も多く見られます

取引銀行のサポートによるエクイティ・ファイナンス検討フローの一例



(2) 金融機関・投資ファンドから出資を受けることの利点

- 金融機関や投資ファンドは、所要資金額が大きい取組みにも検討を進めることができるほか、チャレンジ成功のキーが経営管理や組織体制の改善・強化等である場合や出資者の多様なネットワークによる支援を期待する場合にも有効な出資先候補となります
- なお、銀行はグループ内に投資ファンドがある場合や、親密な投資ファンド等のネットワークを持つ場合が多いことから、エクイティ・ファイナンスを検討する際には、先ず取引銀行に相談することも有効な手段です



出資によって期待される支援

資金面での課題解決

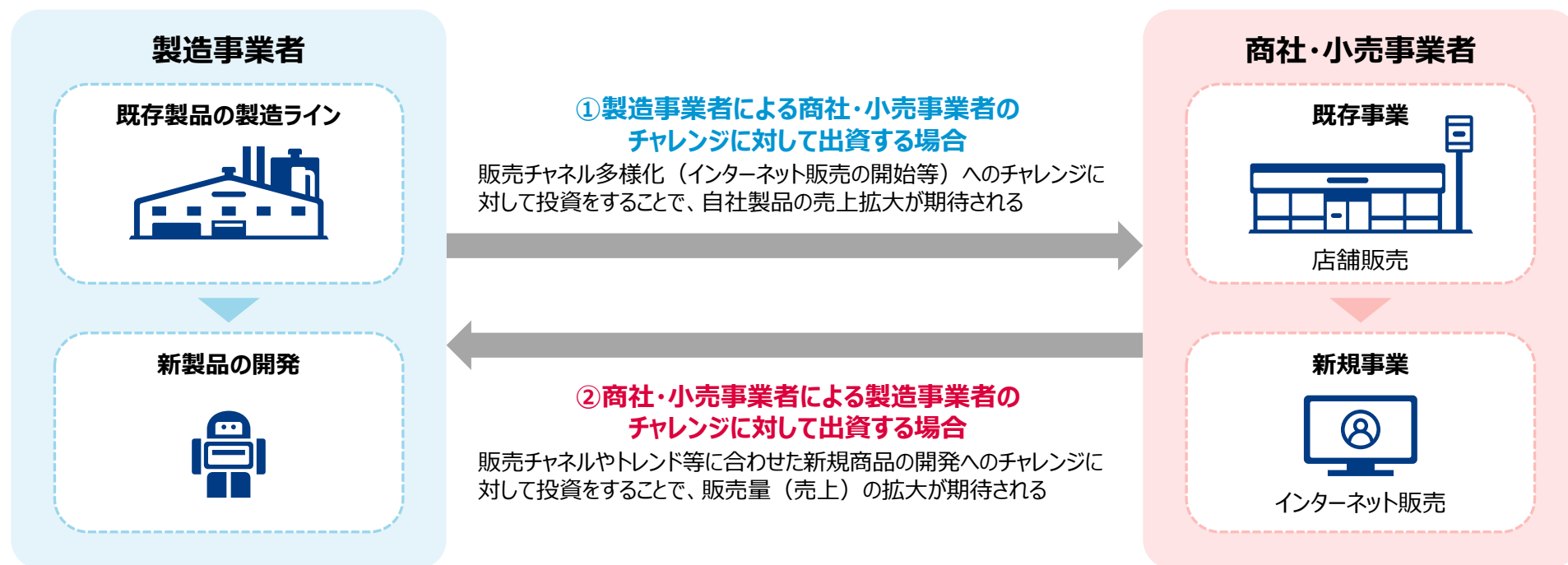
- 大きな投資に対応した資金調達
- (銀行グループの場合) 融資と出資を含めた、総合的な財務戦略支援
- 資金繰り支援

経営面での課題解決

- 経営管理（管理会計等）の強化
- ガバナンス体制構築支援
- ビジネスマッチング
- その他、多様なネットワークによる支援

(3) 取引先から（へ）の出資を受ける（行う）ことの利点

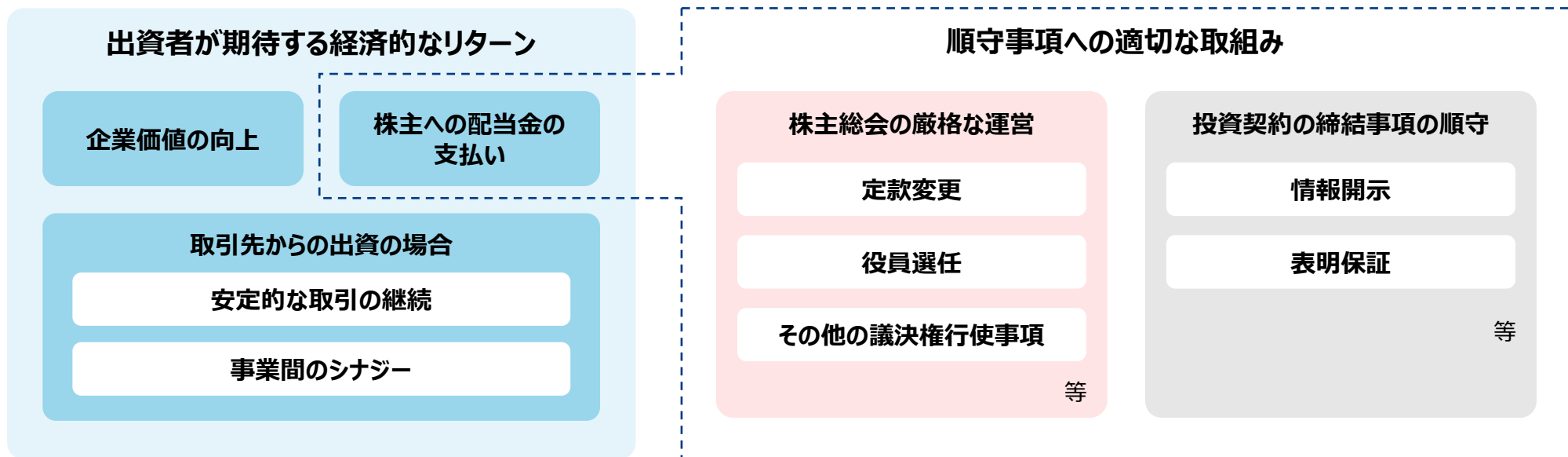
- 親密取引先は当社の事業をよく理解していることも多く、出資を受ける際に、チャレンジに対する評価も適切に行えるほか、取組みに対して実務的な支援も期待できます
- 加えて、取引先の新規事業開発や事業転換への取組みに対して出資を行うことは、事業シナジーが生まれやすく、自社の成長投資と位置付けられると考えられます
- また、取引先から出資を受けたい、または出資をしたい場合にも、その検討（選定や交渉等）に不安がある時は、取引銀行に相談しサポートを求めることも有効です



3. エクイティ・ファイナンスの検討にあたって

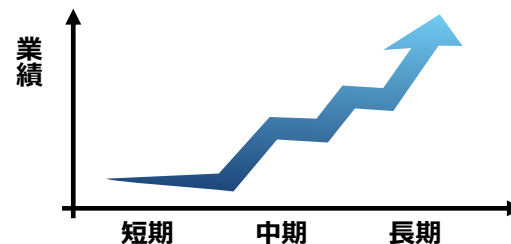
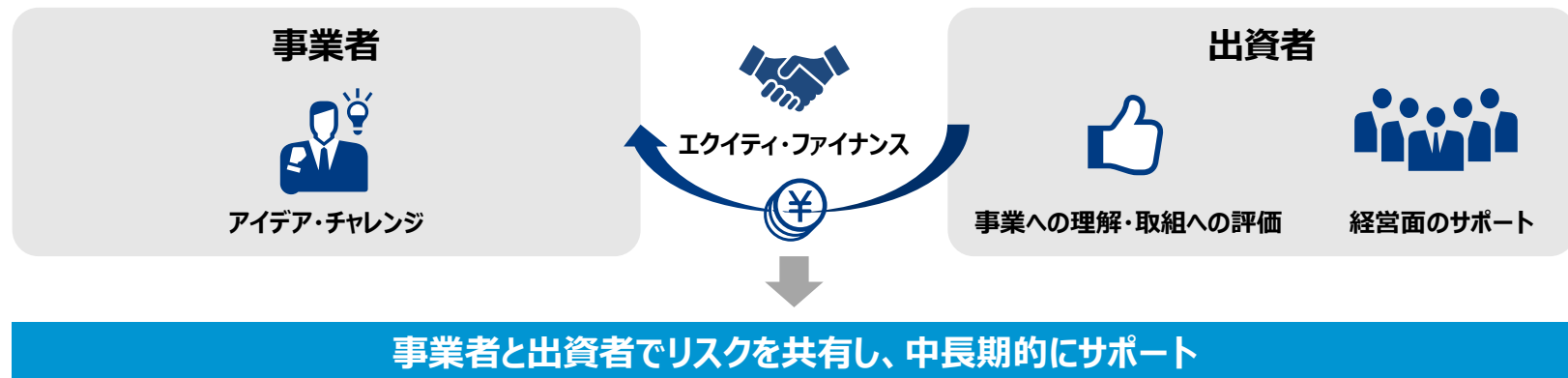
(1) 出資者が出資先企業に期待すること

- 出資者は出資先企業に対して、経済的なリターンを期待するとともに、それを実現するための努力を含む、約束事の順守を求めます
- 経済的なリターンとは、一般的には配当金や企業価値（株価）の向上を指しますが、出資者が事業会社の場合には、安定的な取引や事業シナジーなども含みます
- また、出資金を有効な使用や事業成功に向けた努力は当然ながら、株主総会の厳格な運営や投資契約事項の順守など、外部株主からの出資を受ける際にはそれらをより厳格に意識することが重要です



(2) 出資先企業が出資者に期待すること

- 出資先企業は、事業化までに時間がかかるチャレンジや、成功する蓋然性が必ずしも高くない取組みに投資を行う際にエクイティ・ファイナンスを選択する事例が多くみられます
- そのため、必ずしも短期的な結果を求めるのではなく、取組内容によっては中長期的な視点で投資効果を評価することが重要です
- 単なる資金の出し手としてではなく、出資先企業の取組みに対し、株主として、「リスクを共有する」という意識を持ち、能動的にサポートを行うことが、出資先企業の取組みの成功や、出資者の経済的リターンに繋がるといえます



(3) 事業者が外部者からの出資を受ける際の心構え

- 出資を受ける際には、借入や補助金による資金調達と比べたときの利点だけでなく、コストや制限される事項等についても十分に認識する必要があります

エクイティ・ファイナンスはコストの高い資金調達です

- ・ 増資による資金調達は、借入のように、定期償還や返済期限に縛られることは、原則、ありません。
- ・ 一方で、配当金の支払いや株式の買戻しを行う場合、その水準によっては、借入における支払金利よりもコストが高くなるのが一般的です。
- ・ これは、出資者にとっては、返済の義務を課さない分、貸付よりもリスクの高い投資であることが理由です。
- ・ この点をよく理解し、**取組内容が高いコストを払う価値のある取組みであるか、コストに見合うメリット（元本の返済義務がない、出資者からのサポートを受けられる等）があるかを検討をすることが必要です。**
- ・ また、綿密な事業計画を立案したり、その進捗を管理し出資者に報告したり、といったことも、出資者から求められます。

出資を受けることは出資者と取組みに対するリスクを共有するということです

- ・ 出資者は、事業者の取組みに対する共感を通じて、出資に至ることが大宗です。
- ・ エクイティ・ファイナンスはリスクマネーとも呼ばれるとおり、出資者はリスクの高い投資を事業者のために引き受けていることを理解し、取組みの成功に対して誠実に努力することが求められます。
- ・ 出資金を返金して（株式を買戻して）取組みを中止することができない場合や、反対に投資契約等での定めによっては取組みが合意したとおりに行われていない場合には、株式の買戻しを求められる場合もあります。
- ・ このように、**出資者と事業者の関係は、単なる資金の出し手と受け手という以上に、取組みに対するリスクを共有したステークホルダーであることを認識することが重要です。**

(4) 中小事業者によるエクイティ・ファイナンスのポイント

- 事業者の実体験を通して感じるエクイティ・ファイナンス活用の利点や効果については、以下のような点が多くみられます
- なお、活用事例を次頁以降に掲載していますので、併せて参考としてください

	ポイント	概要
1	経営・財務面の支援 (取引銀行からの出資)	・ 会社の成長時期に取引銀行からの出資を受けた経験を持つ事業者 A は、当時の会社に合わせた経営面や財務面での専門的な助言について高い評価をしている。 ・ 現在でも、引き続き取引銀行が株式を保有しており、安定的な銀行取引が実現している。 ・ 加えて、株主という関係は経営上のリスクを共有していることから、他行からの取引提案に関しても安心して相談することができる関係が構築されている。
2	専門人材の供給	・ 地方の中小事業者は財務面での専門人材の雇用が容易ではない場合が多いが、事業者 B は取引銀行からの出資を受けたことによって、月次報告を通して、経営や財務での専門的な助言を受けており、配当金以上のメリットを感じると評価している。 ・ 取引先である大企業から出資を受けた事業者 C は、自社では採用が難しかった財務や経営管理の専門人材を出資先から受け入れることができ、経営管理が強化された。
3	財務体質の改善	・ 事業者 D は、取引先より新規事業に必要な資金をエクイティ・ファイナンスにより調達した。 ・ 研究開発や新規事業におけるエクイティ・ファイナンスの活用は、資金繰りに追われる心配が少ないことが大きなメリットであると感じ、過去実施した取組みのために調達した借入金についても、段階的にエクイティ・ファイナンスに切り替えた。

「デジタル化を受け、自社でもインターネットを活用したマーケティングの必要性を感じた」

あなたの会社の概要を教えてください。

服飾業界で30年以上前に創業し、小売店への卸売りをしています。

増資前、どのような事業状況で、どのような資金ニーズがあったのでしょうか？

デジタル化が進む中、インターネットを活用したマーケティングを強化する必要があると考えていました。同時に、今後の事業継承についても、すこしずつ検討していかなければならないと考えていました。

増資前の株主構成はどのようなものだったのでしょうか？

創業者である私が大株主であり、一部役員や従業員が株式を保有していました。

「社員(税理士)に相談し、付き合いが長く、信頼のおける取引先を引受先とした増資を実施」

そのような資金ニーズに対して、どのようなアクションをとったのでしょうか？

ちょうどその時期、税理士事務所において増資等の支援経験があった社員(税理士)が紹介を通じて入社した頃でした。当初は借入をしようと検討していましたが、その社員と相談する中で、増資の方がよいのではないかという結論に至りました。引受先としては、付き合いが長く、我々の事業をよく理解してくれている取引先(仕入先)が適切と判断し、こちらから話を持ち掛けたら、快く引き受けてくれました。

どのような条件で増資を実施したのでしょうか？

数回の増資に分け、最終的にはおよそ30%分に当たる株式を取引先に新規発行しました。

「仕入先とはwin/winの関係となり、調達資金を長期的に活用することができている」

エクイティ・ファイナンスを実施し、どのようなメリットを感じていますか？

これまでに借入と増資を両方経験しましたが、借入の方が返済に向けて、早期に利益を生み出す必要がある一方で、増資では長期的な事業形成が可能だと実感しています。これまでに調達した資金は、デジタルマーケティング人材の確保に投資しました。

引受先となってもらった仕入先からは、大きなプレッシャーはなく、仕入れ量を増やしてほしいという要望を受ける程度です。仕入先にとっては、安定した出荷先が確保できたというメリットがあり、win/winの関係です。我々としても、長年のお付き合いで信頼できる仕入先は、引受先として適切だったと感じています。長期的に、事業承継の必要性が高まった際には、取引先の持つ株の割合を増やすことも検討しています。

「企業の成長期に、成長加速のために資金調達を決意」

あなたの会社の概要を教えてください。

教育業界で、学校や企業向けの教材やマニュアル作成等をしています。20年ほど前に創業しました。

増資前、どのような事業状況で、どのような資金ニーズがあったのでしょうか？

当時、会社は成長期にあり、さらなる成長加速のために資金が必要でした。特に、教育系の会社であるため、スキルを持った人材確保が必須でした。

増資前の株主構成はどのようなものだったのでしょうか？

創業者およびその一族が大株主でした。

「取引のあった銀行に相談したところ、エクイティ・ファイナンスに至った」

そのような資金ニーズに対して、どのようなアクションをとったのでしょうか？

お世話になっていた地域銀行にまずは相談したところ、エクイティ・ファイナンスの提案を受けました。

どのような条件で増資を実施したのでしょうか？

およそ30%分に当たる株式を新規発行しました。創業者への新規株式発行も実施し、議決権の調整もしています。

「銀行とリスク共有をすることで、増資実施から年月が経った今でも密接な関係を保っている」

エクイティ・ファイナンスを実施し、どのようなメリットを感じていますか？

会社が成熟する前の時期に、銀行から経営指導などのサポートを受けることができ、非常に助かったと実感しています。また、見ず知らずの人・組織ではなく、それまでも取引のあった銀行だったからこそ、安心してそのようなサポートを受けることができました。

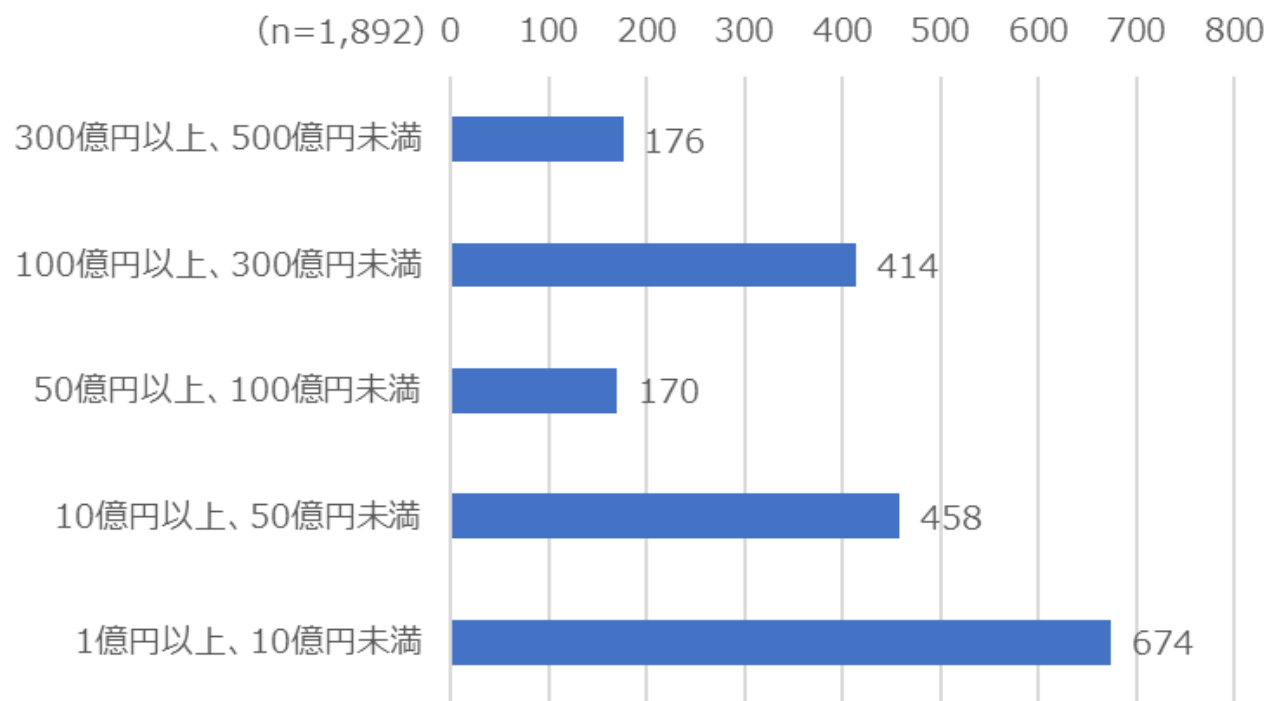
銀行に株式を保有してもらい、リスク共有をすることで、今でも密接な関係を保つことができています。銀行からは顧客紹介をしていただく一方で、銀行側としては我々と安定した取引を継続できているという利点があるのだと思います。さらに、リスク共有をしている銀行だからこそ、常に最善の提案をしてもらっていると実感します。他の銀行からの提案を聞く際にも、出資を受けた銀行からの提案をものさしとして、適切な判断ができていると思います。

もし今後新たに増資を検討することがあれば、まずは銀行に相談すると思います。

付録：中小事業者向けアンケート結果（抜粋）

アンケートの調査対象

- 全国の中事業業者（1,892社）に対して、エクイティ・ファイナンスの利活用経験や今後の活用に関する意向等について、インターネットアンケート調査を実施
- なお、本調査は、売上高1億～500億円、業歴10年以上、直近5年の売上高推移が概ね横ばいの企業を対象としている（スタートアップや再生フェーズの企業は対象外）

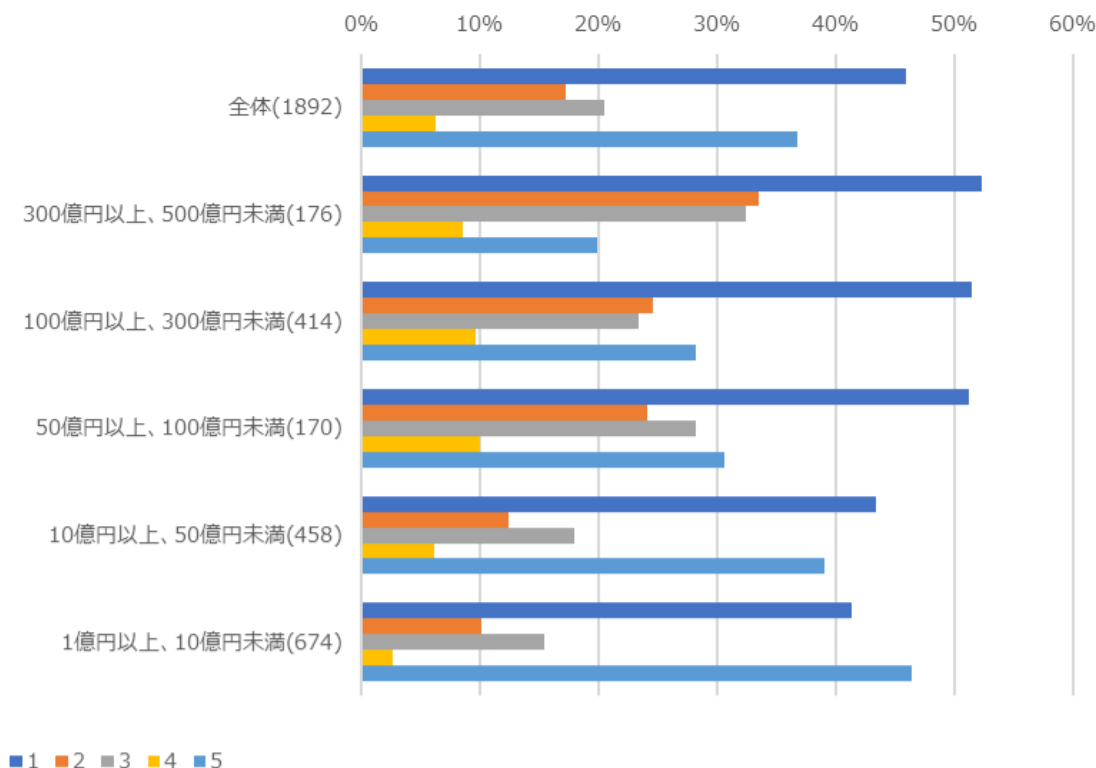


成長に向けた取組みに関する設問

● 50%以上の事業者が成長に向けた取組みを実施

過去（直近5年間程度）の投資目的（資金使途）について、当てはまるものを以下から全て選択してください。（複数回答可）

- 1 既存事業の拡大や改良に向けた新たな設備の導入や人員の増強
- 2 研究開発等に係る投資（設備投資、人材の獲得等を含む）
- 3 新規事業の立ち上げ（設備投資、人材の獲得等を含む）
- 4 他社のM&A
- 5 上記で該当するものは無い

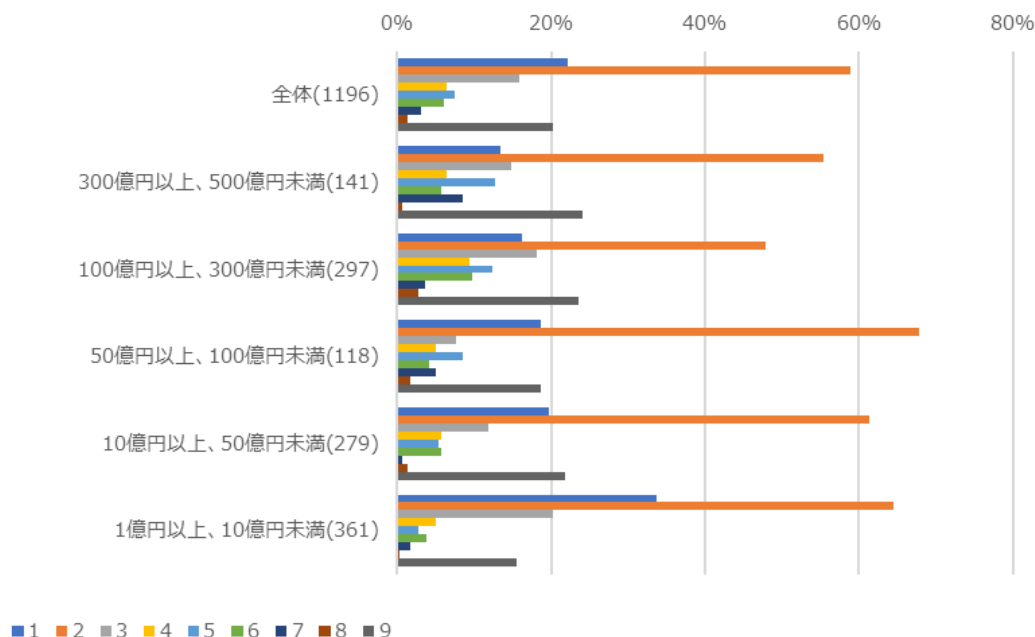


成長投資のための資金調達に関する設問

● 成長投資への資金調達は借入が現状最も多い

成長投資のための資金はどのように用意しましたか？以下から当てはまるものを全て選択してください。（複数回答可）

- 1 国や地方自治体等からの補助金
- 2 銀行等金融機関からの借入（社債を含む）
- 3 会社関係者（経営陣やその家族、従業員等）個人からの借入（社債を含む）
- 4 会社関係者以外の個人からの借入（社債を含む）
- 5 第三者（会社関係者以外）を引受先とする増資（株式の新規発行）
- 6 会社関係者（経営陣やその家族、従業員等）を引受先とする増資（株式の新規発行）
- 7 自社で保有する自社株式（金庫株）の売却（※経営者保有の株式を売却して会社に貸し付けるものは「5」を選択）
- 8 その他【FA】
- 9 新規の資金調達は実施していない（自己資金の範囲内で実施した）

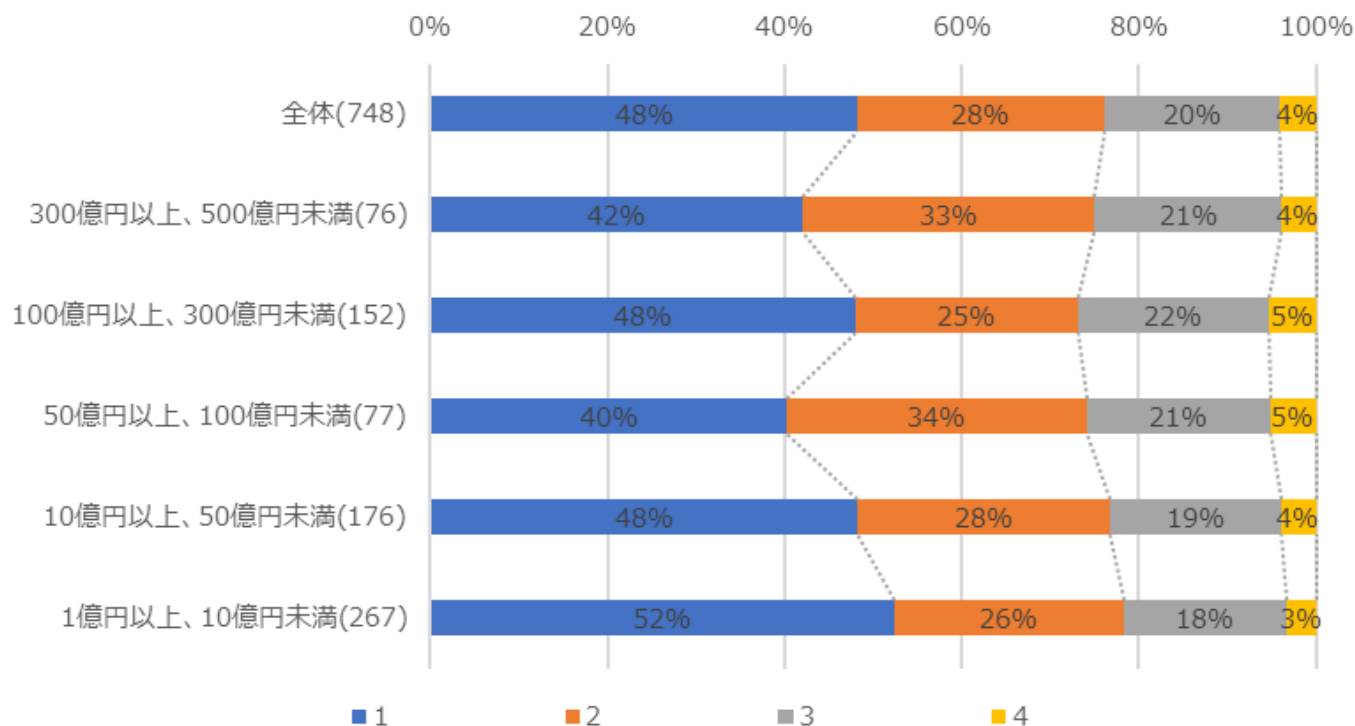


成長投資の資金調達として借入を選択した理由

- 殆どの事業者がそれ以外の調達方法を検討せずに借入による資金調達を選択している

増資ではなく、借入による資金調達を選択した理由について、以下から最も近いものを1つ選択してください。

- 1 借入先に融資を前提に相談した（資金調達として、それ以外に思い当たらなかった）
- 2 借入先に資金調達についての相談をした結果、提案されたのが融資であった
- 3 増資も選択肢としてあったが、調達条件（金利や利子補給）等の理由から借入がより良い選択と考えた
- 4 増資による資金調達を検討したが実現には至らず、次の選択肢として借入での調達を行った

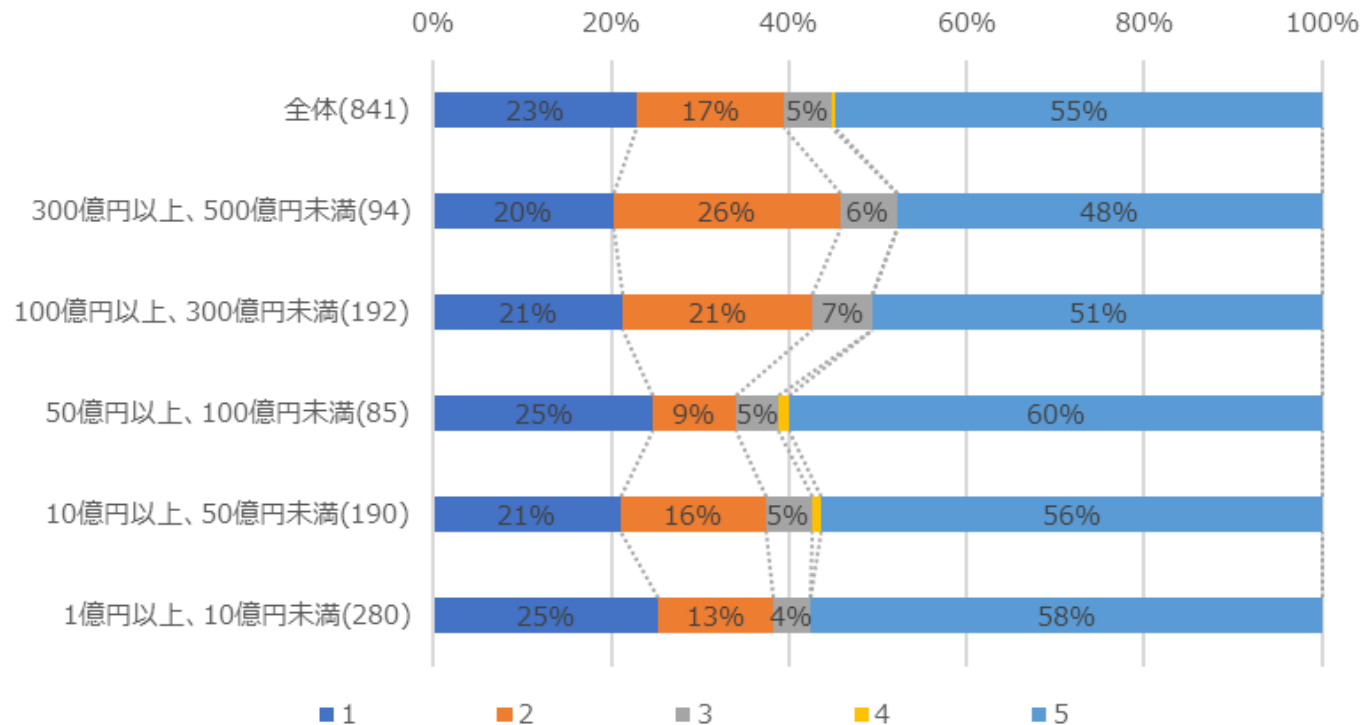


成長投資への資金を借入に調達したことへの考えに関する設問

- 全体の4割が借入での資金調達ではやりたかったチャレンジができなかったと回答

借入による資金調達を選択したことについて、どのように考えているか、以下から最も近いものを1つ選択してください。

- 1 借入金の返済に向けて投資した事業から早期に利益を生み出さなければならず、大きなチャレンジはしにくかった
- 2 希望した金額を調達することができず、当初の予定よりも小規模な取組みしかできなかった
- 3 多額の資金調達により金利負担が重い（または、金利負担の重さから多額の資金調達を断念した）
- 4 その他【FA】
- 5 何も問題はない（妥当な選択であったと思う）

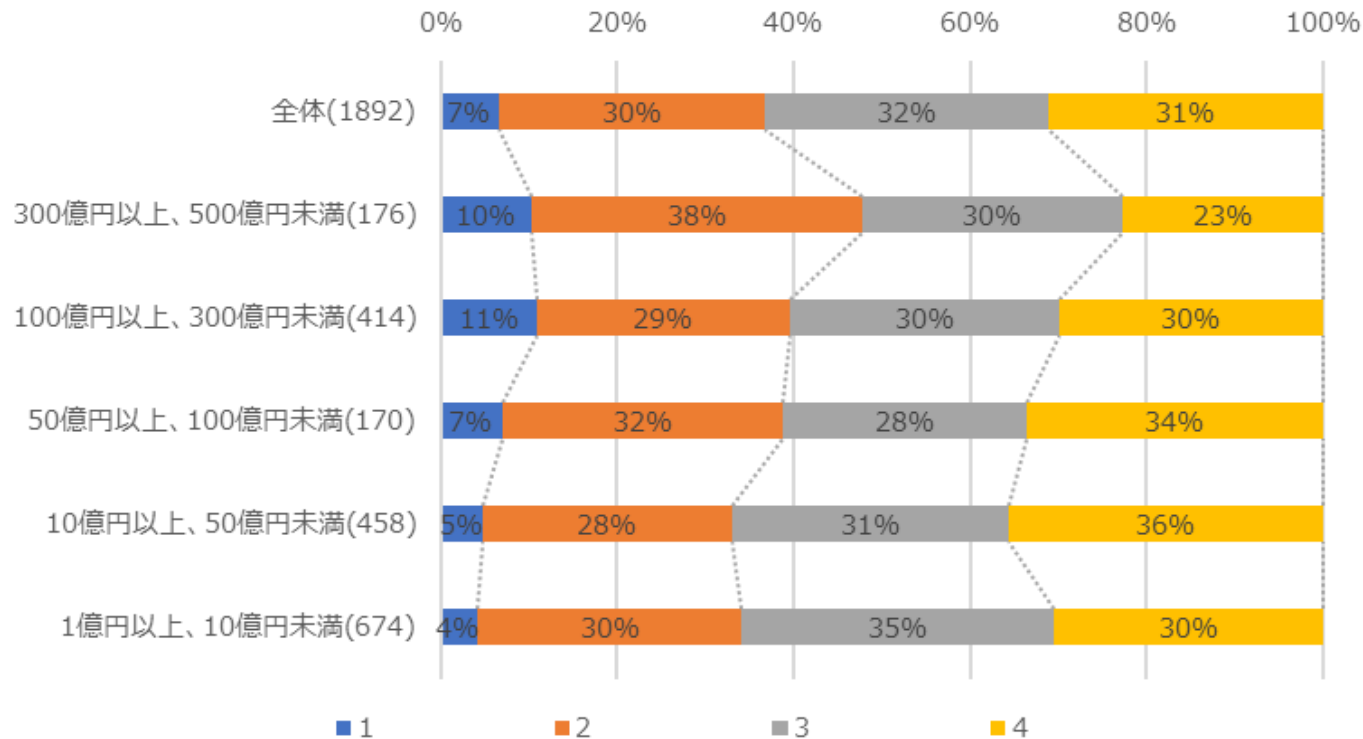


今後の増資を活用した資金調達の意向に関する設問

- 全体の4割が、今後、エクイティ・ファイナンスを活用したいと回答

資金調達の手法として、今後、増資を検討したいと考えますか？以下から最も近いものを1つ選択してください。

- 1 積極的に活用を検討したい
- 2 機会があれば活用を検討したい
- 3 あまり積極的に活用したいとは思わない
- 4 全く活用したいとは思わない

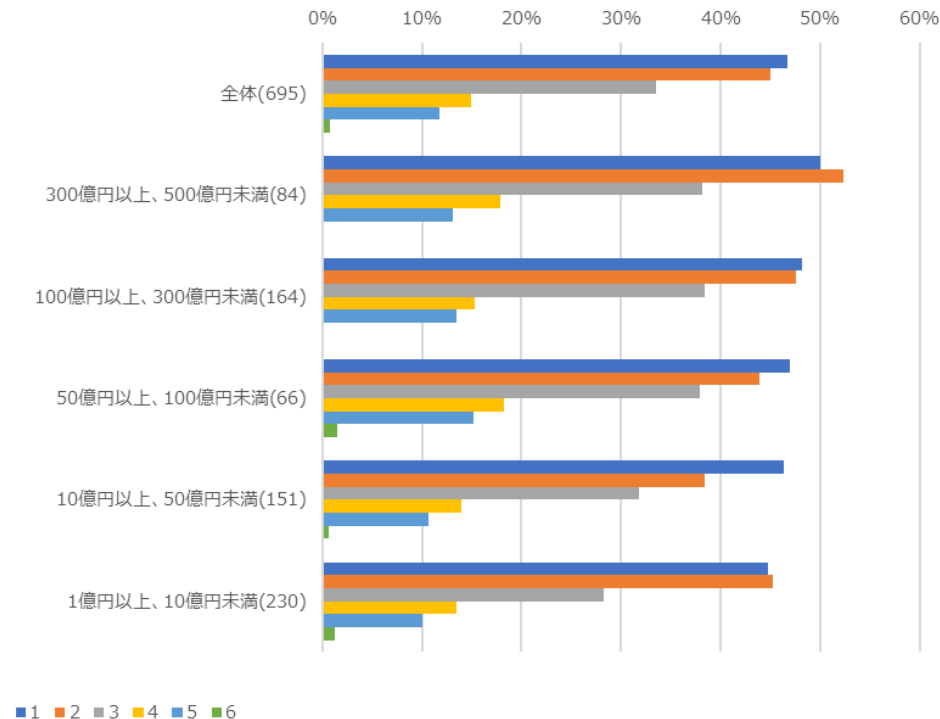


増資による資金調達の活用を検討したいと考える理由

- 全体の4割程度が、時間がかかる事業や中長期的な取組み、事業転換を挙げている

増資による資金調達を検討したいと思う理由について、当てはまるものを全て選択してください。（複数回答可）

- 1 収益化までに時間がかかる新しい事業にチャレンジができる
- 2 アフターコロナを見据え、事業転換のための投資ができる
- 3 中長期的な目線で研究開発等ができる
- 4 新しい株主から経営（経営企画、ガバナンス等）のサポートを受けられる
- 5 新しい株主から事業のサポート（新規事業開発、販路拡大等）を受けられる
- 6 上記以外の理由で、増資による資金調達のメリットを感じる 具体的に：【FA】



エクイティ・ファイナンスに関する基礎知識

第二章 株式評価・出資者の投資回収

目次

- 1. 株式評価方法 p.2**
- 2. 出資者の投資回収（EXIT） p.19**

1. 株式評価方法

（１）会社の株式をいくらで発行すべきか？

- 増資を検討する際には、会社の株式の値段（＝価値）を決める必要があります
- まずは自社の株式がどのくらいの価値があるを把握しましょう

中小企業者



新商品開発のため、研究資金が欲しいなあ…
1億円必要だけど、チャレンジングな取組みだから、
融資で調達できるかなあ…

出資者



それなら、出資を検討しますよ！
御社であれば、株式を100株、新規発行していた
だければ、1億円で引受します！

え、本当ですか？！
でも、1億円で100株ってことは、1株あたり100万
円ってことか…

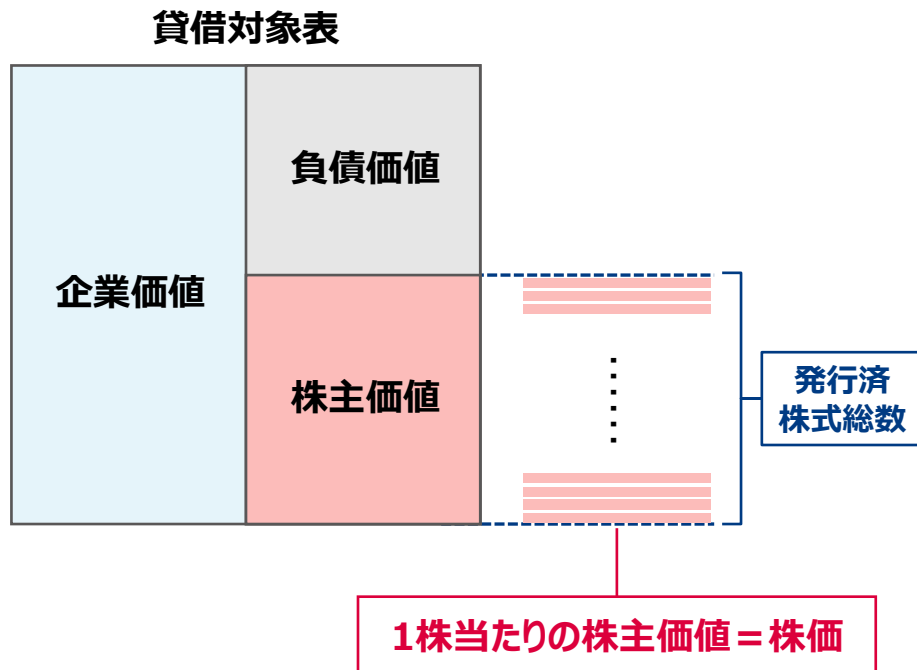


これって妥当な価格なのかな…
そもそも、**株式の価格**ってどう決めるんだっけ？？

(2) 株主価値・株価とは？

- 株価とは、1株あたりの株主価値であり、株主価値（＝純資産）とは、会社がもつ全資本（企業価値）から負債分を差し引いたものです
- つまり、**株主価値**（と発行済株式総数）がわかれば、**株価**を算出することができます

株主価値と株価の概念



算出例

計算式

$$\text{株主価値} \div \text{発行済株式総数} = \text{株価}$$

例1：

株主価値が1億円、発行株式総数が100万株の場合

$$\rightarrow 1\text{億円} \div 100\text{万株} = 100\text{円/株}$$

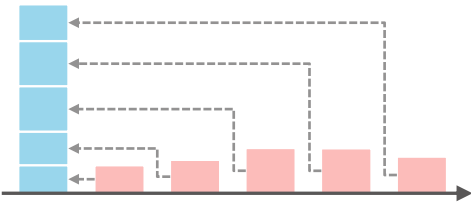
例2：

株主価値が20億円、発行株式総数が100万株の場合

$$\rightarrow 20\text{億円} \div 100\text{万株} = 2,000\text{円/株}$$

(3) 株式評価方法にはどのようなアプローチがあるか？

- 株式評価方法は一つではなく、3つの考え方（＝アプローチ）があります
- それぞれの特徴を捉えながら、場面に応じて適切な手法を選ぶことが重要です

		① インカムアプローチ	② マーケットアプローチ	③ コストアプローチ				
株価算定の基準		今後会社が生み出すお金	同業他社や市場の先例	会社の今の純資産				
イメージ		 1年後・10年後の 利益はいくらだろう？	 同業他社の株価は どれくらいだろう？	貸借対照表 <table><tr><td>資産</td><td>負債</td></tr><tr><td></td><td>純資産</td></tr></table> 会社は今、どれくらいの 資産があるだろう？	資産	負債		純資産
資産	負債							
	純資産							
特徴	○	将来の業績を株価に反映できる手法であり、今後成長が見込まれる企業には適す。	過去の事例を基準にするため、客観性が高く、当事者の納得感が得られやすい。	現在の会社の決算書（純資産）を元に算出する手法であり、当事者の理解がしやすい。				
	×	将来の業績は事業計画書をもとに推測されるため、楽観的観測や恣意によって株価が大きく左右するリスクがある。	同業他社の類似した取引事例や適切な類似業種が見つからないケースでは、使えない、または違和感のある算出結果となるケースもある。	直近の貸借対照表の数値を元に算出され、将来の業績（損益）は考慮されないため、今後成長が見込まれる企業には適さない。				

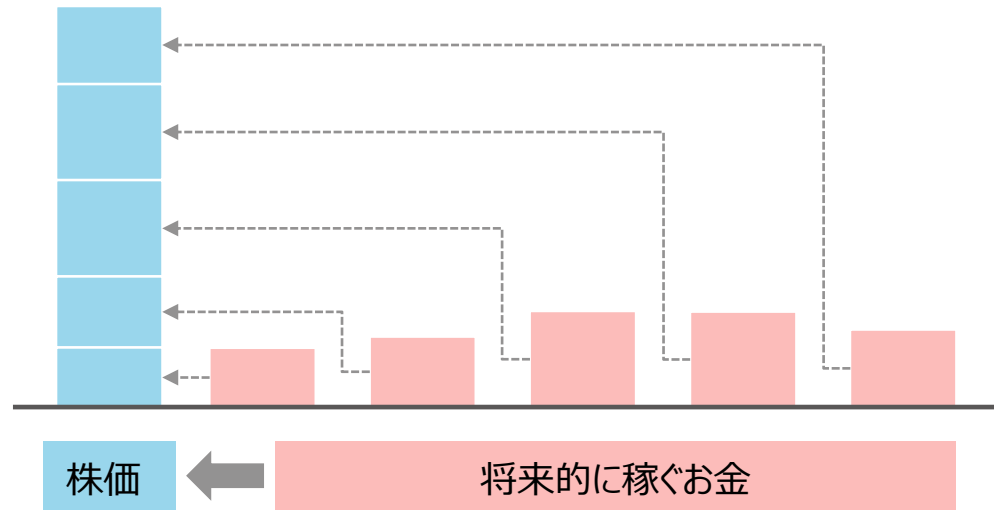
ポイント



- 相続税の算出等を除き、相対での株式の売買においては、算出の方法に法律等による定めは無く、最終的には両者の合意によってきまります。
- これらの算出方法は、その協議を進める上での合理的な価格算出で使用されるものであり、最終的な価格はこの算出方法通りの価格とはならない場合も多く存在します。

(4) インカム・アプローチ

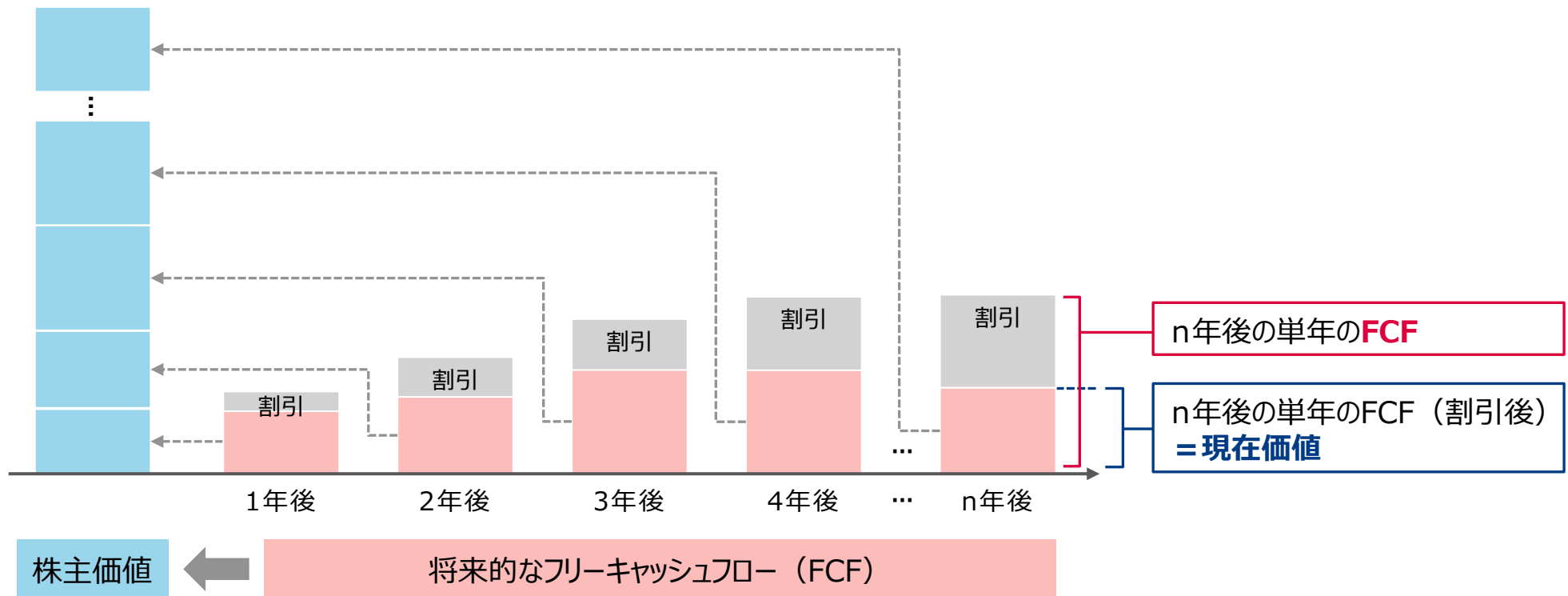
- インカムアプローチでは、“今後企業がどのくらいお金を稼げるか”で株価を算定します
- 主に3つの方法があり、各々の特徴から異なるシーンで利用されることが多く見られます



種類	特徴	利用シーン
DCF法 (ディスカントキャッシュフロー法)	今後のキャッシュフロー（CF）を予測し、「割引率」で割り引いて株価を算定する方法。	- 成長段階にあるベンチャー - スタートアップ企業のM&A
収益還元法	今後毎年一定の「予想平均利益」を生み出すと仮定し、「資本還元率」で割り引いて株価を算定する方法。	今後の利益に大きな増減がないと予測される、安定期の中小企業
配当還元法	1株あたりの配当金額を、「資本還元率」で割り引いて株価を算定する方法。	- 相続税計算時 - 株主の経済的利益が配当のみ株式

(4) ①DCF法 1/3

- 事業計画から将来の「フリーキャッシュフロー（**FCF**）」（=会社の利益）を推計します
- 「FCF」を「割引率」で割り引くことで、予測した将来CFを「**現在の価値**」に置き替えます
- 各年ごとに計算し、それを足し合わせることで「株主価値」を算出します
- なお、足し合わせる期間は投資家の投資期間を元に設定されることが一般的です



(4) ①DCF法 2/3

●「フリーキャッシュフロー」とは

- 企業が得た利益から経費を差し引いた現金のこと。会社が自由に使うことができるお金です

●「割引率」とは

- 割引率とは、将来もらえるお金を現在の価値に割り引くための指標です
- 例えば、今1億円貰えると様々な運用ができる一方で、100年後に1億円を貰う約束をしても100年間運用の機会がないことから、100年後に貰う1億円は、今貰える1億円よりも価値が低いと言えます
- このような将来貰うお金を現在の価値に直すために、使用するのが「割引率」です

《計算例》 割引率 : 5%

	フリーキャッシュフロー (予測)	現在価値の計算 (→ 割引率の乗算)	割引後の キャッシュフロー
1年目	1億円	1億円 $\div 105\%$	9500万円
2年目	1.2億円	1.2億円 $\div 105\%$ $\div 105\%$	1.1億円
3年目	1億円	1億円 $\div 105\%$ $\div 105\%$ $\div 105\%$	8600万円
⋮	⋮	⋮	⋮
100年目	1億円	1億円 $\div 105\%$ $\div 105\%$ … $\div 105\%$	80万円

遠い将来になると、
現在価値は
どんどん小さくなる



合計が企業の価値

(4) ① DCF法 3/3

- フリーキャッシュフローと割引率次第で株価が大きく変動するため、**実現可能性のある事業計画書をもとに適正に決定する必要があります**

事業計画書（将来どのようにして、どれくらい収益を得るかの計画）をもとに、
数年後までの**フリーキャッシュフロー**と**割引率**を決定



フリーキャッシュフロー

÷

割引率

=

株主価値

↑ **大きい**と、株価が**大きく**↑ なる
↓ **小さい**と、株価が**小さく**↓ なる

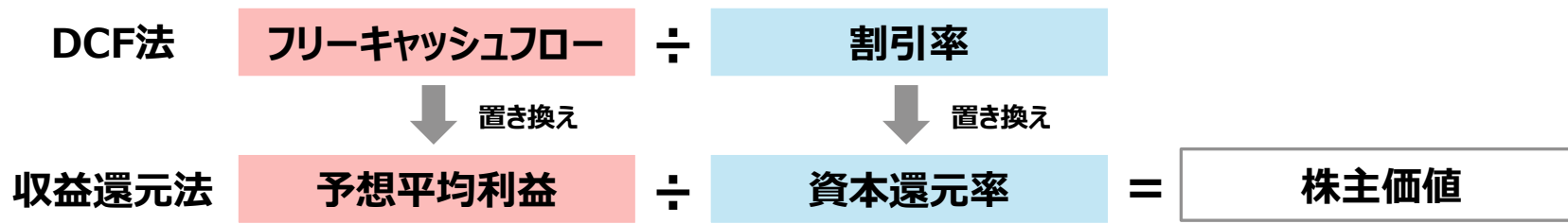
↑ **大きい**と、株価が**小さく**↓ なる
↓ **小さい**と、株価が**大きく**↑ なる

事業計画書によって、株価が大きく変わるため、適正な評価をするように気を付ける必要

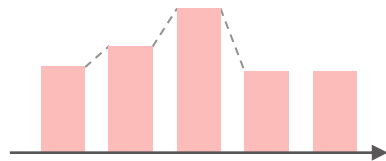
評価	特徴
○	将来の業績を株価に反映することができる
×	将来の業績を予測する必要があるため、楽観的観測や恣意で株価が大きく左右する

(4) ②収益還元法

- 収益還元法は、DCF法のFCFの部分を**将来の収益（予想）を固定**して算出する方法で、DCF法をよりシンプルにした手法です
- 概念としてはDCF法と同じですが、DCF法では事業計画に基づいて毎年度の「フリーキャッシュフロー」を計算するのに対し、収益還元法は、**その部分を一定の「予想平均利益」とし、「割引率」には「資本還元率」を入れることで算出**します



DCF法
数年後までのフリーキャッシュフローを予想



収益還元法
数年後まで一定と仮定



評価	特徴
○	将来の収益性を一定として仮定するため、DCF法よりも簡便に算出することが可能
×	事業計画等を細かく反映していないことから簡単である分、DCF法と比較して正確性に欠ける

(4) ③配当還元法

- 配当還元法は、収益の予想などはせずに、実際の**株式配当金から株価を算出します**
- DCF法の「フリーキャッシュフロー」は「1株あたりの配当金額」に、「割引率」は「資本還元率」に置き替えると考えるとイメージがし易いです

DCF法	フリーキャッシュフロー	÷	割引率	
	↓ 置き換え		↓ 置き換え	
配当還元法	1株あたりの配当金額	÷	資本還元率	= 株価

例) 1株当たりの配当金額が10円、資本還元率10%のとき
 $10円 \div 10\% = 100円 \rightarrow$ **1株あたりの株価は100円**

評価	特徴
○	配当金の金額から計算できるため、非常に簡単
×	特例的な手法であり、通常の株価算定には使うことができない

ポイント



- ・ 配当還元法は相続の特殊な場合に用いられることが一般的でもあり、あまり増資やM&Aで用いられることは他の手法に比べて多くはありません。
- ・ ただし、優先配当権付など、出資者の経済的利益の比重が配当に大きい場合には、本手法が適切な場合もあります。

(5) マーケット・アプローチ

- マーケットアプローチでは、市場（＝マーケット）の先例や類似取引を参考にして株価を算定します
- マーケットアプローチは、どれも考え方がシンプルであることから、実際の現場ではよく利用・応用されます



“仮に上場していた場合にはどのくらいの株価になるか??”

種類	概要	一般的な利用シーン
市場株価法	上場企業の株式について、市場株価から算定する方法。	・ 上場企業のみ利用可能
類似会社比較法	上場している同業他社の株価を参考にして算定する方法。	・ 参考対象になる同業他社のある非上場企業が利用可能
類似取引比較法	過去の類似した取引を参考にして算定する方法。	・ 参考になる類似取引がある場合に利用可能

(5) ①市場株価法

- 市場株価法は、市場の株価を使うことから**上場企業でのみ使える**方法です
- 株価は常に変動しており、いつ時点の株価を使うといったことが難しいことから、一定期間中の株価（証券取引所にて決定）の平均をとって算出することが一般的です

《計算例》 1ヶ月（4月）の市場価格を株価として採用する場合

日付	市場価格
4月1日	600
4月2日	620
4月3日	613
⋮	⋮
4月30日	615

4月の平均市場価格：620
→ 株価として採用

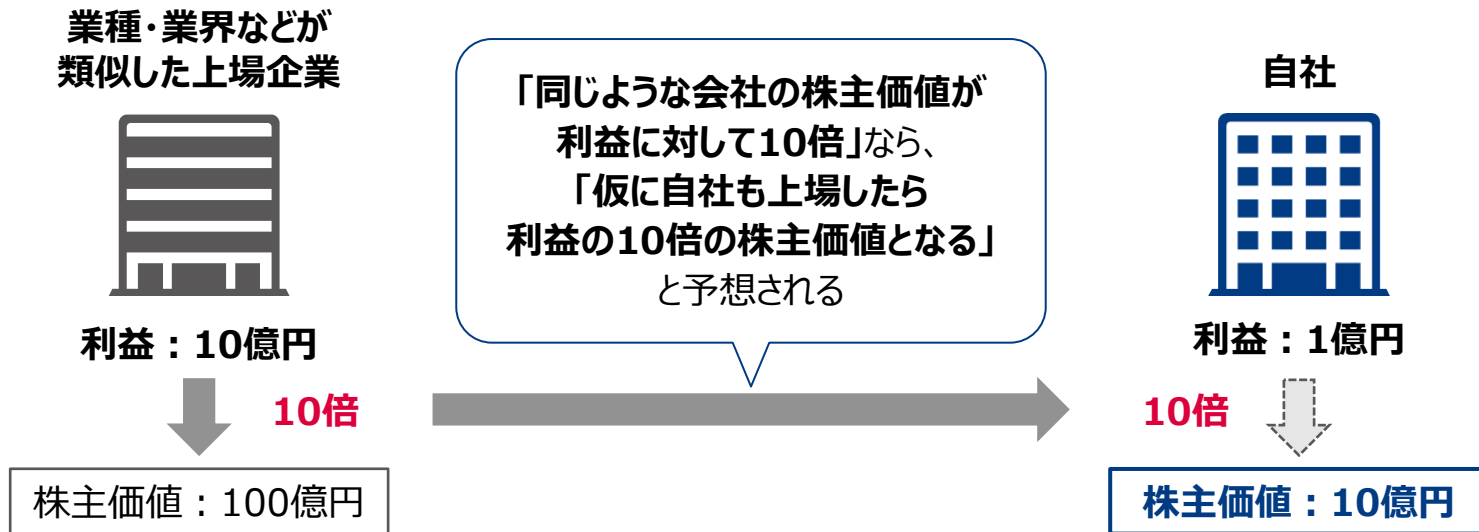
上場企業は、このように「マーケット（市場）」の株価から自動的に決められる。

では、非上場株式の価値は、マーケット・アプローチでどのように決めるのか？ → 次頁へ

評価	特徴
○	証券取引所で実際に決定された数値を使うため、客観性が高い
×	市場価格がある上場企業のみ使うことが可能な手法（非上場企業には使うことができない）

(5) ②類似会社比較法

- 類似会社比較法は、**同業他社の上場企業の企業価値**から株価を算定する方法です
- 実際に上場している企業の株主価値と自社の株主価値を比較して算出します



評価	特徴
○	実際に上場した企業の株価を基準にするため、客観性がある
×	ビジネスモデルは10社10色であり、上場企業から参考にできるような同業他社を探すことが困難な場合がある

ポイント



- ・ 比較する「利益」はEBITDAを用いることが多く、それによる算出手法は「EBITDAマルチプル法」と呼ばれます。
- ・ なお、比較する財務指標は、その他に純資産や配当の他、それらを複数組み合わせるといったことが行われる場合もあります。

(5) ③類似取引比較法

- 類似取引比較法は、M&Aや増資等において、**同業他社の過去の株価評価実績等を参考にして算出方法**です
- 他の非上場企業の株式がどのくらいの株価で取引されたかを参考にして算出します

過去の評価事例①

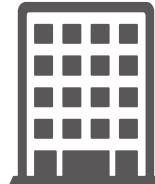
業種・業界などが
類似した非上場企業



株主価値：20億円

過去の評価事例②

業種・業界などが
類似した非上場企業



株主価値：50億円

過去の評価事例③

業種・業界などが
類似した非上場企業



株主価値：10億円

過去の事例から、適切な株価を決定する

評価	特徴
○	同業他社（非上場）の同様な取引を基準とするため、客観性がある
×	参考にできる事例を探すことが困難な場合や、情報が公開されておらず、活用が困難な場合がある

(6) コスト・アプローチ

- コストアプローチとは、**今の会社の純資産額**から株価を算定する方法です
- 算出の考え方自体は同じであるが、算出の基となる純資産額について、どのような修正をするか、という点で異なります

資産	負債
	純資産 ≡ 株主価値

“会社の資産はどのくらいの価値があるか??”

種類	概要	一般的な利用シーン
簿価純資産法	純資産（会社の全資産－負債）を株主価値として算定する方法。	・ 資産が現金のみの中小企業に利用されることがある
修正簿価純資産法	基本は簿価純資産法と同じ。 土地や有価証券などの価値に変動のある資産を時価に修正したうえで、純資産を株主価値として算定する方法。	・ 土地などの時価変動がある資産を持つ中小企業に利用されることがある
時価純資産法	基本は修正簿価純資産法と同じ。 純資産だけでなく、全資産・負債を時価に修正したうえで、純資産を株主価値として算定する方法。	・ 時価変動の大きな資産を持つ中小企業に利用されることがある

(6) ①純資産法（簿価純資産法、修正簿価純資産法、時価純資産法）

- 修正簿価純資産法、時価純資産法は、資産の含み損益によって株主価値が簿価よりも上がることも下がることもあります
- また、修正簿価純資産法と時価純資産法は、含み損益を反映するという点で同じであるため、あまり区別されないで使われることも多くみられます

貸借対象表

資産	負債
	純資産

簿価純資産法

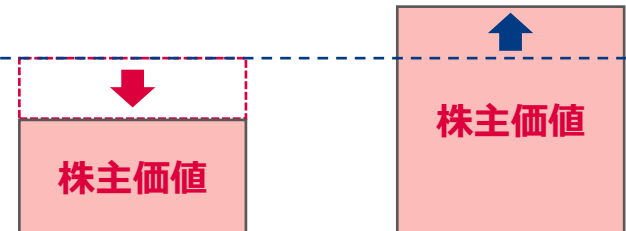
決算書上の数値（簿価）をそのまま評価に使用する
→ 純資産 = 株主価値



簿価 = 時価

修正簿価純資産法・時価純資産法

時価の変動があるため、そのときの価値に換算して、純資産額を修正する
→ 修正後の純資産 = 株主価値



・ 時価が低い
・ 含み損がある

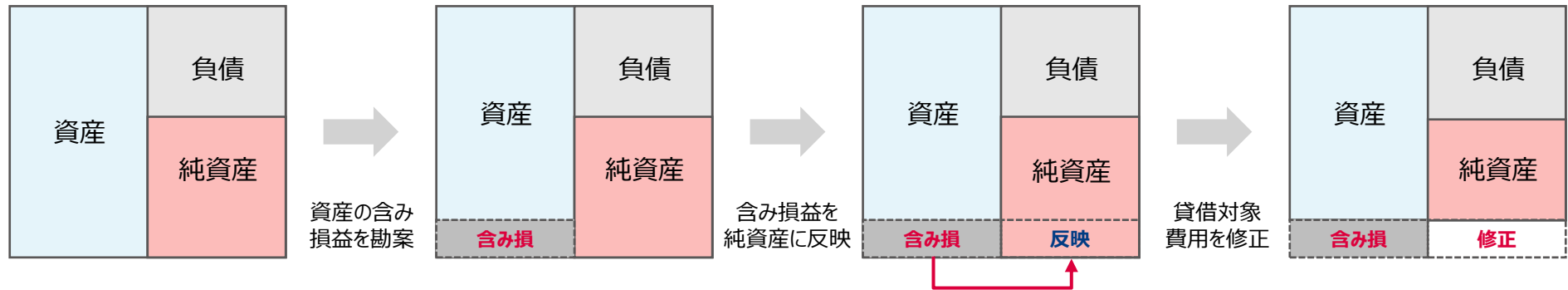
・ 時価が高い
・ 含み益がある

評価	特徴
○	現在の純資産を基準にするため、納得感を得られる場合がある
×	負債の多い企業の場合、株価が過小評価されてしまう場合がある

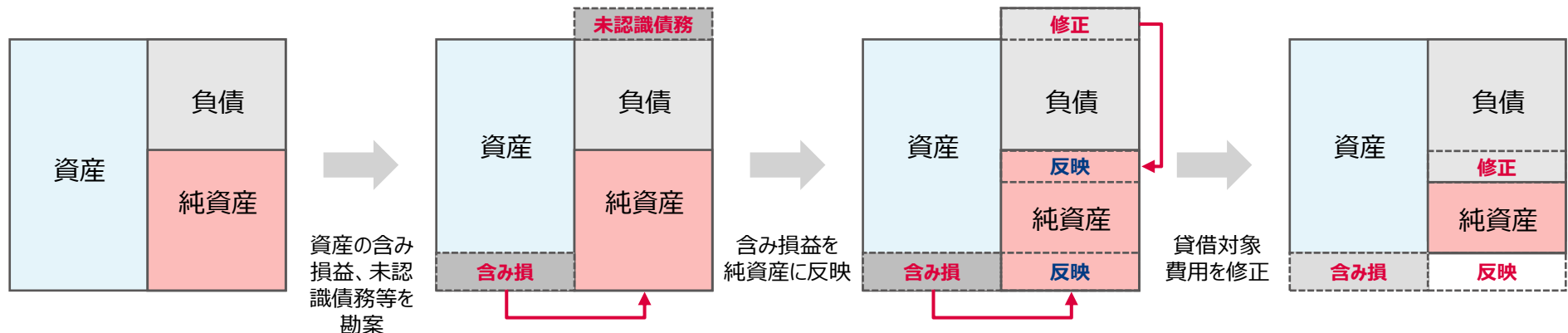
(6) ②修正簿価純資産法と時価純資産法の場合

- 修正簿価純資産法は資産を中心に含み損益を勘案するのに対し、時価純資産は未認識債務等、負債についても勘案して、貸借対照表を修正します

修正簿価純資産法



時価純資産法



2.出資者の投資回収（EXIT）

(1) 出資者による投資回収 (EXIT) とは？

- 出資者が保有株式を売却して投資利益を確定することをイグジット (EXIT) といいます
- イグジット方法は、株主構成が変わるため、企業にとっても重要なポイントとなります

中小企業者



出資者



では、1億円の出資を本格的に検討します。
10年くらいでEXITして投資利益を確定したいのですが、
御社で上場志向や御社で買い取る意向はありますか？
無ければ別に買い取ってくれる人を探すことも考えておかなければならないのですが、、

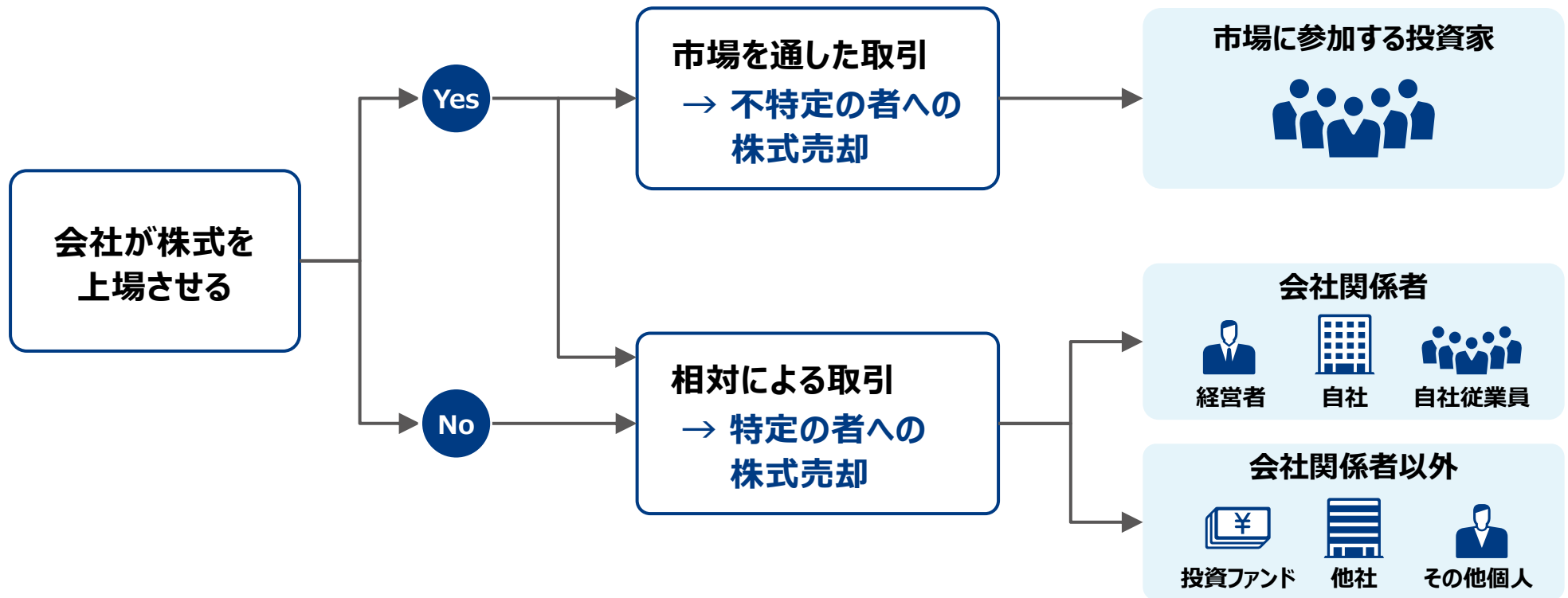
ありがとうございます！
そうか、いつまでも投資してくれるわけではないから、
株式の売却も考えておかなければならないのですね…。
考えを整理するので、すこし検討させてください。

?

銀行からの融資には利子付きの返済をするけど、
出資では株式を売却して資金を回収するんだよね。。
出資者のイグジットにはどのような方式があるのだろうか??

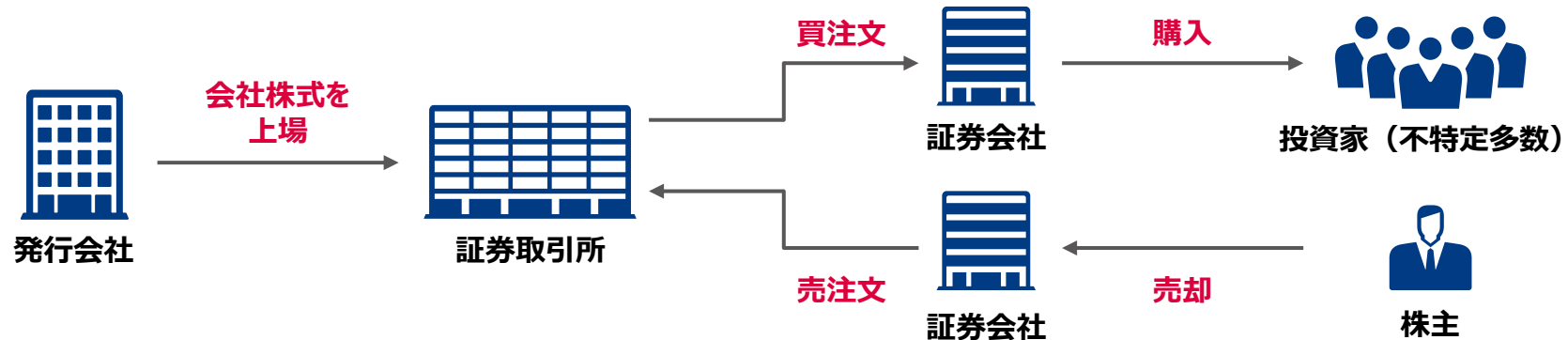
(2) イグジット方法の種類

- EXITは、会社が株式を上場するかしないかによって、その売却の相手や方法の選択肢が変わります
- 会社が株式を上場させた場合には、投資家は相対での取引（トレードセール）に加え、市場を通した売却をすることが可能となります



(3) 市場を通した取引（不特定の者への株式売却）

- 証券取引所に株式を上場すると、株式に流通市場が作られるため、株主は市場を使って株式を売却（EXIT）することができるようになります
- 上場には、新規株式を発行し資金調達をするIPO（新規株式公開）の他、新規発行は行わず、既存株式のみを上場するダイレクトリスクティングという手法もあります
- 上場が選ばれ易いケースとしては、株価が高くなりすぎて個人では承継しきれない場合や、従業員の士気を高めるために一つの目標として「上場」を目指す場合等があります



○	×
• 経営株主が引き続き株式を保有することが可能、且つ、売り出された株式は不特定多数の投資家に分散されることから、経営権の維持がし易い（従業員への実態的な影響も小） • 「上場企業」となることで企業の信用度が向上	• 上場にはおよそ3年程度の準備期間を要するとともに、監査法人やコンサルタントへの依頼費用等の出費がかかる • 上場を維持するには、上場維持基準基準（株主数・時価総額・流通株式数等）を恒常的にクリアする必要がある

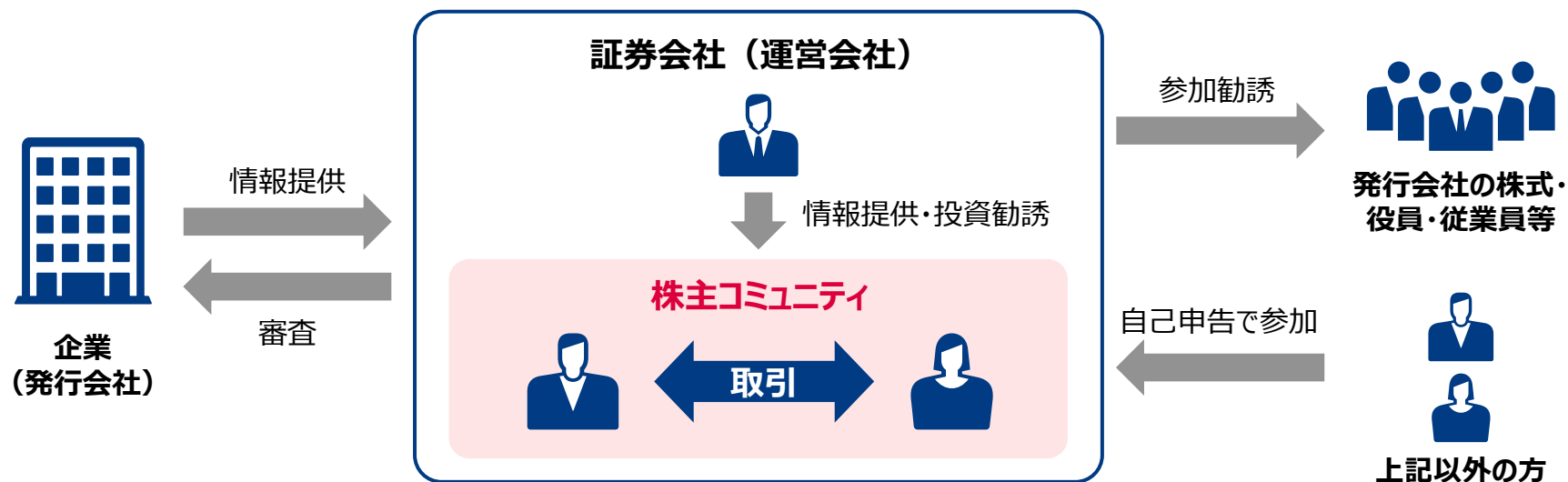
(4) 相対による取引（特定の者への売却）

- 非上場株式を売却する際に出資者はその譲渡先と相対で売買取引が行われます
- 非上場企業における株主構成の変化は、経営体制に大きな変化が生じる可能性があるため、出資を受ける時と同様に、経営者は、従業員や既存株主への配慮が必要です
- なお、意図しない第三者に株式が渡ることを防ぐために、経営者は株式コミュニティ（後述）を構築し、出資者に対して、その活用を促すことも有効です

譲渡先		特徴	
		○	×
会社関係者	①経営者	経営者（経営陣）が株式を所有することで経営陣の裁量が増える。	事業が拡大して株価が高い場合、経営者自身が購入費用を用意する事が難しい可能性。
	②自社	会社に株式の所有を集約することで、経営の意思決定がスムーズに行えるようになる。	利益剰余金の額を超えて買う事ができないため、会社の財務状況によっては実施できない場合がある。
	③従業員	経営へ関心や株価向上のインセンティブが生まれ、業務へのモチベーション向上に繋がる。	退職時に買取りができない場合に株式の分散リスクとなる可能性（種類株式の活用）。
④外部の第三者		新しい株主による経営や事業への支援によって、更なる成長や改善のきっかけとなりやすい。	新しい株主の意向が会社や他の既存株主と合わない場合に経営が安定しなくなる可能性

(5) 株主コミュニティの仕組み

- 株主コミュニティは非上場株式を特定のコミュニティの中で売買を行う仕組みで、企業の要望を受けて証券会社の運営を行います
- 企業は株主コミュニティの参加者を選定することができます。そのため、意図しない者が株主となるといった心配をすることなく、株主に対して、市場取引が行われない非上場株式に対して、売買相手を見つけやすい環境（≒売買の機会）を提供することができます
- 株主コミュニティを構築する場合には、先ずは取引のある証券会社に相談することになりますが、親しい証券会社がない場合には、日本証券業協会や取引金融機関に相談をすることが良いでしょう



(6) 株主コミュニティの利用場面

- 株主コミュニティは非上場株式における様々な場面で有効に利活用できるほか、コミュニティを利用して、株式の新規発行による資金調達をすることも可能です
- また、株主コミュニティの参加者は、会社関係者やその親族等の他、取引先やサービスを利用する地域住民も対象とし、株主優待等の活用を通じて、自社製品やサービスのファンを増やすといった施策に取り組む事例も見られます

株主コミュニティの利用場面の例



企業
(発行会社)

株主に株式を譲渡する場を提供したい

経営者、従業員、取引先等が株式を取得をする場を提供したい

増資による資金調達に対応した出資者（金融機関や投資ファンド等）のために、EXITの場を整備したい

非上場企業のまま（株式発行による）資金調達がしたい

株主コミュニティに想定される参加者



株主コミュニティへの参加



株主

役員

従業員

会社関係者の
親族

仕入先

販売先

地域住民

業界関係者

エクイティ・ファイナンスに関する基礎知識

第三章 株式の種類・増資の手続き

目次

- 1. 株式の種類 p.2**
- 2. 増資の手続き p.15**

1. 株式の種類

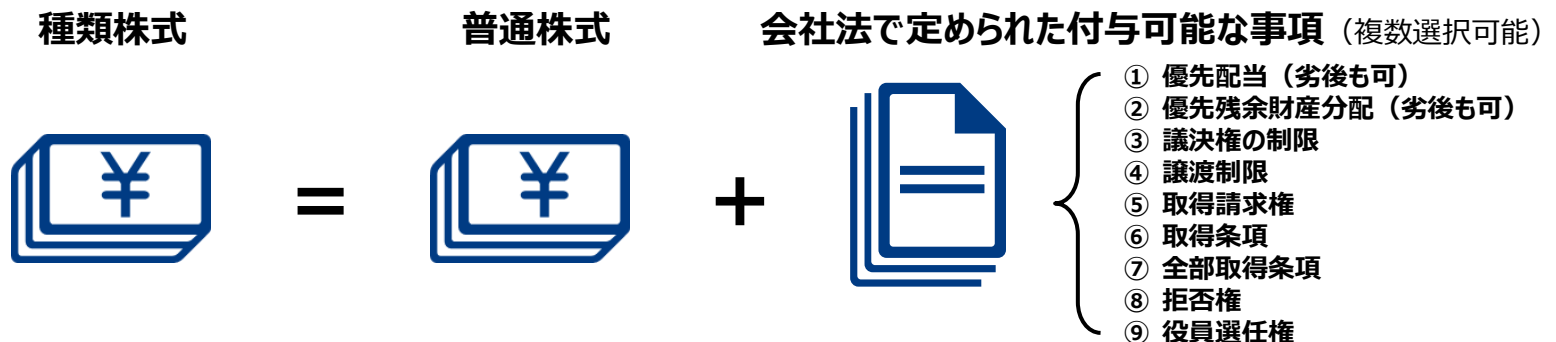
(1) 増資による資金調達においてはどのような株式が発行できるか？

- 普通株式の他、様々な権利を付与（または制限）した種類株式を発行可能
- 増資（エクイティ・ファイナンス）の成功に向けて種類株式の活用は有効な手段

株式とは、株式会社が資金を集めるために発行する証明書



「普通株式」と、株主の権利を制限したり優遇したりする権利を付与した「種類株式」がある



(2) 種類株式として付与または制限できる株主の権利とは？

- 種類株式とは一定の事項に関する株主の権利を優先、または制限した株式です
- 特定の事項に関する権利を制限する一方で、他の事項に関する権利を他の株主よりも優先させる場合が多くみられます

会社法上の規定で種類株式に設定できる事項	説明
① 優先配当（劣後也可）	剰余金の配当において、配当額や配当順序を差別化できる。
② 優先残余財産分配（劣後也可）	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。
③ 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。
④ 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。
⑤ 取得請求権	株主が会社に対して種類株式の取得（転換）を請求することができる。
⑥ 取得条項	一定の事由の発生を条件に、会社が株主から種類株式を取得することができる。
⑦ 全部取得条項	会社が株主総会の決議により当該種類株式全てを取得することができる。
⑧ 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。
⑨ 役員選任権	種類株主総会で取締役・監査役を選任できる。

ポイント



- 会社の定款に定めることのできる種類株式の権利は会社法の規定で決まっていますが、それ以外にも**投資契約***や**株主間契約***で**権利を、直接または間接的に制限・優遇することも可能**です。
- 会社と新規増資を引き受ける出資者間だけではなく、既存株主への影響等を含め、どのような手法を用いて、**増資に係る懸念事項や課題を解決するかは、法律の専門家（弁護士等）の助言を踏まえて、設計していくことが重要**です。
- また、種類株式は、普通株式と区別するために、A種株式やB種株式（または、A種優先株式、B種優先株式）と呼ぶことが多く、それにどのような権利が付与または制限されているかは、定款や投資契約書で規定されます。

*投資契約と株主間契約についての説明は後掲

(3) なぜ種類株式を発行するのか？

- 種類株式を活用することにより、普通株式による増資で生じる問題に対処できます

会社に乗っ取られてしまうのではないだろうか？

経営への関与度を維持する

①優先配当 ②優先残余分配

株式価値を高め、発行株式数を少なくする

③議決権の制限

議決権を行使できる事項を制限する

意図しない株主へ対応する

④譲渡制限

意図しない株主へ株式を渡さない

⑥取得条項 ⑦全部取得条項

強制的に株式を回収する

必要な金額がきちんと調達できるだろうか？

株式の魅力高める

①優先配当 ②優先残余分配

出資者に経済的利益を与える

⑧拒否権 ⑨役員選任権

出資者にガバナンスに対する権利を与える

出資に対するハードルを下げる

⑤取得請求権

株式の流動性を高め、出資者を保護する

(4) 種類株式に付与/制限できる株主の権利：①優先配当

● 優先配当権は、配当金の支払いを普通株主に対して優先的に受ける権利

権利の概要

- この株主（優先株主）は配当金の受け取りについて、普通株主より「優先的な取扱いを受ける権利」を持つように設定することができます。
- 「優先的な取扱い」とは、優先株主が、普通株主よりも先に配当金を受領することができたり、普通株主よりも高い配当金を受けられたりすることを指します。（このような優先株主のみが受け取ることができる配当を「優先配当」といいます。）
- また、優先配当権の定め方には、①累積型／非累積型と②参加型／非参加型の区別があります。

優先配当権の定め方	説明					
① 累積型・非累積型	優先配当の全額が支払われなかった場合、不足分について翌年度以降に繰り越すことのできるか否か。					
② 参加型・非参加型	優先配当の支払い後の普通配当について、優先株主が受けることができるか否か。					
	参加型の場合			非参加型の場合		
	株主	優先配当	普通配当	株主	優先配当	普通配当
	優先株主	○	○	優先株主	○	×
	普通株主	×	○	普通株主	×	○

定款や投資契約書における条文の例

項目	条文例
配当順序・額の差別化	A種株主に対し、普通株主に先立ち、A種株式1株につき払込金額に年率〇〇%を乗じた額の配当をする。
非累積型	ある事業年度において、A種株式1株当たりの剰余金の配当額が払込金額に年率〇〇%を乗じた額に達しないときでも、その不足額は翌事業年度以降に累積しない。
参加型	普通株主に対して剰余金の配当をするときは、A種株主に対して、A種株式1株につき普通株式1株当たりの剰余金の配当金と同額の剰余金の配当をする。

ポイント



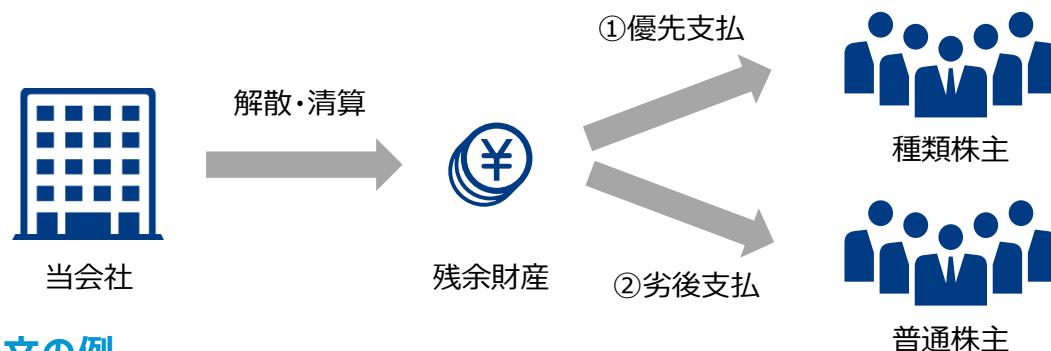
- 優先的に配当金が受け取れることから、出資を集め易くする効果があります。
- 一方で、普通株主が受け取る配当が少なくなる場合もあることには留意が必要です。

（４）種類株式に付与/制限できる株主の権利：②優先残余財産分配権

● 優先残余財産分配権は、清算時財産分配を普通株主に対して優先的に受ける権利

権利の概要

- 会社を解散・清算した場合に残った財産（残余財産）の分配において、配当額や配当順序に関して、普通株主よりも優先的に支払いを受けることができます。
- 優先残余財産分配請求権は解散・清算のときのみに機能しますが、投資契約書等において、合併等を解散や清算と同様とみなして優先的に対価を分配する条項（「みなし清算条項」といいます。）を設けること等により、幅広く、M&A等においても優先株主が優先的に資金を回収することが可能となります。
- また、優先分配とは別に分配しないという設定も可能ですが、配当を受けることも、残余財産を受けることもできない株式の発行は会社法で認められていません。



定款や投資契約書における条文の例

項目	条文例
優先分配	残余財産の分配をするときは、A種株主に対し、普通株主に先立ち、A種株式1株につき、金〇〇円を支払う。

ポイント



- 一見、会社を売却することが無い場合には関係が無いように感じられますが、リスクが高く、既存事業にも影響のある投資をする場合には出資者からの優先残余財産分配権の付与を提案されるケースもあると考えられます。出資者は、必ずしも会社売却を見据えているのではなく、会社のチャレンジングな取組みに賛同しての提案の場合も多いため、一概に否定的に取らずに、出資者とよく対話することが重要です。
- なお、残余財産分配についても、優先配当と同様に参加型/非参加型があります。

(4) 種類株式に付与/制限できる株主の権利：③議決権の制限

- 議決権の制限は、議決権を行使できる事項を制限し経営への関与を限定すること

権利の概要

- ・ 株主総会の決議事項について、その全部または一部に関して議決権を制限することができます。
- ・ これによって、第三者に対する普通株式の発行で生じる議決権の分散による経営権の分散を防ぎつつ、増資による資金調達を行うことが実現できます。



定款や投資契約書における条文の例

項目	条文例
全部制限	A種株主は、株主総会において、全ての事項につき議決権を行使することができない。
一部制限	A種株主は、株主総会において、次の事項について、議決権を行使することができない。 (1) ●●

ポイント



- ・ 議決権の制限が付与された株式は、普通株式の主要な権利が行使できないことから、株式の魅力は低下します。したがって、「優先配当権」や「優先残余財産分配権」などの経済的利益の付与と引き換えに議決権を制限するケースが多くみられます。
- ・ また、種類株式として議決権を制限するのではなく、株主間契約によって、例えば、「役員の選任については経営株主の提案に賛成する」といった経営権維持の仕組みを検討する方法もあります。

（４）種類株式に付与/制限できる株主の権利：④譲渡制限

- 譲渡制限は、株主構成を維持するため株式の譲渡を制限すること

権利の概要

- ・ 株主総会や取締役会等の承認なしで、勝手に第三者に株式を譲渡ができないような制限を設定することができます。
- ・ これによって、株主として好ましくない第三者が会社の経営へ参画することを、未然に防ぐことができます。
- ・ 譲渡制限については、全株式について、会社設立当初から設定されていることも多く見られます。



定款や投資契約書における条文の例

項目	条文例
取締役会決議の場合	当会社のA種株式を譲渡により取得するには、取締役会の承認を要する。
株主総会決議の場合	当会社のA種株式を譲渡により取得するには、株主総会の決議を要する。

ポイント



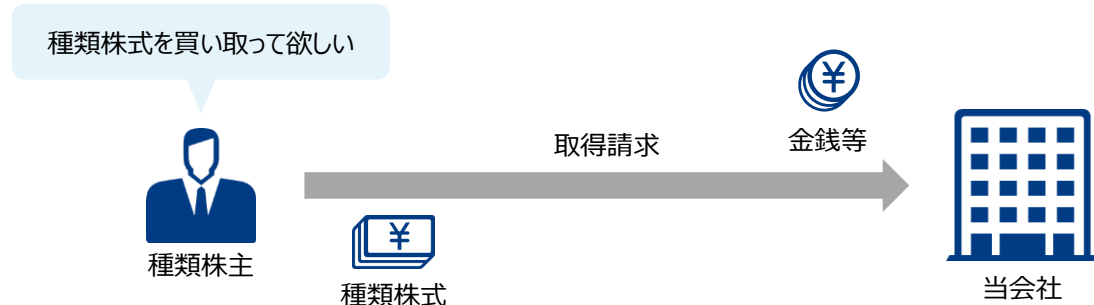
- ・ 株式譲渡の承認をしない場合には、株主は会社に対して会社又は会社が指定する者（指定買取人）が株式を買い取るよう請求することができます。会社は、自ら株式を買い取るか、株式を買い取ってくれる第三者（指定買取人）を選定する必要があり、買取に応じなかったり、期限までに返答をしなかったりした場合には、「みなし承認」として株式の譲渡が認められることに留意が必要です。
- ・ なお、譲渡制限については、種類株式として設定する方法の他に、株主同士の約束事（株主間契約）として、例えば、譲渡の際に経営株主の承認を得る旨を設定するといったことで、実質的な制限を設定するといったことも検討することが可能です。

（４）種類株式に付与/制限できる株主の権利：⑤取得請求権

● 取得請求権は、“株主が”会社に対して株式の取得を請求することができる権利

権利の概要

- 株主は、自身が所有する株式を取得するよう、会社に対して請求することができます。
- 会社による取得の対価は、金銭は勿論のこと、社債や新株予約権、新株予約権付社債、普通株式、他の種類株式等の中から定めることも可能です。
- 実質的に流通性の少ない非公開株の買い取りを出資者に保証することにより、出資者のEXIT（株式売却）への不安を軽減する効果があります。



定款や投資契約書における条文の例

対価	条文例
普通株式	A種株主は、いつでも当会社に対し、その有するA種株式の全部または一部を取得するよう請求することができるものとし、当会社は、A種株式を取得するのと引換えに、A種株式1株につき普通株式1株を当該A種株主に交付する。
金銭対価	A種株主は、●年●月●日以降、当会社に対し、その有するA種株式の全部または一部を取得するよう請求することができるものとし、当会社は、A種株式を取得するのと引換えに、A種株式1株につき金〇〇円銭を当該A種株主に交付する。

ポイント



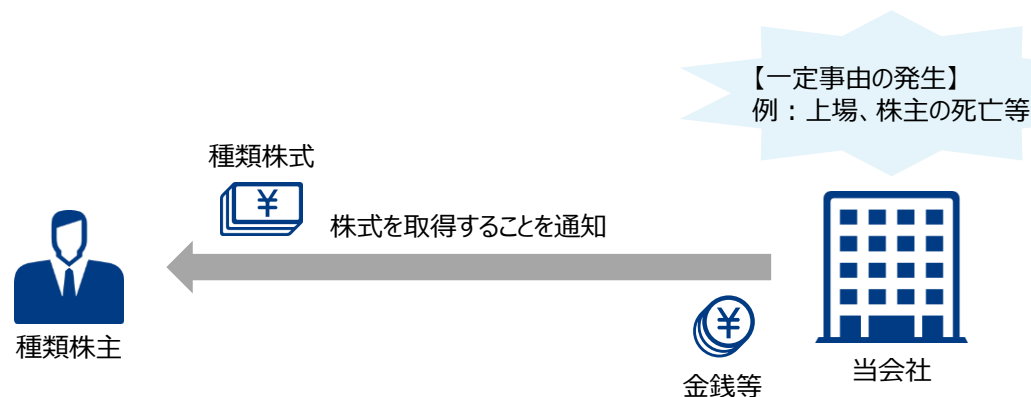
- 取得対価を金銭にした場合、会社は分配可能額の範囲を超えた買取りをすることができないことから、出資者は普通株式や他の種類株式を対価にすることを望むケースも少なくありません。
- 普通株式や他の種類株式を対価とした場合には、会社は費用をかけずに権利行使に応じることができる一方で、議決権等を含め、株主との権利関係がそれまでと変わる可能性があることに留意が必要です。

（４）種類株式に付与/制限できる株主の権利：⑥取得条項

● 取得条項は“会社が”株主から強制的に株式を取得できるとする条項

権利の概要

- ・ 定款に定めた「一定の事由」が発生した場合、会社が株主本人の同意なしで株式を取得することができます。
- ・ 会社による取得の対価は、金銭は勿論のこと、社債や新株予約権、新株予約権付社債、普通株式、他の種類株式等の中から定めることも可能です。



定款や投資契約書における条文の例

項目	条文例
「一定の事由」として特定の発生事由を定める場合	当会社は、次の事由に該当する場合には、A種類株式の全部を取得することができるものとし、当会社は、A種株式を取得するのと引換えに、A種株式1株につき普通株式1株を交付する。 (1) ●
会社が別に定める日をもって「一定の事由」とする場合	当会社は、●年●月●日以降いつでも、取締役会が別に定める日の到来をもって、A種株式の全部を取得することができるものとし、当会社は、A種株式を取得するのと引換えに、A種株式1株につき金〇〇円を交付する。

ポイント



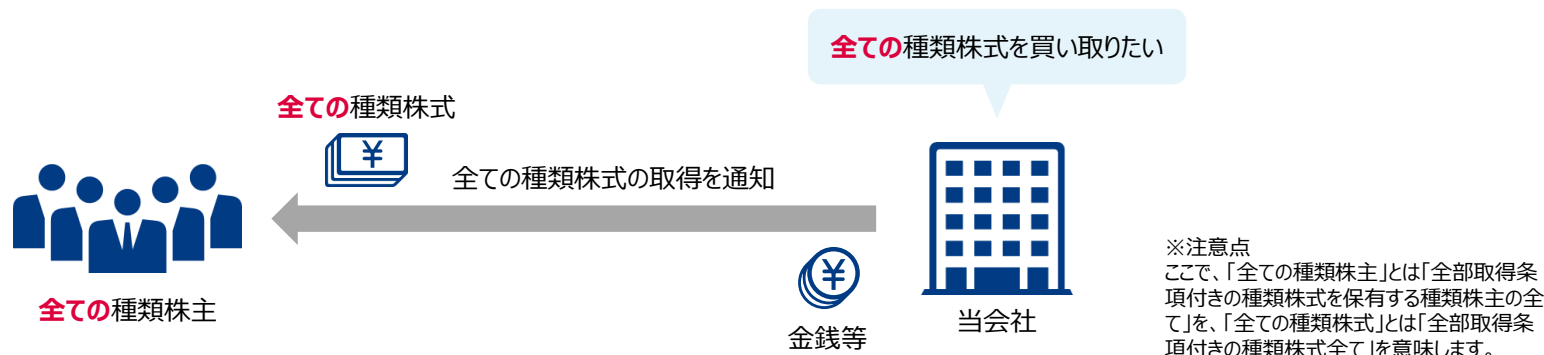
- ・ 株主が死亡した際に相続等によって、意図しない株主へ株式を拡散すること等を未然に防ぐことができます。
- ・ また、様々な権利のついた種類株式のままでは上場ができないため、それを見据えている場合には種類株式を普通株式に転換する（種類株式を取得する対価として普通株式を渡す）ために付与されるケースが多く見られます。

(4) 種類株式に付与/制限できる株主の権利：⑦全部取得条項

● 全部取得条項は、株主総会の決議で会社が全ての株式を取得できるとする条項

権利の概要

- 株主総会の特別決議にて、金銭やその他の財産等を対価として、会社が全部取得条項付きの種類株式をすべて回収することができます。
- 会社による取得の対価は、金銭は勿論のこと、社債や新株予約権、新株予約権付社債、他の種類株式等の中から定めることも可能です。



定款や投資契約書における条文の例

条文例

当会社が発行するA種株式は、株主総会の特別決議により、当会社がその全部を取得することができるものとし、当会社は、A種株式を取得すると引換えに、「A種株式1株につき金〇〇円」、「A種株式1株につき普通株式〇株」を交付する。

ポイント



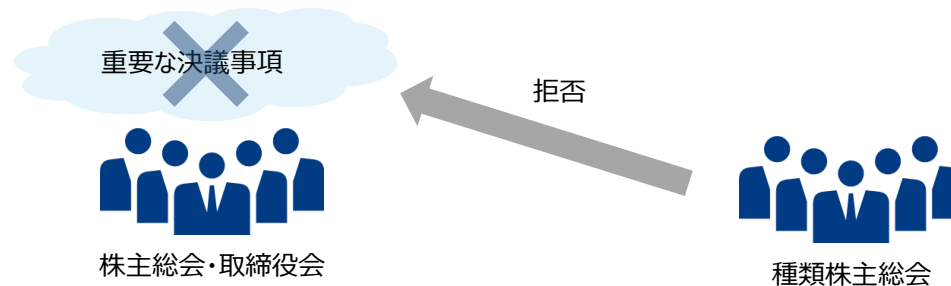
- 「取得条項」と「全部取得条項」との違いは、取得条項は一定の事由発生によって会社の意思のみで買取りが行われるのに対して、全部取得条項は、株主総会の特別決議を経る必要があり、会社の意思のみでは行うことができないという点です。
- 全部取得条項は、少数株主の持つ種類株式を議決権無しの種類株式に転換する目的で使用したり、事業再生のために出資を受ける際に既存株主の地位を排除するために行う100%減資の目的で使用されたりすることがあります。
- 全部取得条項は、株主総会や種類株主総会の特別決議に基づく定款変更により特定の種類株式に対して事後的に付することができるため、資金調達を新規で行う場合というよりは、上記のような目的のために、普通株式を他の種類株式に転換する手続き（株主総会で、「種類株式発行会社への定款変更」→「普通株式を全部取得条項付株式へと変更するための定款変更」→「株式の全部取得」に関する特別決議→他の種類株式を交付）が行われることが多く見られます。

(4) 種類株式に付与/制限できる株主の権利：⑧拒否権

- 拒否権は、重要な会社の判断事項について種類株主総会が拒否することができる権利

権利の概要

- ・ 株主総会や取締役会で決議する特定の事項について、種類株主総会の決議をも必要とすることができる権利です。
- ・ これにより、会社が特定の事項を決議する場合、当該事項については、種類株主は“拒否権を有していることと同様の権限”を持つことになります。
- ・ このように、拒否権付種類株式は、大きな権限を持つことから“黄金株”とも呼ばれます。



定款や投資契約書における条文の例

条文例

当会社が〇〇を行う場合には、当会社の株主総会の決議に加えて、A種株主を構成員とする種類株主総会の決議を要する。

ポイント



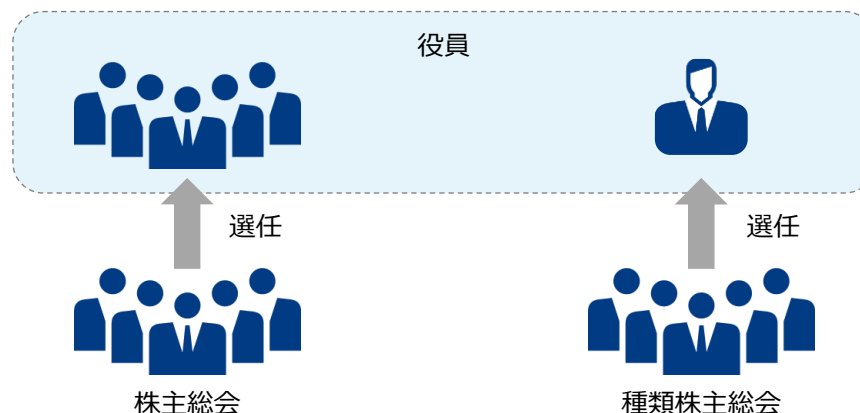
- ・ 拒否権付種類株式は、外部株主に発行するというよりは、経営株主が経営権の維持のために保有することが一般的であり、また、拒否権付種類株式を1株だけ発行し、保有することで拒否権を確保することができます。
- ・ 拒否権を持たせる内容については自由に設計することができる反面、その内容は定款に定める必要があることから、その設定に他の株主の同意が得られない場合などには、定款変更をして拒否権付種類株式を導入するにはハードルが高いケースがあるほか、拒否権の内容次第では、外部株主が警戒し、増資による資金調達が難しくなるケースも考えられます。
- ・ また、拒否権付種類株式を保有する株主が急遽亡くなった場合など、予期せぬ事態によって、会社として望ましくない相続人が株主となって拒否権を行使するといった可能性もあることに留意が必要です。

（４）種類株式に付与/制限できる株主の権利：⑨役員選任権

● 役員選任権は、種類株主総会によって役員を選任することができる権利

権利の概要

- 株主総会全体の承認を得なくとも、種類株主総会の決議のみで取締役や監査役といった役員を選任することができます。
- したがって、役員を選任を特定の株主のみで行うことや、外部株主に対し無議決権の種類株式を発行する代わりに、一定数の役員選任権を付与し、経営に関与できるようにするなど、状況や場面によって様々な活用方法があります。



定款や投資契約書における条文の例

条文例

A種株主を構成員とする種類株主総会において取締役〇名および監査役〇名を選任することができる。

ポイント

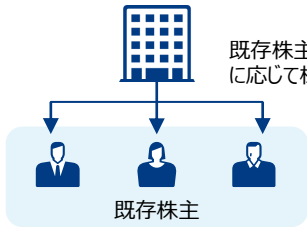
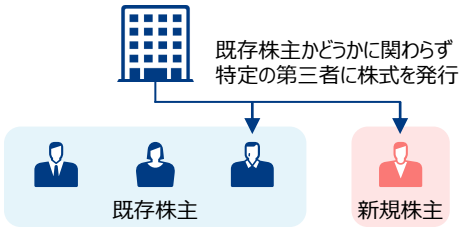
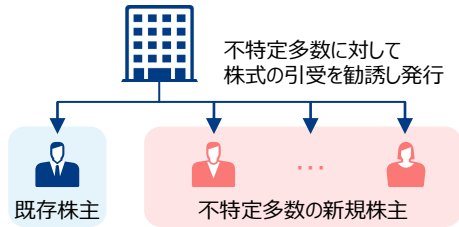


- 外部株主が出資を検討する際に、議決権を一定割合以上保有できない場合には直接的に経営に関与して、企業価値向上に協力することが事実上、難しく、出資検討が難航する場合がありますが、役員選任権を付与することによって、これを解決することができます。
- また、役員選任については、株主間契約において、「外部株主が提案した者1名を取締役として選任することに賛成をする」等と定めることにより、種類株式を活用することなく、外部株主に役員選任権を付与するのと実質的に近い効果を設定することも可能です。
- なお、種類株主総会で選任された役員は種類株主総会でしか、解任することができません。

2. 増資の手続き

(1) 増資手法の種類

- 増資の手法は各々の長短があるため、特徴を理解して選択する必要があります
- 非上場企業の場合、①か②を利用することが一般的です

		①株主割当増資	②第三者割当増資	③公募増資
勧誘対象		既存の株主 	特定の第三者 	不特定多数 
概要		新たに発行する株式を、既存株主の持分比率に応じて割当てて、出資を募る資金調達	- 特定の誰かを出資者として、新規株式を発行する資金調達 - 出資者は、既存株主の場合もあるが、①とは異なり、特定の株主のみが取得する点で異なる	既存株主かどうかに関わらず、不特定多数の出資者に対して、株式の発行による出資を募る方法
特徴	メリット	保有割合等が変わらないという点で既存株主との調整が付き易く、比較的スムーズに手続きを進めることができることが多い	意欲の高い出資者を株式の引受先として出資を募ることができるため、資金が集まり易い	多くの出資者に出資を募るため、多額の資金調達を行うのに適している
	デメリット	既存株主の資金余力や出資意欲によって調達総額が決まるため、多額の資金調達が難しい場合がある	全体の発行株式数が増えることで、既存株主との間で、持分比率が下がったり、株主構成が変わったりすることに対する調整が必要となる	多くの出資者を勧誘するためにコストがかかるほか、有価証券届出書や目論見書の作成、継続的な有価証券報告書の作成（継続開示）等が必要となる

(2) 増資をするためにはどのような手続きが必要か？

- 増資は会社法に基づいた法的な手続きが必要となります
- 借入による資金調達とは手続きが大きく異なることに留意が必要です

出資条件の協議	・ 出資者と、出資金額とそれに伴う発行株式数や株式の種類等、出資条件について協議を行います
定款の確認	・ 定款で増資に関する制限が無いかを確認します ・ 特に発行可能株式数が十分ではない場合には株主総会で定款変更の決議が必要となります
株主総会の開催	・ 発行する株式の内容を決定するため、株主総会を開催し、決議を行います ・ 内容は、新規発行株式の「種類・数」、「払込金額」、「増加する資本金額等」、「払込期日・期間」になります
引受けの募集・申込	・ 株主総会での決議に基づいた条件で、出資者の募集および申込の受付を行います
取締役会の開催	・ 出資者候補が決まったら、その出資者（株式引受人）を確定させます（割当決議）
出資金の払い込み	・ 割当決議後、株式引受人に、その旨を連絡し、払込期日に出資金の払い込みを受けます ・ この払い込みを以って、新しい株式引受人は株主としての権利を行使することができます
登記申請	・ 増資が完了したら、発行株式数や資本金額の変更について、法務局に登記申請します（完了後2週間以内）
その他書類の更新等	・ 登記申請以外に、株主名簿や会社のHP等対外的な資料の更新等を必要に応じて実施します

ポイント



- ・ 増資の手続きは、ケースバイケースで必要な事項が変わることもあり、また**手続きの不備は後々大きな問題となることもあります。**
- ・ 手続きに自信がある場合でも、**弁護士や司法書士等の専門家のサポートを検討しましょう。**

(3) 増資を検討する際に特に留意しなければならないことは？

- 増資による資金調達額は「発行株式数」×「1株あたり払込価額」で決まります
- 多額の増資は株主構成や株主総会の議決権割合に大きく影響が出る場合があります

必要な研究開発資金
3億円



株主構成
社長100株
(議決権100%)



会社の株価
1百万円/株



この状況で普通株式で増資をしようとすると…



3億円は調達できるが**社長の議決権が過半数未満に…**

株主構成

社長100株
(議決権25%)



新規株主**300株**
(議決権75%)



社長の議決権過半数維持を考えると**5千万円しか調達ができない…**

株主構成

社長100株
(議決権67%)



新規株主**50株**
(議決権33%)



ポイント



- 株価によっては、必要な資金を調達するために、多くの株式を新規発行する必要が出てくる場合があります。
- その場合、議決権割合等を考え、**種類株式の利用や、銀行等金融機関からの借入を併せて行うなどの工夫を検討することが重要です。**

(4) オーナー企業が外部からの出資を受ける場合に留意すべきこと

- 身内で株式を保有している企業（オーナー企業）の場合、株主総会や取締役会等も実際には身内での開催となるため、簡易に済ませてしまうことも少なくありません
- 経営者や大株主として、法的な手続きを改めて意識し、株主に対して誠意ある行動を心掛けることが重要です

経営者として株主への誠意ある行動

株主総会の招集・開催

- 株主総会の決議事項については、しっかりと株主総会を開くことは勿論のこと、株主総会の招集通知を開催日（会日）の1～2週間前までに発送しなければなりません（注）。
- また、年1回の**定時株主総会の開催（定款において開催期限が定められている場合が多い）**、必要に応じた**臨時株主総会の開催、各株主総会の招集・開催の手續の履踐など、法的に必要な手續を確実に順守をしましょう。**

株主総会の決議事項

- 定款の変更、取締役の選任・解任、役員報酬、計算書類（決算書）の承認、配当などは、株主総会の決議事項です。
- オーナー経営者が大株主であるため、**結果的にはオーナー経営者の意向が反映される場合でも、株主総会を開催し、正式な手続きに基づいて行いましょう。**

（注）招集通知の発送期限は会社によって異なります。

株主として他の株主への誠意ある行動

経営者と株主の各々の立場の区別

- 経営者株主は、経営者であると同時に、外部出資者と同様に株主という立場でもあります。
- 様々な意思決定について、その権限が経営者としてのものか、株主としてのものなのかを整理して行使する必要があります。
- 経営者としては当然ですが、場合によっては**他の株主同様、株主としての目線で会社の在り方を考え、他の株主とともに意思決定をすることが求められます。**

株主間契約の順守

- 株主同士での契約を締結している場合には、その内容によって議決権の行使や議案の提出等に一定の制限を受けたり、ルールを守らなければならないことがあります。
- 例えば、「株式売却について、一定の割合の株主が合意する場合にはそれに賛同する」といったことなどがあります。
- **違反した場合に無効となるとは限りませんが、損害賠償責任等に関われる可能性があります。**

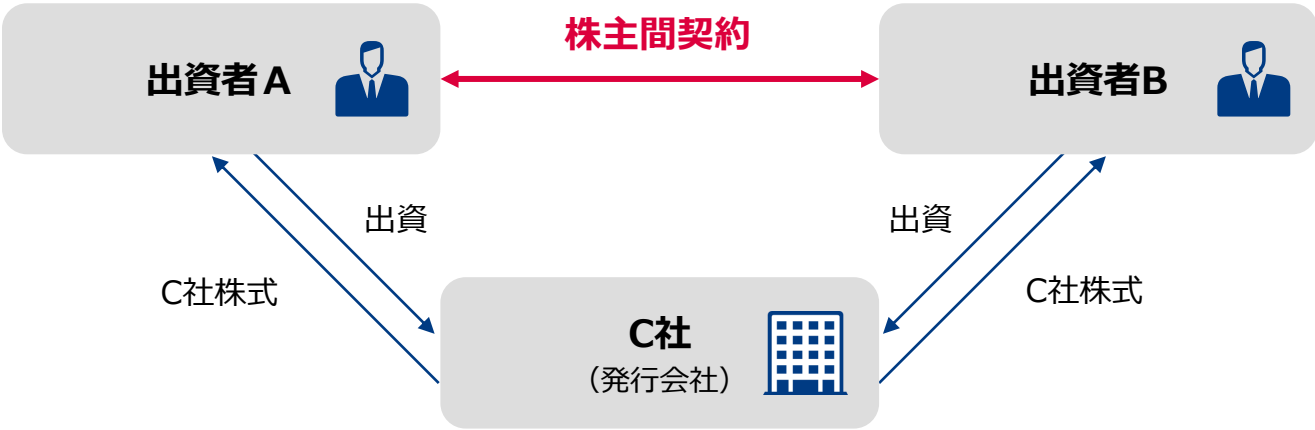
ポイント



- 株主と経営陣（取締役）が同じ場合は、株式総会決議事項や取締役会決議事項などが曖昧なまま進められる場合も少なくありません。
- 場合によっては、**決議が無効となる場合もありますので、どのような事が株主総会の決議が必要か十分確認をするようにしましょう。**

【参考】株主間契約：概要

- 株主間契約とは株主同士で締結する出資した会社の運営等に関する取り決めです
- 非上場株式を発行または取得する際には、株式自体の権利の他に、株主間でのルールの内容についても留意が必要です



内容		説明
1	締結するタイミングは？	・ 株主間契約書は、必要に応じて締結することができます（＝必須ではありません）が、会社が新しく出資を受ける（株式が発行される）場合に、投資契約書とともに締結されることが多くみられます（投資契約書が株主間契約書を兼ねることもあります）。
2	誰が作成するのか？	・ 株主間契約書は、出資者、発行会社（出資を受ける会社）、既存の主要株主で作成されることが多くみられます。 ・ 発行会社が契約者とはならない場合でも、経営の意思決定等に影響があるため、内容を把握しておくことは重要です。
3	誰が締結するのか？	・ 既存および新しく株式を保有する株主間で締結されます。 ・ なお、あくまで株主間の相対での契約のため、全ての株主が締結しなければならないということはありませんが、議決権の行使等にも影響があるため、株主は締結しなくとも内容を把握しておくことは重要です。

【参考】株主間契約：契約内容

- 当事者（株主）間での合意事項であり、その内容は自由に決めることができます
- そのため、その効力は場面によっては株主間で有利/不利が生じる場合があります

株主間契約で定められる内容の例

内容	項目	説明
① ガバナンスに関する事項	事前承認	・ 重要事項について、出資者の事前承認が必要であることを取り決める契約条項 ・ 例えば、定款の変更、資本金の額の減少、取締役の選任・解任、新株発行、合併その他M&Aなどがある
	情報開示	・ 発行会社による出資者への情報開示の範囲を取り決める条項 ・ 例えば、決算書類の他、月次決算や新規事業等の計画書や進捗に関する資料等、が考えられる
② 運営に関する事項	創業株主（オーナー社長）の専念義務	・ 代表取締役でもある創業株主が、代表取締役の地位を辞任したり、発行会社の事業以外に関与したりすることにより、発行会社の経営がないがしろになることを防ぐために、発行会社の事業経営への専念義務を定める契約条項
	取締役・オブザーバーの派遣	・ 少数（または特定）の株主の会社運営への監督・関与を図る条項 ・ 例えば、「出資者は取締役を1名選任することができる」「出資者は取締役会にオブザーバーを1名派遣することができる」といった内容
③ 株式の譲渡等に関する事項	強制売却	・ 強制売却は、ある株主（通常は一定の割合以上を保有）が第三者に発行会社の株式を売却する場合には、他の株主もその保有する株式を当該第三者に売却することを義務付けるといった条項
	共同売却	・ 共同売却は、例えば、創業株主やオーナー社長自身が保有する株式を、第三者に譲渡しようとする際に、他の出資者も自らの保有株式と一緒にその第三者に売却することができる権利を付与する条項
	先買権	・ 先買権は、ある株主が第三者に株式を譲渡しようとする場合に、別の株主が、同一条件で、当該第三者ではなく自らに当該株式を売り渡すように要求できる権利を付与する条項

本章の法的な内容に関しては、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業の濱須伸太郎弁護士（シニアパートナー）と水上高佑弁護士（シニアパートナー）による全面的な支援のもとで作成を行っています。

投資契約書のひな型 解説資料

(1)「投資契約書のひな型」の整備

- 中小事業者がエクイティ・ファイナンスを活用を検討する際の参考資料として、「投資契約書のひな型」を掲載しています
- なお、「投資契約書のひな型」では条文の意味や留意事項を解説として掲載しています

「投資契約書のひな型」*の構成

契約書名		概要
1	株式引受契約	・ 会社が発行する株式を出資者がその対価（金銭）を払い込むことによって、株式を引受（取得）すること、および、その条件を定めた契約
2	別紙Ⅰ_発行要項および定款変更	・ 株式の具体的な内容（募集株式の総数、1株あたりの払込金額、払込金額の総額、付与される権利等）について定めた「株式引受契約」に付随する書類
3	別紙Ⅱ_総数引受契約	・ 募集株式発行の際に全ての募集株式を特定の引受人に割当てするための契約書
4	別紙Ⅲ_表明保証、事前承諾事項、事前・事後通知事項	・ 発行会社と投資家の各々の表明保証や、投資家による事前承諾の事項、会社が投資家への事前または事後に通知しなければならない事項を定めた書類

*投資契約は、「株式引受契約」、「発行要項」に加えて、「株主間契約」を含めて作成することも多くみられます。出資者・発行会社間の取り決め事項を「株主引受契約」と「発行要項」で、複数の出資者同士の取決めを「株主間契約」で合意する場合がありますが、株主間契約は内容の自由度が高い契約書のため、本稿においては、前者を投資契約書のひな型として作成しています。

*投資契約書のひな型については、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業の濱須伸太郎弁護士（シニアパートナー）と水上高佑弁護士（シニアパートナー）による全面的な支援のもとで作成しております。

ポイント



- ・ 投資契約は、複数の契約書に分かれていたり、1つの契約書に纏まっていたりと、その構成はその時々によって変わります。
- ・ 出資者と発行会社の何れが用意するかは特段の決まりはないものの、投資ファンドからの出資を進める場合は出資者が用意する事が多くみられます。

(2) 「投資契約書のひな型」において想定している場面

- 「投資契約書のひな型」は以下のようなシチュエーションを想定して作成しています

A 社 (発行会社)



- 年商:10億円
- 業種:製造業
- 株主構成:代表取締役が9,000株(100%)を保有

補助金で始めた新商品の開発が、結構うまくいっているが、ビジネス化するためにはもう一息だなあ。あと1億円の資金が調達できれば3年くらいで収益化できそうなのに…。

出資を検討しますよ！ただ、御社は非上場企業なので、出資の出口（EXIT）戦略が難しいのです。将来的に上場する意向が無いようであれば、自社株買いなどは検討可能ですか？

上場をする予定は無いし、誰か知らない人に株が渡ってしまうのも困るが、自社で買い戻すなら不安はないな…。もし、議決権についても過半数を超えないよう考慮してもらえるのであれば、是非、検討を進めたい！

わかりました。但し、自社株買いする際の株価や配当金などは投資のリスクに見合う条件を相談させてください。

B 社 (出資者)



- メインバンク(地域銀行)関連の投資ファンド

ポイント



- ・ 株式に付与される権利や制限は、その条件の組合せや会社の状態、出資交渉相手によっても想定されるリスクが変わります。
- ・ したがって、契約書の作成やレビュー、条件交渉においては、特にエクイティ・ファイナンスの経験が少ない場合には、自己の判断のみで進めるのではなく、弁護士等専門家の助言の元で行うことを推奨します。

(3) 「投資契約書のひな型」における発行条件

- 「投資契約書のひな型」は前頁の場面に基づき、以下の発行条件等を設定しています

	発行条件等	補足
発行者の経済的利益 (発行株式数と 出資金額)	・ A 社株式1,000株を、1株あたり10万円で B 社が引き受ける。 ・ これにより、A社はB社より1億円の出資を受ける。	・ 普通株式を発行する場合は、発行後の議決権割合を考えながら、設計する必要がありますが、発行する株式を無議決権の種類株式とすることも可能です。 ・ ただし、無議決権とする場合には、出資者の納得を得るために、何らかのインセンティブを検討することが多く見られます。 ・ インセンティブの例としては、「優先配当」、「優先残余財産分配権」、「出資時の株価を割安に設定」などが挙げられます。
出口 (EXIT) 戦略 (株式の売却方法)	・ A 社は、今回 B 社に向けて発行した株式を買い取りたい意向 (自社株買い)。 ・ B社も、A 社の意向を尊重したいと考えており、A 社への売却を出口戦略のメインシナリオとして検討。 ・ そのため、株式には、3年が経過した後に、B 社が A 社に取得を申し入れることが出来る権利 (出資者が発行会社を買取を請求する権利) を付与。 ・ また、A社は自らの意思でいつでも B 社から本件の株式を買取が出来る権利 (取得条項) を付与。	・ 見ず知らずの第三者への売却を避けたい場合、自社株買いの他に、株主コミュニティにより出資者に売却候補先と仕組みを提供するといったことも有効な手段となります。 ・ なお、左記の条件では、自社株買いを発動する権利は双方が持っていますが、発行会社の配当可能利益の額を超えての自社株買いは出来ないこと (= 買取資金の有無とは異なる観点がある) に、留意が必要です。
出資者の経済的利益 (売却益と配当)	・ 自社株買いが実施される場合の株価は、発行価格の150%とすることを、発行時点で合意 (株価は15万円/株)。 ・ また、B 社は出資後、3年経過以降は、毎年、年率5%の優先配当を受け取ることができる。	・ 買取価格は、発行会社と出資者双方にとってわかり易い条件を設定する上では出資時点で取決めを行うことは有効です。 ・ 実務上は、配当金の水準等を加味しながら発行会社と出資者間での協議によって決定されますが、左記の条件では、実例を踏まえた水準として、発行価格の150%と設定しています。 ・ なお、自社株買いの際に、その時の財務状況を踏まえて、株価算定を行うことも可能ですが、出資時点と同様に、発行会社と出資者双方の価格合意形成が難航する可能性があることは認識しておく必要があります。 ・ また、左記の条件では、3年以降は配当金の支払いが発生するため、早期に事業を軌道に乗せて、自社株買いを開始するインセンティブが出てきます。

A 種優先株式投資契約書

株式会社●●（以下「発行会社」という。）、発行会社の株主でありかつ代表取締役でもある●●（以下「経営株主」という。）及び●●（以下「投資家」という。）は、発行会社が新たに発行する A 種優先株式（以下「本株式」という）を投資家が取得するに際し、A 種優先株式投資契約書（以下「本契約」という。）を締結する。なお、本契約において使用される用語は、別途本契約で定義される場合を除き、別紙 A に定める意義を有するものとする。

第 1 章 本新株発行の発行等

第 1.1 条（発行会社による本株式の発行及び投資家による引受け）

- 1. 発行会社は、本契約の規定に従い、別紙 1.1.1 に記載されている A 種優先株式発行要領（以下「本株式発行要項」という。）に従って、投資家に対して本株式の発行を行い、投資家はその総数を引き受ける（以下、かかる本株式の発行を「本新株発行」という。）。
- 2. 発行会社及び投資家は、大要別紙 1.1.2 の様式による総数引受契約を締結するものとする。

第 1.2 条（払込金額の払込み）

投資家は、●年●月●日又は別途本契約当事者が合意する日（以下「本払込期日」という。）に、発行会社に対して、本株式の払込金額の全額を以下の銀行口座に振込送金する方法により払い込む（以下「本株式払込み」という。）。なお、振込に要する費用は投資家の負担とする。

〔銀行口座〕

- 銀行名 ：●●銀行
- 支店名 ：●●支店
- 種類 ：普通口座
- 口座番号：●●
- 口座名義：●●

第 1.3 条（株主名簿への記載等）

- 1. 発行会社は、本払込期日において、投資家による本株式払込みを受けた後、(i) 直ちに発行会社の株主名簿に本株式を保有する株主として投資家を記載又は記録するとともに、(ii) 速やかに投資家に対し、(i) に従って投資家を本株式の株主として記載又は記録した株主名簿の写しを交付する。
- 2. 発行会社は、本払込期日において、投資家による本株式払込みを受けた後、直ちに、本新株発行により変更すべき発行会社の登記事項（第 2.1 条に基づく定款変更によるものを含む。）について、変更登記申請の手続を行うものとし、かかる変更登記の完了後速やかに、当該変更が反映された発

～ 解説 ～

本契約が、A 種優先株式の発行・引受による投資に関して締結されることと、本契約の契約当事者を明示しています。本契約においては、契約当事者として、A 種優先株式を発行する「発行会社」及び当該株式を引き受けて投資をする「投資家」のほかに、発行会社の株主であり代表取締役でもある「経営株主」も加えています。経営株主が契約当事者に加わる主な理由は投資契約書の内容にもよりますが、①発行会社の本契約上の義務のうち特に発行会社の株主総会決議が必要な事項が遵守されることを担保する、②発行会社の株主構成が変更されないよう担保する、③発行会社から経営株主への不当な資金流出がないように担保するといったことなどが考えられます。

第 1 章 本新株発行の発行等

第 1.1 条（発行会社による本株式の発行及び投資家による引受け）

発行会社が A 種優先株式を発行すること、及び、投資家がこれを引き受けることを明確にするための条文です。本サンプルにおいては、A 種優先株式の内容は、別途、別紙 1.1.1 に記載の発行要項で規定されることを想定しています。なお、総数引受契約書については、別紙 1.1. 2 の解説をご参照ください。

第 1.2 条（払込金額の払込み等）

投資家が引き受けた本株式の払込みに関する条文です。払込金額や払込期日のほか、具体的な払込方法について定めています。

第 1.3 条（株主名簿への記載等）

本株式発行後に必要となる諸手続に関する条文です。会社法上、株式会社は株主名簿を作成する義務があるところ、株式を発行した場合には、発行会社は、かかる株主名簿に株主となった投資家を株主として記載又は記録する必要があります。また、本株式発行後には、資本金の額の変更や種類株式の定めの設定などについて登記申請する必要が生じます。本条においては、これらの諸手続を発行会社が行うことを明確化するとともに、投資家に対して当該諸手続を履践したことを一定の書類をもって開示するものとしています。

行会社の履歴事項全部証明書を、投資家に交付するものとする。 第 2 章 本株式払込みまでの義務 第 2.1 条（定款変更） 発行会社は、株主総会において A 種優先株式の募集事項を決定する日までに、発行会社の定款を別紙 2.1 に記載される内容が反映されるよう変更するものとする。 第 2.2 条（必要な手続の履践） 発行会社は、前条のほか、本払込期日の前日までに、本新株発行のために必要とされる法令等並びに定款及び社内規則上の一切の手続を適法かつ有効に履践する。 第 2.3 条（本払込期日前の発行会社の運営） 発行会社は、本契約締結日から本払込期日までの間、善良なる管理者の注意をもって、その事業の運営及び資産の管理を行うものとし、本契約において企図されているもの及び投資家の事前の承諾を得たものを除き、発行会社は通常の業務の範囲外の行為を行ってはならないものとする。 第 2.4 条（前提条件の充足） 発行会社及び経営株主は、本払込期日までに、第 3.1 条に定める前提条件を充足させるよう最大限努力する。	第 2 章 本株式払込みまでの義務 第 2.1 条（定款変更） 定款の変更に関する条文です。株式会社が種類株式を発行するにあたっては、定款において、その種類株式の内容や発行可能な種類株式の数等を定める必要があります。本条は、A 種優先株式を発行するために必要となる定款変更を事前に行うことを確認する旨の規定になります。 第 2.2 条（必要な手続の履践） 本株式を発行するために必要な手続の履践に関する条文です。株式発行にあたっては、通常、発行会社において株主総会決議や取締役会決議などの手続が必要となりますが、これらの手続を履践する義務を発行会社に明確に負わせるものです。 第 2.3 条（本払込期日前の発行会社の運営） 払込期日前の発行会社の運営に関する条文です。契約締結日から払込期日までの間に発行会社が通常の業務範囲を超えた事業を行うことで、契約締結時点で投資家が想定していない状況になり、投資家の投資判断の前提が崩れてしまうことを防ぐことを目的としています。したがって、たとえば、契約締結後、払込期日前に新規事業の開始等を行う場合には、事前に投資家の承諾を得る必要がある点に留意してください。 第 2.4 条（前提条件の充足） 投資家はその引き受けた本株式に係る払込金額を払込むための前提条件の充足に関する条文です。払込期日に予定通り株式が発行できるよう、発行会社及び経営株主は、次条に定める投資家による払込みの前提条件を充足する努力義務を負うこととしています。
第 3 章 本新株発行の払込みの前提条件 第 3.1 条（投資家による払込みの前提条件） 投資家は、本払込期日において以下の各号に掲げる条件が全て充足されていることをその前提条件として、第 1.2 条に定める本株式の払込金額全額の払込義務を履行する。なお、投資家は、その裁量により、以下の各条件の未成就を主張する権利の全部又は一部を放棄して払込義務を履行することができる。但し、投資家による当該権利の放棄があっても、発行会社は、当該条件が充足されなかったことに伴い生じる本契約上の義務や責任を免れない。 (1) 本契約締結日及び本払込期日において、第 4.1 条第 1 項に定める発行会社及び経営株主による表明及び保証が重要な点において真実かつ正確であること。 (2) 発行会社及び経営株主が本契約に基づき本株式払込みまでに履行又は遵守すべき義務が、重要	第 3 章 本新株発行の払込みの前提条件 第 3.1 条（投資家による払込みの前提条件） 投資家が出資金（払込金額）の払込みをするために必要となる前提条件を定めた条文です。前提条件を充足しない場合には、投資家は出資金の払込みを行わないことができます。本サンプルにおいては、前提条件として、発行会社及び経営株主が本契約において表明及び保証した事項が真実かつ正確であること、本契約に基づき払込期日までに履行すべき義務が履行又は遵守されていること、本契約締結日以降に発行会社において重大な事象が生じていないこと、投資家に一定の書類を交付していることなどを定めています。

な点において履行又は遵守されていること。 (3) 本契約締結日以降、発行会社の事業、財政状態、経営成績、キャッシュフロー又は将来の収益計画に重大な悪影響を及ぼすおそれのある事由又は事象が発生していないこと。 (4) 投資家が本契約締結前に次に定める書類を受領しており、当該書類の内容に重大な変更が生じていないこと。 ① 定款 ② 本契約締結直前の商業登記簿謄本（履歴事項全部証明書） ③ 本契約締結直前の株主名簿 ④ 直近３事業年度分の計算書類（貸借対照表、損益計算書及び株主資本等変動計算書を含む。以下同じ。）、事業報告及びこれらの附属明細書並びに監査役の監査報告書 ⑤ 直近（●年●月から●年●月まで）の月次決算書 ⑥ 直近３事業年度分の税務申告書 ⑦ 最新の事業計画書（本新株発行により取得した資金の資金使途の記載を含む） ⑧ 発行会社と関連当事者間の取引の概要書（以下「関連当事者間取引概要書」という。） (5) 投資家が次に定める書類を発行会社から全て受領していること。 ① 本新株発行を行うために必要な発行会社の機関決定に係る議事録（本新株発行に関する発行会社の株主総会及び本株式の導入に係る定款変更に必要なとなる発行会社の株主総会の各議事録を含む。）の写し ② その他投資家が合理的に要求する書類 第４章 表明及び保証 第 4.1 条（表明及び保証） 1. 発行会社及び経営株主は、投資家に対し、本契約締結日及び本払込期日において（但し、時期を明記しているものについては当該時点において）、別紙 4.1.1 に記載された各事項が真実かつ正確であることを表明し、保証する。 2. 投資家は、発行会社及び経営株主に対し、本契約締結日及び本払込期日において（但し、時期を明記しているものについては当該時点において）、別紙 4.1.2 に記載された各事項が真実かつ正確であることを表明し、保証する。 第５章 本新株発行後の義務 第 5.1 条（資金使途）	第４章 表明及び保証 第 4.1 条（表明及び保証） 本契約の当事者による表明及び保証についての条文です（本サンプルにおける表明及び保証の内容は別紙 4.1.1 及び別紙 4.1.2 をご参照ください）。第１項においては、発行会社及び経営株主が、投資家に対して、発行会社などに関する一定の事項が真実かつ正確であることを表明及び保証するものとしていますが、これにより、投資家は発行会社への投資がしやすくなる側面がある一方で、当該表明及び保証した事項が真実又は正確ではないことが明らかとなった場合には、本契約上、発行会社及び経営株主は、投資家から払込期日の前日までに本契約を解除されたり（第 8.2 条第１項参照）、投資家に対して、一定の損害賠償責任を負ったり（第 7.1 条参照）、投資家が取得した本株式を買い戻す義務を負ったり（第 6.1 条参照）することになります。そのため、発行会社及び経営株主は表明及び保証の内容をよく確認するとともに、仮に表明及び保証ができない事項がある場合には、事前に投資家に対してその理由を説明し、表明及び保証の対象となる事項の範囲について十分な検討をすることが大切です。 第５章 本新株発行後の義務 第 5.1 条（資金使途）
--	---

発行会社は、本新株発行により取得した資金を、本契約締結日前に投資家に交付した事業計画書に記載された資金使途以外に用いてはならないものとする。

第 5.2 条（財務情報の提供）

発行会社は、本新株発行以降、次の各号に定める情報を、当該各号に定める時期に投資家に対して提供するものとする。

- (1) 次期事業年度の予算計画書
：各事業年度の開始の 30 日前まで
- (2) 計算書類
：各事業年度の終了後速やかに（但し、遅くとも各事業年度終了後 90 日が経過する日まで）
- (3) 四半期ごとの計算書類
：当該四半期の終了後速やかに（但し、遅くとも同四半期終了後 45 日が経過する日まで）
- (4) 月次の決算書
：各月の終了後速やかに（但し遅くとも各月終了後 30 日が経過する日まで）
- (5) 臨時計算書類（会社法第 441 条第 1 項に定める臨時計算書類を意味する。作成した場合に限る）
：臨時決算日から 30 日が経過する日まで

第 5.3 条（情報へのアクセス）

投資家は、本新株発行以降、合理的に必要な範囲内において、発行会社の業務又は財産の状況につき必要な資料その他の情報の提供を発行会社に対して求めることができ、発行会社は実務上合理的に対応が可能な範囲内において、速やかに投資家が求める情報を投資家に提供する。但し、発行会社は、合理的な理由がある場合は投資家に対して当該情報を提供することを要しないものとする。

第 5.4 条（事前承諾事項）

発行会社は、本新株発行以降、別紙 5.4 に定める事項を行う場合には、投資家の事前の承諾を得るものとする。

本契約に基づく投資により得た資金の使途に関する条文です。本サンプルにおいては、発行会社が投資家に提供した事業計画書に資金使途が記載されることを想定しており（第 3.1 条第 4 号⑦参照）、投資家から取得した資金を当該事業計画書において投資家に説明した資金使途以外に使用してはならないものとしています。なお、発行会社は、事業の不確実性を考慮し、資金使途の解釈には一定の柔軟性が認められるよう、事業計画書の策定において投資家とよく協議のうえ検討することが大切です。

第 5.2 条（財務情報の提供）

発行会社の財務情報の提供に関する条文です。投資家は、発行会社が投資家の投資資金を活用し、その事業を成長させることを期待するとともに、一定期間経過した後にはエグジットすることにより投資資金を回収することを想定しており、発行会社の経営状況に強い利害関係を有しているため、本サンプルにおいては、投資家の利益保護の観点から、一定の財務情報を投資家が発行会社から定期的に受け取ることができる旨を定めています。当該権利を投資家に与えることにより、投資家が発行会社に対して投資をしやすくなることも期待されます。

第 5.3 条（情報へのアクセス）

投資家に対する情報開示に関する条文です。前条の解説に記載のとおり、発行会社の経営状況に強い利害関係を有しているため、本サンプルにおいては、投資家は、発行会社に対して、財務情報以外にも、発行会社の業務又は財産の状況について一定の情報の提供を求めることができる旨を定めています。当該権利を投資家に与えることにより、投資家が発行会社に対して投資をしやすくなることも期待されます。もっとも、発行会社にとって過度な負担又は不利益が生じないよう、投資家による情報開示請求は合理的な範囲内において行われる必要があるものとし、合理的な理由があれば発行会社は情報開示請求に応じる必要がない旨も定めています。

第 5.4 条（事前承諾事項）

投資家の事前承諾権に関する条文です。少数株主となる投資家が不測の損害を被らないよう、発行会社が一定の重要な事項を行おうとする場合には投資家の事前の承諾を必要としています。投資家の事前の承諾が必要となる事項については、たとえば、発行会社の資本構成を変動させるような行為、合併や会社分割などの組織再編行為、剰余金の配当や自己株式取得などの会社資金の流出を招来する行為などが

第 5.5 条（事前又は事後の通知事項） 1. 発行会社は、本新株発行以降、発行会社が別紙 5.5.1 の取引又は行為を行う場合には、事前にかかる取引又は行為の詳細を投資家に対して書面により通知するものとする。 2. 発行会社は、本新株発行以降、発行会社について別紙 5.5.2 の事項が発生した場合、直ちに投資家に対して当該事項の詳細を報告するものとする。 第 5.6 条（経営株主の経営責任等） 経営株主は、本新株発行以降、次の各号に掲げる事項を遵守するものとする。 (1) 経営株主は、発行会社の取締役としての任務を善良なる管理者の注意をもって誠実に履行すること。 (2) 経営株主は、発行会社が本契約締結日までに投資者に交付した事業計画書を発行会社の経営目標として、これを達成すべく最善の努力を尽くすこと。 (3) 経営株主は、投資者の事前の同意なくして、発行会社の取締役又は代表取締役としての地位を任期前に辞任しないものとし、かつ、任期満了時に発行会社の取締役又は代表取締役として再任又は再選されることを拒否しないこと。但し、疾病又は事故等の経営株主の責めに帰さないやむを得ない事由により職務継続が困難である場合を除く。 (4) 経営株主は、投資家の事前の同意なくして、その保有する発行会社の株式の全部又は一部を譲渡、担保設定その他の処分をしてはならないこと。 (5) 経営株主は、発行会社をして本契約を遵守させるために合理的に必要な一切の措置を採ること。 第 5.7 条（優先配当） 1. 発行会社は、本払込期日から 3 年が経過した日以降、分配可能額の範囲内において、法令及び本株式発行要項に従い、投資家に対して、毎事業年度に 1 回、A 種優先株式に係る優先配当を行うものとする。 2. 発行会社は、本払込期日から 3 年が経過した日以降、法令及び本株式発行要項に従い投資家に対して年 5%の配当を行うことができるよう、分配可能額を確保するために商業上合理的な範囲での努力	考えられますが（本サンプルにおける事前承諾事項の内容は別紙 5.4 をご参照ください。）、経営の自由度を制約することにもなるため、どのような事項を投資家の事前承諾を要するものとするのかは投資家とよく協議のうえ検討することが大切です。なお、本サンプルにおいては、合併等の組織再編行為、事業譲渡、経営株主による株式譲渡による発行会社の売却については投資家の承諾を必要なものとし（第 5.4 条、第 5.6 条第（4）号）、当該売却対価の配分は、必要に応じて投資家の承諾の取得交渉を通じて適切に調整されることを想定していますが、必要に応じて投資家に優先的な売却対価の配分を行う旨の条項（いわゆるみなし清算条項）を追記することも考えられます。 第 5.5 条（事前又は事後の通知事項） 投資家への通知事項に関する条文です。一定の重要な事項について、投資家に事前又は事後に必要な情報を提供することにより、投資家に対する会社運営の透明性を高めるものです（本サンプルにおける事前通知事項及び事後通知事項の内容は別紙 5.5.1 及び別紙 5.5.2 をご参照ください）。どのような事項を投資家の事前通知事項及び事後通知事項とするのかは投資家とよく協議のうえ検討することが大切です。 第 5.6 条（経営株主の経営責任等） 経営株主が、投資家が投資をするにあたって前提としていた事項（たとえば、事業計画の遵守、経営株主による会社経営及び株式保有の継続等）について、株主又は代表取締役の立場から責任をもって対応することを約束する条文です。 第 5.7 条（優先配当） 発行会社の優先配当の義務に関する条文です。会社法上、剰余金の配当を行うか否かは、原則として株主総会決議事項とされており、発行会社が剰余金の配当を行う義務はありません。しかしながら、本サンプルにおいては、投資家の投資意欲を高める観点から、発行会社に対して、払込期日から 3 年が経過した日以降、投資家への優先配当を義務づけています。また、会社法上、剰余金の配当は分配可能額の範囲内でのみ行うことができるところ、本サンプルにおいては、発行会社に分配可能額を確保する努力
---	--

を行うものとする。 第 5.8 条（投資家による株式譲渡） 1. 投資家は、発行会社及び経営株主の同意なくして、その保有する本株式の全部又は一部を第三者に対して譲渡することはできないものとする。 2. 前項の規定にかかわらず、投資家は、(i) 本払込期日から 3 年を経過した場合、又は、(ii) 発行会社及び経営株主が本契約に重要な点において違反（表明及び保証違反を含む）した場合、その保有する本株式の全部又は一部を第三者（反社会的勢力等を除く。）に対して譲渡することができるものとし、投資家が第三者への譲渡を希望する場合、発行会社及び経営株主は当該譲渡のために必要な手続（発行会社による必要な株式譲渡の承認機関による承認を含む。）に協力するものとする。但し、投資家は、その保有する本株式の譲渡先について、発行会社及び経営株主の意向をできる限り尊重するものとする。 3. 前項の定めに基づき本株式の譲渡を行う投資家は、本株式を譲り受ける当該第三者に対して本契約上の地位を譲渡させ、又は、当該第三者を本契約の当事者として参加させることができるものとし（但し、当該第三者が同時に本株式を譲り受ける場合に限る。）、発行会社及び経営株主は、かかる第三者への契約上の地位の譲渡及び本契約への参加を本契約において予め承諾する。なお、投資家は、本株式を一切保有しなくなった場合を除き、本契約の投資家として拘束されるものとする。	義務を負わせています（場合によっては資本金の減少等の対応を取ることも検討の対象となりえます。）。なお、本サンプルにおいては、発行会社において分配可能額があれば優先配当を行うものとしていますが、発行会社の経営に与える影響等も考慮のうえ、たとえば、一定の分配可能額を超過する範囲内でのみ優先配当を行うとすることも考えられます。 第 5.8 条（投資家による株式譲渡） 投資家はその保有する A 種優先株式を第三者に対して譲渡することを制限する条文です。発行会社及び経営株主の立場からすると、無制限に投資家はその保有する A 種優先株式を第三者に譲渡することを自由に容認した場合には、自らの知らない第三者が発行会社の株主となってしまうおそれがあることなどを踏まえ、本サンプルにおいては、投資家による株式譲渡を原則として禁止する旨を定めています。一方で、本サンプルにおいては、払込期日から 3 年を経過した以降は、投資家によるエグジットに向けた活動期間（注）として考えており、投資家による本契約上の A 種優先株式の譲渡禁止期間を 3 年間に限定しています。また、発行会社及び経営株主が本契約に違反した場合には、払込期日から 3 年を経過する前であっても、投資家は A 種優先株式を第三者に譲渡することができるものとしています。 （注）投資家は、払込期日から 3 年経過後は、発行会社の分配可能額の範囲内において、発行会社に対して、その保有する A 種優先株式の全部又は一部の取得をするよう請求することができます（本株式発行要項 10 項）。
第 6 章 株式買取請求 第 6.1 条（発行会社及び経営株主による株式の買取り） 1. 投資家は、次のいずれかの事由が発生した場合、発行会社及び経営株主に対して書面により通知することにより、本株式の全部又は一部を発行会社及び経営株主が連帯して買い取ることを請求できるものとする。但し、発行会社及び経営株主は、自己の指定する第三者をしてかかる買取を行わせることができる。なお、本項の規定は、投資家が、発行会社又は経営株主による本契約上の義務の不履行に基づき被った損害等につき賠償請求することを妨げるものではない。 (1) 発行会社又は経営株主が本契約の重大な義務に違反し、当該違反の是正が不可能な場合、又は当該違反の是正が可能である場合においては当該違反の是正を求める投資家からの通知を受領後●●日以内に、当該違反が是正されない場合 (2) 第 4.1 条第 1 項に定める発行会社及び経営株主による表明及び保証が重要な点において真実又は正確でなかった場合。 2. 前項において、投資家が発行会社又は経営株主に買取請求した場合の本株式の 1 株当たりの買取価	第 6 章 株式買取請求 第 6.1 条（発行会社及び経営株主による株式の買取り） 発行会社及び経営株主による株式の買取りを定めた条文です。本サンプルにおいては、投資家は、払込期日から 3 年を経過した場合、発行会社の分配可能額の範囲内において、発行会社に対して、その保有する A 種優先株式の全部又は一部の取得をするよう請求することができますが（本株式発行要項 10 項参照）、発行会社及び経営株主が本契約の義務や表明及び保証に違反した場合には、払込期日から 3 年を経過する前であっても、本条に基づき、投資家は一定の範囲で発行会社及び経営株主に対して自身が保有する発行会社の株式の買取りを請求することができるものとしています。なお、買取価格は発行会社と投資家間での協議によって決定することとなりますが、本サンプルでは実例を踏まえた水準として 1.5 倍と設定しています。

額は、投資家による本株式の1株当たりの払込価額の1.5倍とする。 第7章 補償 第7.1条（補償） 本契約の当事者は、自らの本契約の違反（表明及び保証違反を含む）に起因又は関連して、相手方当事者が損害等を被った場合、相手方当事者に対し、かかる損害等を賠償又は補償するものとする。 第8章 本契約の効力 第8.1条（本契約の効力発生） 本契約の効力は、本契約締結日付で投資家、経営株主ら及び発行会社との間で効力を生じるものとする。但し、第5章及び第6章の規定は、本契約に基づき投資家が発行会社の発行する本株式を取得したことを条件として、かかる取得の日付で投資家、経営株主ら及び発行会社との間で効力を生じるものとする。 第8.2条（本契約の解除又は終了） 1. 次に掲げる事由が生じた場合には、投資家は、本払込期日の前日までの間に限り、発行会社に対して書面で通知することにより、本契約を解除することができる。 (1) 発行会社又は経営株主が本契約に基づく義務に重要な点において違反し、当該義務違反が是正不可能な場合、又は当該違反が是正可能な場合においては当該違反の治癒を求める投資家からの通知を受領後14日以内（当該14日の経過前に本払込期日が到来する場合には、本払込期日の前日まで）にかかる違反が治癒されなかった場合 (2) 本契約における発行会社又は経営株主の表明及び保証が重要な点において真実又は正確でなかった場合 (3) 発行会社又は経営株主について法的倒産手続の開始申立てがなされた場合 (4) 発行会社又は経営株主について支払不能、支払停止又は銀行取引停止処分がなされた場合 2. 本契約は次の各号のいずれかに該当する場合に終了するものとする。 (1) 本契約の当事者の全員が本契約の終了を書面により合意した場合 (2) 発行会社及び経営株主以外の本契約の当事者のいずれもが発行会社の株式を保有しなくなった場合。 (3) 本契約が解除された場合。 3. 本契約の終了又は第1項に基づく解除は将来に向かってのみその効力を生じ、本契約に別段の定めがある場合を除き、終了又は解除前に本契約に基づき発生した権利及び義務は本契約の終了又は解	第7章 補償 第7.1条（補償） 本契約における損害等の賠償又は補償についての条文です。当事者が負担する賠償又は補償に関する責任の範囲については、その期間を限定したり、その金額に上限を設定したりすることもあります。表明及び保証の内容に誤りがあったり、本契約上の義務に違反したりした場合には、本契約の当事者は賠償又は補償の責任を負うこととなりますので、本契約の内容を十分に確認するとともに、その対象やリスクが不明確な場合には弁護士などの専門家からの助言を受けることも検討してください。 第8章 本契約の効力 第8.1条（本契約の効力発生） 本契約の効力発生範囲及び時期についての条文です。本契約の規定のうち、一部については新株発行後においてのみ規定するものがあることから、これらについては、新株発行時以降に有効となることを明確にしています。 第8.2条（本契約の解除又は終了） 本契約の解除又は終了に関する条文です。投資家は、第8.2条第1項各号に定められた解除事由が発生した場合には本契約を解除することができますが、株式が発行された後に本契約を解除したとしても一度発行された株式を無効とすることは容易ではないことから、本契約の解除は払込期日の前日までにのみ行使できるとしています（第8.2条第1項参照）。払込期日以降に解除事由があることが判明した場合には、投資家は株式の買取りの請求（第6.1条）、賠償又は補償の請求（第条）などを通じて対応することが想定されます。また、第8.2条第2項においては、本契約の終了事由が定められていますが、たとえば、投資家が発行会社又は経営株主にその保有する発行会社の株式の全てを譲渡するなどして、発行会社の株主が発行会社及び経営株主以外には存在しなくなった場合には本契約は当然に終了することが想定されています（第8.2条第2項第(2)号参照）。
---	--

除による影響を受けない。 第 9 章 一般条項 第 9.1 条（秘密保持） 1. 本契約の当事者は、本契約の存在及び内容並びに本契約の締結及び履行に関連して相手方当事者から取得した一切の情報（以下「秘密情報」という。）について、相手方当事者の承諾がある場合を除いて、第三者に開示し又は漏えいしてはならず、また、本契約の締結及び履行以外の目的に利用してはならない。但し、次の各号に定める情報についてはこの限りでない。なお、以下、本条において情報を開示する当事者を「情報開示者」といい、情報を受領する当事者を「情報受領者」という。 (1) 情報開示者から開示された時点において既に公知であった情報 (2) 情報開示者から開示された時点において既に適法に保有していた情報 (3) 情報開示者から開示された後、自らの責めによらずして公知となった情報 (4) 正当な権限を有する第三者から秘密保持義務を負うことなく適法に取得した情報 (5) 情報開示者から開示された情報に基づかずに独自に開発した情報 2. 前項の規定にかかわらず、情報受領者は、その役員・従業員、弁護士、公認会計士、税理士、ファイナンシャルアドバイザーその他の専門家アドバイザーに対して、合理的に必要な限度で秘密情報を開示することができる。この場合、情報受領者は、開示を受ける第三者が法令等に基づく守秘義務を負担しない場合には、当該第三者に対し本条と同等の秘密保持義務を遵守させるものとし、それに必要な合理的措置を講じるものとする。 3. 第 1 項の規定にかかわらず、情報受領者は、法令等又は司法・行政機関等の判断等に基づき開示を求められた場合には、必要かつ合理的な範囲で秘密情報を開示できるものとする。 4. 本契約が終了した場合においても、本条の規定は本契約が終了した日から起算して 1 年間、引き続きその効力を有するものとする。 第 9.2 条（本契約の変更） 本契約は、本契約の当事者全員が書面により合意した場合にのみ変更又は修正することができる。 第 9.3 条（譲渡等の禁止） 本契約の当事者は、他の本契約の当事者の書面による同意を得ることなく、本契約上の地位又は本契約に基づく権利義務の全部又は一部を、第三者に対し譲渡若しくは移転させ、又は担保権の設定その他の一切の処分をしてはならない。但し、第 5.8 条第 2 項及び第 3 項の定めに基づき本契約上の地位を譲渡する場合はこの限りではない。	第 9 章 一般条項 第 9.1 条（秘密保持） 当事者間における秘密保持に関する条文です。本契約の締結に際しては、発行会社の事業計画、財務情報その他多くの発行会社などに関する情報が投資家に提供され、また、本契約に基づく投資が実行された後も本契約に基づき発行会社の財務情報も含めて種々の情報を投資家に提供することが想定されますので、適切に秘密保持義務を定めておく必要があります。秘密保持義務の対象となる情報の範囲や例外的に第三者に開示できる範囲などについては、必要に応じて十分に検討することが必要です。 第 9.2 条（本契約の変更） 契約の変更又は修正に関する条文です。本条においては、後日のトラブル等を回避する観点から、契約当事者全員の書面による合意があれば、本契約の変更や修正をすることができるものとしています。 第 9.3 条（譲渡等の禁止） 本契約上の地位等の譲渡制限についての条文です。本条は、本契約上の地位又は本契約に基づく権利義務の第三者に対する譲渡などを行うためには、原則として、他の契約当事者全員の同意が必要となる旨を定めています。
--	---

第 9.4 条（通知）

本契約当事者が別途合意した場合を除き、本契約に基づく通知、請求、情報の提供（書面の送付を含む。）その他の連絡は、以下の連絡先に宛てた書面（電子メールを含む。）によりこれを行うものとする。本契約当事者は、本条に定める方法により他の当事者に通知することにより、連絡先を変更することができる。

（発行会社）

住所　：

宛先　：

E-mail：

（経営株主）

住所　：

宛先　：

E-mail：

（投資家）

住所　：

宛先　：

E-mail：

第 9.5 条（費用）

本契約当事者は、本契約に別段の定めがある場合を除き、本契約の交渉、作成、締結及び履行等に関連してそれぞれに発生する費用（弁護士、公認会計士等のアドバイザーに対する報酬及び費用を含む。）については、各自これを負担する。

第 9.6 条（準拠法及び合意管轄）

1. 本契約は、日本国の法律に準拠し、それに従い解釈される。
2. 本契約に基づき又は本契約に関連して生じる全ての紛争は、●●地方裁判所を第一審の専属的合意管轄裁判所とすることに合意する。

第 9.4 条（通知）

本契約当事者の連絡先を示す条文です。相手方に通知その他の連絡がなされたか否かについて紛争が生じることをできる限り回避する観点から、相手方に対する通知先を明示することとしています。また、本サンプルにおいては、利便性を踏まえ、電子メールによる通知も認めることとしています。

第 9.5 条（費用）

本契約の締結等に関する費用負担に関する取り決めに定めた条文です。本契約の交渉、作成、締結及び履行等に関して本契約の各当事者に生じる費用については各自が負担する旨の原則的な取扱いを定めています。原則として、株式発行に係る費用は発行会社が負担し、その他の当事者が支出する費用は各当事者が負担することが想定されます。なお、経営株主は、株主として経営株主自身が負担する費用と、株式を発行する発行会社が負担する費用を、しっかりと区別して考えなければならない点に注意が必要です。

第 9.6 条（準拠法及び合意管轄）

本契約の準拠法及び管轄裁判所に関する条文です。発行会社が日本の会社法に基づき設立されている場合には、本契約の準拠法（本契約の解釈などが争いになったときに適用される法）も日本法とすることが望ましいですが、海外の投資家から出資を受ける場合には交渉の争点となる場合もあります。また、第一審の専属的合意管轄裁判所とは、当事者間で紛争が生じた場合に「どこの裁判所で審理を進めるか」といったことを合意するもので、本契約当事者のいずれかの居住地又は所在地にある地方裁判所が定められることが一般的です。

第 9.7 条（完全合意）

本契約は、発行会社による本株式の発行及び投資家による本株式の引受けその他本契約で定める事項に関する当事者間の完全な合意を構成するものであり、当事者の間又は一部の当事者の間で本契約締結前になされた合意は、書面によるか口頭によるかを問わず、全て失効するものとする。

第 9.8 条（誠実協議）

本契約当事者は、本契約に定められていない事項又は解釈上、何らかの疑義が生じた事項については、その都度、誠意をもって協議決定するものとする。

別紙 A 定義

- (1) 「相手方当事者」とは、発行会社又は経営株主にとっては投資家、投資家にとっては発行会社及び経営株主をいう。
- (2) 「株式等」とは、株式、新株予約権、新株予約権付社債その他株式の交付の請求若しくは取得が可能な証券又はこれらに類する権利をいう。
- (3) 「関連会社」とは、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（昭和 38 年大蔵省令第 59 号、その後の改正も含む。）第 8 条第 5 項において定義される意味を有する。
- (4) 「関連当事者」とは、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（昭和 38 年大蔵省令第 59 号、その後の改正も含む。）第 8 条第 17 項に定義される意味を有する。
- (5) 「許認可等」とは、関連する法令等により要求される国、地方公共団体その他の公的機関及び行政機関による許可、認可、免許、承認、同意、登録、届出その他これらに類する行為又は手続をいう。
- (6) 「契約等」とは、契約、取決めその他の合意（書面によるか、口頭によるかを問わない。）を総称していう。
- (7) 「子会社」とは、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（昭和 38 年大蔵省令第 59 号、その後の改正も含む。）第 8 条第 3 項において定義される意味を有する。
- (8) 「債務不履行事由等」とは、契約等に係る解除・解約・取消しその他の終了事由、期限の利益喪失事由、条件等の変更事由又は債務不履行事由（通知若しくは時間の経過又はその両方によりこれらの事由に該当することとなる事由を含む。）をいう。
- (9) 「司法・行政機関等」とは、裁判所、仲裁人、仲裁機関、監督官庁その他の司法機関・行政機関

第 9.7 条（完全合意）

本契約の締結前に当事者間においてなされた合意の有効性について定めた条文です。本契約の締結に至るまでには、投資家との間で種々の交渉や一定の暫定的な合意がなされることが想定されますが、後日の紛争を避ける観点から、当事者間において最終的に合意に至った内容は本契約に規定していることのみであり、それ以外に当事者間における合意事項はない旨を定めています。但し、本契約の締結前に当事者間において合意した内容を一律に本契約の締結をもって失効させることが適切か否かは別途確認することが必要です。

第 9.8 条（誠実協議）

一定の場合に本契約の当事者が誠実に協議することを定める条文です。想定することのできる問題についてはできる限り契約書にあらかじめ定めておくことが重要ですが、本契約に定められていない問題が発生した場合や本契約の条文の解釈がはっきりしない場合に当事者が誠意をもって協議することを定めています。

及び自主規制機関を総称している。 (10)「司法・行政機関等の判断等」とは、司法・行政機関等の判決、決定、命令、裁判上の和解、免許、許可、認可、通達、行政指導その他の判断をいう。 (11)「訴訟等」とは、訴訟、仲裁、調停、強制執行、仮差押、差押、仮処分、保全処分、保全差押、滞納処分、審判手続、異議申立手続、調査手続及びその他一切の裁判上又は行政上の手続をいう。 (12)「損害等」とは、損害、損失及び費用（合理的な範囲内の弁護士費用を含む。）を総称している。 (13)「特別利害関係者等」とは、企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和 48 年 1 月 30 日大蔵省令第 5 号。その後の改正を含む。）第 1 条第 31 号に定義される特別利害関係者等を意味する。 (14)「反社会的勢力」とは、暴力団、暴力団員、暴力団員でなくなった時から 5 年を経過しない者、暴力団準構成員、暴力団関係企業、総会屋等、社会運動等標ぼうゴロ、特殊知能暴力集団等その他これらに準ずる者をいう。 (15)「反社会的勢力等」とは、反社会的勢力及び以下のいずれかに該当する者をいう。 (i) 暴力団員等が経営を支配していると認められる関係を有する者 (ii) 暴力団員等が経営に実質的に関与していると認められる関係を有する者 (iii) 自己、自社若しくは第三者の不正の利益を図る目的又は第三者に損害を加える目的をもってするなど、不当に暴力団員等を利用していると認められる関係を有する者 (iv) 暴力団員等に対して資金等を提供し、又は便宜を供与するなどの関与をしていると認められる関係を有する者 (v) 役員又は経営に実質的に関与している者が暴力団員等と社会的に非難されるべき関係を有する者 (16)「反社会的行為」とは、以下のいずれかに該当する行為をいう。 (i) 暴力的な要求行為 (ii) 法的な責任を超えた不当な要求行為 (iii) 取引に関して、脅迫的な言動をし、又は暴力を用いる行為 (iv) 風説を流布し、偽計を用い又は威力を用いて第三者の信用を毀損し、又は第三者の業務を妨害する行為 (v) その他上記（i）乃至（iv）に準ずる行為 (17)「法的倒産手続」とは、破産手続、再生手続、更生手続、特別清算手続その他これらに類する国内外の法的倒産手続を総称している。 (18)「法令等」とは、日本国内外の法律、政令、規則、命令、通達、条例その他の規制を総称している。	
--	--

【別紙 1.1.1】

A 種優先株式発行要項

- 募集株式の種類
A 種優先株式
- 募集株式の数
1,000 株
- 募集株式の払込金額
1 株当たり金 100,000 円
- 募集株式の払込金額の総額
金 100,000,000 円
- 増加する資本金及び資本準備金に関する事項
増加する資本金の額は●円とし、増加する資本準備金の額は●円とする。
- 払込期日
●年●月●日
- 発行方法
第三者割当ての方法による。
- A 種優先株式に対する剰余金の配当
(1) 当社は、●年●月●日〔注：払込期日から 3 年を経過した日〕（以下「優先配当開始日」という。）以降の日を剰余金の配当に係る基準日として剰余金の配当をする場合、当該剰余金の配当に係る基準日（以下「配当基準日」という。）の最終の株主名簿に記載又は記録された A 種優先株式を有する株主（以下「A 種優先株主」という。）又は A 種優先株式の登録株式質権者（以下「A 種優先登録株式質権者」という。）に対し、配当基準日の最終の株主名簿に記載又は記録された普通株式を有する株主（以下「普通株主」という。）又は普通株式の登録株式質権者（以下「普通登録株式質権者」という。）に先立ち、A 種優先株式 1 株につき、A 種優先株式 1 株に係る払込金額相当額（但し、A 種優先株式につき、株式の分割、株式無償割当て、株式の併合又はこれに類する事由があったときは、その比率に応じて、取締役会決議をもって適切に調整される。以下「A 種払込金額」という。）に年率 5%を乗じて算出した額の金銭について、配当基

～ 解説 ～

- 種類株式の設計パターンは多岐にわたるため、発行目的を明確にし、必要かつ十分な範囲を慎重に検討する必要があります。種類株式の設計方法について十分な知識がない場合には、事前に専門家へ相談しながら検討した方が良いでしょう。
- A 種優先株式に対する剰余金の配当
優先配当に関する条文です。投資家は払込期日から 3 年経過以降に年率 5%の優先配当を受けることができる旨を記載しています。また、ある事業年度において A 種優先株主に支払われた配当が所定の額（A 種優先配当金の額）に満たない場合においても、その不足分を翌事業年度以降に繰り越すことができないこと（非累積型）、及び、A 種優先株主が A 種優先配当金として一定の配当の支払いを受けた後に、さらに普通株主として普通配当を受け取ることができないこと（非参加型）を記載しています。

準日が属する事業年度の初日（但し、配当基準日が優先配当開始日の属する事業年度に属する場合は、優先配当開始日とする。）（同日を含む。）から配当基準日（同日を含む。）までの期間の実日数につき、1 年を 365 日（但し、当該事業年度に閏日を含む場合は 366 日）として日割計算により算出される額の配当金（以下「A 種優先配当金」という。）を支払う。但し、すでに当該事業年度に属する日を基準日として A 種優先株主又は A 種優先登録株式質権者に対して A 種優先配当をしている場合、A 種優先株式 1 株当たりの A 種優先配当金の額は、かかる A 種優先配当の合計額を控除した額とする。 (2) ある事業年度において、A 種優先株主又は A 種優先登録株式質権者に対して支払った A 種優先株式 1 株当たりの剰余金の配当の額が A 種払込金額に年率 5%を乗じた額に達しないときでも、その不足額は翌事業年度以降に累積しない。 (3) A 種優先株主又は A 種優先登録株式質権者に対して、A 種優先配当金を超える剰余金の配当は行わない。 (4) A 種優先配当金の額の計算上生じた 1 円未満の端数は切り捨てるものとする。 9. A 種優先株式に対する残余財産の分配 (1) 当社は、残余財産の分配をする場合、A 種優先株主又は A 種優先株式登録株式質権者に対し、普通株主又は普通登録株式質権者に先立ち、A 種優先株式 1 株につき、A 種優先株式 1 株に係る A 種払込金額に 1.5 を乗じた金額（以下「A 種優先残余財産分配金」という。）を支払う。 (2) A 種優先株主又は A 種優先株式登録株式質権者に対して、A 種優先残余財産分配金を超える残余財産の分配を行わない。 (3) A 種優先残余財産分配金の額の計算上生じた 1 円未満の端数は切り捨てるものとする。 10. 取得請求権 (1) A 種優先株主は、当会社に対して、●年●月●日〔注：払込期日から 3 年を経過した日〕以降いつでも、その保有する A 種優先株式の全部又は一部を当会社が取得するのと引換えに金銭を交付することを請求することができる。なお、かかる請求は、対象とする株式を特定した書面を当会社に交付することにより行うものとする。 (2) A 種優先株式 1 株の取得と引換えに交付される金銭の額は、A 種払込金額に 1.5 を乗じた金額とする。 11. 取得条項 (1) 当社は、●年●月●日〔注：払込期日の翌日〕以降いつでも、取締役会が別に定める日の到来をもって、金銭の交付と引換えに A 種優先株主が保有する A 種優先株式の全部又は一部を取得することができる。 (2) A 種優先株式 1 株の取得と引換えに交付される金銭の額は、A 種払込金額に 1.5 を乗じた金額とする。	9. A 種優先株式に対する残余財産の分配 残余財産の優先分配に関する条文です。発行会社が解散をして残余財産の分配をする場合には、普通株主に優先して、A 種優先株主に対して払込金額の 1.5 倍を支払うものとし、それ以上の残余財産の分配を A 種優先株主は受けることができないことを定めています。なお、本サンプルでは、残余分配額の算出について株式買取請求の水準（本株式引受契約第 6.1 条）に合わせて設定しています。 10. 取得請求権 A 種優先株主が発行会社に対して A 種優先株式の取得を請求することができる権利に関する条文です。会社法上、分配可能額の範囲内においてのみ発行会社は A 種優先株式を取得することが可能ですが、投資家（A 種優先株主）に取得請求権を付与することにより、流通性の低い非公開株（発行会社の株式）について、実質的に発行会社による買い取りを投資家（A 種優先株主）に対して保証する効果があります。なお、株式買取金額の算出については本株式引受契約第 6.1 条に基づき設定しています。 11. 取得条項 発行会社が A 種優先株主に対して A 種優先株式の取得を請求することができる権利に関する条文です。本サンプルにおいては、発行会社が A 種優先株主本人の同意なくして一定の金銭（A 種払込金額に 1.5 倍を乗じた金額）を対価として A 種優先株式を買い取ることができるものとしています。なお、株式買取金額の算出については本株式引受契約第 6.1 条に基づき設定しています。
---	---

12. 株主総会の議決権 A 種優先株主は、当会社の株主総会において、議決権を行使することができない。	12. 株主総会の議決権 株主総会における種類株主の議決権の行使を制限する旨の条文です。会社法上、定款で定めることにより、株主総会において議決権を行使することができる事項の全部又は一部に関して議決権を制限することができるところ、本サンプルにおいては全部について A 種優先株主は議決権を行使できないものとしています。これにより、既存株主の議決権比率をできるだけ維持し、経営権の分散を防ぐ効果が期待できます。
13. 種類株主総会の決議の排除 (1) 当社が、会社法第 322 条第 1 項各号に掲げる行為をする場合においては、法令に別段の定めがある場合を除くほか、普通株主及び A 種優先株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しない。 (2) 当社が普通株式又は普通株式を目的とする新株予約権に関する募集事項の決定を行う場合には、会社法第 199 条第 4 項又は同法第 238 条第 4 項の規定による普通株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しない。 (3) 当社が A 種優先株式又は A 種優先株式を目的とする新株予約権に関する募集事項の決定を行う場合には、会社法第 199 条第 4 項又は同法第 238 条第 4 項の規定による A 種優先株主を構成員とする種類株主総会の決議を要しない。	13. 種類株主総会の決議の排除 種類株主総会決議を要する事項の制限に関する条文です。会社法上、一定の種類株主総会の決議については、それを要しない旨を定款で定めることができます。本サンプルにおいては、発行会社による手続的負担等を軽減する観点から、発行会社が一定の重要な行為を行う場合には A 種優先投資契約書において投資家（A 種優先株主）の同意（同契約書第 5.4 条）が必要とする一方で、種類株主総会については、左記のとおり、種類株主総会決議を要するケースを制限することにより、種類株主総会の開催が求められる場面を限定しています。
【別紙 2.1】 定款変更 (前略) 第●章 株式 第●条（発行可能株式総数） 当社の発行可能株式総数は●株とし、普通株式の発行可能株式総数は●株、A 種優先株式の発行可能種類株式総数は●株とする。 第●条（売主追加請求の非適用） 当社は、自己の株式の取得について会社法第 160 条第 1 項の規定による決定をするときは、同条第 2 項及び第 3 項の規定を適用しない。 (中略)	

12. 株主総会の議決権 株主総会における種類株主の議決権の行使を制限する旨の条文です。会社法上、定款で定めることにより、株主総会において議決権を行使することができる事項の全部又は一部に関して議決権を制限することができるところ、本サンプルにおいては全部について A 種優先株主は議決権を行使できないものとしています。これにより、既存株主の議決権比率をできるだけ維持し、経営権の分散を防ぐ効果が期待できます。	12. 株主総会の議決権 株主総会における種類株主の議決権の行使を制限する旨の条文です。会社法上、定款で定めることにより、株主総会において議決権を行使することができる事項の全部又は一部に関して議決権を制限することができるところ、本サンプルにおいては全部について A 種優先株主は議決権を行使できないものとしています。これにより、既存株主の議決権比率をできるだけ維持し、経営権の分散を防ぐ効果が期待できます。
13. 種類株主総会の決議の排除 種類株主総会決議を要する事項の制限に関する条文です。会社法上、一定の種類株主総会の決議については、それを要しない旨を定款で定めることができます。本サンプルにおいては、発行会社による手続的負担等を軽減する観点から、発行会社が一定の重要な行為を行う場合には A 種優先投資契約書において投資家（A 種優先株主）の同意（同契約書第 5.4 条）が必要とする一方で、種類株主総会については、左記のとおり、種類株主総会決議を要するケースを制限することにより、種類株主総会の開催が求められる場面を限定しています。	13. 種類株主総会の決議の排除 種類株主総会決議を要する事項の制限に関する条文です。会社法上、一定の種類株主総会の決議については、それを要しない旨を定款で定めることができます。本サンプルにおいては、発行会社による手続的負担等を軽減する観点から、発行会社が一定の重要な行為を行う場合には A 種優先投資契約書において投資家（A 種優先株主）の同意（同契約書第 5.4 条）が必要とする一方で、種類株主総会については、左記のとおり、種類株主総会決議を要するケースを制限することにより、種類株主総会の開催が求められる場面を限定しています。

第●章 A 種優先株式 第●条（・・・） 上記の A 種優先株式発行要項の 8 以降と同内容のため省略 第●条（株式の併合又は分割、募集株式の割当て等） 1 当会社は、株式の分割又は併合をするときは、普通株式及び優先株式の種類ごとに同時に同一の割合でこれを行う。 2 当会社は、株主に募集株式又は募集新株予約権の割当てを受ける権利を与えるときは、それぞれの場合に応じて、普通株主には普通株式又は普通株式を目的とする新株予約権の割当てを受ける権利を、優先株式を有する株主（以下「優先株主」という。）には当該優先株式又は当該優先株式を目的とする新株予約権の割当てを受ける権利を、それぞれ同時に同一割合で与える。 3 当会社は、株式無償割当て又は新株予約権無償割当てをするときは、それぞれの場合に応じて、普通株主には普通株式の株式無償割当て又は普通株式を目的とする新株予約権の新株予約権無償割当てを、優先株主には当該優先株式の株式無償割当て又は当該優先株式を目的とする新株予約権の新株予約権無償割当てを、それぞれ同時に同一の割合で行う。 （後略）	
--	--

【別紙 1.1.2】 総数引受契約の様式 A 種優先株式総数引受契約書 株式会社●●（以下「発行会社」という。）と●●（以下「投資家」という。）は、発行会社が新たに発行する下記の内容の募集株式につき、発行会社はその総数を投資家に割り当て、投資家はその総数を引き受けることに合意したので、A 種優先株式総数引受契約書（以下「本契約」という。）を締結する。 記 <table><tr><td>1.</td><td>募集株式の種類</td><td>:</td><td>A 種優先株式</td></tr><tr><td>2.</td><td>募集株式の数</td><td>:</td><td>2,000 株</td></tr><tr><td>3.</td><td>募集株式の払込金額</td><td>:</td><td>1 株につき 50,000 円、総額 100,000,000 円</td></tr><tr><td>4.</td><td>増加する資本金の額 増加する資本準備金の額</td><td>:</td><td>資本金 ●円（1 株につき●円） 資本準備金 ●円（1 株につき●円）</td></tr><tr><td>5.</td><td>払込期日</td><td>:</td><td>●年●月●日</td></tr><tr><td>6.</td><td>発行方法</td><td>:</td><td>第三者割当により、総数引受契約を以下の割当先と締結して発行する。</td></tr><tr><td>7.</td><td>割当先及び割当数</td><td>:</td><td>割当先 ●●〔注：投資家の名称を記載〕 割当数 2,000 株</td></tr><tr><td>8.</td><td>出資方法</td><td>:</td><td>金銭払込</td></tr><tr><td>9.</td><td>払込取扱場所</td><td>:</td><td>住 所 : 銀行名 : 支店名 : 口座種類 : 口座番号 : 口座名義人 :</td></tr></table> 本契約締結の証として、正本 2 通を作成し、当事者それぞれが記名押印し、各 1 通を保有する。 ●年●月●日 発行会社 : 投資家 :	1.	募集株式の種類	:	A 種優先株式	2.	募集株式の数	:	2,000 株	3.	募集株式の払込金額	:	1 株につき 50,000 円、総額 100,000,000 円	4.	増加する資本金の額 増加する資本準備金の額	:	資本金 ●円（1 株につき●円） 資本準備金 ●円（1 株につき●円）	5.	払込期日	:	●年●月●日	6.	発行方法	:	第三者割当により、総数引受契約を以下の割当先と締結して発行する。	7.	割当先及び割当数	:	割当先 ●●〔注：投資家の名称を記載〕 割当数 2,000 株	8.	出資方法	:	金銭払込	9.	払込取扱場所	:	住 所 : 銀行名 : 支店名 : 口座種類 : 口座番号 : 口座名義人 :	～ 解説 ～ 第三者割当増資を行う場合、会社法上、原則として、①募集事項の決定、②募集株式の申込みと割当て、③出資の履行といった手続が必要となりますが、募集株式を引き受けようとする者が募集株式の全部を引き受けることを内容とする総数引受契約を締結する場合には、②の手続を簡略化することが可能となります。本サンプルにおいては A 種優先株式を引き受ける投資家は 1 名であることを想定していますが、既に投資家が確定しており、かつ 1 名（若しくは少数名）の場合には、総数引受契約方式をとることのほうが実務上多いため、本サンプルでも総数引受契約を締結する方式を採用し、これを明確にする観点から、別途、総数引受契約書を締結するものとしています。なお、総数引受契約書の締結にあたっては、定款に別段の定めがある場合を除き、発行会社の取締役会（取締役会が設置されていない場合には株主総会）の承認決議が必要になります。
1.	募集株式の種類	:	A 種優先株式																																		
2.	募集株式の数	:	2,000 株																																		
3.	募集株式の払込金額	:	1 株につき 50,000 円、総額 100,000,000 円																																		
4.	増加する資本金の額 増加する資本準備金の額	:	資本金 ●円（1 株につき●円） 資本準備金 ●円（1 株につき●円）																																		
5.	払込期日	:	●年●月●日																																		
6.	発行方法	:	第三者割当により、総数引受契約を以下の割当先と締結して発行する。																																		
7.	割当先及び割当数	:	割当先 ●●〔注：投資家の名称を記載〕 割当数 2,000 株																																		
8.	出資方法	:	金銭払込																																		
9.	払込取扱場所	:	住 所 : 銀行名 : 支店名 : 口座種類 : 口座番号 : 口座名義人 :																																		

【別紙 4.1.1】発行会社及び経営株主による表明及び保証

1. 経営株主に関する表明及び保証

(1) 授権

経営株主は、本契約の締結及び履行のために必要な権限及び権利能力を有している。

(2) 本契約の有効性及び執行可能性

本契約は、経営株主により適法かつ有効に締結されており、他の当事者より適法かつ有効に締結された場合には、経営株主の適法、有効かつ法的拘束力のある義務を構成し、法令等によりその履行が制限される場合を除き、各条項に従い経営株主に対して強制執行が可能である。

(3) 違反の不存在

経営株主による本契約の締結及び履行は、(i) 経営株主に適用ある法令等に違反するものではなく、(ii) 経営株主に対する司法・行政機関等の判断等に違反するものではなく、かつ、(iii) 経営株主が当事者となっている他の契約等に違反するものではない。

(4) 法的倒産手続の不存在

経営株主に対して法的倒産手続は開始されておらず、経営株主又は第三者によりかかる手続開始の申立てもなされておらず、また、かかる申立ての原因も存在しない。

(5) 反社会的勢力

経営株主は反社会的勢力ではなく、直接又は間接に、一切の反社会的行為に関与していない。

2. 発行会社の株式に関する表明及び保証

(1) 発行済株式

本株式払込みの直前時点において、発行会社の発行可能株式の種類及び総数は、普通株式〇株であり、そのうち発行済株式の総数は〇株であり、そのすべてが適法かつ有効に発行され、全額払込済みである。かかる発行済株式を除き、発行会社は、いかなる株式も発行しておらず、また、自己株式を保有していない。

(2) 新株予約権等の不存在

本契約及び本株式を除き、発行会社に対して、追加的に株式を発行又は処分することを義務付けることとなる、株式等、決議又は契約等は存在せず、また、発行会社に対して、発行会社の株式等の全部又は一部を買い受け又は取得させることを義務付けることとなる株式等、決議又は契約等は存在しない。

(3) 株式に対する権利

経営株主は発行会社の発行済株式の全てを適法かつ有効に所有しており、経営株主以外に発行会社における実質的かつ株主名簿上の株主は存在していない。経営株主は、発行会社の株主としての権利（発行会社の株式の譲渡、保有、議決権の行使を含む。）に関して、投資家以外の者との間でいかなる契約等も締結していない。発行会社は株券発行会社ではない。

(4) 株式に対する負担

発行会社の発行済株式全てには譲渡担保権、質権その他の担保権が存在しておらず、また、投資家

～ 解説 ～

別紙 4. 1. 1、別紙 4. 1. 2、別紙 5. 4、別紙 5. 5. 1 及び別紙 5. 5. 2 はいずれもサンプルになります。

発行会社及び経営株主の表明及び保証の内容として別紙 4. 1. 1 に記載された各事項が真実又は正確ではない場合、発行会社及び経営株主は本契約上の責任を負うこととなりますので、別紙 4. 1. 1 の内容についてはよく検討のうえ、必要に応じて専門家に相談しながら検討してください。

また、別紙 5. 4 は一定の行為を行う場合に投資家の事前の承諾が必要なもの、別紙 5. 5. 1 及び別紙 5. 5. 2 はそれぞれ一定の行為や事象が発生した場合に投資家への事前の通知又は事後の通知が必要なものを規定しています。資金を提供する投資家からは一定の範囲内での経営への関与を求められることが多いところですが、どの範囲内において経営への関与を認めるか否かについては、よく投資家と協議をし、必要に応じて専門家と相談しながら検討してください。

は、本株式払込みにより、本株式について、担保権その他の負担（本株式に係る発行会社の定款上の定めを除く。）のない完全な所有権を取得する。 3. 発行会社に関する表明及び保証 (1) 設立及び存続等 発行会社は、日本法に基づき適法かつ有効に設立され、かつ存続する株式会社であり、現在行っている事業を行うために必要な権限及び権能を有している。 (2) 授権 発行会社は、本契約の締結及び履行のために必要な権限及び権利能力を有している。また、発行会社は、本契約の締結及び履行について、適用ある法令等及び定款その他の社内規則上必要となる手続を適時に全て履行している。 (3) 本契約の有効性及び執行可能性 本契約は、発行会社により適法かつ有効に締結されており、他の当事者により適法かつ有効に締結された場合には、発行会社の適法、有効かつ法的拘束力のある義務を構成し、法令等によりその履行が制限される場合を除き、各条項に従い発行会社に対して強制執行が可能である。 (4) 違反の不存在 発行会社による本契約の締結及び履行は、(i) 発行会社に適用ある法令等に違反するものではなく、(ii) 発行会社の定款その他の社内規則に違反するものではなく、(iii) 発行会社に対する司法・行政機関等の判断等に違反するものではなく、かつ、(iv) 発行会社が当事者となっている他の契約等に違反するものではない。 (5) 法的倒産手続の不存在 発行会社に対して法的倒産手続は開始されておらず、発行会社又は第三者によりかかる手続開始の申立てもなされておらず、また、かかる申立ての原因も存在しない。 (6) 子会社等の不存在 発行会社には、子会社及び関連会社は存在しない。 (7) 計算書類等の正確性 発行会社が投資家に開示した発行会社の貸借対照表、損益計算書その他の計算書類及びその附属明細書（以下「本対象計算書類」という。）は、日本において一般に公正妥当と認められる会計会計の基準に準拠し、当該対象期間中において一貫した基準により作成されたものであり、その各作成基準日及び各対象期間における発行会社の財産状態及び経営成績を正確かつ適正に表示している。 (8) 簿外債務等の不存在 発行会社には、本対象計算書類に表示されている債務及び直近の確定済の計算書類に係る事業年度末日である〇年〇月〇日（以下「基準日」という。）以後における発行会社の通常の営業の範囲内において生じた債務以外には、総額〇万円を超えて、いかなる債務（種類、偶発的か確定的か、会計上発生済みか未発生か、認識されているか否か、簿外債務か否か、発行会社の作為・不作為に起因するか否かを問わない。）も発生しておらず、それらが将来発生する原因となる事由も存在し	
---	--

ない。 (9) 重要な変更の不存在 発行会社において、基準日以降、発行会社の事業、資産、負債、損益の状況に重大な悪影響を及ぼすおそれのある事象は発生していない。 (10) 重要な資産 発行会社は、その事業を行うために必要となる重要な資産を適法かつ有効に所有し又は使用する権利を有している。かかる資産は、通常の使用による損耗を除き、発行会社における通常の業務過程において支障なく稼働しており、所定の目的に使用するために適した状態にある。 (11) 契約等 発行会社が締結している事業上重要な契約等は、全て適法かつ有効に締結されており、当該契約等の当事者に対して法的拘束力を有し、その条項に従って執行が可能である。かかる契約等のいずれについても発行会社に債務不履行事由等に該当する事由は発生していない。 (12) 関係者間取引 関連当事者間取引概要書に記載されたものを除き、発行会社と関連当事者との間の債権債務は一切存在せず、発行会社と関連当事者との間に取引又は契約等は一切存在しない。 (13) 許認可等 発行会社は、その事業を遂行するために必要なすべての許認可等を適法かつ有効に取得かつ維持している。発行会社は、かかる許認可等を維持するために必要な条件及び要件を遵守してその事業を遂行しており、許認可等が変更され、停止され、取り消され、無効とされ又は更新が拒絶されることとなる事由は存在しない。 (14) 法令等の遵守 発行会社は、その事業の遂行に関し、適用のある法令等に違反しておらず、また、司法・行政機関等の判断等に違反していない。また、かかる違反の疑いについて、司法・政府機関等その他の第三者から、指導、勧告又は調査を受けておらず、通知その他の連絡も受けていない。 (15) 役職員 発行会社は、労働基準法その他の労働関連の法令等を重要な点において遵守しており、労働基準監督署から過去に指摘された事項については全て是正を完了している。発行会社は、その役職員に対する報酬又は給与、その他役職員に対して支払うべき金銭等の支払義務を全て履行しており、発行会社とその役職員との間に、労務・人事に関する訴訟等その他の紛争は存在していない。発行会社には労働組合は存在しない。発行会社は、役職員に対して特別な利益の提供を行っておらず、通常の雇用条件以外に報酬、給与等の経済的利益を提供する義務を負っていない。 (16) 公租公課 発行会社は、法人税、住民税、事業税、固定資産税その他の公租公課（法令等上要求される健康保険、厚生年金又は国民健康保険、国民年金等の社会保険料及び労災保険、雇用保険等の労働保険料を含むがこれらに限られない。）について適法かつ適正な申告その他の手続を行っており、かつ、発行会社が支払義務を負う公租公課につき、法令等に従って適時にその支払いを完了している。発行会社は、提出すべき公租公課に関する申告書、報告書その他課税当局に対する書類を適時に	
--	--

適法かつ適正に提出している。発行会社が源泉徴収又は回収義務を負う公租公課等については、そのすべてが適法かつ適時に源泉徴収又は回収され、所轄の税務当局への支払いが期限までに行われている。 (17) 訴訟等の不存在 発行会社又はその取締役に対する、発行会社の事業、資産、負債、損益の状況に悪影響を与えうる訴訟等は係属しておらず、かつ、発行会社が第三者に対して提起し現在係属中である訴訟等及び提起を予定している訴訟等は存在しない。 (18) 反社会的勢力 発行会社並びにその役職員及び株主は反社会的勢力ではなく、直接又は間接に、一切の反社会的行為に関与していない。 4. その他の表明保証 (1) 情報の正確性及び完全性 経営株主及び発行会社が、投資家に開示した情報（口頭により提供されたものを含む。）は、重要な点において、真実かつ正確であり、誤解を与えないために必要な情報が省略されていない。 (2) 事業計画 発行会社が投資家に交付した事業計画書は、当該計画を正確なものとしかつ信頼できるものとするために必要又は適切な関連事実及び合理的前提に基づいて作成されている。 【別紙 4.1.2】投資家の表明及び保証 (1) 授権 投資家は、本契約の締結及び履行のために必要な権限及び権利能力を有している。また、投資家は、本契約の締結及び履行について、適用ある法令等及び社内規則上必要となる手続を適時に全て履行している。 (2) 本契約の有効性及び執行可能性 本契約は、投資家により適法かつ有効に締結されており、他の当事者より適法かつ有効に締結された場合には、投資家の適法、有効かつ法的拘束力のある義務を構成し、法令等によりその履行が制限される場合を除き、各条項に従い投資家に対して強制執行が可能である。 (3) 違反の不存在 投資家による本契約の締結及び履行は、(i) 投資家に適用ある法令等に違反するものではなく、(ii) 投資家の社内規則に違反するものではなく、(iii) 投資家に対する司法・行政機関等の判断等に違反するものではなく、かつ、(iv) 投資家が当事者となっている他の契約等に違反するものではない。 (4) 法的倒産手続の不存在 投資家に対して法的倒産手続は開始されておらず、投資家又は第三者によりかかる手続開始の申立てもなされておらず、また、かかる申立ての原因も存在しない。	
---	--

(5) 反社会的勢力 投資家並びにその役職員及び出資者は反社会的勢力ではなく、直接又は間接に、一切の反社会的行為に関与していない。 【別紙 5.4】 投資家の事前承諾事項 (1) 定款変更 (2) 剰余金の配当（但し、投資家への配当を除く）、自己株式の取得 (3) 募集株式又は募集新株予約権（新株予約権付社債を含む。）の発行又は処分 (4) 株式の分割又は併合 (5) 1 件につき〇万円を超える権利又は資産の取得、譲渡、放棄その他の処分 (6) 発行会社及び関連当事者との間の取引であって、独立当事者間における通常取引条件と同水準の取引条件を逸脱する内容の取引 (7) 1 年あたり総額〇円を超える役員に対する報酬等（退職慰労金を含む）の支払い (8) 1 件につき〇万円を超える借入れ、リース、債務保証、債務引受けその他の債務負担行為 (9) 社債の発行 (10) 1 件あたり〇万円を超える第三者に対する出資又は融資その他の投融資、及び既存の投融資の重要な条件変更 (11) 発行会社の資産への抵当権、質権、譲渡担保権その他の担保の設定 (12) 新規事業の開始、事業内容の変更、既存事業の全部若しくは重要な一部中止又は終了、業務上の提携又は解消 (13) 子会社若しくは関係会社の設立、又は他の会社の株式若しくは持分の過半数の取得 (14) 合併、会社分割、株式交換、株式移転、事業譲渡その他の組織再編行為 (15) 解散、清算又は法的倒産手続開始の申立て 【別紙 5.5.1】 投資家への事前通知事項 (1) 主要取引先又は金融機関の変更又は取引停止 (2) 第三者に対する訴訟等の手続の開始 (3) 個別の役員への報酬等の額の決定又は変更 (4) 事業所又は支店の開設、変更、廃止 (5) 取締役会規程その他の重要な社内規程の制定、変更又は廃止 (6) 発行会社の事業、業務、資産、負債、損益の状況、又はその事業の見込みに重大な影響を及ぼすおそれのある取引又は行為 【別紙 5.5.2】 投資家への事後通知事項 (1) 災害若しくは業務に起因する重大な損害の発生、又はかかる損害を招来するおそれのある事象の発生	
---	--

(2) 発行会社の支払停止若しくは支払不能又は手形若しくは小切手の不渡り (3) 発行会社に対する、法的倒産手続開始の申立て (4) 債権者による、発行会社の債務の免除、利息の減免若しくは期限の猶予の供与、又は第三者による発行会社の債務の保証、引受又は弁済 (5) 発行会社、その役職員、株主又は取引先が反社会的勢力と関係している若しくは関係していた事実又はそれらの疑いの判明 (6) 発行会社に対する、訴訟等の手続の開始 (7) 監督官庁による営業停止、営業認可若しくは登録の取消処分、指導、又は調査 (8) 発行会社の事業計画の実現に変更を招来するおそれのある事項 (9) 発行会社の事業、業務、資産、負債、損益の状況、又はその事業の見込みに重大な悪影響を及ぼすおそれのある事項	
---	--