



経済産業省

# 「コンバーティブル投資手段」 活用ガイドライン

令和2年12月28日

「コンバーティブル投資手段」に関する研究会

# はじめに

## －ウイズコロナ期における機動的リスクマネー供給・オープンイノベーションの促進－

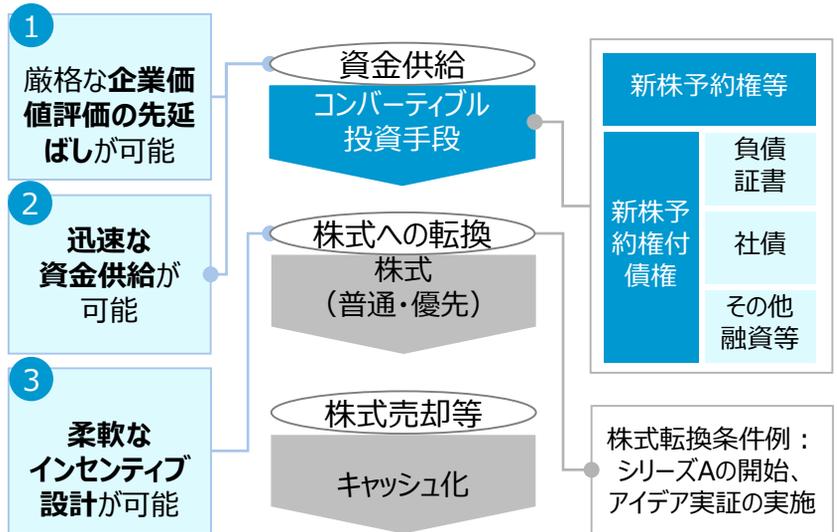
### ガイドライン策定の背景と狙い

- コロナ禍により市場環境の不確実性が増大するなかで、スタートアップ・エコシステムにおいても、スタートアップ側は、コロナ禍を踏まえた「新たな日常」へ適応するためのビジネスモデルの変革が必要になる一方で、投資家側は投資判断に慎重にならざるを得ない状況も。
- これら実体経済と金融市場双方の課題を解決する手段として、**転換価額の算定式のみが設定された新株予約権等により資金供給を行い、将来企業価値評価の正確性が高まったタイミングで株式転換を行う「コンバーティブル投資手段」**の有効性に着目。

#### ウイズコロナ期の課題

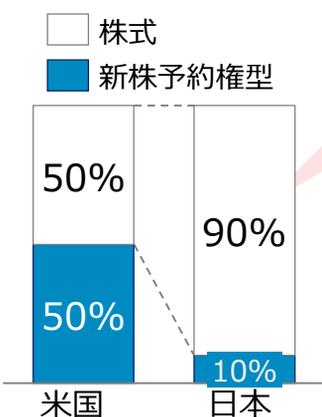
- 1 企業価値評価が困難**  
→投資抑制  
→不適切評価の横行
- 2 資金繰りが困難**  
→株式では時間切れ  
→負債では将来負担増
- 3 事業会社とのオープンイノベーションが停滞**

#### 解決策としての「コンバーティブル投資手段」



- 他方、我が国では「コンバーティブル投資手段」の認知度が低く、実務処理が一部複雑となり得ること等から、普及が進んでいない。
- そこで、事例分析を基に、阻害要因となっている実務処理の解説や、適切な利用に向けた交渉ポイント・実態調査に基づく相場水準等を含むガイドラインを策定することとした。

#### 日米の利用状況比較（シード期\*）



#### <阻害要因>

- ・認知度、理解
- ・実務処理が複雑

#### <ガイドライン策定>

- ・交渉ポイント
- ・留意点の提示
- ・実態調査に基づく相場水準

#### 先行事例\*

1 企業価値評価の先延ばし	家庭用ロボット開発スタートアップ「GROOVE X」に、トヨタ系CVCから14億円投資
2 迅速な資金供給が可能	コロナ禍により資金調達が停滞した電力小売スタートアップ「みんな電力」に「丸井グループ」などから15億円投資
3 柔軟なインセンティブ設計	国内インフラ系事業会社が、東南アジアのスタートアップとのオープンイノベーションに際し、数千万円投資+協業の進捗に応じ株式転換

\* 経済産業省・Coral Capitalの調査より抜粋

# 目次

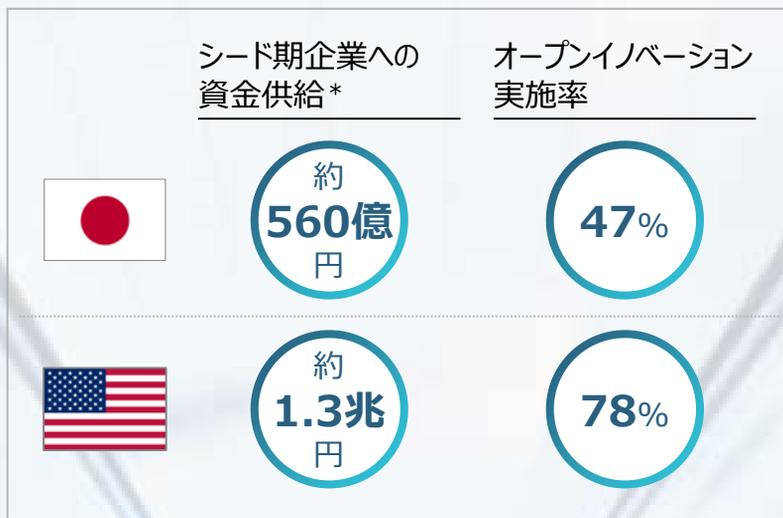
記載項目	掲載ページ
<a href="#">エグゼクティブサマリー</a>	P. 3-5
<a href="#">第1章 本ガイドラインの背景 - スタートアップ資金市場の課題</a>	P. 6-13
<a href="#">第2章 「コンバーティブル投資手段」の意義</a>	P. 14-25
<a href="#">第3章 活用の具体策①シード期スタートアップの資金調達</a>	P. 26-73
<a href="#">3-1 諸外国における活用事例</a>	P. 27-30
<a href="#">3-2 我が国における活用事例</a>	P. 31-46
<a href="#">3-3 活用に向けたポイント - 実務ガイドライン</a>	P. 47-73
<a href="#">スタートアップ視点</a>	P. 48-62
<a href="#">投資家視点</a>	P. 63-73
<a href="#">第4章 活用の具体策② - 事業会社とのオープンイノベーション</a>	P. 74-99
<a href="#">4-1 我が国における活用事例</a>	P. 75-85
<a href="#">4-2 活用に向けたポイント - 実務ガイドライン</a>	P. 86-99
<a href="#">スタートアップ視点</a>	P. 87-90
<a href="#">投資家（事業会社）視点</a>	P. 91-99
<a href="#">参考① 「コンバーティブル投資手段」に関する研究会の概要</a>	P. 100-102
<a href="#">参考② 本ガイドラインの策定にあたる協力者一覧</a>	P. 103-104

# 我が国スタートアップ資金市場の課題を、 「コンバーティブル投資手段」で乗り越えられる可能性

## 第1章・第2章のポイント ガイドライン策定の背景・「コンバーティブル投資手段」の意義

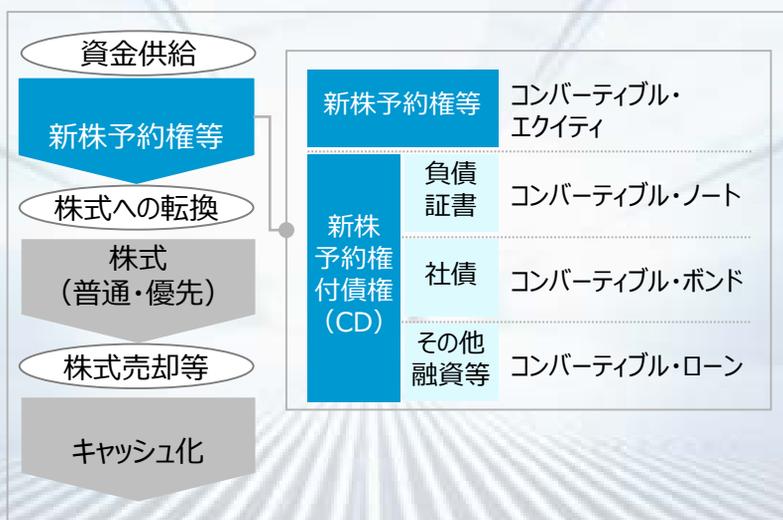
さらなるユニコーンの創出を目指すためには、我が国スタートアップ資金市場に課題が残る。

- シード期のスタートアップに対する資金供給が未成熟
- 事業会社・スタートアップ間の更なる協業が、ユニコーン創出やイノベーション加速の鍵を握るとされている



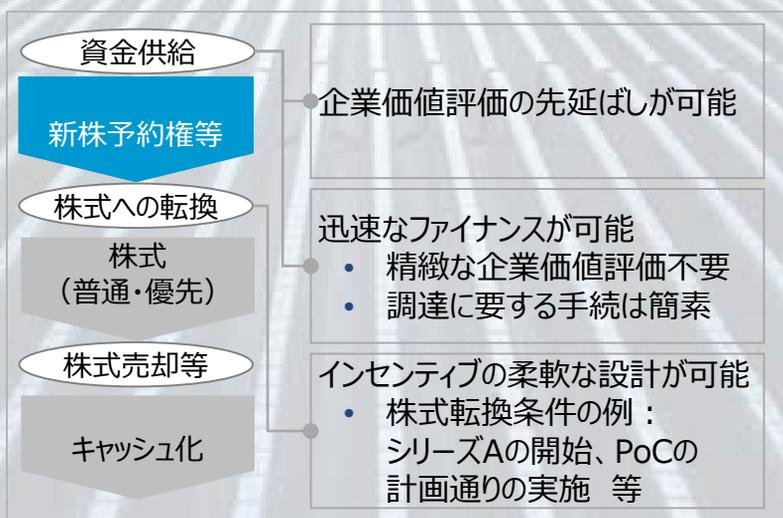
課題解決に寄与し得る投資スキームとして、「コンバーティブル投資手段」がある。

- 「コンバーティブル投資手段」とは、投資家が株式取得に先立って資金供給を行い、将来企業価値評価の正確性が高まったタイミングで株式転換を行うという、新株予約権等の投資手段のことをいう
- 資金供給時に株式への転換価額を決めず、価額決定の計算式のみを事前に定める形が一般的



通常の株式投資に比べ、企業価値評価の先延ばし、迅速なファイナンスの実現と柔軟なインセンティブ設計が可能となる。

- ① 企業価値評価の先延ばしが可能
- ② 簡素な調達手続きにより迅速なファイナンスが可能
- ③ 転換条件を自由に設計でき、柔軟なインセンティブ設計が可能

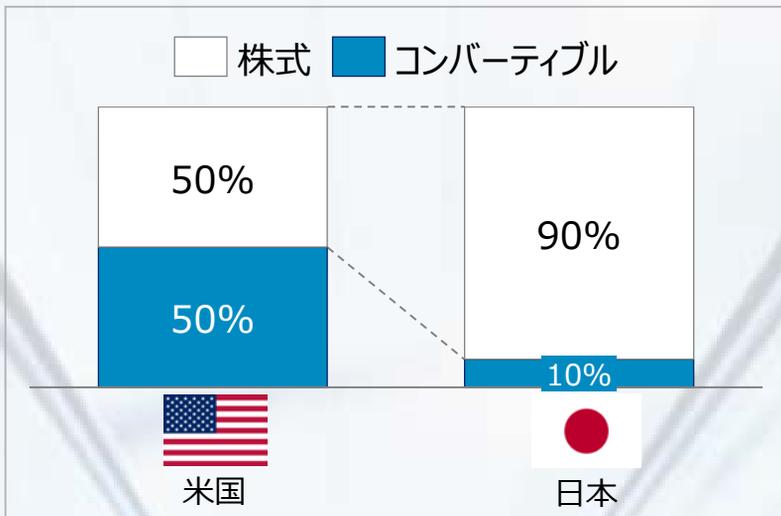


# 国内のシード期スタートアップの資金調達において、「コンバーティブル投資手段」を活用するためのポイント

## 第3章のポイント 活用の具体策① - シード期スタートアップの資金調達

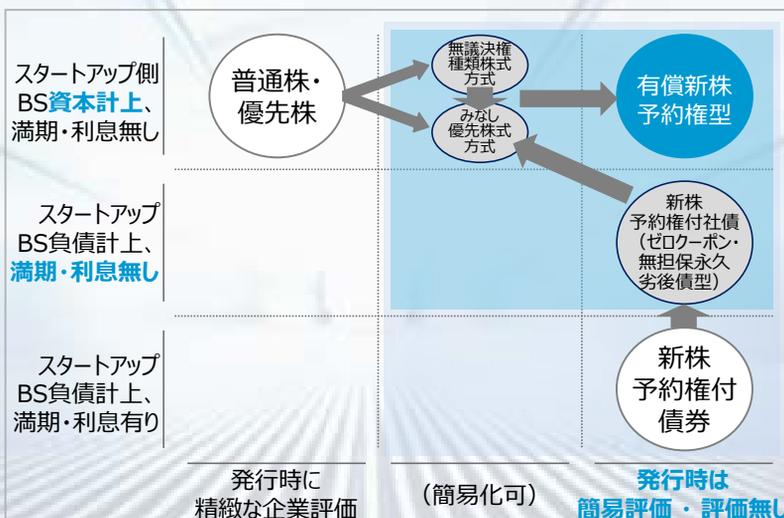
米国シリコンバレーのシード期調達は、約半数が「コンバーティブル投資手段」によるもの。

- 米国では、SAFEやKISSといった契約ひな形の提供で、コンバーティブル・エクイティが普及
- 英国やドイツでも、シード期調達の約1/3が「コンバーティブル投資手段」となっている



我が国でも投資手段が進化し、「有償新株予約権型」の利用が拡大。

- 企業価値の簡易評価に加え、発行体であるスタートアップ側でBSへの負債計上がない
- 契約ひな形「J-KISS」や「SAFE」が無償提供されている
- 2019年の1億円未満調達では、約10%が「コンバーティブル投資手段」を利用



スタートアップや投資家も、株式に限らず、コンバーティブル・エクイティを選択肢としてフラットに比較する必要。

- 「有償新株予約権型」の場合は公開契約ひな形を利用し、ポイントを絞った交渉を行うことが双方にとって効率的

例	スタートアップ	投資家
検討	企業価値評価・デューデリジェンス (DD) の容易さ等を基に投資・調達手段を検討	
交渉	J-KISS利用時は、基本雛型を変えずに活用しつつポイントを抑えた交渉を実施	
発行時	—	エンジェル税制の対象外
発行後	投資家への適切な情報共有が必要	会計基準に即した時価評価の取り扱い等に留意
転換時	転換時に発生する法務・税務の手続き、行使価格の払込に留意	

# 事業会社がオープンイノベーションを模索する際も、「コンバーティブル投資手段」が有効な解決策となり得る

## 第4章のポイント 活用の具体策② - 事業会社とのオープンイノベーション

オープンイノベーション創出に向けたアイデア実証（PoC）で、「コンバーティブル投資手段」を活用する余地。

- PoCのために行われる業務提携・資本提携は、事業会社にとり一長一短
- 「コンバーティブル投資手段」により、企業価値評価を回避しつつも、提携先の成長を取り込み、かつ双方のコミットメントを強化することが可能

### 業務提携

企業評価は不要で、迅速にPoCを実施可能。

提携先の成長を十分に取り込めない可能性や、双方のコミットメントが十分に確保できない可能性。

### 資本提携

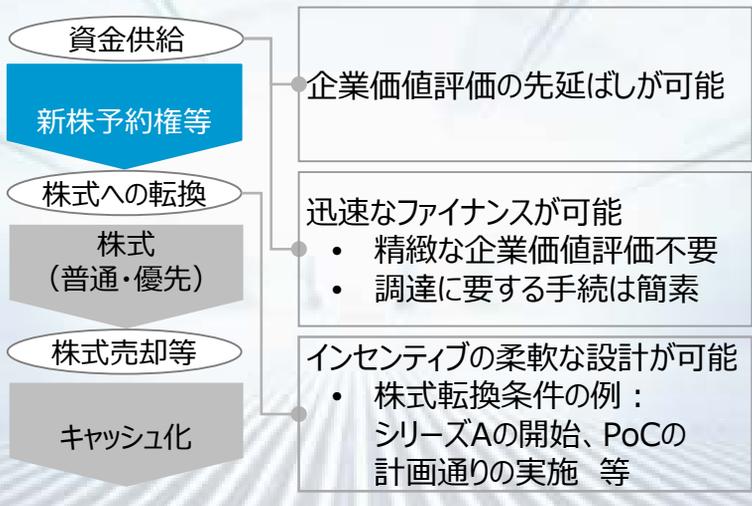
厳格な企業評価やデューデリジェンスに時間を要し、PoC実施に支障。

株式持分を獲得し、将来の売却益を狙うことができる。



一定の業務上のマイルストーンを転換トリガーとする等、インセンティブを柔軟に設計することが可能。

- 資金調達ラウンドではなく、PoCの実施等、業務上のマイルストーンを転換のトリガー条件とすることも考えられる
- アーリー期以降のスタートアップとの協業も多く、負債性を高めた投資手段が用いられる場合もあり



契約内容については、積み上げて慎重に検討を行う必要。

- シード期以外のステージにおける調達を念頭に置いたコンバーティブル・エクイティ及び、コンバーティブル・デットは、無償公開された契約ひな形は存在しない
- 特にコンバーティブル・デットでは、実質的な返済義務の設計を慎重に行う必要

例	スタートアップ	事業会社
検討	企業価値評価・DDの容易さ等を基に投資・調達手段を検討	
交渉	雛型が存在しないことを踏まえ、専門家に相談する等して、慎重な交渉・検討の実施が必要。	
発行時	—	オープンイノベーション促進税制の対象外
発行後	投資家への適切な情報共有が必要	会計基準に即した時価評価の取り扱い等に留意
転換時	転換時に発生する法務・税務の手続き、行使価格の払込に留意	

---

# 第1章

## 本ガイドラインの背景 - スタートアップ資金市場の課題

# 我が国のシード期スタートアップに対する資金供給環境は未成熟とされている

## 現状と課題① - シード期スタートアップの資金調達－「質」

### 1. シード期スタートアップの性質

- 一般に、シード期とは、企業の商品が、市場需要を満たす度合いが高い状態（プロダクト・マーケット・フィット：PMF）以前のことをいう。こうしたステージのスタートアップは、需要（ターゲットニーズ）と供給（自社商品、競合商品・代替商品）の両面において大きな不確実性に直面している一方、諸外国を見れば枚挙に暇がないように、将来産業・社会全体へ大きな影響をもたらすポテンシャルを有する存在
- スタートアップに対して金銭的リターンを目的に純投資を行う場合は、こうしたハイリスクかつハイリターンの性質を認識することが重要

### 2. リーン・スタートアップを支える「コンバーティブル投資手段」の特徴

- 多様かつ大きな不確実性を伴うシード期スタートアップの性質を踏まえると、その成長を実現するためには、**機動的な仮説検証の反復（リーン・スタートアップ型の事業開発）により事業計画の確実性を高めていくことが重要**
- ここで、大きな問題となるのは、①リーン・スタートアップ型の事業開発において、その開発前に事業価値を厳格に評価することが必ずしも適切ではなく、**価値評価が容易になるタイミングに先立って開発資金が必要となる点**、また②**開発状況に合わせた迅速な資金供給が必要となる点**、の2つである
- これらは、厳格な企業価値評価や株主間契約等の交渉を経て行われる株式経由の資金調達では実現し難いものである
- そこで、厳格な企業価値評価や株主間契約等の交渉を後回しにすることが可能な「コンバーティブル投資手段」に対する注目が集まっている（P. 14以降）

#### リーン・スタートアップを支える「コンバーティブル投資手段」の特徴

##### シード期スタートアップの特徴

###### 開発資金の先行供給が必要

- リーン・スタートアップ型の事業開発を行う上では、事業価値が明確化される前に開発資金が必要

###### 迅速な調達が必要

- リーン・スタートアップ型の事業開発には、開発状況に合わせた迅速な資金調達が必要

##### 株式経由の資金調達の特徴

###### 厳格な企業価値評価

- 確実性の高い事業計画に基づいた、厳格な企業価値評価が必要

###### 調達には交渉が必要

- 調達にあたり、スタートアップと投資家間はもちろん、株主間契約等、複数の交渉が必要



**厳格な企業価値評価や株主間契約等の交渉を後回しにすることが可能な「コンバーティブル投資手段」に対する注目**

# 我が国のシード期スタートアップに対する資金供給環境は未成熟とされている

## 現状と課題① - シード期スタートアップの資金調達－「量」

前ページのような資金の「質」の向上も重要である一方、「量」の面でも、課題が存在する。

我が国のスタートアップに対する資金供給量は大きく拡大するが、米国等の大市場に比べれば依然規模は小さく、特にシード期のスタートアップに対する資金供給は未成熟とされている。

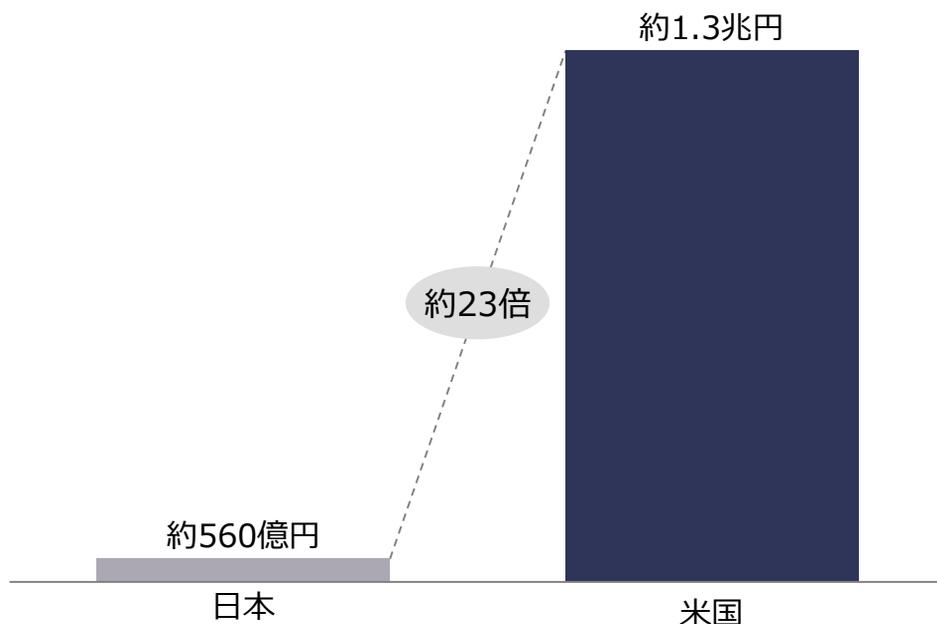
- 特に、大学・研究機関発スタートアップや所謂「ディープテック」スタートアップなど、起業当初に大きな資金を必要とする一方で収益化までに長期間を要する企業のもとには、十分な資金が集まりづらいとされている

その原因の一つが、**シード期における企業価値評価（バリュエーション）の実効性**である。

- シード期のスタートアップの多くは、PMFが未確立な段階にあるため、**将来の企業価値を合理的・客観的に定めることは本質的に困難**を伴う
- 拙速な評価を半ば強引に行うことで、**過少評価・過大評価のリスクが生じ、後々のスタートアップの資金調達に支障が生じる例も少なくない**

### シード期スタートアップへの資金供給量の日米比較

シード期のスタートアップへの投資額（2018年）は、日本が約560億円であったのに対し、米国は約1.3兆円に上っており、実に20倍以上の開きがある



出典：経済産業省「エンジェル税制活用による地方ベンチャー企業活性化に係る調査委託事業」

※投資額の計算式は以下の通り

・日本の投資額2,749億円×投資額におけるシード期の割合20.5% = 564億円

・米国の投資額17兆142億円×投資額におけるシード期の割合7.5% = 1兆2,760億円

# アーリー期以降のスタートアップ<sup>o</sup>に対する資金供給の機動性が重要に

## 現状と課題① -アーリー期以降のスタートアップに対する資金供給の機動性

シード期だけでなく、アーリー期以降のスタートアップについても、通常の株式によるファイナンスには課題が存在しており、「コンバーティブル投資手段」の活用余地が存在。

### 課題A

#### 資金調達に相応の準備期間が必要

- スタートアップをはじめとする企業は、通常、成長ステージに応じて恒常的な資金需要が発生する
- 本格的な資金調達ラウンドを開くには相応の準備期間が必要で、都度資金調達ラウンドを開いている場合は、場合によっては資金調達活動が事業の推進を妨げることになりかねない

アーリー期以降の  
ファイナンスに係る課題

### 課題B

#### 不安定な状況下での適正な企業価値評価が困難

- 新型コロナウイルス感染症等の外部要因によって事業環境に急激な変化が生じた場合（それにより事業計画の変更を余儀なくされる場合）や、同様に資本市場が一時的に大きく不安定な状況に陥った場合など、適正な企業価値評価を行うのが困難あるいは相応しくないタイミングがある

#### 機動的な調達が可能

- アーリー期以降、資金調達ラウンド間の資金需要を繋ぐブリッジファイナンス\*時の調達手段として、資金調達ラウンドを開かず機動的な調達を実現する「コンバーティブル投資手段」が利用される例がある

コンバーティブル  
投資手段の有効性

#### 企業価値評価の先延ばしが可能

- 企業価値評価の実施タイミングを先延ばす効果のある「コンバーティブル投資手段」によるブリッジファイナンスが有効な場合がある

\*ブリッジファイナンスとは、新しいファイナンスを行うまでの橋渡しとしての短期的な資金調達・供給を指す

# また、事業会社・スタートアップ間の更なる協業が、ユニコーン創出やイノベーション加速の鍵を握るとされている

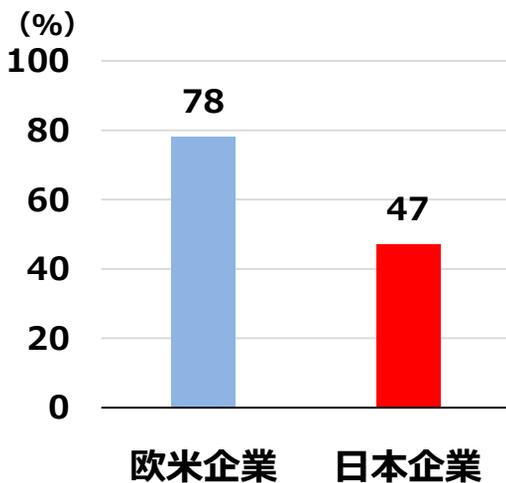
## 現状と課題② - 事業会社とのオープンイノベーション

シード・アーリー期のスタートアップに対する資金供給の促進という観点とは別に、エクспанション・レーター期のスタートアップについては、資金以外の経営資源の供給についても考慮する必要がある。

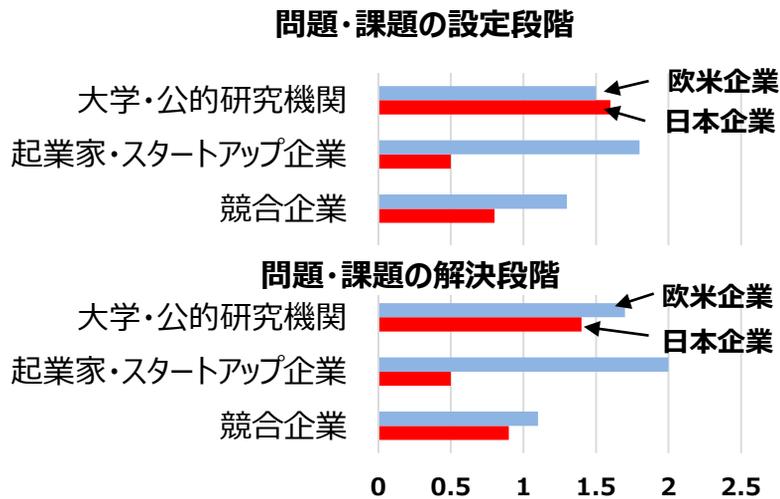
我が国において、ヒト・モノ・カネといった経営資源は大規模な事業会社に偏在していることから、スタートアップと産業全体の更なる成長につなげるためには、スタートアップと事業会社とのオープンイノベーションが重要であるといえる。

他方、我が国のこうしたオープンイノベーションの実施状況は、欧米に比べ低い水準にある。

### オープンイノベーションの実施率



### オープンイノベーションのパートナー



これらの背景には、主に次のような課題が存在するとされるが、その解決に向けた「コンバーティブル投資手段」の活用について、次頁以降で説明する。

- ① 事業会社によるスタートアップの企業価値評価・DDや株主間契約等の交渉は、大きな時間的・金銭的コストを要する
- ② オープンイノベーションの成功に向けた双方のコミットメントを長期間維持することが難しい場合がある

# 事業会社・スタートアップ間の更なる協業のために、 新株予約権の活用が注目を集めている

## オープンイノベーションに際する課題と対応策①

オープンイノベーション  
に際する課題

**事業会社によるスタートアップの企業価値評価・DDや株主間契約等の交渉は、大きな時間的・金銭的コストを要する**

- スタートアップに対する純投資（通常のVC投資のように金銭的なリターンのみを求めて行われるもの）の場合は、投資先がアーリー期以降になっていればある程度企業価値評価は容易である
- しかし、オープンイノベーションに向けた戦略投資の場合、企業価値評価の対象には、スタートアップの財務体質だけではなく、今後両者が協力して行う新たな事業も含まれる
- 従って、実際に提携に至る前段階で、企業価値評価・DDの時間的・金銭的コストが非常に大きいと言われる



コンバーティブル  
投資手段の有効性

**事業会社が提携先のスタートアップに対して新株予約権で投資し、その株式転換条件に、今後両者が協力して行う新たなアイデア実証の遂行を盛り込む、という利用ケースが国内外で見られている**

- 新株予約権であるため、資金供給段階では、厳格な企業価値評価・DDを行う必要が無い
- 株式転換は、原則PoCの実施後、新事業の成長ストーリーが具体化されてきた段階で行われるため、企業価値評価・DDの時間的・金銭的コストは大幅に低下する

# 事業会社・スタートアップ間の更なる協業のために、 新株予約権の活用が注目を集めている

## オープンイノベーションに際する課題と対応策②

オープンイノベーションに  
際する課題

### オープンイノベーションの成功に向けた双方のコミットメントを長期間維持することが難しい場合がある

- オープンイノベーションにより新事業を開発する際には、シード期のスタートアップの事業開発と同様に、様々な不確実性が前提となるため、仮説検証、事業化が当初計画していたとおりに進まないことも多い
- そうした状況において、特に海外企業とともにオープンイノベーションを実施する際に、双方の事業開発に対するコミットメントを長期間維持することが難しい場合も見られる
- 例えば、業務提携のみで資本関係を有しない場合、双方のコミットメントを担保するインセンティブ設計が弱く、市場性調査フェーズの後、双方のコミットが弱まり、事業化まで進まないこともある



コンバーティブル  
投資手段の有効性

### 事業会社が協業先のスタートアップに対して新株予約権で投資し、その株式転換条件に、両者が協力して新たなアイデア実証（PoC）の進捗を盛り込む、という利用ケースが国内外で見られている

- 新株予約権であるため、資金供給段階では、厳格な企業価値評価・DDを行う必要が無い
- 株式転換は、原則PoCの実施後、新事業の成長ストーリーが具体化されてきた段階で行われるため、企業価値評価・DDの時間的・金銭的成本は大幅に低下する

## コラム：純投資と戦略投資

### 純投資

- 通常のVC投資のように金銭的なリターンのみを求めて行われるもの
- スタートアップへの投資に際しては、将来的な売却益の獲得を目標とすることが多い
- 事業会社が純投資を行う際には、スタートアップにとって経営の機動性が極めて重要である点に鑑み、戦略投資を行う際のような介入を行うことは避けるべきとされている



### 戦略投資

- 事業会社が他の既存企業の買収や資本業務提携に伴い、提携先の株価上昇による配当・売却益の獲得ではなく、提携先との連携による新事業創出などを目標とすることが多い
- スタートアップ側の経営資源が具体化された段階で行われることが多い\*
- 事業会社が戦略投資を行う際には、スタートアップの財務体質だけではなく、今後両者が協力して行う新たな事業も含めた企業価値評価を行う必要がある

\*グロース期以降のスタートアップが対象となる場合が多いが、提携先を探す目的等の場合はこの限りでない

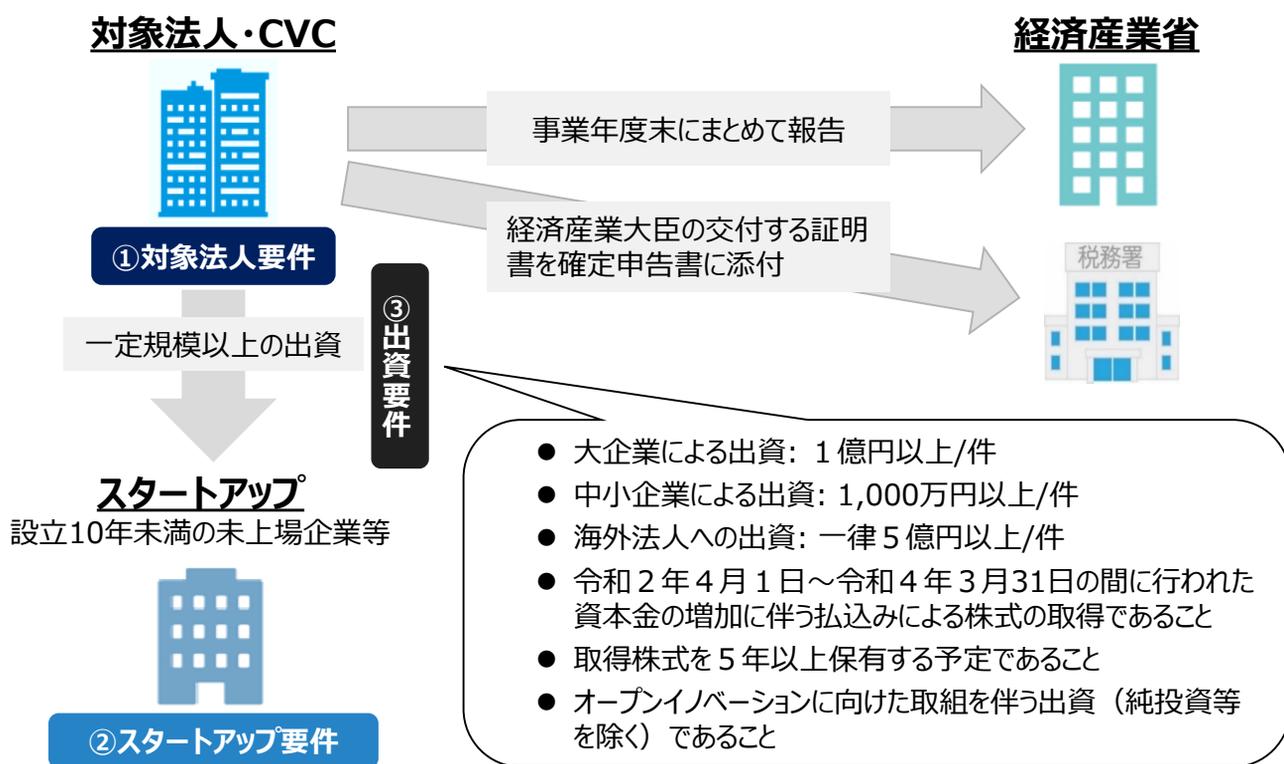
# オープンイノベーション促進税制の創設に伴い、事業会社によるスタートアップへの出資ハードルは下がりつつある

## コラム：オープンイノベーション促進税制

オープンイノベーション促進税制とは、2020年4月1日から2022年3月31日までの間に、国内の事業会社又はその国内CVCが、オープンイノベーションに向けてスタートアップの新規発行株式を一定額以上取得する場合、その取得価額の25%が所得控除される制度。

- 例えば、国内事業会社がスタートアップに10億円の出資を行った場合、その25%に相当する2.5億円は所得控除され、法人税等の課税対象外となる

## オープンイノベーション促進税制の概要



## <制度のポイント>

- 株式会社等の法人による本体出資だけでなく、**二人組合等のCVCを経由した出資も対象**
- 国内のスタートアップだけでなく、**海外のスタートアップ**への出資も対象
- **事前認定は不要**で、事業年度末にまとめて経産省が確認
- **電子申請可能**で、**スタートアップ側の事務負担**は最小限
- プレスリリース等により申請様式の一部省略可能

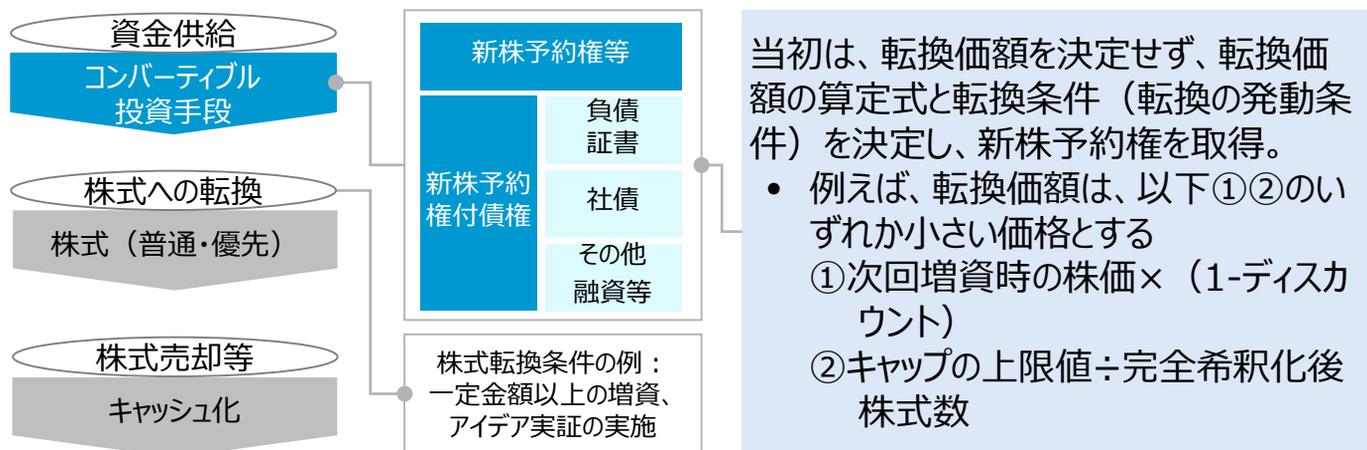


---

## 第2章 「コンバーティブル投資手段」の意義

# 「コンバーティブル投資手段」の一般的な仕組み

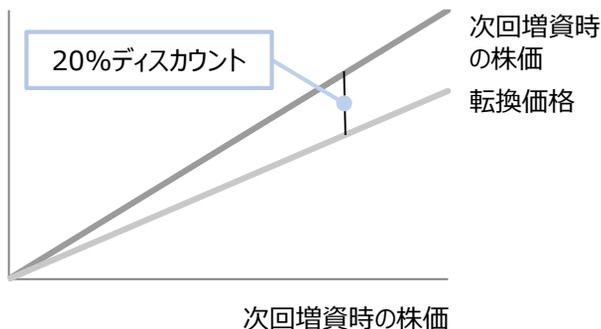
## 「コンバーティブル投資手段」の概要



### ディスカウント

- 新株予約権等により先行投資を行った投資家が、通常の株価から値引きされた価額で株式転換できる仕組み

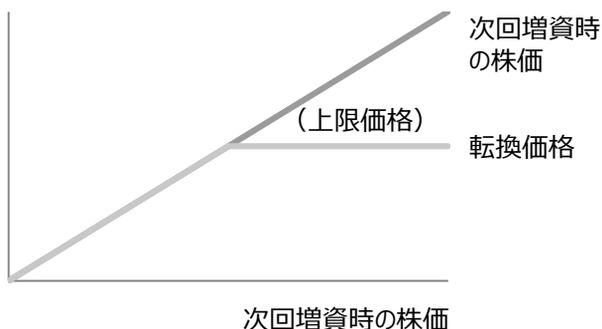
転換価格



### キャップ

- 新株予約権等により先行投資を行った投資家が、株式転換を行う際に、スタートアップ側の株式の価値に上限を設ける仕組み

転換価格



### 概要

### 具体例

- 「20%」というディスカウントの条件が設定されている場合、シリーズAの株価が10万円であれば、20%引きの8万円で株を買うことが出来る
- 例えば、投資金額が1,000万円である場合、ディスカウント後の株価（8万円）で割ると125株となるため、投資家が取得するA種優先株は125株
- 発行済み株式数が1万株で、「キャップ2億円」という条件が設定されている場合、「評価額の上限（2億円） ÷ 発行済株式数（1万株）」という計算で、2万円で株を買うことが出来る
- 投資金額が1,000万円である場合、ディスカウント後の株価（2万円）で割ると500株となるため、投資家が取得するA種優先株は500株

# 「コンバーティブル投資手段」は、株式の取得とは、いくつかの点で異なる特徴を持つ

## 「コンバーティブル投資手段」の特徴

「コンバーティブル投資手段」は、通常の株式取得とは異なる特徴を持つ。

### 特徴A 企業価値評価の先延ばし

- コンバーティブル投資手段の本質的な特徴は、**企業価値評価の実施を将来のある時点に先延ばしできる**ことにある
  - 例えば、次の資金調達ラウンド、事業上の条件（シナジーの実現等）を満たしたタイミングなどの時点に先延ばしすることが可能になる

### 特徴B 迅速なファイナンスの実現

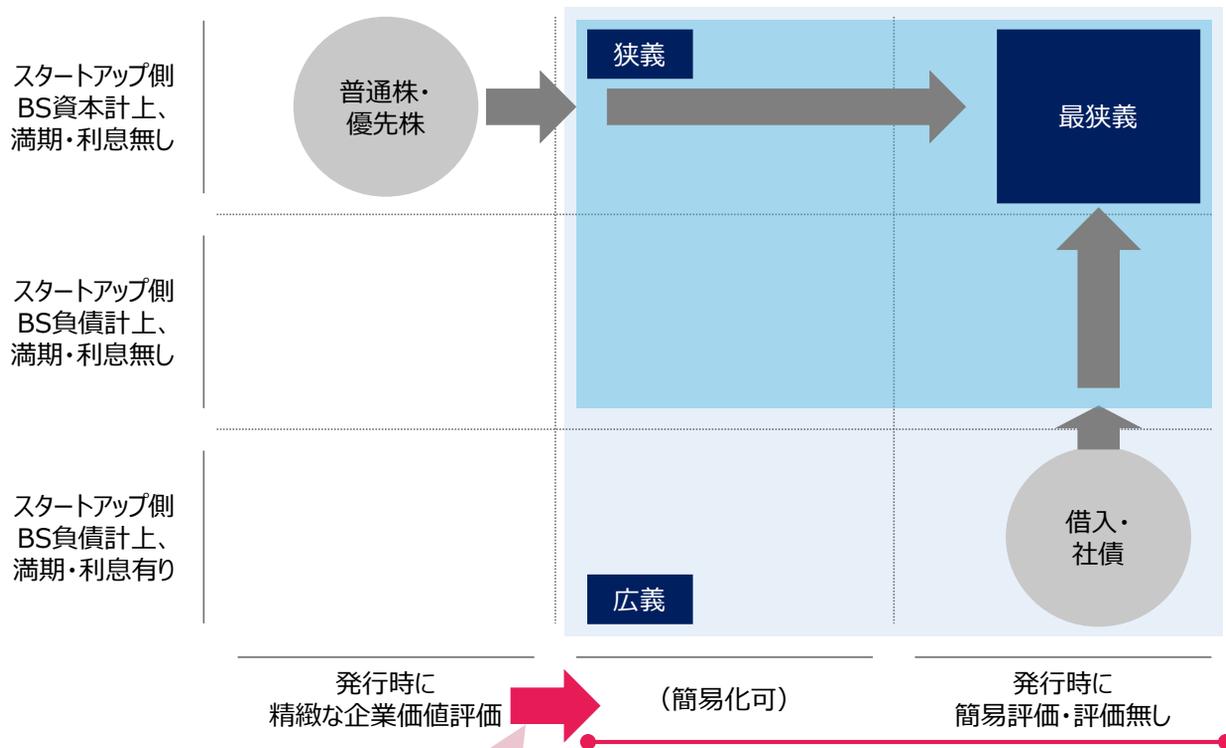
- また、企業価値評価を先延ばしできること、株式取得に比べ手続きが簡素であることから、**迅速にファイナンスを実現することができる**こともあげられる
  - 企業価値評価の実施を先延ばしできることによる派生効果として、資金調達・供給にかかる手続きがスピーディーになる
  - また、株式の取得に比べ、調達に伴う契約は簡素になる傾向がある
    - 転換までの間は株式が発行されておらず株主ではないため、株主間契約の締結が不要となる
    - ファイナンス・タームとして定めるべきポイント（論点）が絞り込まれるため、共通フォーマット化に馴染みやすい

### 特徴C インセンティブ設計の柔軟性

- コンバーティブル投資手段の特徴として、**株式転換条件を自由に定めることができるため、インセンティブを柔軟に設計でき、設定した転換条件を満たすために、投資家側・スタートアップ側が事業成長へのコミットメントを高めること等が期待できる**
  - 例えば、事業会社とスタートアップの協業において、事業上の条件（シナジーの実現、PoCの実施等）を株式転換条件に設定する形でコンバーティブル投資手段を活用した場合、条件達成に向けて双方のコミットメントを高めることができる

# 「コンバーティブル投資手段」は、株式の取得とは、いくつかの点で異なる特徴を持つ

## 「コンバーティブル投資手段」の3つの特徴



- A 企業価値評価の先延ばし
- B 迅速なファイナンスの実現
- C インセンティブ設計の柔軟性

# 【ケース①】「コンバーティブル投資手段」の特徴が、スタートアップ資金市場の課題解決に寄与する可能性がある

## 「コンバーティブル投資手段」により解決される課題

「コンバーティブル投資手段」の特徴が、ガイドライン冒頭に記載した我が国のスタートアップ企業資金市場が抱える課題の解決に寄与し得るケースを紹介する。

### シード期スタートアップにおける課題解決のケース①

#### ケース①

新素材の開発を進めるスタートアップA社は、用途拡大に向けた開発加速のために、多額の資金を必要としているが、今後の進捗次第で、企業価値が大きく変わってしまうことから、資金調達が難航。興味を示したVCのX社、CVCのY社はともに投資を渋っている状況。

#### スタートアップ側の課題

株式による調達を検討したものの、未確定要素が多い状況下では、投資家を十分に集めることが難しい。

また、事業価値が見通せない中で株式を発行した場合、過小・過大な企業価値評価に繋がるリスクが大きく、将来の資金調達や成長戦略に負の影響を及ぼす可能性がある。

#### 投資家側の課題

VCのX社は、未確定要素の多い段階で、正確に企業価値評価を行うことが難しく、その場合、将来的に得ることが出来るファイナンシャルリターンが制限されることも考え得るため、投資に躊躇しており、良い投資機会を逃してしまう可能性がある。

CVCのY社は、投資委員会において、スタートアップA社の企業価値を明確に示すことが出来ずに、議論が難航しており、出資の機会を逃してしまう可能性がある。

#### 解決の可能性

#### 特徴 A 「企業価値評価の先延ばし」による解決

- 「コンバーティブル投資手段」の本質的な特徴は、**企業価値評価の実施を将来のある時点で先延ばしできる**ことにある
  - 例えば、次の資金調達ラウンド、事業上の条件（シナジーの実現等）を満たしたタイミングなどの時点で先延ばしすることが可能になる

# 【ケース②】「コンバーティブル投資手段」の特徴が、スタートアップ資金市場の課題解決に寄与する可能性がある

## 「コンバーティブル投資手段」により解決される課題

「コンバーティブル投資手段」の特徴が、ガイドライン冒頭に記載した我が国のスタートアップ企業資金市場が抱える課題の解決に寄与し得るケースを紹介する。

### シード期スタートアップにおける課題解決のケース②

#### ケース②

ディープテック系のスタートアップA社は、開発を終えて量産化に向けた検討を進めていたところ、大型顧客から2ヶ月以内に納品可能であればプロダクトを購入したいという要望が入り、急遽、設備投資のための資金ニーズが発生した。VCのX社、CVCのY社に株式投資を依頼した際、投資意向はあるが資金供給まで終えるには長い時間を要することが示唆された。

#### スタートアップ側の課題

至急製造に着手することが必要につき、素早い資金調達を実施したいが、株式による調達では、企業価値評価や投資契約に時間がかかることが分かり、資金を間に合わせるのが難しい。

また、限られたリソースで事業を進めている中、株主間の調整や契約周りに貴重なリソースを割くことが難しい。

#### 投資家側の課題

VCのX社は、これまでもA社に出資したいと考えていたため、絶好のチャンスだが、企業価値評価・契約を行うには、リソース確保や社内手続き上、A社が提示するタイムラインには間に合わない可能性が高い。

CVCのY社は、企業価値評価・社内検討、ないしは投資委員会の承認などの手続きを鑑みると、検討に時間がかかるため、出資機会を逃してしまう可能性が高い。



#### 解決の可能性

##### 特徴B「迅速なファイナンスの実現」による解決

- また、企業価値評価を先延ばしできること、株式取得に比べ手続きが簡素であることから、**迅速にファイナンスを実現することができる**こともあげられる
  - 企業価値評価の実施を先延ばしできることによる派生効果として、資金調達・供給にかかる手続きがスピーディーになる
  - また、株式の取得に比べ、調達に伴う契約は簡素になる傾向がある

# 【ケース③】「コンバーティブル投資手段」の特徴が、スタートアップ資金市場の課題解決に寄与する可能性がある

## 「コンバーティブル投資手段」により解決される課題

「コンバーティブル投資手段」の特徴が、ガイドライン冒頭に記載した我が国のスタートアップ企業資金市場が抱える課題の解決に寄与し得るケースを紹介する。

### アーリー期スタートアップにおける課題解決のケース①

#### ケース③

ウェアラブル等の開発・製造を行うスタートアップA社は順調に成長していたが、新型コロナウイルス感染症等の影響を受け、市場環境が不安定になったことから、一時的にキャッシュフローが厳しくなってしまった。VCのX社、CVCのY社に、株式投資を依頼しところ、投資意向はあるが、資金提供に至るまでには検討・手続きの時間を要すると伝えられた。

#### スタートアップ側の課題

新型コロナウイルス感染症の影響を受けて市場環境が不安定になったことから、至急資金が必要になったが、まだ赤字の状況化で銀行から融資を受けることは難しい。株式による調達を検討したが、資金調達ラウンドの実施には、時間がかかることが分かった。

#### 投資家側の課題

VCのX社は、これまでもA社に出資したいと考えていたため、絶好のチャンスだが、企業価値評価・契約を行うには、リソース確保や社内手続き上、至急の資金供給は難しい。CVCのY社は、企業価値評価・社内検討、ないしは投資委員会の承認などの手続きを鑑みると、検討に時間がかかるため、出資機会を逃してしまう可能性が高い。

#### 解決の可能性

##### 特徴 B 「迅速なファイナンスの実現」による解決

- また、企業価値評価を先延ばしできること、株式取得に比べ手続きが簡素であることから、**迅速にファイナンスを実現することができる**こともあげられる
  - 企業価値評価の実施を先延ばしできることによる派生効果として、資金調達・供給にかかる手続きがスピーディーになる
  - また、株式の取得に比べ、調達に伴う契約は簡素になる傾向がある

# 【ケース④】「コンバーティブル投資手段」の特徴が、スタートアップ資金市場の課題解決に寄与する可能性がある

## 「コンバーティブル投資手段」により解決される課題

「コンバーティブル投資手段」の特徴が、ガイドライン冒頭に記載した我が国のスタートアップ企業資金市場が抱える課題の解決に寄与し得るケースを紹介する。

## アーリー期スタートアップにおける課題解決のケース②

### ケース④

バイオ系のスタートアップA社は、シード期を経て研究開発が済み事業が軌道に乗った状況。更なる成長が求められることも踏まえ、海外展開に向けた検討を進めようと考えており、資金が必要。一方で、新型コロナウイルス感染症等の影響を受けた市場環境を踏まえると、ダウンラウンドとなる可能性があり、資金調達ラウンドを開くべきかが悩ましい。

投資側のVCのX社、CVCのY社は投資予定があるものの、市場環境を踏まえて様子見の状況。

### スタートアップ側の課題

アーリー期を迎え、高い成長率が求められるが、現在のように新型コロナウイルス感染症等の外部要因によって市場環境が不安定になっている場合、成長戦略に合わせて株式による資金調達ラウンドを開くと、企業価値が前回のラウンドより低下してしまう可能性がある。

### 投資家側の課題

VCのX社、CVCのY社共に、A社に投資することでより大きな成長に繋がることは分かっているが、市場環境の不安定さを鑑みると、企業価値を算定時のダウンラウンドは免れず、A社のためにも、現時点で投資を行うべきかは悩ましい。

## 解決の可能性

### 特徴 A 「企業価値評価の先延ばし」による解決

- 「コンバーティブル投資手段」の本質的な特徴は、**企業価値評価の実施を将来のある時点に先延ばしできる**ことにある
  - 例えば、次の資金調達ラウンド、事業上の条件（シナジーの実現等）を満たしたタイミングなどの時点に先延ばしすることが可能になる

# 【ケース⑤】「コンバーティブル投資手段」の特徴が、スタートアップ資金市場の課題解決に寄与する可能性がある

## 「コンバーティブル投資手段」により解決される課題

「コンバーティブル投資手段」の特徴が、ガイドライン冒頭に記載した我が国のスタートアップ企業資金市場が抱える課題の解決に寄与し得るケースを紹介する。

### オープンイノベーションにおける課題解決のケース①

#### ケース⑤

シード期において製品案が固まりPoC開始段階にある事業開発型のスタートアップA社は、事業上のシナジーがある大企業X社から、早々に資金供給を受け協業したいと考えている。大企業X社側も、事業シナジーに賛同しており、早速資金提供を行いたいが、検討プロセスや契約のプロセスを鑑みると時間が掛かってしまう。

#### スタートアップ側の課題

事業を立ち上げ、進めていくにあたっては、早急にPoCを開始したいと考えているが、事業会社側の検討には時間がかかると言われ、開始を遅らせることが必要となる可能性がある。その場合、競合のスタートアップに市場を先行されてしまう可能性がある。

#### 投資家側の課題

事業シナジーを鑑みると、スタートアップA社との協業は、早々に進めたいが、担当者が多忙の中、企業価値を算定し、社内での承認を得るには時間がかかる。その間に、スタートアップA社が他社と協業してしまえば、折角の協業機会を逃すことになってしまう可能性がある。

#### 解決の可能性

##### 特徴 B 「迅速なファイナンスの実現」による解決

- また、企業価値評価を先延ばしできること、株式取得に比べ手続きが簡素であることから、**迅速にファイナンスを実現することができる**こともあげられる
  - 企業価値評価の実施を先延ばしできることによる派生効果として、資金調達・供給にかかる手続きがスピーディーになる
  - また、株式の取得に比べ、調達に伴う契約は簡素になる傾向がある

# 【ケース⑥】「コンバーティブル投資手段」の特徴が、スタートアップ資金市場の課題解決に寄与する可能性がある

## 「コンバーティブル投資手段」により解決される課題

「コンバーティブル投資手段」の特徴が、ガイドライン冒頭に記載した我が国のスタートアップ企業資金市場が抱える課題の解決に寄与し得るケースを紹介する。

## オープンイノベーションにおける課題解決のケース②

### ケース⑥

電力会社である大企業X社と、スマートエネルギー関連開発事業を行っているスタートアップA社は、事業シナジーが見込まれるため、この度PoCにおいて協業をすることになった。協業においては、提携の方法として、資本提携にすべきか、業務提携にすべきかを協議中だが、最も双方のインセンティブを高める形での協業の形を探っている。

### スタートアップ側の課題

資本提携を選択した場合には、大企業の関与が強まり自由に経営をハンドリングすることが難しくなる。また、業務提携となった場合には、資本的な協業が無いため成長に向けて先方からのコミットメントを確保することが難しい可能性がある。

### 投資家側の課題

資本提携を選択した場合には、株式持分を獲得し、将来の売却益を狙うことができるが、資本提携を結ぶ前にA社の実力・成長を確かめたい。一方で、業務提携となった場合には、協業のハードルは低いが、スタートアップ側からのインセンティブを引き出すことが難しい可能性がある。

### 解決の可能性

#### 特徴 ㉟ 「インセンティブ設計の柔軟性」による解決

「コンバーティブル投資手段」の特徴として、株式転換条件を自由に定めることができるため、インセンティブを柔軟に設計でき、設定した転換条件を満たすために、投資家側・スタートアップ側が事業成長へのコミットメントを高めること等が期待できる。

- 例えば、事業会社とスタートアップの協業において、事業上の条件（シナジーの実現、PoCの実施等）を株式転換条件に設定する形で「コンバーティブル投資手段」を活用した場合、条件達成に向けて双方のコミットメントを高めることができる

# コラム:新株予約権による株式投資型クラウドファンディング①

## 概要

スタートアップが新株予約権を発行することにより、インターネットを通じて、多くの  
人から少額ずつ資金を集める仕組みのこと

- 株式投資型クラウドファンディングの一類型であるが、投資家側が取得するのは株式ではなく、有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ
- 資金調達が可能なお上限額は1年間に1億円未満、投資家が投資できる額は同一の会社につき1年間に50万円以下
- 投資勧誘の方法は、インターネットのウェブサイトを開覧させる方法又は電子メールを送信する方法のみ

キャップ・ディスカウントを用いて転換価額を設定し、転換条件を定めることが多い

- 通常の有償新株予約権型コンバーティブルエクイティと同様に、キャップとディスカウントにより転換価額が設定されることが多い
- 契約形態によるものの、我が国においては、発行体の上場、被買収、解散、新株予約権割当後一定期間経過（7～10年など）、のいずれかに該当する際に転換されることが多い

## 背景

- 国際的に見れば、我が国のプレシード・シード期のスタートアップに対する資金供給は非常に限定的であることから、株式投資型クラウドファンディング制度が認められ、一定程度の普及が見られた
- しかし、株主増加によりスタートアップの管理負担が大きくなってしまふなどの問題があったため、株式投資型クラウドファンディングの一類型として、株式の代わりに新株予約権を使用するというスキームが広まるようになった

### スタートアップ側

- 迅速な資金調達が可能
- 株式転換までの間は、株主数の増加による負担が発生しない
- 契約形態によるものの、我が国においては、転換期限が一般的な有償新株予約権型コンバーティブルエクイティより長く設定されることが多い
- 契約形態によるものの、M&Aなどの際に、金銭と引き換えに新株予約権を回収できることが多い

### 投資家側

- 迅速な資金供給が可能
- 契約形態によるものの、我が国においては、発行体を買収された際、買収額の分配を、借入などや優先株などに次いで普通株式より優先的に受けられる権利を与えられる事例が見受けられる

## 新株予約権による株式投資型クラウドファンディングの意義

## コラム:新株予約権による株式投資型クラウドファンディング②

### 利用状況

- 我が国では、これまで「FUNDINNO型新株予約権」や「エメラダ型新株予約権」といった契約形態が存在してきた
- 例えば、「FUNDINNO型新株予約権」は、2020年3月～9月の間、スタートアップ10社によって利用され、その調達額は約3.3億円で昨年に比べ利用は増加傾向にある
- 「エメラダ型新株予約権」は、2017年12月～2018年9月の間、スタートアップ7社に利用され、その調達額は約2.3億円であった

### スタートアップ側の留意点

- ① 上場時の株主審査で滞ることがないように、利用するクラウドファンディングサービスにおいて投資家に対する適切なスクリーニングが行われているか、確認することが重要。
- ② 他社による100%買収等が検討される際、クラウドファンディングにより新株予約権を取得した者が拒否するリスクもあり得るため、円滑な出口戦略の実行を図るには、買収時の新株予約権譲渡に係る事前同意が行われていることが好ましいとされる。
- ③ 新株予約権を用いた株式投資型クラウドファンディングでの調達後半年以内に、新株予約権の目的となる株式が同一種類である新株予約権の発行を行う場合であって、その調達と株式投資型クラウドファンディングの調達額の合計が1億円以上となるときには、有価証券届出書を財務局に提出し、目論見書を作成・交付する必要がある点に留意。

---

## 第3章 活用の具体策① - シード期スタートアップの資金調達

## 第3章

# 活用の具体策① - シード期スタートアップの資金調達

### 3-1 諸外国における活用事例

### 3-2 我が国における活用事例

### 3-3 活用に向けたポイント - 実務ガイドライン

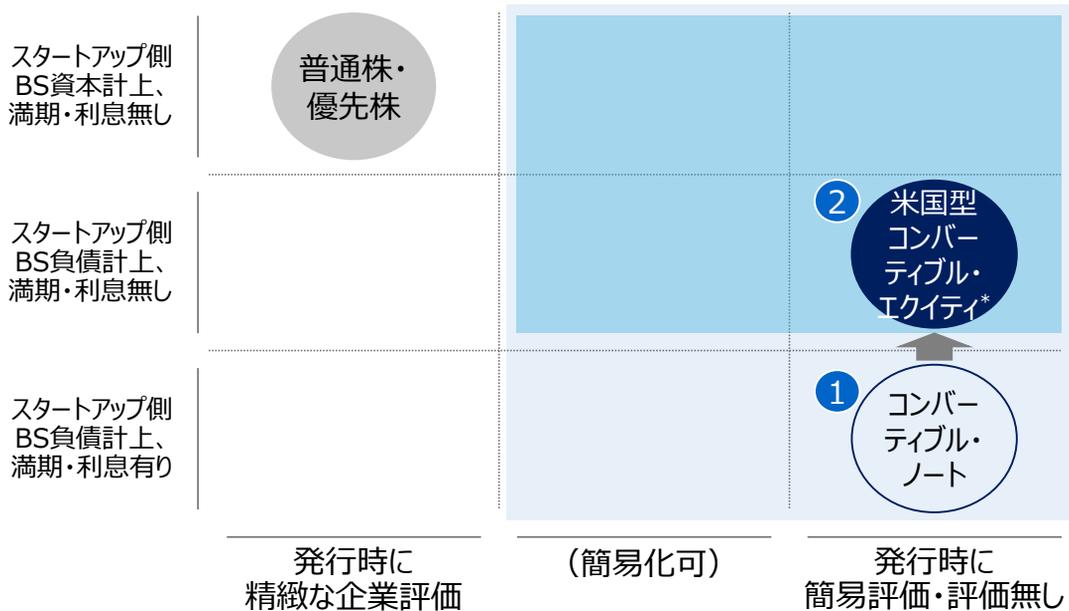
# 米国シリコンバレーのシード期調達は、 コンバーティブル・ノートからコンバーティブル・エクイティへ進化

## 投資契約スキームの進化

米国のシード期資金調達では長年「コンバーティブル・ノート（CN）」が用いられてきたが、近年、「コンバーティブル・エクイティ（CE）」がそのシェアを拡大している。

- 従来は、将来的に株式に転換する約束が付された負債証券「コンバーティブル・ノート」が活用されてきた
  - 実際には返済を求めない実務慣行が確立していたものの、形式上は負債であり、満期や金利が定められていた
- 近年、コンバーティブル・ノートから満期、利息の概念を取り払った「コンバーティブル・エクイティ」が登場し、シード期調達のデファクト・スタンダードとなりつつある

## 米国における投資契約スキームの進化



\*米国型コンバーティブル・エクイティについて、BS負債計上となるか、BS資本計上については統一見解がなされておらず、意見が分かれている状況

# 大手アクセラレーターによる契約ひな形の提供が、コンバーティブル・エクイティの普及を加速

## 契約ひな形の提供

米国では、大手アクセラレーターがコンバーティブル・エクイティの契約雛形を提供しており、スタートアップと投資家双方の手間と費用を削減し、コンバーティブル・エクイティ普及が加速している。

- 米国では、主に"SAFE"と"KISS"という二つの契約ひな形が存在しており、これらはコンバーティブル・エクイティの取引で広く活用されている
  - 「SAFE」はY combinator社が作成・公開した契約ひな形
    - 米国32州カナダ4州のスタートアップの弁護士274名の69%が活用経験有
  - 「KISS」は500 Startups社が作成・公開した契約ひな形
    - 米国32州カナダ4州のスタートアップの弁護士274名の26%が活用経験有

### 米国における契約ひな形「SAFE」・「KISS」

#### SAFE

(Simple Agreement for Future Equity)

#### 作成・公開

2013年12月に、  
Y Combinator社により公開

#### 特徴

スタートアップ側ニーズを優先した内容

- 転換前売却は1倍で清算
- 転換期限無し
- 譲渡は基本的に不可

パターン別に4つのフォーマットが存在

- キャップ有無×ディスカウント有無

ポストマネーバリュエーションを採用

- スタートアップ側の計算・管理はやや楽

#### 利用状況

- 米国でのシード期の資金調達には、SAFEを利用して行われることが多い
- 国内でも、投資家に推奨されてSAFEを利用している事例あり

#### KISS

(Keep It Simple Security)

2014年7月に、  
500 Startups社により公開

投資家側ニーズとバランスを取った内容

- 転換前売却は2倍で清算
- 18ヶ月経過後には、合意の上で普通株式への転換要求が可能
- 譲渡が可能

内容に関わらずフォーマットは1種類のみ

- Convertible Note対応版も別に存在

プレマネーバリュエーションを採用

- スタートアップ側の計算・管理はやや複雑

- 米国でのシード期の資金調達で使われるが、SAFEの方がより頻繁に利用されている

# 米国のシード期調達約半数は「コンバーティブル投資手段」が占めているなど、海外では普及が進む

## 活用の状況

諸外国のシード期調達では「コンバーティブル投資手段」の普及が進み、米国では半数、欧州でも約1/3が「コンバーティブル投資手段」を活用している。

- 米国においては、シード期の資金調達の半数を「コンバーティブル投資手段」が占め、契約書のフォーマットや税控除制度も充実している
- 欧州においては、シード期の資金調達としては株式が主流であるものの、英国やドイツにおいては資金調達手段のうち35%を占めるなど、株式に次ぐ手段としての地位を確立しつつある

## 主要国における「コンバーティブル投資手段」の利用状況



米国

- シード期の資金調達は半数がCN・CEによるもの
  - 株式50%、CN36%、CE14%程度
- CEのフォーマットは、SAFEとKISSの2種が存在
- CEによる資金調達では、KISSよりもSAFEを利用
  - KISS26%に対し、SAFE69%
- 条件付き税控除制度あり



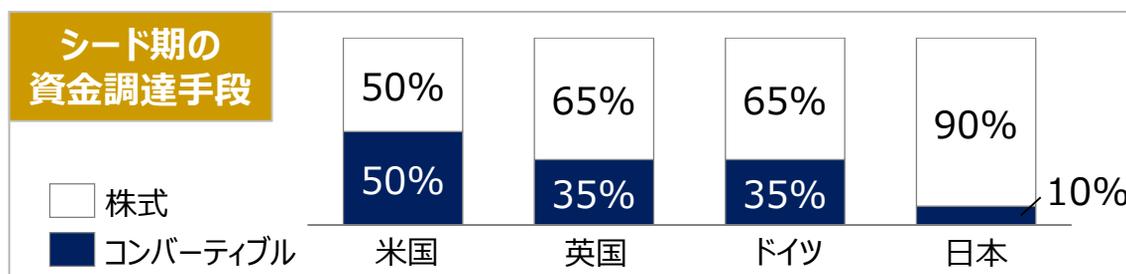
英国

- シード期の資金調達の主流は株式、次いでCNが多く、CEは少ない
  - 株式65%、CN30%、CE 5%程度
- 米国SAFEを英国法に合わせた「SeedFAST」フォーマットが存在
- 主な貸し手はエンジェル、シード期向け投資家、政府系ファンドが存在
  - 例: Crowdcube、Global、Future Fund
  - 特にFuture Fundは、新型コロナウイルス感染症等の外部要因の影響を受けているスタートアップに対して、迅速な資金供給を行うため約440億円のCBを引受け
- CEを含む株式出資対象のエンジェル税制あり



ドイツ

- シード期の資金調達の主流は株式、CEとCNの利用は同程度
  - 株式65%、CE20%、CN15%程度
- 主な貸し手はエンジェル、シード期向け投資家、政府系ファンドが存在
  - Kreos Capital、Silicon Valley Bank、HTGF



出典: 米国: 2018年2月1日~2018年5月31日の期間で米国32州、カナダ4州から集めた弁護士にヒアリング、有効回答数は326、割合は取引件数ベース (John F. Coyle and Joseph M. Green "The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts"より)  
英国・ドイツ: 政府ウェブサイト・エキスパートインタビューより

## 第3章

# 活用の具体策① - シード期スタートアップの資金調達

### 3-1 諸外国における活用事例

### 3-2 我が国における活用事例

### 3-3 活用に向けたポイント - 実務ガイドライン

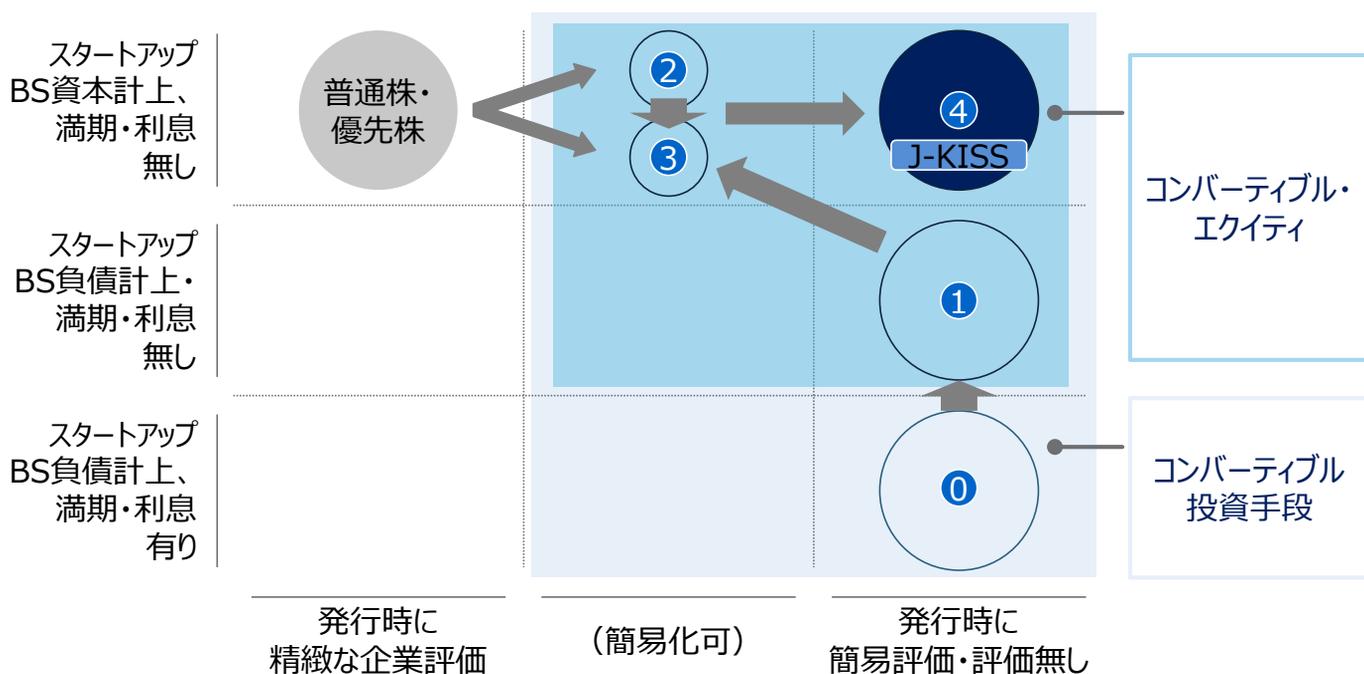
# 我が国のシード期調達においても、「コンバーティブル投資手段」が進化

## 投資契約スキームの進化

我が国では、米国における契約スキーム進化を参照しつつ、BSにおける負債計上を避けるという固有のニーズにも応えながら国内法対応が進展。足元では「有償新株予約権型」の利用が拡大している。

- ① **新株予約権付債権**
  - 融資等+新株予約権の構成。条件に該当する資金調達で株式に転換されるもの
- ② **新株予約権付社債（ゼロクーポン・無担保永久劣後債型）**
  - 新株予約権付社債をゼロクーポンとし、永久劣後特約を付したもの
- ③ **無議決権種類株式方式コンバーティブル・エクイティ**
  - 次の資金調達ラウンドの株式への転換権を持つ株式
- ④ **みなし優先株式方式コンバーティブル・エクイティ**
  - 次の資金調達ラウンドにおいて、事前に定めた条件に従って優先株式に変更できる普通株式
- ⑤ **有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ**
  - 次の資金調達ラウンドの株式に転換できる権利が付された、有償の新株予約権

## 我が国における投資契約スキームの進化



# 進化の過程を経て、「有償新株予約権型」が普及しつつある

## 主要投資契約スキームの比較

		長所 短所				
概要		① 新株予約権付債権	② 新株予約権付社債（ゼロクーポン・無担保永久劣後債型）	③ 無議決権種類株式方式コンバーティブル・エクイティ	④ みなし優先株式方式コンバーティブル・エクイティ	⑤ 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ
		精緻な企業評価が不要の資金調達を実現した米国のコンバーティブル・ノート等に該当する投資手段	①から満期・利息を除き、米国のコンバーティブル・エクイティを再現した投資手段だが、ほぼ利用されていない	①が純資産の部に計上される様、発展させた投資手段。現在は、ほぼ利用されていない	普通株式投資をベースにコンバーティブル・エクイティの概念を取り入れた投資手段	①が純資産の部に計上される様、発展させ、より容易に発行・取得出来る様にした手段
比較	発行時の評価	簡易評価・評価無し	簡易評価・評価無し	簡易化可	簡易化可	簡易評価・評価無し
	BS負債計上	あり	あり	無し	無し	無し
	満期・利息	あり	無し	無し	無し	無し
実施コスト	発行手続	コスト高 新株予約権付債権であり、会社法や金商法の規制を受ける	コスト高 種類株であり定款変更・登録免許税が高くなる可能性	コスト中 普通株式であり定款変更不要・登録免許税が高くなる可能性	コスト低 新株予約権。J-KISSのフォーマットも存在	
	運用手続	コスト高 社債管理者の配置義務が発生する場合もある	コスト高 株主総会 + 種類株総会	コスト中 株主総会のみ + 議決権が付与される	コスト低 株主総会不要	
	転換手続	コスト高 株主総会 + 社債の場合には、転換時に現物出資規制を受ける	コスト低 特に工数はかからない	コスト高 転換時に全株主との契約が必要	コスト低 特に工数はかからない	

# 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティの概要

## 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティの概要（契約～転換時）

### 契約時

- 契約時に、「新株予約権の発行数」「新株予約権1個当たりの価格」「割当日」や、必要に応じて「ディスカウント」「キャップ」などを決定
- 転換価額を決定する際の計算式だけは契約時に決定
  - 転換価額の基本的な計算式は「次回増資時の株価×(1-ディスカウント)」と「キャップの上限値÷完全希釈化後株式数」で計算した価格の小さい方をとる

### 転換時

- CEの発行価額をその時点の転換価額で割り得られる数の転換対象株式を交付

### 計算例：

#### CE調達時

株価：100円  
発行済株式総数：1万株  
発行価額：CE 1,000万円  
ディスカウント：20%  
キャップ：2億円

#### 転換時

株価：10万円  
発行済株式総数：1万株

- ディスカウントベースの転換価額： $10万円 \times (1-20\%) = 8万円$
- キャップベースの転換価額： $2億円 \div 1万株 = 2万円$
- $2万円 < 8万円$ のうち小さい方の金額、今回であれば2万円を採用

転換株式数：  
払込金額1,000万  $\div$  2万 = 500株



# 転換トリガー発生前の売却があった場合・転換が発生しなかった場合には、事前に規定された方法で転換対象株式に転換

## 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティの概要（株式転換以外の場合）

### 転換前に売却した場合

- CEの発行価額をその時点での転換価額で割り得られる数の転換対象株式を交付し、その株式を買取先に売却もしくは発行価額と同額（J-KISSの場合原則2倍）を返還

### 計算例：

#### CE調達時

株価：100円  
発行済株式総数：1万株  
発行価額：CE 1,000万円  
ディスカウント：20%  
キャップ：2億円

#### 売却時

株価：10万円  
発行済株式総数：1万株  
ディスカウントベースの転換価額：  
 $10万 \times (1 - 20\%) = 8万円$   
転換株式数：  
 $1,000万円 \div 8万円 = 125株$   
CEのまま買取：1,000万円

### 転換が発生せず期日を迎えた場合

- 発行時に、期日や期日を迎えた際の対応方針を定めていた場合には、対応方針に従って対応

### 計算例：

#### CE調達時

株価：100円  
発行済株式総数：1万株  
発行価額：CE 1,000万円  
ディスカウント：20%  
キャップ：2億円

#### 満期時

株価：10万円  
発行済株式総数：1万株  
キャップベースの転換価額：  
 $2億円 \div 1万株 = 2万円$   
転換株式数：  
 $1,000万 \div 2万 = 500株$

# 我が国でも、VCが無償公開する契約ひな形が普及を加速

## Coral Capital「J-KISS」の概要



### 概要

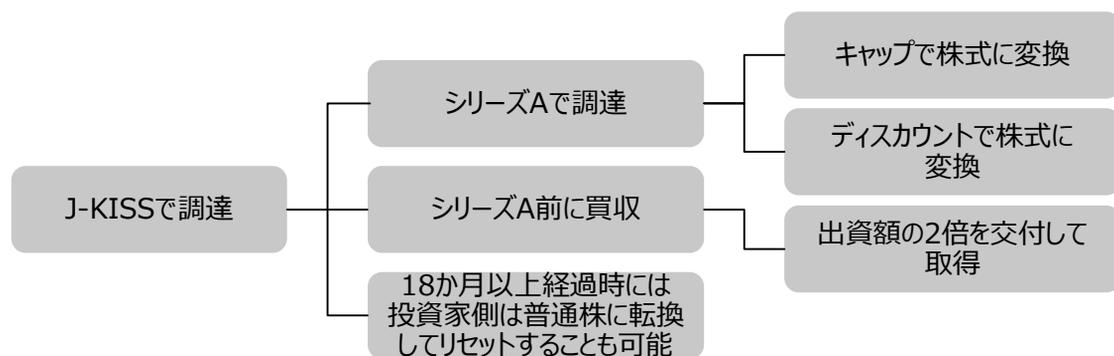
- 2016年4月に無償公開された、シード期投資のためのフォーマット
  - <https://coralcap.co/2016/04/j-kiss/>
  - なお、海外投資家からの資金調達にあたっては、英語版フォーマットの利用も可能。
- 500 Startups Japanが無償公開し、Coral Capitalがメンテナンスを実施
- 米国で利用されている「KISS (Keep It Simple Security)」を日本の規制や実務に合わせる形で設計されており、弁護士・税理士によるチェック済
- 必要最小限の個所を更新するのみの簡易な構成
- 契約時の企業価値評価は簡易評価・評価無しと出来、BS上資本計上される点が特徴

### ルール

- 契約時にはJ-KISSが何株になるかは決めず、転換価額決定時の計算式のみ決定
  - 株数決定が不要なため、企業価値評価は簡易評価・評価無し
  - 転換価額は、ディスカウントand/orキャップを用いて決定
- シリーズAに進んだタイミングで、J-KISSを消滅させて株式に転換
  - シリーズAラウンドの定義は「株式で1億円以上を調達するタイミング」

### 調達後のシナリオパターン

- 調達後は、シリーズA調達が発生した場合・転換前売却・満期まで調達無しの3パターンに応じて決められている



# 調達で必要な手続き書類のセット及び資本政策を検討できるシミュレーターも無償で利用可能

Coral Capital「J-KISS」で利用可能なツール



## J-KISSによる調達で必要な手続き書類セット「J-KISSパッケージ」



- 司法書士監修の元、J-KISS型新株予約権を発行するに当たってのフローを整理
- また、登記を含む各フローにて必要となる書類の雛型をまとめたパッケージを利用可能
  - 臨時株主総会議事録
  - 証明書
  - J-KISS型新株予約権申込証
  - 登記申請書
  - 記載事項証明書 等

## 転換後の持分比率を計算できるシート「J-KISSシミュレーター」



- 株式への転換後の投資家の持分比率を計算できるシートを利用可能
- 新株予約権を用いた資本政策上、持分比率は非常に重要であり、J-KISSシミュレーターを活用することで、最終的な株主構成を考慮しながら、交渉にあたる事が可能

# 我が国企業による海外スタートアップへの投資についてはSAFEも多用されている

## 概要

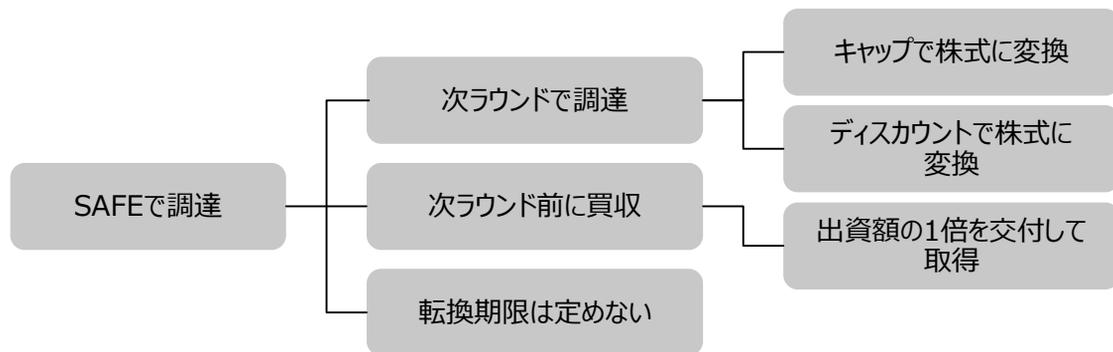
- 2013年12月にY Combinatorが無償公開した、シード期投資のためのフォーマット
- 契約パターン別に4つのフォーマットが存在するのが特徴
  - キャップ有無×ディスカウント有無
- 米国でのシード期の資金調達にはSAFEを利用して行われることが多い
- 必要最小限の個所を更新するのみの簡易な構成
- 契約時の企業価値評価は簡易評価・評価無しと出来る

## ルール

- 契約時にはSAFEが何株になるかは決めず、転換価額決定時の計算式のみ決定
  - 株数決定が不要なため、企業価値評価は簡易評価・評価無し
  - 転換価額は、ディスカウントand/orキャップを用いて決定
- 次の資金調達ラウンドに進んだタイミングで、SAFEを消滅させて株式に転換

## 調達後のシナリオパターン

- 調達後は、シリーズA調達が発生した場合・転換前売却・満期まで調達無しの3パターンに応じて決められている



## SAFEによる調達で必要な契約ひな形が存在

- SAFEによる4つの契約パターンごとに必要となる契約ひな形をY combinatorのオフィシャルホームページで公開

SAFE FINANCING DOCUMENTS  
Simple Agreement for Future Equity



# 国内でも、シード期調達のうち約 1 割がコンバーティブル投資手段となっている

## 活用の状況

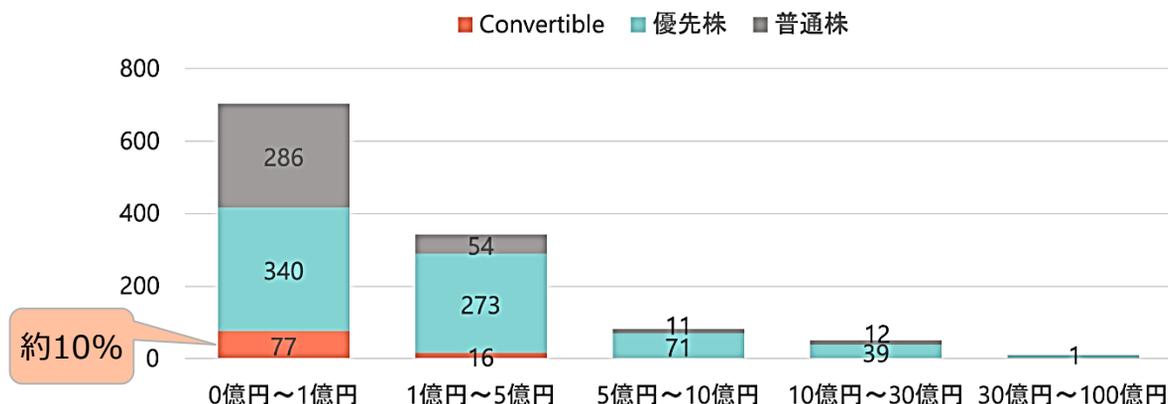
2019年に行われた1億円未満の資金調達のうち約10%がコンバーティブル投資手段を用いており、足元では更に拡大しつつある。

- コンバーティブル投資手段の中ではコンバーティブル・エクイティが主流となっており、J-KISS及び一部内容を変更したJ-KISSの利用が大半を占める
  - J-KISS及び一部内容を変更したJ-KISSを合わせると、2019年第4四半期では9割を超える水準
  - 無償テンプレートの公開や、契約内容のシンプルさにより、他の調達手段に比べて調達にかかるコスト・時間が少ないことが大きな魅力とされている
- 1回あたりの調達額は2,000万円～6,000万円がメインである
  - また、大規模調達においてもコンバーティブル投資手段を用いた事例も出てきており、利用シーンの幅は広がっている
  - 例：GROOVE Xはシードラウンドでコンバーティブル・エクイティを用いて14億円を調達（P. 40）、SPACE WALKERはエンジェル・プレシードラウンドにおいてJ-KISSを用いて合計5.25億円を調達（P. 41）

## 我が国におけるコンバーティブル投資手段の利用状況

### 資金調達手段

CORAL  
CAPITAL



出典: 登記情報よりCoral Capital作成

© Coral Capital

# CEを活用して素早く低コストに資金調達を行い、シード期は事業の成長に注力

## シード期の資金調達におけるコンバーティブル・エクイティの活用例

次世代家庭用ロボットを開発するスタートアップGROOVE Xは、シード期に事業の成長に注力するため調達コストの低いコンバーティブル・エクイティを選択

### GROOVE Xの事例



GROOVE Xはシードラウンドにおいて**CEを用いて合計14億円を調達**

- 製品発表や発売に向けた開発費用及びマーケティング費用への活用が目的
- 出資実行後も未来創生ファンドとINCJは、GX に対しハンズオンの支援を継続

#### 調達概要

	シードラウンド	シリーズA
調達額	14億円	43.5億円
引受先	未来創生ファンド、AmTRAN、オーエスジー、GCPJ、第一精工	シード投資家 + INCJ、SMBCベンチャーキャピタルなど

#### CEを選択した理由

**事業の成長へ注力するため、素早く且つ少ないコストで調達ができるコンバーティブル・エクイティを選択**

- 高度なロボットを開発するハードウェアスタートアップとして垂直立ち上げをするため、創業当初から2桁億円の調達が必要とされている中で、通常の普通・優先株式では交渉に時間がかかるため立ち上げ時の調達には適していなかった
  - 創業直後で契約に十分な検討ができる体制を揃えられない中でも、資金調達に割く創業者の時間を減らす事で、事業の成功の可能性をあげる事ができた
- また、議決権等を投資家に渡すことなく資金調達を実現し、**経営の自由度も担保できる**点も選択理由

#### 実務上の課題

- CEを経験したことがない投資家が多く、説明にはかなりのコストが必要だった
- また出資候補者の中には、CEの本来の精神を理解しないで出資者に有利な条件を入れてこよとするケースも多く、その説明及び契約内容の修正コストも当時は、小さくはなかった。契約ひな形があり、それからなるべく変更しないように運用する事は、CEを広げる上でとても大切だと考えられる
- 当時はCEを避ける投資家も多く、自ずと出資候補者が限定された
- バリュエーションキャップを決めた場合には20%のディスカウントレート、バリュエーションキャップを決めない場合には30%のディスカウントレートといった一般的な相場がまだ認知されていなかったため、これらは選択肢に入らなかった（バリュエーションキャップを決めるコストも高いので、事業の成功の可能性を最大化するためには、キャップ無しの運用を標準的な条件にする事も今後は検討して良いとの考え）

# 初期段階で正確な企業価値評価が難しい宇宙領域において、CEを活用し、簡易企業価値評価のみで資金調達を実現

## シード期の資金調達におけるコンバーティブル・エクイティの活用例

打ち上げ設備不要な宇宙船の設計・開発や、運航サービスの提供を目的とする大学発スタートアップSPACE WALKER社は、シード期における正確な企業価値評価の難しい宇宙事業において、CEを活用し、簡易企業価値評価のみで資金調達を実現

### SPACE WALKERの事例



SPACE WALKERは、エンジェル・プレシードラウンドにおいてJ-KISSを用いて合計5.25億円を調達（ディスカウント20%又は10%、キャップ50億（後に20億へ引き下げ））

- 開発チーム体制の整備及び機体の基本構想、2022年に打上を予定している科学実験用サブオービタルスペースプレーンの技術実証機の研究・開発が目的

	エンジェルラウンド	プレシード
調達額	2億円	3.25億円（2-4回）
引受先	アイネット、ABBALab、サンワサプライ等	個人投資家等

#### J-KISS雛型を活用しつつ、資金調達戦略に合わせて条件を調整

- 初回の調達においては、投資家の数を増やしすぎないため、主要投資家の条件を500万円から引き上げ
- 2-4回目では、種類株発行を想定し、種類株に転換出来る様、雛型を変更

#### 調達概要

#### 正確な企業価値評価の難しい宇宙事業において、簡易企業価値評価のみで資金調達を実現するためにコンバーティブル・エクイティを選択

- 企業価値評価を、潜在需要が明確化されるタイミングまで先延ばしに出来る
- キャップを定めることは必要だが、もし想定を下回った場合には全投資家と交渉して下げることが可能なため、特に課題を感じていない
  - 実際に、新型コロナウイルス感染症等の外部要因の影響を受けての調達計画の変更を踏まえ、全投資家と交渉し、キャップを20億円まで引き下げ

#### 書類での提出が必要なく、手間なく資金調達を実行できることも選択理由

#### CEを選択した理由

- 投資家との交渉時、資金供給時にエンジェル税制の対象外であることが課題と感じた
  - 投資家との交渉にあたっては、エンジェル税制の適用を受けた株式出資と、J-KISSのディスカウントが効いたパターンと、どちらが得かを交渉
- 法的に新株予約権者への情報開示は義務ではないが、投資家と適切にコミュニケーションを図ることに留意
  - 株主総会と同日に、事業報告会を設けて情報提供を実施
- キャップをいくらに設定するかは毎回悩むポイントである
  - 後々キャップを低くできるため、高めに設定しておいた方がよいが、VCによっては低いキャップでのみ投資する場合があります、留意が必要

#### 実務上の課題

# CEの特性を生かし、シード期において米国VCからの資金調達を実現

## シード期の資金調達におけるコンバーティブル・エクイティの活用例

スタートアップと投資家のためのデータ作成・管理プラットフォーム「smartround」を提供している株式会社スマートラウンドは、米国VCからの資金調達を実現するためCEを活用。

### スマートラウンドの事例



スマートラウンドはプレシリーズAにおいて**CEを用いて合計1.5億円を調達**

- ・主にプロダクト開発と事業開発のための資金需要に対応するため
- ・米国市場への参入サポートを得るためにトップティアの米国VCを投資家として迎えることはとても重要だった

	シードラウンド	プレシリーズA
調達額	5,500万円	1.5億円
引受先	島田亨氏、孫泰蔵氏、朝倉祐介氏、有安伸宏氏、佐藤裕介氏など エンジェル投資家20名超	FF APAC Scout、Justin Waldron、Matias de Tezanos など

#### 調達概要

**米国VCからシードファイナンスをしてもらうためにCEを活用**

- ・米国VCが国外のスタートアップに投資する場合、**事務コストが大きくなるため、シード期の少額投資案件は避ける傾向**にある。そこで、**CE（SAFEの日本版と説明）を活用**することで、**事務コストを下げた結果、すぐに投資を受けることができた**
- ・また、米国VCは投資契約を電子契約にて行うことが一般的であるため、**新株予約権は登記の際に押印・署名された契約書を要しない**ことも判断材料となった

#### CEを選択した理由

- ・米国VCからの資金調達ではメリットしかなかったが、他ではいくつか課題を感じた
- ・まず日本にはシリーズA以前の資金調達ラウンドにおいても契約ひな形を修正しようとする投資家が存在するため「ひな形のまま使う」ことによるメリットが失われてしまう可能性がある
- ・エンジェル税制の対象となっていないことが、個人投資家から資金調達を促進する際に大きな障壁となっている
- ・J-KISSはキャップがプレマネーバリュエーションで設計されているため、適格ファイナンスが行われるまで持分がわからないことは、留意が必要
- ・資金調達を個別に何度も行うことができることがCEの特徴の一つだが、調達回数を増やせばその度に登記手続きコストが生じることに留意が必要

#### 実務上の課題

# コンバーティブル・ボンドを活用し、シード期のバリュエーションを回避しながら、既存事業の拡大に必要な資金を調達

## シード期の資金調達におけるコンバーティブル・ボンドの活用例

排水の98%以上を再利用可能にするポータブル水再生処理プラントである「WOTA BOX」の開発・製造・販売を通して、分散型水インフラ事業を行うWOTA株式会社は、コンバーティブル・ボンドを活用して電源開発株式会社から3億円を調達。

### WOTAの事例



WOTA株式会社は、2019年4月に**CBを活用して電源開発株式会社から3億円を調達**。

WOTAの有する最先端の水処理技術と、各種発電事業及び水環境事業等を行う電源開発株式会社の発電事業や浄水処理サービス等の技術やノウハウを組み合わせることで、**新たなインフラビジネスの創出を目指す**。

#### 調達概要

### シード期の企業価値評価によるダウンラウンド化を回避するため、CBを活用

- 通常の株式取得ではなくCBを活用することで、厳格な企業価値評価の先延ばしを実現。これにより、シード期に企業価値評価を行うことによるダウンラウンド化のおそれを回避しながら、大規模な資金供給を実現した

### 企業価値評価の簡略化により迅速な資金調達が可能

- 厳格な企業価値評価を後回しにすることで、迅速な資金調達を可能に。そのため短期間に複数回の資金調達を実施することが出来た

#### CBを選択した理由

#### 実務上の課題

- 転換まで負債が増加するため、その期間は債務超過に留意が必要  
→「ポイント1：調達手段の検討」(P. 50)
- 転換時に新株予約権保有者と通常の出資者との調整等の事務コストが発生することもある  
→「ポイント2：契約内容の交渉」(P. 54)

# コンバーティブル・ボンドを活用し、1～2週間程の迅速な資金調達を実現

## シード期の資金調達におけるコンバーティブル・ボンドの活用例

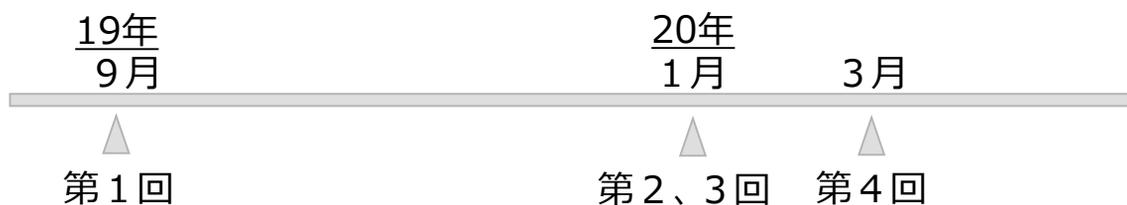
西アフリカ・ガーナにて、農業資材やノウハウ提供、ITを用いた農業の生産性向上に取り組む日系スタートアップDegasは、シード期にCBを活用し、迅速な資金調達を実現。

### Degasの事例



シード期にCBを用いて短期間に4回、合計1.1億円を調達。1～2週間程で数千万円単位の資金調達を行うなど、資金ニーズに合わせた機動性を実現。

#### 案件概要



ディスカウント・レートは、CB発行後6か月以内の転換の場合には20%、それ以降は30%とするなど、転換に係る条件を柔軟に設定。

#### CBを選択した理由

**企業価値評価の簡略化により迅速な資金調達が可能となるため、CBを選択。**

- 精緻な企業価値評価を後回しにすることで、1～2週間という短期間で調達を実現。また、ダウンラウンド化を回避することも可能。

**転換要件等を柔軟に設計出来る点も評価。**

- CBのディスカウント・レートや転換要件を柔軟に設計し、自社に合った条件で資金調達を実施。

#### 実務上の課題

- 特段大きな問題は無かったが、次の資金調達ラウンドを開かない状態で転換期日を迎える場合には、想定し得る時価より低い価格で転換される可能性がある点に留意。
  - ただし、全投資家の同意が得られれば、転換期限の延長が可能。

# シード期だけでなく、アーリー期以降のブリッジファイナンスにおいても、「コンバーティブル投資手段」を活用する余地が存在

## アーリー期以降のファイナンスに係る課題へのコンバーティブル投資手段の活用

### 課題①

#### 資金調達に要する時間

- 一般に、スタートアップには成長に応じ恒常的な資金需要が発生する
- 特にアーリー期のスタートアップは、量産化に向けた多額の資金が必要とするが、現在のようにコロナ禍等で市場環境が不安定化している場合、株式による資金調達ラウンドの実現には長い時間を要する場合がある

アーリー期以降のファイナンスに係る課題

#### 調達に係る交渉を省略可能

- 資金調達に要する時間を短縮するために、株主間契約等の交渉が省略可能なコンバーティブル投資手段が活用されるケースが増加している

ブリッジファイナンスとしてのコンバーティブル投資手段の活用

### 課題②

#### 不可抗力によるダウンラウンド化の回避

- 新型コロナウイルス感染症などの外部要因によって事業環境に急激な変化が生じた場合（それにより事業計画の変更を余儀なくされる場合）や、同様に資本市場が一時的に大きく不安定な状況に陥った場合など、適正な企業価値評価を行うのが困難あるいは相応しくないタイミングがある
- こうした状況下で資金調達ラウンドを開く場合、株式価値の低下（ダウンラウンド化）に直面し、以後の資金調達が困難になってしまいうリスクがある

#### 厳格な企業価値評価を省略可能

- ダウンラウンド化を回避するために、厳格な企業価値評価が省略可能なコンバーティブル投資手段が活用されるケースが増加している

# コンバーティブル・ボンドを活用し、コロナ禍においても事業拡大に向けた迅速な資金調達を実現

## アーリー期の資金調達におけるコンバーティブル・ボンドの活用例

再生可能エネルギーによる電力小売サービスを提供するスタートアップ「みんな電力」は、資金調達ラウンドがコロナ禍により延期となったことを受け、コンバーティブル・ボンド（CB）により迅速な資金調達を実現。

### みんな電力の事例

# みんな電力

**CB等を用いて15億円を調達。**時間を要する企業価値評価や、複雑な株主間契約に係る交渉を後回しにすることで、**コロナ禍による不安定な市況下においても迅速な資金調達を実現。**

#### 調達概要

2017年	2018年	2020年
12月	11月	10月
▲	▲	▲
第1回	第2回	第3回
プレシリーズB：エンジェルからCBで約2億円を調達	シリーズB：事業会社から約12億円を株式調達	プレシリーズC：事業会社からCB等で15億円を調達

#### CBを選択した理由

#### コロナ禍においても、迅速に資金を調達する必要があった

- 資金調達にあたり、投資側各社のDDが進んでいたが、いずれもコロナ禍により投資の意思決定が先延ばしになった。他方で、電力小売業は一般に先行事業支出が大規模になることや、特に「みんな電力」社は事業拡大フェーズにあったことから、システム強化等の理由で早急に資金投下する必要があったため、先行投資資金及び手元流動性資金を迅速に調達する必要があった。

#### 実務上の課題

- 転換まで負債が増加するため、その期間は債務超過に留意が必要。
- 転換時に新株予約権保有者と通常の出資者との調整等の事務コストが発生することもある。

## 第3章

### 活用の具体策① - シード期スタートアップの資金調達

3-1 諸外国における活用事例

3-2 我が国における活用事例

3-3 活用に向けたポイント - 実務ガイドライン

# コンバーティブル投資手段を活用する場合、スタートアップ側では、次の点に留意する必要

## 活用に向けたポイント – スタートアップ視点

前節までの議論のとおり、コンバーティブル投資手段はシード期のスタートアップにとって有力なツールとなるが、一方で、普通株式・優先株式とは異なる実務上のポイントが存在する。

本節では、スタートアップの実務担当者が、コンバーティブル投資手段を活用する際に留意すべきポイントを整理する。

### スタートアップ視点でのポイント

#### 活用にあたっての実施すべき事項

#### 本ガイドラインにおける参照頁

検討	資本政策を検討した上で、適切な資金調達手段を選択	ポイント1 調達手段の検討	P. 49~
交渉	4つの条件を考慮して、投資家と交渉	ポイント2 契約内容の交渉	P. 53~
発行時	登記実務に留意して、新株予約権を発行	ポイント3 新株予約権の発行	P. 57~
発行後	投資家のニーズや今後の資本政策を踏まえて、新株予約権を管理	ポイント4 新株予約権の管理	P. 59~
転換時	実務課題に留意しながら、株式へ転換	ポイント5 株式への転換	P. 61~

## ポイント1：調達手段の検討

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 資本政策の検討

具体的な手段の検討に先立ち、会社として、資金調達の基本方針・考え方（資本政策）を明確にしておく必要がある。

シード期における資本政策としては、次のような点に留意する必要がある。

- 調達コストを下げる
- 第三者への過剰な持分付与を避ける
- 負債を適切な水準に抑える
- 適切な企業価値評価を担保する

新株予約権を用いた資本政策の検討にあたっては、J-KISSシミュレーター（P. 37）といったツールの活用も検討し得る。

## ポイント1：調達手段の検討

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 資本政策検討の視点

調達のコスト  
(金銭・  
時間)を  
下げる

- プロダクト開発等シード期に必要な事項（事業の進捗）に注力する
  - 可能な限りシンプルな投資契約の内容とし、タームシートの交渉やリーガルチェックに要するコストを下げる
- 経営管理コストの妥当性も検討する
  - 特に比較的少額の資金調達を行う場合は、調達にかかるコストも考慮する（例：種類株式で調達する場合は、普通株式の株主総会に加えて、種類株式総会の開催も必要となる）

自社のニーズ  
に合った投資  
家を選択する

- 投資を受ける投資家とは事前にコミュニケーションを取り、投資後の管理におけるスタイルや、実績・人柄などから総合的に判断して、投資家を決めることが重要
- 必要な場合には、経営の自由度と安定性を保ち、迅速な意思決定を可能にすることに留意
  - 株主総会決議（2/3以上の同意）が必要な項目等で第三者の同意を要する場合が生じるが、経営者と投資家の利害が一致せず、会社の重要な経営方針が決定できない場合もある
- 次の資金調達ラウンドで新規の投資家が参画できる状況を担保する
  - シード期の投資家に少額投資で持分を取られると、新規投資家の納得感がなく、参加しにくい状況になる

負債での  
調達を増やし  
すぎない

- 負債による調達に起因する債務超過を避ける
  - スタートアップは資産が小さく、債務超過になることがある
  - 債務超過になると、特定企業との取引・銀行借入が困難になる
- 借入のほか、社債・転換社債も負債になることに留意する

必要な資金を  
適切な  
株価で  
調達する

- 過度に高い企業価値の設定により、次のラウンドで投資家から調達できなくなる可能性を避ける
  - 株価を高めすぎると、前ラウンドよりも低い株価での調達をしなければいけない（ダウンラウンドを実施する）場合がある
  - ダウンラウンドは、既存株主の持株価値低下を招くため留意
- 企業価値評価が低すぎると、シード投資家の持分が過度に高まり、のちの資金調達に悪影響を及ぼしうる

## ポイント1：調達手段の検討

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 調達手段の選択

会社として資本政策が固まったら、資本政策に照らし合わせて、具体的な手段を選択する。

ベンチャーキャピタル等の投資家は、投資契約について、各社が独自の様式を用意していることが多い。こうした投資家側の意向も参考にしつつ、自社として最適な調達手段を自ら検討し、積極的に提案していく姿勢が重要である。

この際、普通株式・優先株式といった従来からの調達手段に限らず、コンバーティブル・エクイティ等を狙上に上げ、選択肢としてフラットに比較する必要がある。

### コンバーティブル・エクイティの選択

#### 【有償新株予約権型】

- コンバーティブル・エクイティには様々な契約スキームのパターンがあるが、まずは、雛形「J-KISS」が無償公開され活用事例も増えつつある「有償新株予約権型」を選択肢とすると、検討を進めやすい
  - 一方で、コンバーティブル・エクイティにおいては、次回ファイナンスの株価が想定より低かった場合において、希薄化が進んでしまうといった点にも留意が必要

#### 【みなし優先株式方式】

- 「有償新株予約権型」以外の契約スキームも選択肢とすることもできる
- 例えば、「みなし優先株式方式」(P. 32) 等の活用もあり得るが、個別の作り込みが必要となるため、ベンチャー法務等の専門家へ相談しつつ検討することが望ましい
  - 有償新株予約権型と異なり、発行時資本金増加額の0.7%の登録免許税が発生する点や、議決権が付与される点に留意。

### 調達にあたっての留意点

#### 【募集（勧誘）する投資家の人数】

- なお、50名以上の投資家に募集を実施する場合、新株予約権であっても、金融商品取引法上、有価証券届出書の提出義務を負うこととなり、以後は有価証券報告書を毎年提出する必要がある点にも留意が必要である
  - 提出を怠ると金融商品取引法違反とみなされ、課徴金の支払いを課される、上場審査の対象外となり上場不可となる、などの法的リスクが存在

# ポイント 1：調達手段の検討

※投資家側の視点はP. 65

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

スタートアップ（発行会社）にとっての各調達スキームのメリット・デメリット

## メリット

## デメリット

### 普通株式

- 専門的な知識が不要で、資金調達の難易度が低い
- 事務は比較的シンプル

- 企業価値評価の実施が必要
- 優先株式の利用が投資家間でスタンダードとなっており、普通株式を受け付けない投資家も存在

### 優先株式

- 投資家の間では優先株式による投資がスタンダードとなっている中、投資家から出資を受けやすくなる

- 企業価値評価の実施が必要
- 交渉・設計の手間がかかる
- 定款の変更が必要となることが多い  
株主総会とは別に種類株主総会を開催する必要があり、運営上の手間がかかる

### みなし優先株式方式 コンバーティブル・エクイティ

- 普通株の発行であるため、容易な手続きで、発行が可能
- 運営上、種類株式総会を開く必要が無いため負担が少ない

- 企業価値評価の実施が必要
- 他の種類株への転換につき株主全員の合意が必要となる
- 発行時資本金増加額の0.7%の登録免許税が発生する点や、議決権が付与される点に留意

### 有償新株予約権型 コンバーティブル・エクイティ

- 企業価値評価の確定を先送り出来る（キャップを設定する場合、範囲は決まる）
- フォーマットが存在し、契約を簡単に低コストで実施できる
- 定款変更が不要・登録免許税が、一律9万円と発行コストが安い
- 新株予約権保有者は株主ではないため、株主数の過度な増加を防ぎ、株主総会の運営等が容易に

- 利用事例が少ないため不安点があり、対応可能な専門家も少ない
- スキームを理解し要点を抑えて交渉する必要
- 次の資金調達ラウンドの株価が低かった場合、希薄化率が高まってしまう

### コンバーティブル・デット

- 企業価値評価の確定を先送り出来る（キャップを設定する場合、範囲は決まる）
- 負債につき、交渉事項は少なく、簡易な手続きで利用可能

- 負債計上され、債務超過に陥りやすい・他の資金調達への影響が発生する
- 満期・利息が存在し、返済の義務を負うことになる

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 交渉の基本戦略

コンバーティブル・エクイティによる調達を目指すことになった場合、次に、投資家サイドとの条件（契約内容）交渉が必要となる。

#### 交渉の基本

##### 【契約ひな形の活用】

「有償新株予約権型」を選択する際は、無償公開された契約ひな形「J-KISS (P. 36)」、「SAFE (P. 38)」を交渉の土台とすることが効率的である。

- こうしたフォーマットはあくまで叩き台であり、当事者同士が交渉により内容を調整・変更していくことは差し支えない
- ただし、スピーディーな調達というコンバーティブル・エクイティのメリットを活かし、かつ、契約内容が一方に有利な偏ったものとなることを避けるためには、交渉事項を最小限に絞り、不必要な契約条項の追加や変更は極力避けることが有効である

#### 専門家の活用

##### 【法務の専門家への相談】

なお、雛型をそのまま活用する際の他、「有償新株予約権型」以外の契約スキームを選択し、契約内容を積み上げで決めていく必要がある場合には特に、ベンチャー法務等の専門家へ相談しつつ交渉を進めることがより望ましい

##### 【税務の専門家への相談】

また、個人投資家においては、J-KISSを雛型から大きく変更する等して、負債性の高い設計とした場合に、転換時等に異なる課税関係となる可能性がある点に留意が必要であり、適宜、税務の専門家への相談して検討することが望ましい

- 償還期限があると認められる場合、リターンがキャッシュである蓋然性が高い場合等には、負債性が高まると考える

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 交渉のポイント

上記のとおり、「有償新株予約権型」で絞り込んだ交渉を行う場合は、以下の4点について投資家との交渉を慎重に行っていくこととなる。自社として適切な条件を考え、能動的に交渉を進める必要がある。

#### ①ディスカウント

- 株式転換時における、通常の株価からの値引き率を指す（P. 15）
- 各投資家との交渉により、設定の要否・数値を確定できる  
交渉に当たっては、各フォーマット例を参照にされたい
  - 「J-KISS」においては、既定値が20%となっており、既定値の通り採用しているケースが多数だが、10~15%等起業家有利に交渉しているケースも存在
  - 「SAFE」においては、ディスカウントの既定値は無く、かつ、ディスカウントを設定しないフォーマットも提示されている等、投資家の自由交渉となっている
- コンバーティブル・エクイティでディスカウントを設定して複数ラウンドを組む場合、通常は、早期出資はリスクが高いため高く設定し、シリーズAの確度が高まるにつれて、引き下げていく

#### ②キャップ

- バリュエーションキャップ：株式取得時における、評価額の上限（P. 15）
- 各社の状況に応じて、設定の要否・金額を柔軟に交渉することが必要  
交渉に当たっては、各フォーマット例を参照にされたい
  - 「J-KISS」においては、キャップの設定がフォーマットに組み込まれており、「SAFE」では、キャップを設定しないフォーマットも存在
  - なお、キャップ設定にあたってはシード期の水準の平均値は、約3~7億円
  - 一方で高額なキャップを設定しているケースも存在、交渉の余地あり
- シード期においてコンバーティブル・エクイティでキャップを設定して複数ラウンドを組む場合、通常は、シリーズAの確度が上がるにつれて、引き上げていく

#### ③Exit時\*における優先分配権の倍率

- 上場せずに売却を行った場合、投資額の何倍を投資家に返還するか
- 種類株主と新株予約権所有者との権利関係に留意しつつ、企業の実態・諸条件も踏まえてフラットに交渉・設定する余地あり
  - 「J-KISS」上は2倍、「SAFE」においては1倍が既定値

\* Exit時とは (i) 当会社の資産の全部又は実質的に全部の売却、譲渡その他の処分、(ii) 合併、株式交換又は株式移転 (iii) 吸収分割又は新設分割 (iv) 当会社の株式等の譲渡又は移転、又は (v) 当会社の解散もしくは清算をいう

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 交渉のポイント（続き）

#### ④ 転換期限

- 調達から何か月以内に次の資金調達を迎えるかという期日
- 期日の設定要否も含めて、検討・交渉を実施
  - 「SAFE」フォーマットでは期日の設定は組み込まれていない
  - 「J-KISS」においては18か月以上経過時に、投資家からの要望があった場合、普通株に転換してリセットすることが出来る契約になっている
  - ただし、投資家の合意を前提として、事業開発の進捗に応じて転換期日を柔軟に変更する例も存在

また、「有償新株予約権」の交渉においては、加えて以下の2点にも留意しておくことが望ましい。

#### ① 情報提供

- 「有償新株予約権」は株式ではないため、予約権所有者に対しては、株主総会の開催のような法務上の義務は無い
  - 株主には情報請求権があり、必要時に、情報提供を要求されることがある
  - 「J-KISS」では、投資金額に応じて定めた主要投資家に対しては情報請求権が付与され、「SAFE」では情報請求権については指定が無い
- 一方で、投資家のニーズによって、情報開示の要求度は異なるため、発行後に無理な要求をされることが無い様、発行時点で投資家側のニーズを確認し、情報開示について取り決めておくことを推奨する
  - 契約書への条文追加や、サイドレターの締結を求められるケースも存在

#### ② 優先引受権

- 優先引受権が付与されている場合には、投資家に対して、次の資金調達ラウンドの投資家と同一の条件による株式の引受けの権利を与えることになる点に留意
  - 「J-KISS」や「SAFE」のフォーマットにおいては、優先引受権が組み込まれている
  - 優先引受権を付与せざるを得ない場合には、上限を定めておくことが重要

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 交渉のポイント（続き）

#### コラム：「サイドレター」とは何か

##### 概要

- サイドレターとは「覚書」、「念書」と呼ばれることもある
- 主には、主契約の内容を補足するための文書として利用され、サイドレターの内容が契約書としての実態を備えている場合には、法的拘束力を持つ

##### サイドレター締結における留意点

- 投資家からサイドレターの締結を求められた場合には、まずはそもそも締結の必要があるのか、運用でカバーできないか、検討することが重要
- 締結する場合には、記載内容が投資契約と同様に法的拘束力を持ち得ることに留意し、内容を入念に確認してから締結すべき
  - コンバーティブル・エクイティにおいては、最恵待遇条項、先取権、優先引受権、費用精算条項、情報請求権、オブザーバー権など、株主間契約における権利事項が記載されるケースが存在
- 内容を確認しないままサイドレターにサインしたところ、事後に事業展開を大きく制約される事態に陥ったという事例も存在する
  - サインをする際には、記載内容が自社の意図に沿ったものであるかを確認する必要がある

## ポイント3：新株予約権の発行

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 登記の記載

#### 法務局での受付

稀ではあるが、法務局によっては、新株予約権の発行実務に慣れておらず、登記の受付に時間がかかるケースが存在。

- その様なケースでは、前例を提示して説明することが必要

#### 登記時の名称

また、登記を行う際、ストックオプションとコンバーティブルエクイティは明確に区別して記載することが望ましい。

- 過去に、ストックオプションを「第1回新株予約権」、コンバーティブルエクイティを「第2回新株予約権」として登記した事例があるが、新株予約権の名称の記載に一貫性がないと混乱を招き得るため、明確に書き分ける方が良い
- コンバーティブル・エクイティについては、「第1回CE型新株予約権」といった記載が分かりやすい

### 発行時の会計処理（一般的な仕訳例）

新株予約権を発行したときは、その発行に伴う払込金額（会社法第238条第1項第3号）を、純資産の部に「新株予約権」として計上する。

【仕訳例】 100で新株予約権を発行した場合

（借方）現預金 [資産] 100 / （貸方）新株予約権 [純資産] 100

《参考》

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」第4項、第36項

## ポイント3：新株予約権の発行

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 発行時の税務

#### 登録免許税の発生

新株予約権発行時には、登録免許税が一律9万円かかる点に留意。

#### 課税の形態

有償発行である新株予約権においては、時価発行である場合と、有利発行として付与される場合において、課税の形態が異なる。

有償で発行される新株予約権型コンバーティブル・エクイティは、複数の第三者である投資家あるいは企業が、予め定められた一定の条件に合意して引き受けるものであること、また次の資金調達ラウンドの株式をディスカウント価格で取得することについては、早期に投資するリスクに見合うものであると認められる水準であること等により、適正な時価であると解釈される余地がある。

- なお、J-KISSの様に、公開された雛型の水準であれば、過剰なディスカウントではないと解釈される余地がある
- ただし、会社法上有利発行としての手続きにより発行される場合には、法人税法等の法令上受贈益の発生が認められ、税務上も有利発行として取り扱うべきとなるため留意が必要である

## ポイント4：新株予約権の管理

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 投資家とのコミュニケーション

「有償新株予約権」は株式ではないため、株主総会の開催のような法務上の義務は無い。

一方、投資家のニーズに合わせ、適切にコミュニケーションを行うことが重要。

- 特に事業会社や機関投資家等からの出資を受けている場合、良好な信頼関係を維持するためには、定期的なコミュニケーションを行うことが望ましい
  - 株主総会と同日に事業報告会を実施するという取り組み等を通じて月に1～2回程度、投資家と定期的にコミュニケーションをとっている好事例も存在。

発行時点で、投資家側のニーズをヒアリングし、事前に取り決めておくことが推奨される。

### 発行後の会計処理

一般的に、決算期末において時価評価などの処理は不要。

### 発行後の追加調達

新株予約権発行後、転換トリガーに触れない形式で、普通株式等の別手段で追加調達を行うことは、論理的には可能。

ただし、株主の公平性には十分に注意する必要があり、安易な実施は避けるべきである。

- その後の資金調達ラウンドの際、新株予約権者は希薄化の影響を受けない一方、途中で普通株式を取得した株主は希薄化の影響を受ける

## ポイント4：新株予約権の管理

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 発行後の資本政策

#### 投資家の株式持分比率の計算方法

##### 【キャップとディスカウントによる計算】

投資家の株式持分比率を定めずに資金調達が進むが、シリーズAの条件が定めれば比率を計算可能。

- キャップとディスカウントというパラメーターは定められているため、投資家の株式持分比率を計算可能

#### 転換前のM&A、解散、清算の留意点

##### 【投資家への分配】

転換前にM&Aが起こった場合・転換しないまま解散、清算が行われた場合は、事前に確定したリターンを投資家に分配することに留意。

- リターンの価格は交渉により決定

#### 追加調達を複数回実施する場合の留意点

##### 【持分比率の計算の複雑化】

有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティによる追加調達を複数回実施する場合には、計算がやや複雑化するため、留意が必要。

- シリーズAの企業価値評価によっては、キャップではなく、ディスカウントをベースに転換されることもあり、複数回重なるとその計算はやや複雑化
- シミュレーター等を活用し、キャップで転換した際の持分比率だけでなく、ディスカウントで転換される場合など、複数のシナリオパターンを認識しておくが良い

J-KISS利用においては、Coral Capital発行のJ-KISSシミュレーター（P. 37）を活用する等して、最終的な株主構成を考慮しながら、交渉にあたることが重要。

## ポイント5：株式への転換

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 転換時の法務

#### 資金調達ラウンド発生時の条項

「有償新株予約権型」の株式転換は、資金調達ラウンド発生時に、事前に定めた条件で、新株予約権の行使として行われるのが原則である。事前に定めたものと異なる条件を求められた場合は、留意が必要である。

- 第三者への株式等発行があった場合の条項（最恵待遇条項、取得条項）がある場合は、あくまでラウンド発生「以前」の想定外の事態への対応規定であり、資金調達ラウンド時に発動するものではないことに留意すべき

#### 投資関連契約の締結

投資関連契約（株主間契約）は、転換の際に改めて締結する必要がある。

- 資金調達ラウンドで新たに参画する株主とは投資関連契約を締結することが一般的だが、コンバーティブル・エクイティから転換した株主についても同時に締結することで、権利関係を明確化できる

#### 複数回調達時の登記

コンバーティブル・エクイティの転換タイミングは次の資金調達ラウンドと同時にになるが、当該ラウンドで発行されるメインの株式と転換により発行される株式はディスカウント等の影響で発行条件が異なる形になるため、別の種類株式として扱い、登記する必要がある。

- CE調達が複数回行われた場合は、A-1種、A-2種等の区分が増える

### 転換時の会計処理（一般的な仕訳例）

新株予約権が行使され、新株を発行する場合の会計処理は、当該新株予約権の発行に伴う払込金額（会社法第238条第1項第3号）と新株予約権の行使に伴う払込金額（会社法第236条第1項第2号）を、資本金又は資本金及び資本準備金に振り替える。

【仕訳例】BS計上されていた新株予約権100（1個）を行使に伴い払い込まれた1とともに資本金等に振替計上する。

（借方）新株予約権 [純資産]	100	/	（貸方）資本金 [純資産]	50.5
現預金 [資産]	1		資本準備金 [純資産]	50.5

#### 《参考》

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」第5項

## ポイント5：株式への転換

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 転換時の税務

転換時にも、3万円か、資本金増分×0.7%のいずれが多い方の登録免許税が発生する。

- たとえば普通株式を発行する方法で8,000万円を調達した場合、4,000万円を資本準備金に計上したとしても28万円の登録免許税がかかる

### 転換時の行使価格払込

会社法上、新株予約権の行使には、予約権発行時の払込とは別に、権利行使のための払込が再度必要になることに留意。

- 「有償新株予約権型」の場合は予約権発行時に既に金銭を払いこんでおり、行使価額は「1円」等の低廉な額を形式的に払い込む形となる
- 特に海外法人からの調達を行う際には、投資家側が送金費用を負担することになるため、予め投資家とコミュニケーションを取っておくことが重要
- この払込金額は、予約権発行時の払込金額と合わせ、資本金（又は資本金及び資本準備金）として会計処理することとなる

# コンバーティブル投資手段を活用する場合、 投資家側では、次の点に留意する必要

## 活用に向けたポイント – 投資家（ベンチャーキャピタル、エンジェル投資家）視点

前述のとおり、コンバーティブル投資手段は欧米のシード期投資では既にメジャーな手段となっており、我が国でも、ベンチャーキャピタル等の投資家における認知・理解は広まりつつある。

他方、同じ投資家の中でも、個人で活動するエンジェル投資家等の中には、未だ利用の経験がないという層もある。

本節では、エンジェル投資家等を主な念頭に、投資家サイドの実務担当者がコンバーティブル投資手段を活用する際のポイントを整理する。

### 投資家視点でのポイント

#### 活用にあたっての実施すべき事項

#### 本ガイドラインにおける参照頁

検討	投資スタイルを検討した上で、適切な投資手段を選択	ポイント1 投資手段の検討	P. 64~
交渉	4つの条件を考慮して、発行体と交渉	ポイント2 契約内容の交渉	P. 66~
引受時	新株予約権の引受け	ポイント3 新株予約権の引受け	P. 68~
引受後	発行体との適切なコミュニケーション	ポイント4 新株予約権の管理	P. 70~
転換時	実務課題に留意しながら、株式へ転換	ポイント5 株式への転換	P. 72~

## ポイント1：投資手段の検討

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 投資手段の選択

#### 投資手段選択の手順

シード期のスタートアップへの投資においては、投資家は、個々のスタイルによって様々なポイントを重視する。

- 例えば、個々のスタートアップに対して、出資当初から経営に深く関与し、経営者との二人三脚で成長を目指す、といったポリシーを持つ投資家もいる
  - こうした場合には、普通株式・優先株式による出資で、ガバナンスをしっかりと押さえることが重要になる
- 一方で、投資決定までのスピードを重視する投資家もあり、一定の将来可能性があるシード期スタートアップには薄く広く投資し、ポートフォリオ全体としてのリターンを重視するスタンスの投資家等にとっては、スピードが重要である。
  - こうした場合には、当初の企業価値評価を簡易評価・評価無しとするコンバーティブル・エクイティ、なかでも契約スキームの雛形が入手できる「有償新株予約権型」の利用に検討の余地がある

投資家のスタイルや個々の投資対象の状況により最適な投資手段は異なるが、普通株式・優先株式といった経験のある手段のみに拘らず、コンバーティブル・エクイティを含め検討を行うことが重要である。

#### 選択時の留意点

投資手段の選択においては、上記の基本的なスタイル・投資目的のほか、リスクの大小、税務上の効果等のメリット・デメリットを比較し、総合的に判断を行うことになる。

- 例えば、コンバーティブル・エクイティにおける新株予約権の発行については、株主としての権利はないこと、エンジェル税制の適用に大きな制約がかかる点は考慮する必要がある。

# ポイント1：投資手段の検討

※スタートアップ側の視点はP. 52



## 投資家にとってのメリット・デメリット整理

	メリット	デメリット
<b>普通株式</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>取得時の契約が容易</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行時に企業価値評価の実施が必要で、金額評価を誤るリスクがあり、評価の手間もかかる</li> <li>回収の優先度が低い</li> </ul>
<b>優先株式</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>買収・清算の際に優先的に残余財産が分配される</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行時に企業価値評価の実施が必要で、金額評価を誤るリスクがあり、評価の手間もかかる</li> <li>設計・交渉・契約に手間がかかる</li> </ul>
<b>みなし優先株式方式 コンバーティブル・エクイティ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>普通株式の引受につき、慣れた手続きで、引受・転換が可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>実質的には発行時に企業価値評価の実施が必要</li> <li>他株主との関係を考慮する必要</li> <li>次ラウンドが優先株式で実施されない可能性がある場合はリスクとなる</li> </ul>
<b>有償新株予約権型 コンバーティブル・エクイティ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>不確定要素の多い段階での企業価値評価を先送り出来るため、リスクヘッジが可能（キャップを設定する場合、範囲は決まる）</li> <li>手続きが簡単で、契約時のコストが低い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>利用事例がまだ少ないため、法務・税務等に懸念も存在</li> <li>エンジェル税制の適用外</li> <li>転換前は株主としての権利が自動的についてくるわけではないため、個別の状況に応じて権利追加の交渉が行われることもある</li> </ul>
<b>コンバーティブル・デット</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業価値評価の確定を先送りに出来る（キャップを設定する場合、範囲は決まる）</li> <li>返済を受ける権利がある</li> <li>利息を得ることができる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新株予約権 + 社債につき、出資金額が大きくなる傾向、小口投資には向かない</li> <li>ローンの場合、「反復継続の意思」の有無と「事業的規模」によっては、貸金業の免許が必要となる</li> <li>転換前は株主としての権利が自動的についてくるわけではないため、個別の状況に応じて権利追加の交渉が行われることもある</li> </ul>

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 交渉の基本姿勢

コンバーティブル・エクイティによる調達においても、スタートアップ側との条件（契約内容）交渉は必要となる。

### 交渉の基本

「有償新株予約権型」を選択する際、無償公開された契約ひな形「J-KISS（P. 36）」、「SAFE（P. 38）」活用が効率的であることは、投資家の立場でも同様である。

- 出資交渉に手慣れた投資家の場合、契約ひな形に契約条項の追加・変更を行うことでより有利な条件を設定することも可能である
- ただし、そもそもコンバーティブル・エクイティを選んだ目的であるスピーディーな投資の実現を考えると、過剰な追加・変更は投資家にとってもマイナスになる面もある

### 専門家の活用

なお、雛型をそのまま活用する際その他、「有償新株予約権型」以外の契約スキームを選択し、契約内容を積み上げで決めていく必要がある場合には特に、ベンチャー法務等の専門家へ相談しつつ交渉を進めることがより望ましい。

### 税務上の留意点

また、個人投資家においては、J-KISSを雛型から大きく変更する等して、負債性の高い設計とした場合に、転換時等に異なる課税関係となる可能性がある点に留意が必要であり、適宜、税務の専門家へ相談して検討することが望ましい。

- 償還期限があると認められる場合、リターンがキャッシュである蓋然性が高い場合には、負債と認められる可能性が高い

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 交渉のポイント

#### 交渉のポイント

「有償新株予約権型」の場合の交渉ポイントは、スタートアップ側からの視点と同様である（P. 53～P. 56）。

- ディスカウント
- キャップ
- Exit時における優先分配権の倍率
- 転換期限

#### 交渉時の留意点

また、情報提供については、スタートアップ側に報告義務が無いことを踏まえ、発行時に頻度・内容について、目線を合わせておくことが重要。

- サイドレターを発行し、4半期に一度の試算表提出を約束するといった事例も存在

投資家の視点から有利な条件を交渉していくことはもちろん重要だが、過剰な負担を一方的に押し付けると資本政策上の圧迫となり、その後の投資が得にくくなる等、せっかくのスタートアップの成長を阻害し、リターンが目減りする可能性もある。

- 中でも、事業開発の最中にあるシード期スタートアップに対しては、特に負担軽減を意識することが重要

契約内容・サイドレターの締結要否も含めて、長期的な視点から、適切な条件を目指すべきである。

なお、契約時に創業者個人への買取請求が可能な買取請求権を確保するといった行為は、スタートアップ・エコシステムの健全な発展を阻害しかねないため留意が必要である。

## ポイント3：新株予約権の引受け

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 引受時の会計処理（一般的な仕訳例）

新株予約権を取得したときは、有価証券の取得として処理する。

【仕訳例】 新株予約権（1個）を100払込を行い取得した。

（借方）投資有価証券〔資産〕100 / （貸方）現預金〔資産〕100

※保有目的区分によって勘定科目が異なることに留意が必要

《参考》

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」第7項、第37項

## ポイント3：新株予約権の引受け

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 引受時の税務

#### エンジェル税制・オープンイノベーション促進税制の適用

コンバーティブル・エクイティを用いた投資はあくまで新株予約権に対する投資であるため、エンジェル税制及びオープンイノベーション促進税制の適用に大きな制約がかかる点に留意。

- 新株予約権取得時点ではエンジェル税制・オープンイノベーション促進税制の対象外である
- 新株予約権を行使して、株式を金銭の払込みにより取得した際には対象となるが、コンバーティブル・エクイティの枠組みでは一般的に、「1円」等の低廉な額を払い込む運用がなされるため、税制優遇の効果は非常に限定的となる

#### 課税の形態

有償発行である新株予約権においては、時価発行である場合と、有利発行として付与される場合において、課税の形態が異なる。

有償で発行される新株予約権型コンバーティブル・エクイティは、複数の第三者である投資家あるいは企業が、予め定められた一定の条件に合意して引き受けるものであること、また次ラウンドの株式をディスカウント価格で取得することについては、早期に投資するリスクに見合うものであると認められる水準であること等により、適正な時価であると解釈される余地がある。

- なお、J-KISSの様に、公開された雛型の水準であれば、過剰なディスカウントではないと解釈される余地がある
- ただし、会社法上有利発行としての手続きにより発行される場合には、法人税法等の法令上受贈益の発生が認められ、税務上も有利発行として取り扱うべきとなるため留意が必要である

## ポイント4：新株予約権の管理

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 企業ガバナンスへの関与

新株予約権を持つ間、通常株主が有するような関与権限がないことに留意が必要である。

- 株式転換前の段階では、株主総会への出席のように定期的な報告を受ける明示的な権利はない
  - J-KISSの雛型上では、500万円以上の出資を行った「主要投資家」に一定の範囲で情報請求権が認められている
- 出資時の契約で情報請求権を盛り込むなど、個別の状況に応じたコミュニケーションを確保することが多い
  - 投資家によっては、契約書への追記やサイドレターの締結などにより、情報提供を求める事例も存在
- ただし、株主・会社全体の利益と反する行動を取ると、スタートアップの企業価値の最大化が阻害されるリスクがあるため留意が必要

## ポイント4：新株予約権の管理

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 引受後の会計処理

適用している会計基準によって、新株予約権の取り扱いについては、対応が異なる点に留意。個別の状況に応じて監査法人・公認会計士等への相談が推奨される。

#### ①日本会計基準

- 新株予約権は、取得時の時価を以て貸借対照表価額とし、引受後に価値の毀損が認められる場合には、減損処理の検討が必要となることが想定される。

※金融商品会計基準（企業会計基準第10号）及び同実務指針（会計制度委員会報告第14号）等を参照

#### ②IFRS

- 原則として、当初認識後に公正価値で測定することが必要
  - 極めて限定的だが、原価が公正価値の適切な見積もりとして認められる場合も存在
  - 該当可能性がある場合は、「IFRS9 B5.2.3-5、BC5.18」等を参照し、個別に判断
- ※「IFRS9 A」「IFRS9 B5.2.3-5、BC5.18」を参照

なお、米国会計基準における詳細はこの限りでないため、フェアバリューの考え方、それに伴う評価損益の認識測定・開示の仕方等について、個別の状況に応じて監査法人・公認会計士等への相談が推奨される（ASU2016-01（金融商品）等を参照）。

#### ③投資事業有限責任組合会計基準

- 毎期の評価替えは必須ではなく、業績が見込みより悪化している場合には、評価減を検討する必要がある
- 評価減を実施する場合には、回収可能性につき、以下ランク別に見積もりを実施
  - A：投資の短期的な状況について懸念がある場合：取得価額の75%
  - B：投資の長期的な状況について懸念がある場合：取得価額の50%
  - C：業績回復のため挺入れしなければ投資原価が回収できないと懸念される場合：取得価額の25%
  - D：投資原価が回収される見込みがなくなった場合：備忘価格

※「投資事業有限責任組合契約（例）及びその解説（投資資産時価評価準則）」を参照。組合契約により定められるため、上記はモデル契約書に記載された評価基準であることに留意

## ポイント5：株式への転換

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 転換時の会計処理（一般的な仕訳例）

新株予約権の権利を行使し、発行者の株式を取得したときは、当該新株予約権の保有目的区分に応じて、株式に振り替える。

【仕訳例】 BS計上されていた投資有価証券（新株予約権）100（1個）を行使に伴い払い込んだ1とともに投資有価証券等に振替計上する。

（借方）投資有価証券 [資産] 101 /	（貸方）投資有価証券 [資産]	100
	現預金 [資産]	1

《参考》

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」第8項

### 転換時の法務

「有償新株予約権型」の株式転換は、資金調達ラウンド発生時に、事前に定めた条件により、新株予約権の行使として行われるのが原則。

### 投資関連契約の締結

また、投資関連契約（株主間契約）は、転換の際に改めて締結し、権利関係を明確化することが必要。

- 資金調達ラウンドで新たに参画する株主は、投資関連契約を締結することが一般的だが、コンバーティブル・エクイティから転換する場合においても同様に締結することで、権利関係を明確化
- 例えば、投資関連契約の中で、表明保証等を受けた上で株式転換を行うべきである

### スタートアップとのコミュニケーション

行使にあたっては、投資家側からスタートアップに対して主体的にコミュニケーションを取り、株主との投資契約に当事者として入ることが重要。

## ポイント5：株式への転換

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 転換時の行使価格払込

会社法上、新株予約権の行使には、予約権発行時の払込とは別に、権利行使のための払込が再度必要になることに留意。

- 「有償新株予約権型」の場合は予約権行時に既に金銭を払いこんでおり、行使価額は「1円」等の低廉な額を形式的に払い込む形となる
- この払込金額は、予約権発行時の払込金額と合わせ、有価証券として会計処理することとなる

---

## 第4章 活用の具体策② - 事業会社とのオープンイノベーション

## 第4章

# 活用の具体策② - 事業会社とのオープンイノベーション

### 4-1 我が国における活用事例

### 4-2 活用に向けたポイント - 実務ガイドライン

# オープンイノベーションのケースでは、 有償新株予約権型のほか、新株予約権付社債等も選択肢

## 投資契約スキームの進化

第2章で論じた通り、事業会社・スタートアップが協業したオープンイノベーション創出のシーンでも、コンバーティブル投資手段の活用が可能である。

- オープンイノベーション創出のためには、協業両者によりアイデア実証（PoC）が行われることが多く、その実施形態は、ビジネスアグリーメント（業務提携）のほか、スタートアップに対する出資（資本提携）という形も一般的である
- こうした出資の場面で、通常の株式取得のほか、コンバーティブル投資手段を用いることが考えられる

この際の契約スキームは、シード期調達で論じた各種コンバーティブル・エクイティのスキームのほか、新株予約権付社債等も有力な選択肢となる。

- アーリー期以降のスタートアップとの協働も多いため、既に黒字化したスタートアップが対象となることも想定される。こうした場合には、メザン性を高めた手段を用いリスクの最適化を図ることも、事業会社側の参加ハードルの引下げに繋がる

なお、こうしたオープンイノベーション創出のシーンにおけるコンバーティブル投資手段の株式転換については、資金調達ラウンドの発生のほか、個別のPoCにおいて一定の協業シナジーの可能性が確認されたことをトリガー要件とすることも考えられる。

- オープンイノベーションにおける企業価値評価の難しさは、両者間の協業シナジーの見立ての難しさに起因する

# 事業会社・スタートアップのオープンイノベーションに際する新株予約権の活用①

## オープンイノベーションに際する課題と対応策①

第2章で論じた通り、シード・アーリー期のスタートアップに対する資金供給の促進という観点とは別に、エクспанション・レーター期のスタートアップについては、資金以外の経営資源の供給についても考慮する必要がある。

我が国において、ヒト・モノ・カネといった経営資源は大規模な事業会社に偏在していることから、スタートアップと産業全体の更なる成長につなげるためには、スタートアップと事業会社とのオープンイノベーションが重要であるといえる。

他方で、現在、我が国のこうしたオープンイノベーションの実施状況は、欧米に比べ極めて低い水準にある。

第一の課題として指摘されているのは、事業会社によるスタートアップの価値評価・DDの時間的・金銭的成本が非常に大きいという点である。

- オープンイノベーションに向けた戦略投資の場合、企業価値評価の対象には、スタートアップの財務体質だけではなく、今後両者が協力して行う新たな事業も含まれる。従って、実際に提携に至る前段階で、企業価値評価・DDの時間的・金銭的成本が非常に大きいと言われる



そこで、新株予約権を用いた投資により、資金供給段階では、厳格な企業価値評価・DDを後回しにするという事例が出始めている。

このとき、新株予約権の株式転換は、原則PoCの実施後、新事業の成長ストーリーが具体化されてきた段階で行われるため、企業価値評価・DDの時間的・金銭的成本は大幅に低下する。

従って、コンバーティブル投資手段の活用は、上記のような課題の解決に資すると考えられている。

# 事業会社・スタートアップ間のオープンイノベーションに際する新株予約権の活用②

## オープンイノベーションに際する課題と対応策②

オープンイノベーションに際する課題

オープンイノベーションの成功に向けた双方のコミットメントを長期間維持することが難しい場合がある、という点も、事業会社・スタートアップ間のオープンイノベーションが進まない課題の一つとして挙げられている。

オープンイノベーションにより新事業を開発する際には、シード期のスタートアップの事業開発と同様に、様々な不確実性が前提となる。このため、仮説検証、事業化が当初計画していたとおりに進まないことも多い。

そうした状況において、特に海外企業とともにオープンイノベーションを実施する際などに、双方の事業開発に対するコミットメントを長期間維持することが難しい場合も見られる。

例えば、業務提携のみで資本関係を有しない場合、双方のコミットメントを担保するインセンティブ設計が弱く、市場性調査フェーズの後、双方のコミットが弱まり、事業化まで進まないこともあるとされている。



コンバーティブル投資手段の有効性

そこで、事業会社がスタートアップにメザンファイナンスを行い、当初予定されていたとおりにアイデア実証（PoC）が実行された場合に株式転換を行う、といった事例が出てきている（P. 81、P. 82）

### 留意点

オープンイノベーションの実施に際するスタートアップへの投資は、新株予約権付社債など、デット性を高めた資金供給スキームが採用されることも多い。

これは、資金以外の知財・人材等の経営資源を投入することになることから適正なリスクヘッジの取組である場合もあるが、過度にデット性を高めると、スタートアップ側に新事業開発のリスクを押し付ける形になりかねず、結果的にオープンイノベーションの成功は困難となってしまうこともあるため、留意が必要。

個々の案件の状況や経営資源の提供条件に合わせて、適切なリスク分担の在り方を検討する必要がある。

# CDでは、転換トリガーが発生した場合、事前に規定された方法で転換対象株式に転換

## 契約～転換時のシナリオ

### 契約時

- 契約時に、「新株予約権及び負債証券・ローン金額、社債の発行数」「新株予約権及び負債証券・ローン金額、社債1個当たりの価格」「満期」「利息」「ディスカウント」「キャップ」を決定
- 転換価額を決定する際の計算式だけは契約時に決定
  - 転換価額の基本的な計算式は「次回増資時の株価×(1-①ディスカウント)」と「キャップの上限値÷完全希釈化後株式数」で計算した価格の小さい方をとる

### 転換時

- CDの元本と利息をその時点の転換価額で除して得られる数の転換対象株式を交付

### 計算例：

#### CD調達時

株価：100円  
発行済株式総数：1万株  
発行価額：CD 1,000万円  
ディスカウント：20%  
キャップ：2億円

#### 転換時

株価：10万円  
発行済株式総数：1万株

- ディスカウントベースの転換価額： $10万円 \times (1 - 20\%) = 8万円$
- キャップベースの転換価額： $2億円 \div 1万株 = 2万円$
- $2万円 < 8万円$ のうち小さい方の金額、今回であれば2万円を採用

転換株式数：  
払込金額1,000万÷2万=500株

# 発生しなかった場合は返済か普通株転換等、対応方法を事前に規定

## 転換発生時以外のシナリオ

転換前に  
売却した  
場合

- CDを行使して普通株式の取得もしくは新株予約権付債権の元本を返済

計算例：

### CD調達時

株価：100円  
発行済株式総数：1万株  
CDの元本+利息合計：1,000万円  
ディスカウント：20%  
キャップ：2億円

### 売却時

株価：10万円  
発行済株式総数：1万株  
ディスカウントベースの転換価額：10万  
× (1-20%) = 8万円  
転換株式数：1,000万円 ÷ 8万円  
= 125株  
CEのまま買取：1,000万円

転換が発生  
せず期日を  
迎えた場合

- CDを行使して普通株式の取得もしくは新株予約権付社債等の元本を返済

計算例：

### CD調達時

株価：100円  
発行済株式総数：1万株  
CDの元本+利息合計：1,000万円  
ディスカウント：20%  
キャップ：2億円

### 満期時

株価：10万円  
発行済株式総数：1万株  
キャップベースの転換価額：2億円 ÷  
1万株 = 2万円  
転換株式数：1,000万 ÷ 2万 = 500  
株  
もしくは、元本・利息合計の1,000万円

# コンバーティブル・ローンを活用し、オープンイノベーションを実現するとともに、両者のインセンティブ強化を実現

## オープンイノベーションにおけるコンバーティブル・ローンの活用例

東南アジアのインフラ系スタートアップA社と国内インフラ系事業会社B社は、シナジー重視の条件を設定したコンバーティブル・ローン（新株予約権付融資）を利用し、オープンイノベーションを実現。

### 海外インフラ系スタートアップA社と国内インフラ系事業会社B社の事例

国内インフラ系事業会社B社は、東南アジアの新規インフラ関連取引プラットフォームの開発を行うスタートアップA社とともに、同プラットフォームの事業化に向けた実証実験を実施。

- ・ 事業の有用性・マネタイズ方法を見極めてからの、日本導入が目的

事業会社B社は、スタートアップA社に対して、**コンバーティブル・ローン**を用いたオープンイノベーションの原資供給を実施。**新株予約権の株式転換条件を実証実験の進捗に合わせて設定することにより、オープンイノベーションの実現に向けた両者のインセンティブ強化を実現。**

#### 投資概要

オープンイノベーションに限定した費用の拠出を当該スキームで行うことで、事業の見極めを実施。

- ・ スタートアップA社は、過去に仮想通貨による資金調達を実施しており、企業価値評価の難易度が高い状況であった

そこで、**オープンイノベーションの進捗を株式転換条件として設定することで、シナジーの有無を確認してから株式取得ができることから、コンバーティブル・ローンを選択。**

- ・ また、仮想通貨関連規制の情勢変化によるリスクを軽減する条項も設定

#### コンバーティブル・ローンを選択した理由

事業会社B社では、これまでにコンバーティブル・ローンを利用した実績が無く、企業内の認識共有に一定の時間を要した。

また、利用当初は、会計・税務処理上の取扱いにおいては、不明な点が存在した。  
※事業会社B社は、本件含む3件でコンバーティブル投資手段を利用。

#### 実務上の課題

# 自社のリソースを活用した実証実験を実施するにあたり、 新株予約権付社債を活用し、スタートアップと協業

## オープンイノベーションにおける新株予約権付社債の活用例

JR東日本スタートアップは、オープンイノベーションにおいて、新株予約権付社債を活用し、自社のリソースを活用したいスタートアップと実証実験の実施を予定

### JR東日本スタートアップの事例



#### 投資概要

事業共創拠点「STARTUP STATION」を設立

- 優れたアイデアや先端技術を持つスタートアップとともに、JR東日本グループの経営資源を活用した事業共創を実現するビジネス拠点
- 共創を希望する、概ねシード・アーリー期のスタートアップが発行する**新株予約権付社債を引き受けること等で最大500万円の資金を提供**
- 優れたアイデアや先端技術を持ち、JR東日本グループとの協業を希望する、概ねシード・アーリー期のスタートアップが対象
  - JR東日本のリソースを活用した実証実験を可能にする・実証実験でKPI達成が見込まれたスタートアップには資本業務提携を含め、さらなる協業推進を約束

#### 新株予約権付社債を選択した理由

シード期のスタートアップに対して、PoC資金を支援する手段の1つとして新株予約権付社債を選択

- 新株予約権付スキームを1手段として採用し、プロダクトやサービスが不確定な段階であるシード期スタートアップに出資を実施

#### 実務上の課題

PoCの条件設定にあたっては、個別具体的な合意・検討が必要となる点

# 新株予約権を活用し、小型ロケットの打ち上げに向けたオープンイノベーションを実施

## オープンイノベーションに際する新株予約権の活用例

小型ロケットの打ち上げに取り組むインターステラテクノロジズと宇宙事業の拡大を図る丸紅は、新株予約権により小型ロケットの事業化に向けた協業を実施。

### 丸紅とインターステラテクノロジズの協業事例

**Marubeni**



**INTERSTELLAR TECHNOLOGIES**

#### 案件概要

シード期スタートアップのインターステラテクノロジズは、2016年、小型ロケットの打ち上げに向けて丸紅に新株予約権を発行し、同社と共同で事業化に向けた研究開発を開始。小型ロケットの打ち上げ・事業化の進捗に応じた新株予約権行使基準を設定し、オープンイノベーションの成功に向けたインセンティブ強化を実現。

16年  
2月

19年  
11月

▲  
新株予約権引受

▲  
新株予約権行使

その後、2019年に新株予約権行使により株式を取得し、更なる連携強化を図る。

#### 新株予約権を 選択した理由

#### 投資先の企業価値評価が困難な段階で協業を行う必要があった

- 小型ロケット事業は、多大な市場機会を有する一方で、事業化に至るハードルは高いため、商品開発の途上にあるシード期の企業については、その価値評価が困難。
  - 他方で、小型ロケット事業には、多額の先行投資や、技術革新だけでなく事業化までを見据えたノウハウの提供が極めて重要。
- ⇒両社は、新株予約権の活用によって、厳格な企業価値評価を行うことなく先行投資・ノウハウ提供を実現。結果、3年後には小型ロケット打ち上げに成功し、事業化に向けて大きく前進。

#### 実務上の課題

- 調達側であるインターステラテクノロジズは、実務面で特段の課題に直面せず。
- 投資側である丸紅は、初めて利用するスキームであったため、社内での理解に時間を要した側面はあったが、新株予約権引受時・行使時ともに実務面で大きな課題は存在しなかった。

# コンバーティブル・エクイティを活用し、スタートアップとのオープンイノベーションを実現

## オープンイノベーションにおけるコンバーティブル・エクイティの活用例

三菱ケミカルは、スタートアップのつばめBHB株式会社との共同開発に際し、コンバーティブル・エクイティを利用した投資を実施。

### 三菱ケミカルとつばめBHBの事例



#### 投資概要

総合化学事業を行う三菱ケミカルは、小規模プラントにおいてオンサイトアンモニア生産（必要な量のアンモニアを必要とされる場所でアンモニアを生産すること）の実用化を目指すつばめBHBの**CE型新株予約権を2020年10月に取得（他の投資家と合わせて計3.65億円投資）**。

三菱ケミカルが独自に開発した化学品製造システムの研究開発に、出資先のつばめBHBの高性能アンモニア製造触媒と組み合わせ、**従来達成できなかった高効率かつ環境負荷を大幅に削減した次世代アンモニア製造プロセスの実現を目指す**。

#### CE型新株予約権を選択した理由

初期の研究開発型スタートアップは、MVP（Minimum Viable Product：実用化可能な最小限の商品）の具現化に向けた技術的ハードルが高く、企業価値評価が定まり切らない一方で、そのハードルを乗り越えるための研究開発には多額の先行投資を要する。

そこで、厳格な企業価値評価の先延ばしが可能であるというコンバーティブル・エクイティ型新株予約権の特徴を活用することで、共同研究に必要な資本提携を実現した。

#### 実務上の課題

投資側、発行体側ともに特段実務上の課題はなかった。

ただし、投資側の三菱ケミカルは、コンバーティブル・エクイティ型新株予約権によるスタートアップ投資の実績が無かったため、社内での理解を得るために一定の時間を要した。

# コンバーティブル・ボンドを活用し、上場スタートアップとのオープンイノベーションを実現

## オープンイノベーションにおけるコンバーティブル・ボンドの活用例

丸井グループは、上場スタートアップ\*のツクルバとの共同事業開発に際し、コンバーティブル・ボンド（転換社債型新株予約権付社債）を利用した投資を実施。

### 丸井グループとツクルバの事例



#### 投資概要

2020年7月、小売・金融事業を行う丸井グループは、中古・リノベーション住宅の流通プラットフォーム事業を行うツクルバの**コンバーティブル・ボンドを7億円取得し、リノベーション賃貸マンションブランドの共同開発**を図る。

#### コンバーティブル・ボンドを選択した理由

通常の株式取得ではなくコンバーティブル・ボンドを活用することで、厳格な企業価値評価の先延ばしを実現。これにより、コロナ禍による不確実な市場環境下においても大規模な資金供給を実現した。

また、ツクルバにとっては、コロナ禍の影響が大きい状況で株式発行することによるダウンラウンド化の影響を低減させることが出来るため、コンバーティブル・ボンドを選択した。

なお、投資を受けたツクルバは上場スタートアップであり、バンカブルな事業規模を有すると考えられることから、コンバーティブル・エクイティ等ではなくコンバーティブル・ボンドを選択しても問題無いと判断した。

#### 実務上の課題

投資側の丸井グループにおいては、コンバーティブル・ボンドの取得にあたり、特段課題はなかった。なお、同社が取得したコンバーティブル・ボンドは、一括法（P. 94参照）で会計処理を行った。

発行体側のツクルバにおいても、コンバーティブル・ボンドの発行にあたり、特段課題は無かった。

\*本頁では、便宜上、設立10年未満の企業をスタートアップという。

## 第4章

# 活用の具体策② - 事業会社とのオープンイノベーション

### 4-1 我が国における活用事例

### 4-2 活用に向けたポイント - 実務ガイドライン

# コンバーティブル投資手段を活用する場合、 スタートアップ側では、次の点に留意する必要

## 活用に向けたポイント – スタートアップ視点

前述のとおり、オープンイノベーション創出の文脈では、アーリー期以降のスタートアップがコンバーティブル投資手段を活用するシーンも見られ、契約スキームとしては、コンバーティブル・エクイティ（CE）と並び新株予約権付債権（CD）の活用も考えられる。

本節では、シード期のCE、アーリー期以降のCE、アーリー期以降のCDといった場合ごとに、スタートアップが留意すべき点を述べる。

※なお、新株予約権発行以降のポイントではシード期調達の場合と共通するポイントも多いため、第3章もあわせて参照されたい。

### スタートアップ視点でのポイント

#### 活用にあたっての実施すべき事項

#### 本ガイドラインにおける参照頁

検討

資本政策を検討した上で、適切な資金調達方法を選択

ポイント1  
調達方法の検討

P. 88~

交渉

4つの条件を考慮して、投資家と交渉

ポイント2  
契約内容の交渉

P. 89~

発行時

発行後

転換時

新株予約権発行以降のポイントではシード期調達の場合と共通するポイントも多いため、第3章参照。

## ポイント1：調達手段の検討

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 調達方法の選択

#### 調達手段選択の手順

事業会社がスタートアップに投資してPoCの実施を検討する際、通常選択肢として挙げるのは、ビジネス・アグリーメントによる直接負担、スタートアップに対するエクイティ出資等である。

この際、エクイティ出資について、普通株式・優先株式といった従来からの手段に限らず、コンバーティブル投資手段（エクイティ・デット）を俎上に上げ、選択肢としてフラットに比較することが重要である。

- スタートアップの視点では、コンバーティブル投資手段を用いることで、企業価値評価に伴う調整のロスタイムを最小化できる点が最大のメリットである
- コンバーティブル投資手段の中では、他の条件が同じであれば、返済義務を負わないCEが一般的にはスタートアップ側に有利である。
  - 特にシード期等でPLの赤字が続いているスタートアップの場合は、CEに的を絞り検討すべきである
- アーリー期以降等でPLの黒字化が達成できているスタートアップ企業であれば、敢えてCDを選ぶ、といった判断もあり得るので、事業会社との協業の重要性等も総合的に勘案し、CE・CDの選択肢の中から判断していく必要がある。
- CEの中での契約スキームは、「有償新株予約権型」等が選択肢となる。

#### 選択にあたっての留意点

なお、コンバーティブル投資手段（エクイティ・デット）を検討する場合には、スタートアップ側の資金ニーズが顕著であることが多く、スピード感をもった検討を求められる点に留意が必要。

- 資金ニーズが顕著である際に用いられることが多いため、通常の普通株式・優先株式と比べても素早く検討結果を出すことが求められる場合が多い

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 交渉のポイント

#### 交渉の基本

オープンイノベーションにおけるコンバーティブル投資手段の活用では、CE・CDとも、無償公開された契約ひな形は存在せず、契約内容については積み上げで慎重に検討を行う必要。

- J-KISS等のシード期向け契約ひな形を下敷きにすることは可能だが、目的が異なるため、その場合でも大幅な変更が必要となる
- このため、資金調達の実験が限られるスタートアップの場合は、弁護士等の専門家の関与を得ることが望ましい

#### 交渉のポイント

このため、契約内容を一概に論じることは困難だが、シード期投資で重要となる4つの交渉ポイントの重要性は、オープンイノベーションの文脈でも同様である。

- ディスカウント
- キャップ
- Exit時における優先分配権
- 転換期限

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

発行時

発行後

転換時

### 交渉のポイント（続き）

#### 交渉時の留意点

新株予約権付債権（CD）においては、「転換期限」の交渉時に、無理のない期限を設定する様、留意が必要。

- コンバーティブル・エクイティにおいては、転換期限を定めた場合でも、双方の合意があった場合に普通株に転換できる権利を付与することとなるため、資金返還の義務は発生せず
- 一方でCDにおいては、転換期限を迎えると返済の義務が発生
  - 転換期限を短く設定してしまったために、成長戦略・資本戦略上は、資金ニーズが無い中、次の資金調達ラウンドを前倒して発生させることが必要になった事例も存在

また、オープンイノベーションの文脈でのコンバーティブル投資手段では、転換のトリガーとなる条件が次ラウンドの成立ではなく、協業に際する計画の進捗となる事例も存在。この場合は、何をマイルストーンとするか、個別の状況に応じた見極めが重要となる。

- 例えば、PoCの計画通りの実行や、一定数のユーザー獲得といったビジネス上のマイルストーンを設定することが多い
- 特に、アーリー期以降のスタートアップでCDを用いる場合には、業務上のトラブルで転換条件が満たせず、想定外の返済義務を負うといった事態に陥らないよう、綿密な設計が必要である

#### コラム：「知財戦略」の重要性

オープンイノベーションに取り組む際には、自社の「知財戦略」を入念に検討した上で、知財契約の失敗による事業の停滞を避けることが重要。

オープンイノベーションに際する知財面の検討事項については、特許庁の解説ウェブサイト“IP KNOWLEDGE BASE for Startup”（QRコード参照）等を参考にするのが良い。



# 事業会社がコンバーティブル投資手段を活用する場合は、次の点に留意する必要

## 活用に向けたポイント – 投資家（事業会社）視点

事業会社が投資家としてコンバーティブル投資手段に接する際は、ベンチャーキャピタル等の専門投資家に比べ、留意すべき点も多くなる。

本節では、事業会社の実務担当者が、CE・CDを用いてオープンイノベーション関連の取組を進める際のポイントを述べる。

※なお、新株予約権発行以降のポイントではシード期調達の場合と共通するポイントも多いため、第3章もあわせて参照されたい。

### 投資家（事業会社）視点でのポイント

活用にあたっての実施すべき事項	本ガイドラインにおける参照頁		
検討	投資スタイルを検討した上で、適切な投資手段を選択	ポイント1 投資手段の検討	P. 92~
交渉	4つの条件を考慮して、発行体と交渉	ポイント2 契約内容の交渉	P. 93~
引受時	新株予約権の引受け・債権の発生	ポイント3 新株予約権の引受け・債権の発生	P. 94~
引受後	発行体との適切なコミュニケーション	ポイント4 新株予約権の管理	P. 96~
転換時	実務課題に留意しながら、株式へ転換	ポイント5 株式への転換	P. 99~

## ポイント1：投資手段の検討

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 投資手段の選択

#### 投資手段の選択

事業会社がスタートアップに投資してPoCの実施を検討する際、ビジネス・アグリーメントによる直接負担、スタートアップに対する株式出資と併せ、コンバーティブル投資手段を選択肢とすることが重要な点は、事業会社側でも同様である。

特に、我が国の事業会社では、オペレーションの安定性を重視する結果、普通株式によるオーソドックスな出資に拘る傾向が見られる。普通株式による出資はあくまで選択肢のひとつであると捉え、フラットな視点で比較を行うことが重要である。

- 協業先のスタートアップに対して深くコミットし、出資当初から経営に関与するのであれば、普通株式・優先株式による出資は有力な選択肢である
- 一方のコンバーティブル投資手段は、一見複雑なスキームに見えるが、企業価値評価という実務上のハードル・懸念点をひとまず回避し、迅速な費用分担を実現できる点は事業会社にとって大きな魅力である
- 事業会社側の回収リスクのみを考えれば、アーリー期以降でPL黒字化が達成できているスタートアップに対しては、メザンファイナンスとしてCDを使うことも一案である
- ただし、オープンイノベーションのための投資で回収リスクを過度に重視することの妥当性は一考する必要がある
  - CEを使うという選択肢も十分にあり得、特に、シード期等でPLの赤字が続いているスタートアップと協業する場合は、CEが事実上唯一の選択肢となることが多い
  - CEとしては、「有償新株予約権型」等が選択肢となる

#### 選択時の留意点

- 例えば、コンバーティブル・エクイティにおける新株予約権の発行については、オープンイノベーション促進税制の適用に大きな制約がかかる点に留意が必要

※投資手段を選択時の詳細なメリット、デメリットについては、P. 65もあわせて参照されたい

## ポイント2：契約内容の交渉

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 交渉のポイント

#### 交渉の基本

オープンイノベーションにおけるコンバーティブル投資手段の活用では、CE・CDとも、無償公開された契約ひな形は存在せず、契約内容については積み上げで慎重に検討を行う必要。

- J-KISS等のシード期向け契約ひな形を下敷きには可能だが、目的が異なるため、その場合でも大幅な変更が必要となる
- このため、「コンバーティブル投資手段」の利用経験が乏しい事業会社の場合は、弁護士等の専門家の関与を得ることが望ましい

#### 交渉のポイント

スタートアップ視点でも見たように、契約内容を一概に論じることは困難だが、4つの交渉ポイントの条件設定は、この場合でも重要である。

- ディスカウント
- キャップ
- Exit時における優先分配権
- 転換期限

#### 交渉時の留意点

情報提供については、スタートアップ側に報告義務が無いことを踏まえ、発行時に頻度・内容について、目線を合わせておくことが重要。

- 契約書に追記・サイドレターを発行といった事例も存在

また、オープンイノベーションの文脈でのコンバーティブル投資手段では、転換のトリガーとなる条件が次ラウンド成立ではなく、協業に際する計画の進捗となることも多い。この場合は、何をマイルストーンとするか、個別の状況に応じた見極めが重要となる。

- 例えば、PoCの計画通りの実行や、一定数のユーザー獲得といったビジネス上のマイルストーンを設定することが多い
- 特に、アーリー期以降のスタートアップにCDを用いる場合には実際に返済義務を生じさせる契約は可能だが、長期的リターンを最大化するための慎重な設計が求められる

なお、契約時に創業者個人への買取請求が可能な買取請求権を確保するといった行為は、スタートアップ・エコシステムの健全な発展を阻害しかねないため留意が必要である。

## ポイント3：新株予約権の引受け・債権の発生

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

## 引受時の会計処理（一般的な仕訳例）

## 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ

新株予約権を取得したときは、有価証券の取得として処理する。

【仕訳例】 新株予約権（1個）を100払込を行い取得した。

（借方）投資有価証券〔資産〕100 / （貸方）現預金〔資産〕100

※保有目的区分によって勘定科目が異なることに留意が必要

## 《参考》

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」第7項、第37項

## 新株予約権付社債等

## 転換社債型新株予約権付社債の取得価額（一括法）

社債の対価部分と新株予約権の対価部分に区分せず、普通社債の取得に準じて処理し、権利を行使したときは株式に振り替える。

【仕訳例】 新株予約権付社債（1個）を100払込を行い取得した。

（借方）投資有価証券〔資産〕100 / （貸方）現預金〔資産〕100

## その他の新株予約権付社債の取得価額（区分法）

社債の対価部分と新株予約権の対価部分に区分した上で、社債の対価部分は普通社債の取得に準じて処理し、新株予約権の対価部分は新株予約権の取得者側の会計処理に準じて処理する。

【仕訳例】 新株予約権付社債を行い100払込を行い取得した。なお、新株予約権部分は20、社債部分は80とする。

（借方）投資有価証券（予約権分）〔資産〕20 / （貸方）現預金〔資産〕100  
投資有価証券（社債部分）〔資産〕80

## 《参考》

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」第20項、第22項

※新株予約権付手形（CN）等の詳細については、この限りでないため、個別の状況に応じて監査法人・公認会計士等への相談が推奨される

## ポイント3：新株予約権の引受け・債権の発生

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 引受時の税務

#### 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ

#### オープンノベーション促進税制の適用

コンバーティブル・エクイティを用いた投資はあくまで新株予約権に対する投資であるため、オープンノベーション促進税制の適用に大きな制約がかかる点に留意。

- 新株予約権取得時点では、オープンノベーション促進税制の対象外である
- 新株予約権を行使して、株式を金銭の払込みにより取得した際には対象となるが、コンバーティブル・エクイティの枠組みでは一般的に、「1円」等の低廉な額を払い込む運用がなされるため、税制優遇の効果は非常に限定的となる

### 課税の形態

有償発行である新株予約権においては、時価発行である場合と、有利発行として付与される場合において、課税の形態が異なる。

有償で発行される新株予約権型コンバーティブル・エクイティは、複数の第三者である投資家あるいは企業が、予め定められた一定の条件に合意して引き受けるものであること、また次の資金調達ラウンドの株式をディスカウント価格で取得することについては、早期に投資するリスクに見合うものであると認められる水準であること等により、適正な時価であると解釈される余地がある。

- なお、J-KISSの様に、公開された雛型の水準であれば、過剰なディスカウントではないと解釈される余地がある
- ただし、会社法上有利発行としての手続きにより発行される場合には、法人税法等の法令上受贈益の発生が認められ、税務上も有利発行として取り扱うべきとなるため留意が必要である

#### 新株予約権付社債等

#### オープンノベーション促進税制の適用

社債・融資等と新株予約権の取得であるため、新株予約権取得時には、オープンノベーション促進税制の対象外となる。

## ポイント4：新株予約権・債権の管理

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 企業ガバナンスへの関与

#### 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ

新株予約権を持つ間、通常株主が有するような関与権限がないことに留意が必要である。

- 資金調達ラウンド・転換前の段階では、株主総会への出席のように定期的な報告を受ける明示的な権利はない
  - 出資時の契約で情報請求権を盛り込むなど、個別の状況に応じたコミュニケーションを確保することが多い
  - J-KISSの雛型上では、500万円以上の出資を行った「主要投資家」に一定の範囲で情報請求権が認められている

#### 新株予約権付社債等

CDの場合は債権者兼新株予約権者であり、CEと同様に、転換までの間、通常株主が有するような関与権限がない。

- ただし、契約書の設計次第で、情報請求権や情報提供義務を設定することも可能
  - 適切なガバナンスの確保のためには、試算表の提出等、必要な情報を得られる様に条件を付すことが望ましい

※株主・会社全体の利益と反する行動を取ると、スタートアップの企業価値の最大化が阻害されるリスクがあるため留意が必要

## ポイント4：新株予約権・債権の管理

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 引受後の会計処理

#### 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ

適用している会計基準によって、新株予約権の取り扱いについては、対応が異なる点に留意。個別の状況に応じて監査法人・公認会計士等への相談が推奨される。

#### ①日本会計基準

- 新株予約権は、取得時の時価を以て貸借対照表価額とし、引受後に価値の毀損が認められる場合には、減損処理の検討が必要となることが想定される。

※金融商品会計基準（企業会計基準第10号）及び同実務指針（会計制度委員会報告第14号）等を参照

#### ②IFRS

- 原則として、当初認識後に公正価値で測定することが必要
  - 極めて限定的だが、原価が公正価値の適切な見積もりとして認められる場合も存在  
該当可能性がある場合は、「IFRS9 B5.2.3-5、BC5.18」等を参照し、個別に判断
- ※「IFRS9 A」「IFRS9 B5.2.3-5、BC5.18」を参照

なお、米国会計基準における詳細はこの限りでないため、フェアバリューの考え方、それに伴う評価損益の認識・測定・開示の仕方等について、個別の状況に応じて監査法人・公認会計士等への相談が推奨される（ASU2016-01（金融商品）等を参照）

#### ③投資事業有限責任組合会計基準

- 毎期の評価替えは必須ではなく、業績が見込みより悪化している場合には、評価減を検討する必要がある
- 評価減を実施する場合においては、回収可能性につき、以下ランク別に見積もりを実施
  - A：投資の短期的な状況について懸念がある場合：取得価額の75%
  - B：投資の長期的な状況について懸念がある場合：取得価額の50%
  - C：業績回復のため挺入れしなければ投資原価が回収できないと懸念される場合：取得価額の25%
  - D：投資原価が回収される見込みがなくなった場合：備忘価格

※「投資事業有限責任組合契約（例）及びその解説（投資資産時価評価準則）」を参照

※組合契約により定められるため、上記はモデル契約書に記載された評価基準であることに留意

## ポイント4：新株予約権・債権の管理

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 新株予約権付社債等

投資家である事業会社が適用している会計基準によって、新株予約権付社債の取り扱いにおいても、対応が異なる点に留意。

なお、新株予約権付手形（CN）等を利用する場合や、米国会計基準を採用する事業会社の場合は、下の限りではない。従って、個別の状況に応じて監査法人・公認会計士等に相談することが推奨される。

#### ①日本会計基準

##### 転換社債型新株予約権付社債の場合（一括法）

- ・ 転換社債型新株予約権付社債の取得価額は、社債の対価部分と新株予約権の対価部分に区分せず、普通社債の取得に準じて処理するため、引受後に明らかに価値の毀損が認められる場合には、一体として回収可能性の検討を行う

##### その他の新株予約権付社債の場合（区分法）

- ・ 取得価額は、社債の対価部分と新株予約権の対価部分に区分した上で、社債の対価部分は普通社債の取得に準じて処理し、新株予約権の対価部分は新株予約権の取得者側の会計処理に準じて処理するため、引受後に明らかに価値の毀損が認められる場合には、それぞれの部分について回収可能性の検討を行う

《参考》

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」 第20項、第22項

#### ②IFRS

- ・ 新株予約権付社債については、社債部分と新株予約権部分を、単一の金融資産として処理を行う
  - ・ また、新株予約権部分が存在する限り、通常は公正価値で評価を行うことが必要
- ※「IFRS9.4.3.2」「IFRS9.B4.1.14」を参照

#### ③投資事業有限責任組合会計基準

- ・ 「有償新株予約権型」と同対応

## ポイント5：株式への転換

検討

交渉

引受時

引受後

転換時

### 転換時の会計処理（一般的な仕訳例）

#### 有償新株予約権型コンバーティブル・エクイティ

新株予約権の権利を行使し、発行者の株式を取得したときは、当該新株予約権の保有目的区分に応じて、株式に振り替えることになるが、個別の状況に応じて監査法人・公認会計士等への相談が推奨される。

【仕訳例】 BS計上されていた投資有価証券（新株予約権）100（1個）を行使に伴い払い込んだ1とともに投資有価証券等に振替計上する。

（借方）投資有価証券 [資産]	101	（貸方）投資有価証券 [資産]	100
		現預金 [資産]	1

#### 《参考》

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」第8項

#### 新株予約権付社債等

新株予約権の権利を行使し、発行者の株式を取得したときは、当該新株予約権の保有目的区分に応じて、株式に振り替えるのは同じ。

既出の区分法で処理されていた場合には、当該区分処理されていた分も含めて、株式に振り替える。

※新株予約権付手形（CN）等については、詳細はこの限りでないため、個別の状況に応じて監査法人・公認会計士等への相談が推奨される

### 転換時の行使価格払込

会社法上、新株予約権の行使には、予約権発行時の払込とは別に、権利行使のための払込が再度必要になることに留意。

- 「有償新株予約権型」の場合は予約権発行時に既に金銭を払い込んでおり、行使価額は「1円」等の低廉な額を形式的に払い込む形となる
- この払込金額は、予約権発行時の払込金額と合わせ、有価証券として会計処理することとなる

※本ガイドラインは、令和2年12月28日時点における法令等に則り作成したものであるため、最新の法令等を確認の上、各自の責任において利用されたい。



---

参考①

「コンバーティブル投資手段」に関する研究会 概要

# 「コンバーティブル投資手段に関する研究会」の概要① (敬称略)

委員	会計・座長	早稲田大学 大学院経営管理研究科 教授 長谷川 博和
	法務	森・濱田松本法律事務所 パートナー 増島 雅和
	税務	KPMG税理士法人 パートナー 渡邊 直人
	スタートアップ	株式会社SPACE WALKER Co-Founder・代表取締役CEO 眞鍋 顕秀 Co-Founder・取締役COO・CFO 保田 晃宏
	投資家	Coral Capital 創業パートナー 澤山 陽平
	事業会社	オムロン株式会社グローバル理財本部企画室 (兼) イノベーション推進本部CTO室 経営基幹職・専門職 水本 智也 オムロンベンチャーズ株式会社 アソシエイト 久松 祐一
事務局	経済産業省	経済産業政策局 産業創造課、新規事業創造推進室
	委託調査事業 受託事業者	株式会社ボストン・コンサルティング・グループ (BCG)

# 「コンバーティブル投資手段に関する研究会」の概要② (敬称略)

## 第1回研究会

### 概要説明

- 趣旨説明：経産省産業創造課 課長 金指 壽
- 委託調査の進捗報告：BCG マネージングディレクター&パートナー 丹羽 恵久  
プリンシパル 森原 誠

### ヒアリング

- ヒアリング
  - ①スタートアップ：ノイン株式会社 土屋 輝章
  - ②VC：スパークス・アセット・マネジメント株式会社 出路 貴規
  - ③事業会社：TEPCO i-フロンティアズ株式会社 青松 敬明、四方田 茂和
- 委員によるQ&A、議論

### クロージング

- 議論結果のまとめ：長谷川委員
- ご挨拶：経産省 大臣官房審議官 中原 裕彦

## 第2回研究会

### オープニング

- ご挨拶：経産省産業創造課 課長 金指 壽
- 調査事業に関する進捗報告：BCG シニアコンサルタント 山地 響子

### ガイドラインについての議論

- 事務局説明
  - ①スタートアップ視点での検討事項：経産省新規事業創造推進室 室長補佐 高木 彩
  - ②投資家視点での検討事項：経産省産業創造課 課長補佐 安藤 裕介
  - ③オープンイノベーションに際する検討事項：経産省産業創造課 係長 太田 優人
- 委員による議論

### クロージング

- 議論のまとめ：長谷川委員
- ご挨拶：経産省新規事業創造推進室 室長 古谷 元

※オブザーバー：経産省 大臣官房審議官 中原 裕彦、産業創造課 係員 柳 真裕他同省職員

## 公開セミナー

### 第一部

- 講演
  - ①コンバーティブル投資手段の特徴・利用状況：経産省産業創造課 係長 太田 優人
  - ②コンバーティブル投資手段の留意点：経産省産業創造課 課長補佐 安藤 裕介
- 利用事例紹介
  - ①VC：スパークス・グループ株式会社 グループ執行役員 出路 貴規
  - ②スタートアップ：みんな電力株式会社 取締役CFO 伊藤 孝之
  - ③事業会社：JR東日本スタートアップ株式会社 代表取締役 柴田 裕
- パネルディスカッション  
- 澤山委員、眞鍋委員、増島委員

### 第二部

- 議論のまとめ：長谷川委員
- ピッチ
  - ①登壇企業
    - 株式会社ファームステーション 代表取締役 酒井 里奈
    - 株式会社ポーラスター・スペース 代表取締役 中村 隆洋
    - 株式会社SoVa 代表取締役 山本 健太郎
  - ②コメンテーター  
- 澤山委員、久松委員、長谷川委員、経産省新規事業創造推進室 室長 古谷 元

---

**参考②**  
**本ガイドラインの策定にあたる協力者一覧**

# 本ガイドラインの策定にあたる協力者一覧

(敬称略・所属別五十音順)

	所属	氏名
スタートアップ	WOTA株式会社	前田 瑠介
	株式会社シン	大見 周平
	株式会社スマートラウンド	砂川 大
	株式会社Sova	山本 健太郎、住永 匠
	株式会社ファームステーション	酒井 里奈
	株式会社PROVIGATE	関水 康伸
	株式会社ボーラスター・スペース	中村 隆洋
	株式会社未来機械	山本 大
	株式会社ムスカ	安藤 正英
	Kyoto Robotics株式会社	田原 正崇
	GROOVE X株式会社	林 要
	Degas株式会社	牧浦 土雅
	Telexistence株式会社	富岡 仁
	トリプル・ダブリュ・ジャパン株式会社	小林 正典
	ノイン株式会社	土屋 輝章
	VISITS Technologies株式会社	松本 勝
	VC	みんな電力株式会社
メドメイン株式会社		岩川 龍之介
アーキタイプベンチャーズ株式会社		福井 俊平
Upstart Ventures株式会社		上杉 修平
イーストベンチャーズ株式会社		福海 道登
伊藤忠テクノロジーベンチャーズ株式会社		一同
インキュベイトファンド株式会社		村田 祐介
Incubate Fund US GP, L.L.C.		野津 一樹
Eight Roads Ventures Japan		デービッド・ミルスタイン、鈴木 利衣菜
株式会社INCJ		大島 怜
株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ		福島 智史、磯田 将太
株式会社ジエネシア・ベンチャーズ		鈴木 隆宏
株式会社プライムパートナーズ		堀部 大司
グローバル・ブレイン株式会社		立岡 恵介
株式会社サムライインキュベイト		米山 怜奈、久保 浩成
ジャフコグループ株式会社		緒方 健人
Spiral Capital株式会社		堀口 雄二
スパークス・グループ株式会社	出路 貴規	
千葉道場株式会社	石井 貴基	
Beyond Next Ventures株式会社	植波 剣吾	
リアルテックホールディングス株式会社	熊本 大樹	
事業会社・CVC	朝日メディアラボベンチャーズ株式会社	山田 正美
	株式会社フジ・メディア・ホールディングス	若月 賢一
	株式会社丸井グループ	青木 正久
	株式会社三井住友銀行	羽毛田 泰誠
	KDDI株式会社	石井 亮平、富塚 尚志、山口 和訓
	JR東日本スタートアップ株式会社	柴田 裕
	双日株式会社	井川 淳
	ソニー株式会社	吉村 崇司
	高砂熱学工業株式会社	経理財務部
	TBSイノベーションパートナーズ合同会社	片岡 正光
	TEPCO i- フロンティアズ株式会社	青松 敬明、四方田 茂和
	東急株式会社	加藤 由将
	東急不動産株式会社	伊藤 秀俊
	東急不動産ホールディングス株式会社	坂東 太郎
	東レ株式会社	栗原 正明
	丸紅株式会社	航空宇宙・防衛事業部
	三菱ケミカル株式会社	松尾 武士
有識者	EY新日本有限責任監査法人	齊藤 直人
	EY弁護士法人	伊藤 多嘉彦
	一般社団法人新経済連盟	小木曾 稔
	EDiX Professional Group 江戸川公認会計士事務所	江戸川 泰路
	株式会社Angel Funding	鳥居 佑輝
	株式会社タスク	竹山 徹弥
	株式会社日本クラウドキャピタル	松岡 司、布施 知芳
	株式会社ブルータス・コンサルティング	山田 昌史、根岸 秀明、岡野 健郎、内村 匡一、石田 良輔
	株式会社ユーザベース	森 敦子
	Creww株式会社	伊地知 天
	グロース・キャピタル株式会社	嶺井 政人
	ニッセイアセットマネジメント株式会社	井口 譲二
有限責任 あずさ監査法人	坂井 知倫	

※上記の所属は協力いただいた時点のもの。



経済産業省