

ベンチャー・キャピタル (VC) 契約と優先株

佐 賀 卓 雄

要 旨

スタートアップへの投資に特化するベンチャー・キャピタル (VC) は、その極度に高いリスクに対応するために、VC サイクルと呼ばれる独特の投資スタイルを発展させてきた。それぞれのVCは独自の投資哲学に基づいて、スクリーニング (投資案件の精査と選択)、モニタリング (投資先の事業の監視)、エグジット (投資の回収) というプロセスの過程で、独自の基準と評価方法に依拠して、将来、けた違いのスケールに成長する可能性のあるスタートアップを発掘し、資金的のみならず経営面での助言を行う。

スタートアップは、VC からの投資を受ける際に、優先株を発行することが多い。その優先権の内容については、発行の際に両者の間で取り交わされるタームシート (契約の主要条件をまとめたもので、契約書の前段階の文書) において、配当や残余財産の配分、取締役の選任や議決権の配分などの基本的な事項について、将来起こりうる事態 (contingency) を想定して詳細に定められている。VC にとってはこれもリスク・ヘッジの一つで、あらかじめ非希薄化条項や取締役の選任権などを明確にすることによって、ダウンサイド・リスクに対処する。

国際的にみれば、スタートアップの優先株発行による資金調達が一般的という訳ではないし、歴史的にもそうであった訳ではない。本稿では、アメリカにおけるスタートアップとVCとの関係の歴史的経緯を踏まえて、スタートアップの優先株利用の背景と実態を明らかにする。その主要な要因の一つとして優先株の税制面での利点も指摘されているが、それを含めて包括的な分析のためにはさらに国際的な比較が必要である。

キーワード：ベンチャー・キャピタル, リスク・ヘッジ, 不完備契約, 残余コントロール権, 状態依存型コントロール (state-contingent control), 優先株

1. はじめに
2. スタートアップの資金調達と不完備契約論
3. VC 契約の変遷
 - 3.1 伝統的な VC 契約

- 3.2 VC 契約の標準化
4. VC 契約と優先株
5. 終りに

1. はじめに

アメリカでは、ベンチャー・キャピタル (VC) から資金提供を受けるスタートアップは、優先株 (Preferred Stock) を発行することが多い。優先株は一般的には普通株に対して配当、残余財産の配分などについて優先的な権利を保証するもので、スタートアップのようなハイリスクの投資分野におけるダウンサイド・リスクの回避あるいは軽減に寄与するものと理解されている。スタートアップの創業者は自らは普通株を保有し、VC には優先株を発行することが多い。

この限りでは、創業者がリスクを負い、またそれに投資する VC ファンドを組成する VC はジェネラル・パートナー (GP) としてファンドのリスクを負い、それにリミテッド・パートナー (LP) として参加する機関投資家は投資額を限度とした有限責任を負うという構造になっている。

このリスク負担の構造はそれなりに合理的にみえるが、いくつかの疑問が残る。上場企業では優先株の発行が例外的であるにもかかわらず、スタートアップの資金調達で積極的に利用されているのはなぜか。歴史的にみると、1930年代前半の不況期までは、アメリカの上場企業による優先株の発行も多かったが、その後、余り利用されなくなっている。

また、スタートアップによる優先株の発行も

一貫して多かった訳ではない。VC 契約の標準化が進められる2010年代前半までは、転換ノートと負債がより多く利用されていた。さらに、一口に優先株といっても、優先権の内容によって、普通株に近いものから負債に近いものまで様々である。

従って、現実に発行されている優先株の実態を踏まえて、ハイリスクなスタートアップへの投資に対するリスク・ヘッジの仕組みを明らかにする必要がある。

2. スタートアップの資金調達と不完備契約論

伝統的に、企業理論は株式保有が広く分散した公開会社を対象に、エージェンシー問題、非対称情報の存在によって生じるインセンティブ問題を中心に取り上げてきた。つまり、株式保有の分散にともない、支配的な株式を保有していない経営者が株主の利益に沿わない行動を採る可能性を如何に最小限に抑えるかという問題である。経営権を握った経営者は株主よりも経営に関する詳細な情報を持っているから、情報上優位に立つことができ、しばしば株主利益を損なう行動を採る可能性がある。

このプリンシプル (株主) とエージェント (経営者) の利害対立が、様々な問題の構造的な背景とみなされ、その解消の方策が模索されてきたのである。経営者の独断的な自己利益の追求

を防ぐために、監査委員会の導入などの取締役会改革、ストック・オプションの導入による株主との利益の一体化（株主価値の最大化）などが追求されてきた。

いうまでもなく、VCからの投資を受けるスタートアップについてはいささか事情が異なる。まず、株主は創業者とVCだけであるため、VCシンジケートが組織されていればそのメンバー間での利害対立がありうるが、その調整は直接的で分かりやすい。しかし、両者が本質的に異なるのは、経営を取り巻くリスク環境であろう。

一般的にスタートアップの存続率は5年で約半分といわれるほどリスクが高い。VCの投資を受けられるのはその厳しい審査を受けたごく一部のスタートアップに留まるが、その後の成長によってアメリカ経済に大きく寄与してきた¹。VCはこの「ベキ乗則」(Power Law)が作用するとされるハイリスクの投資分野で巧妙かつ体系的なリスク・ヘッジの仕組みを構築することによってその成長を支え、利益を上げてきた独特の金融仲介業者である²。

それはVCサイクルとも呼ばれているが、スクリーニング(投資案件の精査と選択)、モニタリング(投資先の事業の監視)、エグジット(投資の回収)からなる³。最も重要なのはスクリーニングで、VCは様々なルートで持ち込まれた案件を精査して投資を決定する。スタートアップは財務データなどはないから、依拠できる情報は創業者の人物とビジネスプランだけである。この際、VCがアーリー・ステージか、その後のレイト・ステージに特化しているかに

よっても異なるが、重視するのは創業者の人物(あるいはマネジメント・チーム)、ビジネス・アイデア、製品・サービスの市場性についての総合的判断かそれらのいずれかに重点を置いて投資判断を行う。

また、次のモニタリングとの関連で、日常的に経営上の諸問題について相談できる地理的な近接性も重要な条件である。アメリカの起業の中心地の一つであるシリコンバレーでは、数社のVCが一つのビルの中に所在しているのも情報の収集、伝達の効率性が高いからである。VCは相互に日常的な交流を通じて情報を交換し、時にはシンジケートを組織して、投資に参加する。サンドヒル・ロードという通りにVCが密集しているのは偶然ではない。

リーマン・ショックの頃まではハンズオン型のVCがほとんどで、日常的な接触はもちろん、取締役としての経営参加が普通であった。しかし、機関投資家の運用ルールの緩和によって、スタートアップに豊富な投資資金が流入すると、創業者とVCの力関係が微妙に変化してきた。VCの中には、Yコンビネーターやピーター・ティールのファンダーズ・ファンドあるいはソフトバンクのビジョン・ファンドのように、その事業分野に最も精通している創業者に経営を任すべきだとするハンズオフ型のVCの存在感が強まった。創業者の方でも、VCの経営への干渉を忌避し自立性を維持するために、複数の議決権が付与されたデュアル・クラス・シェアを発行する事例も現れた。

もっとも、その後、セラノスの詐欺事件や、ウーバーやウィワークにおける創業者による株

1 VC投資会社(VC-backed Company)のアメリカ経済全体への貢献については、佐賀(2021)を参照されたい。

2 Mallaby(2022);邦訳(2023)。VCの投資の約4分の1は損失に終わる一方、約10%は10倍の利益をあげる(Gompers *et al.*(2016))。

3 VCのスクリーニングからエグジットまでの実態については、Gompers and Lerner(1999), Gompers *et al.*(2016)が詳しい。

主利益を無視した私的利益の追求が相次いだことから、VCの経営へのコミットの必要性が再認識されている。

エグジット（投資の回収）は、伝統的にはIPO（新規公開）が「成功のゴールド・スタンダード」と呼ばれ、VCの投資回収の王道であった。しかし、今世紀に入ってから、小型のIPOを中心に急激に減少し、M&Aによる投資回収の方が多くなった。また、IPOの条件が十分整っても、非公開のまま留まり時価総額が10億ドルを越える、いわゆるユニコーンが増加した。

スタートアップは資金調達ラウンドの度に異なる権利内容の優先株を発行し、有能な社員を雇用し転出を防ぐために従業員にも株式での報酬を提供している。この際、一定期間の勤務を条件として段階的に株式の一定割合を付与するベスティング(vesting)という制度が採られる。ストック・オプションの供与についても同様である。

しかし、これらの株式はそれらを自由に売買できる市場を欠いているために、客観的な評価額が分からないどころか換金が困難である。このため、2010年前後より非公開株の流通市場が創設され、そこで部分的な流通性が付与されている⁴。

VCサイクルを簡単にみてきたが、公開会社との本質的な違いはその投資契約の性格であろう。大きな違いの一つは、投資証券が株式市場で売却できない、つまり流通性を持たないことである。これは非公開株式の流通市場が創設さ

れても、その市場参加者が限定されているため、根本的には解消されていない。そのため、VCはあらかじめ様々なリスク回避手段を用意する。負債であれば償還時期と金利が確定されるが、普通株式ではすべての債権者への支払い後の残余利益への権利が与えられるという形で最終的なリスクを負担する。スタートアップの資本調達では、創業者が普通株を保有し、VCは優先株を保有するのが一般的である。もっとも、その優先権の内容は多様で、それによって普通株の性格に近いものから負債に近い性格のものまで作成できるのが特徴である⁵。

ところで、将来起こりうるあらゆる事態を契約に織り込むことができないとする不完備契約論(incomplete contract)⁶では、こうした投資家行動は合理的とみなされる。この提唱者であるオリバー・ハート(Oliver Hart)によると、そもそも完全な合理性を持たない人間が将来起こりうる事態をすべて想定して契約を結ぶと仮定することは非現実的で、その意味で契約はすべて本質的に不完備である。想定外の事態が生じた時には契約の再交渉が必要になってくるが、その時に重要なのは資産に対する所有権、具体的には「残余コントロール権」(residual control right)である。教科書的にいえば、所有権とは、モノに対する使用、収益、処分の権利であるが、残余コントロール権とは資産の所有に関わるいっさいを自由に決定できる権利である⁷。

この議論の初期には、ロナルド・コースヤオ

4 非公開株の流通市場については、佐賀(2021)を参照されたい。

5 最適資本構成論では、優先株はその権利の内容に応じて、普通株あるいは負債として扱われている。

6 不完備契約については、Hart(1995)、(2001)、Hart and Moore(1999)、Aghion and Bolton(1992)を参照されたい。なお、ハートが自身の研究遍歴を述べたノーベル賞受賞講演録(Hart(2016))はその問題意識と他の分野への応用について簡潔にまとめている。

7 ハートは所有権を残余所得に対する権利として、残余コントロール権と区別している(Hart(1995); 邦訳(2010)、第3章第4節、参照)が、ここではそこまで厳格な区別は必要ではないので、両者を同じものとして扱う。

リバー・ウィリアムソンらの取引コスト論の延長で、スポット的な市場取引と企業組織の選択を取引コストの観点から比較し、企業内取引が優位に立つ条件などを分析した。その関連で、一定の条件下では企業内取引が優位に立つとしても、それには限界があり企業組織が取引全体を包摂することはないとされた。例えば、GMとその車体供給メーカーであるフィッシャー・ボディとの関係が取り上げられ、後者はそのニーズに応えるために関係特殊的投資が必要になる、他方ではGMは一時的な需給の変動に対応するためにフィッシャーに生産水準の調整を求めてもそれにスムーズに応じてもらえないというホールドアップ問題が生じる可能性がある。これらの問題はGMがフィッシャーを買収すれば解決する⁸。従って、20世紀後半の活発な垂直統合の動きが上手く説明できるように考えられたのである。

しかし、この動きも無限定に続くわけではなく、企業の境界はどのように決まるのかということが問題となった。ここでも、市場取引と企業内取引にともなう取引コスト（企業内取引の場合には、組織内の調整コストなど）の比較によってその適当な組み合わせが選択されるとみなされた。

不完備契約論はこのように主として財の取引を対象にしていたが、いうまでもなく金融取引にも適用可能である。先ほどのGMとフィッシャーとの関係で、フィッシャーが独立的存在に留まり外部からの資金を導入するでしょう。投資家

はもちろん将来のリターンを期待して投資するが、フィッシャーがそれによって得られる利益を配当として支払わずに、経営者報酬を増加させたり投資家に相談なしに独断で自己に都合の良い支出に充てたりという可能性が考えられる。これは既にエージェンシー問題として論じられてきたが、不完備契約論ではやや異なる方向性を提示する。Aghion and Bolton (1992)は、経営者に完全なコントロール権を与えると企業の利益 (profit) を犠牲にして自己の私的便益 (private benefit) を追及する、反対に投資家に完全なコントロール権を与えると、経営者の意欲を削ぐことになりかねない、というトレードオフに当面するという。ここで、経営者の私的便益は必ずしも金銭で計られるものではなく、地位や評判などの非金銭的な要素 (non-monetary elements) を含む。この結果、この解決策はコントロールを「状態依存的」(state-contingent)⁹なものにすることであるという。つまり、企業利益と経営者の私的な便益のいずれが重要であるかに応じてコントロール権を付与することである。そして、重要なのは、企業利益と私的便益が拮抗していて、企業業績が順調に推移している時は、投資家 (VC) は経営への関与を小さくし、逆に経営の状況が良くない時は、経営者は自己の私的便益を保持するために経営を立て直す意思が強いので、投資家がコントロール権を保持すべきだと主張する¹⁰。

VC契約の実態を分析 (14VCによる213件の投資) したKaplan and Strömberg (2003)は、

8 GMとフィッシャー・ボディの例については、Hart (1995); 邦訳 (2010), 8-11頁, を参照されたい。

9 これはAghion and Bolton (1992)を要約したHart (2016)で使われている言葉で、前者では'contingent control'という言葉が使われている。

10 Aghion and Bolton (1992)。なお、ここでの説明はHart (2016), pp.376-78に拠っている。実際、Aghion and Bolton (1992)は、コントロール権が財務的、非財務的、そして経営者の行動によって左右されるという契約が一般的であることを明らかにしている (p.294)。

当時の極めて雑多な VC 契約の実情を詳細に分析したが、現状が基本的に Aghion and Bolton (1992) の主張と整合的であることを明らかにした。

スタートアップは VC (あるいはそのシンジケート) が唯一の株主であるから、取締役や議決権の配分については VC が過半を占めるのが妥当と思われるかもしれないが、必ずしもそうはなっていない。スタートアップの取締役会は平均 6 名で構成されているが、VC がその 25%、創業者が 14% で過半を占めていたが、61% ではどちらでもなく共同コントロール (shared control) ともいえる状態であった。業績が悪化した場合、VC がコントロールするという規定は 18% でみられた。また、議決権も同様に状態依存的で、すべての案件の 18% が該当した。

前世紀末までは、順調に成長軌道に乗ったスタートアップは 5 年程度で IPO に到達していたから、VC は持株を売却して投資を回収して

いた。VC はあくまで投資家であるから、多額のキャピタルゲインを得ることが目的であり、公開後の経営に関わる意図はない。しかし、期待通りには事業が上手くいかず業績が想定していた水準を下回った場合には、立て直しのために積極的に経営に関与するようになるのである。これが「状態依存型コントロール」といわれるものである。

実際、実証研究では、スタートアップの創業者のうち、IPO まで主導できたのはわずか 4 分の 1 に止まり、5 人のうち 4 人は株主によって CEO を退任させられるという¹¹。

ところで、VC とスタートアップとの間で様々な詳細な規定が取り決められるが、VC が最も重視する項目は、プロラタ権 (次の資金調達ラウンドに参加する権利)、残余財産分配請求権、非希薄化条項、バスティング、企業評価、取締役会のコントロールであり、オプション・プール (従業員のインセンティブとして確保される株式)、参加権、投資額、払戻請求権、配当、に

図表 1 VC 契約に必ず記載される項目 (covenant)

項目	内容
基本的な保護	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の規模の変更 ・投票ルールの変更 (コベナントの変更を含む) ・定款、付属定款、設立趣意書の修正 ・優先株の権利を剥奪するような行動 ・既発行株式を交換、再分類あるいは無効にする
償還と発行	<ul style="list-style-type: none"> ・契約で定められている以外の、普通株あるいは優先株への配当の支払い。いくつかの契約では、普通株への配当の支払いは認められている。 ・株式の償却、償還、買入れ、取得 (雇用の終了あるいは取締役の同意がある場合を除く)。 ・株式に転換する負債を含む、優先株に優位する株式の発行の認可 ・株式に転換する負債を含む、優先株と同順位の株式の発行の認可
エグジット	<ul style="list-style-type: none"> ・会社の清算、破産手続きの開始 ・M&A の提案。会社のすべての資産の売却、リース、ライセンス供与。いくつかの契約では、定められた金額以上での買収は認められる。

(注) 182 のファースト・ラウンドの契約が対象。頻度の少ないコベナントについても、Table 2 を参照されたい。

(出所) Bengtsson (2011), Table 2 より抜粋。

11 Gompers *et al.* (2016), Gordon and Orozco (2015)

については比較的柔軟に対応するといわれる¹²。図表1は、VC契約に必ず盛り込まれているコベナント（特記事項）をまとめたものである。これ以外では、負債の発行（ラウンド数の60％に記載）、劣後負債の発行（58％）、ビジネス・ラインの変更（24％）、資産の購入、中でも企業買収や株式の取得（24％）、資産の売却、中でも技術ライセンスの供与（23％）などが主要なものである¹³。

いずれにしろ、金融取引についての不完備契約論およびVC契約についての実証分析によって、VCのハイリスクな投資に対する対応のパターンが明らかになった。VCはさらに発行される証券についても様々な条項を組み込んでいる。

3. VC契約の変遷

Bartlett (2023) によると、VC契約が現在のようにならされるようになった契機として2つのことが指摘できるという。それは、Kaplan and Strömberg (2003) による実証研究が極めて雑多なVC契約の実情を詳細に明らかにし、それを受けて全米ベンチャー・キャピタル協会 (National Venture Capital Association, NVCA) がモデル・タームシートの作成と普及に取り組んだことである。これを契機に、VC契約の標準化が急速に進んだという。それ以前のVC契約と、その標準化について取り上げよう。

3.1 伝統的なVC契約

他の国同様、アメリカのスタートアップの生

存率は大変厳しく、5年で半分、10年で3分の1といわれる。もっともここで対象にするVCの投資対象となるスタートアップは起業数全体の約4000分の1といわれ、VCによる厳しい審査を通過したものである¹⁴。

ほとんどのスタートアップは、その資金を自己資金の他、3F (Family, Friend, Fool) から調達するが、外部からビジネスプランの将来性を認められれば、エンジェルと呼ばれる富裕な個人投資家からの出資を受けることもできる。さらに専門的な投資ノウハウを持った金融仲介業者であるVCからより多額の出資を得る可能性もある。VCは自己資金の他、ファンドを組成して機関投資家からの投資を勧誘する。

2003年にNVCAはKaplan and Strömberg (2003) が明らかにしたVC契約の不統一性を解消するために、モデル・タームシートをネット上で公開した。スタートアップを支援するための法務、金融、会計関係の事務所は地理的にそれぞれ特定の通りに集中して所在し、情報交換も極めて密である。このため、NVCAのタームシートも徐々に広まり、その採用は2004年の3%から2022年には約85%を占めるに至り、標準化が進んだという¹⁵。

他方、スタートアップの発行証券にも変化が現れた。以前は、繋ぎ融資の形での転換ノートの発行が多かったが、2012年頃より転換優先株の発行が多くなった。ノートは短期の融資であるから、資金繰りに頭を悩ませているスタートアップにとっては、より長期の、できれば返済義務のない出資の形態が望ましい。こうした要

12 Gompers *et al.* (2016), Section 3.4.1 and Table 18

13 Bengtsson (2011), Table 2。それ以外の特記項目については詳しくは同表を参照されたい。

14 Shane (2008); 谷口他訳 (2011), 128頁, 136-38頁。なお、同書はアメリカの起業の実況について包括的で客観的なデータを提示しており、大変参考になる。

15 Bartlett (2023)

望を汲む形で、スタートアップの法務では大手の法律事務所ウイルソン・ソンシニ (Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, WSGR) のパートナーであるヨウイチロウ・タクと、起業家育成のプログラムを提供するファンダーズ・インスティテュート (Founder's Institute) の創業者であるアデオ・レッシ (Adeo Ressi) は、ノートに代わる転換証券を考案した¹⁶。それは、一言でいえば満期と金利のない転換ノートであるが、配当請求権と主要事項についての議決権を持たないという意味では、ワラントの新形態であった。

それより少し遅れて、2013年末に起業家育成で有名な Y コンビネーターのキャロライン・レビー (Carolynn Levy) (それ以前は、ウイルソン・ソンシニに勤務) は、転換ノートに代わる SAFE (simple agreement for future equity) と呼ばれる転換証券を考案した。

ヨウイチロウ・タクとキャロライン・レビーの転換証券は、負債の満期と金利を取り除くという点で共通したものであるが、スタートアップの法務関係の業務は基本的に 6 大法律事務所によって行われていること¹⁷、また Y コンビネーターのようなアクセレレーターは訓練終了後、起業家としてデビューさせる際に VC 向けのプレゼンを行い出資を募るので、資金調達ラウンドへの影響力は極めて大きい。かくして、ネーミングもあって転換優先株 SAFE はその後、徐々に発行を増やしていく。

転換ノートから転換優先株への移行は、金利

と満期の負担を取り除くという意味で、基本的に創業者寄りの契約上の改革といえる。これには、2005年頃よりクラウド・ベースのサーバー、ソフトウェア、オープン・ソース・コードが利用可能になり、スタートアップの立ち上げに必要な資本が大きく減少したことが寄与しているという¹⁸。他方では、1990年代後半から今世紀初頭の IT ブームの中で、アマゾン、グーグル、フェイスブックなどのネット関連事業が急成長し、それに対応して VC の業績も好調が続けたのを見て、2010年代以降、年金基金、ミューチュアル・ファンド、ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティなどの、これまで VC 投資の世界には馴染みのなかった機関投資家が参入するようになった。この結果、スタートアップへの投資をめぐる需給関係が変化し、創業者が優位に立つ場面が増加した。

3.2 VC 契約の標準化

図表 2 はスタートアップの発行証券の種類である。ユニコーンは平均して 8 種類の証券を発行しているといわれるが、そこまで活動期間が長くないスタートアップでさえ、かなりの種類の証券を発行していることが伺える。ただし、これは 1986年12月から 99年 4月の期間のデータで、いわば標準化が進む以前の状態であるが、それでも資金調達ラウンド総数の約 96% が転換優先株を発行している。他の資料では、この時期までは転換ノートの発行が多いとされている¹⁹が、この表では転換ノートが見当たらないのは、

16 以下は、Coyle and Green (2014), IV. C, pp.165-71, による。

17 2021年に VC が関わった100万ドル以上の資金調達ラウンド約7,500件について、そのドキュメンテーション (契約書作成) の約60%が 6 大法律事務所 (Gundersen Dettmer (16%), Cooley (14%), Goodwin (8%), Wilson Sonsini (7%), Orrick (6%), Fenwick & West (5%), カッコ内はシェア、Pitchbook 調べ) の取扱いであった。

18 Coyle and Green (2014)

19 Coyle and Green (2014)

図表2 スタートアップの発行証券の種類

発行証券の種類	資金調達ラウンド数	割合 (%)
転換優先株	170	79.8
転換ゼロクーポン債	4	1.9
転換優先株と転換ゼロクーポン債	4	1.9
複数の普通株	3	1.4
転換優先株と普通株	16	7.5
転換社債と普通株	1	0.5
非転換優先株と普通株	3	1.4
転換優先株と非転換優先株	8	3.8
転換優先株, 非転換優先株, 普通株	4	1.9
普通株	1	0.5
(転換優先株のうち参加権を持つもの)	82	38.5

(注) 調査期間 1986年12月から1999年4月。転換優先株は213回の資金調達ラウンド中、204回を占め、170回は転換優先株だけによる資金調達、7回は転換証券を発行せず、複数の普通株あるいは非転換優先株と普通株を発行している。

(出所) Kaplan and Strömberg (2003), pp.284-86, Table 1 より作成。

恐らく転換ゼロクーポン債か転換社債に分類されている可能性がある。

その後大きく変化していることが予想されるが、残念ながらそれを総合的に示すデータはない。NVCAのモデル・タームシート²⁰や、VCのアンドリーセン・ホロウィッツ (a16z) の仮定のタームシート²¹は、シリーズA優先株についてのものである。以後の資金調達ラウンドの契約内容はこれに準じることになるであろう。普通株発行であれば権利関係は明確で、通常の会社法の規定に準拠すれば足りると思われるので、ここまで詳細な規定は必要がない。

ユニコーンの場合でいうと、シリーズ毎に異なる権利内容の優先株を発行するので、統計上は発行証券の種類はそれほど多くないという結果になる可能性が高い²²。シリーズA, シリーズB, …と発行され、負債を除いて、ノー

トを含めてそれ以外の発行証券については言及されることがないので、VC契約ではもっぱら普通株と転換優先株が発行されるとみられる(それに加えて、デュアル・クラス・シェア)。

優先株は、定められた特定のイベント、およびIPOの際に普通株に転換される。

4. VC契約と優先株

かつては上場企業の優先株の発行は珍しくなかった。しかし、現在では、優先株を発行している公開会社は約10%に留まっている。他方、1996-99年のスタートアップの200資金調達ラウンドのうち、189ラウンド(94.5%)において優先株の発行がみられる²³。スタートアップの資金調達では、優先株は支配的な証券になっているのである。

20 NVCA, *Model Term Sheet* (Last Updated July 2020)

21 Kupor (2019), Appendix (Sample Term Sheet); 邦訳 (2020), 付録

22 ユニコーンの時価総額を計算する際には、この権利内容を考慮する必要がある(佐賀(2024)を参照)。

23 公開会社の優先株の発行については Gilson and Schizer (2003), p.879, スタートアップの優先株の発行については Kaplan and Strömberg (2003) を参照されたい。

ベンチャー・キャピタル（VC）契約と優先株

公開会社の優先株の利用は企業収益が低迷した1930年代の不況期に転機を迎えた。ここで問題になったのは、優先株に付与されている累積配当請求権である。これは収益が優先株への配当支払いを充足できない場合に、未払い分を繰り越して次期以降にまとめて受け取る権利である。1930年代には企業収益が低迷したため、これが企業の資本政策にとっては重い負担となった。資本再編計画を進めるにも、普通株主との間での調整が困難となり、以後、優先株の発行は衰退していったのである²⁴。

優先株はその優先権の内容によって、普通株に近いものから負債に近いものまで様々である。例えば、配当支払いの規定や累積配当請求権

のない優先株は普通株に近い一方、それらがありかつ参加権や優先的残余財産請求権も付与されていれば、負債に対する以上の保護といえる。

図表3はVC契約でスタートアップが発行する優先株の優先権の内容を整理したものである。様々な投資家保護の規定がみられ、VCは想定されるあらゆる事態に備えているようにみえる。

ここで、不完備契約論の「状態依存型コントロール」の議論を想起する必要がある。現実のVC契約は想定される状態について詳細に規定を定めている。資金調達ラウンドの73%が何らかの「状態依存」(contingency)について定めているのである²⁵。その内訳は、17%以上が財

図表3 優先権の内訳 (%)

優先権の内容	全 体	ステージ	
		アーリー・ステージ	レイト・ステージ
プロラタ権 (Pro-rata Rights) ¹	81 (1)	85 (2)	83 (3)
参加権 (Participation) ²	53 (1)	51 (2)	54 (3)
払戻請求権 (Redemption Rights)	45 (2)	42* (2)	50* (4)
累積配当請求権 (Cumulative Dividends) ³	27 (1)	21*** (2)	35*** (3)
フルラチェット非希薄化条項 (Full-Ratchet Antidilution) ⁴	27 (1)	22*** (2)	34*** (4)
優先的残余財産分配請求権 (≥ 2 X) (Liquidation Preference)	19 (1)	15 (1)	18 (2)
総 数	509	220	81

(注) 調査対象は681VC、調査期間は2015年から2016年3月。各項の下段は標準誤差。*、**、***はそれぞれ10%、5%、1%の有意水準で統計的に有意を示す。

- 1) 「プロラタ権」は次の資金調達ラウンドに参加する権利。
- 2) 「参加権」は優先配当受取後の残余利益の配分に参加する権利。
- 3) 当期利益がなく配当が未払いの場合、次期以降にその未払い配当を受取る権利。
- 4) IPO 価格が予想を下回った場合、それを補填する株券を追加的に受け取る権利。

(出所) Gompers *et al.* (2016), Table 17.

24 Bratton and Wachter (2013), pp.1825-26。現在でも優先株を発行しているのは公益事業である。それに加えて、経済危機の際に、政府関連事業の資金調達として優先株が発行される。

25 Kaplan and Strömberg (2003)。むしろ、100%でないのが不思議である。

務パフォーマンス, 約9%が非財務的パフォーマンス, そして11%が経営者の行動について「状態依存型」の規定を置いている。追加的な資金調達についても規定されている場合があり, 2つのラウンドでは想定された事態が生じた場合にはVCのコミットメントの5%しか供与しないという規定があった²⁶。

財務パフォーマンスに関連しては, VCがスタートアップとの間であらかじめ決めていたEBIT(金利・税控除前利益)の水準を達成できなければ, VCが議決権を取得する, また純資産額が一定の水準を下回った場合にはVCが取締役会の支配権を取得するという規定があった。現実には, VCが投資したスタートアップにおいて, 業績が思うようにあがらないと, 資金調達の度にVCからの取締役派遣が増え, 逆に業績が好調に推移していると創業者側の取締役が増えるという事例が多い。

「状態依存」は非財務的パフォーマンス, 配当や償還, 経営活動, 証券の発行, 創業者の進退, にもみられる²⁷。これらをみれば, 現実の契約をできる限り完備契約に近づけようとすれば, 微に入り細を穿った規定にならざるをえず, 交渉のためのコストが膨大になる。

このことも関係しているが, VCによってダウンサイド・プロテクション(DP)の内容は千差万別である。一般的には, 業務経験が長く, 経験豊富で能力が高いと評価されているVCほどDPは簡素な傾向があるという²⁸。

一口にVCといっても数も多く, 規模, 経験, 得意な業種などについて千差万別である。そこで, より立ち入ってVCの能力とダウンサイド・リスクに対する防御(プロテクション)との関連についてみよう。

ここで重要なのは, VCネットワークによる情報の共有と, スタートアップを支える金融支援をめぐるVCの評判である。VCの間では, 創業者についてのネガティブな情報が共有されており, スタートアップへの投資の際に詳細なDPを盛り込む傾向が強くなる。他方で, 評価の高いVCからの投資がえられれば, VCを通して経営面での助言やCEOの紹介など様々な支援を期待できる。それ以上に, スタートアップに対する外部からの信頼を高めることに貢献する。このような効果を期待して, 評価の高いVCのプレマナー・バリュエーション²⁹は10-14%ディスカウントされるという実証分析がある。

すなわち, 経験豊富で能力が高く, 投資先の取締役として参加しているVCはダウンサイド・リスクのプロテクションに対して相対的に消極的である傾向が想定される。すなわち, Bengtsson and Sensoy (2011)はVCの契約条項の中に優先的残余財産分配請求権(Liquidation Preference), 非希薄化権, 累積配当, 償還権, 参加権, ペイ・トゥ・プレイ条項³⁰の6項目が盛り込まれているかどうかをダウンサイド・プロテクション指数(DPI)として計算し, VCの能力の指数として, 活動年数, 規模, 資

26 Kaplan and Strömberg (2003), pp.292-93, Table 3, Panel A

27 Kaplan and Strömberg (2003), Table 3, panel B

28 以下は, Bengtsson and Sensoy (2011)による。

29 プレマナー・バリュエーションは, VCが投資する直前の企業価値を示し, 従って, ポストマナー・バリュエーションはそれに投資額を加えたものになる。

30 ペイ・トゥ・プレイ条項とは, 既存の優先株式保有者が追加投資に参加しない場合に, その非希薄化条項を停止したり, 優先株式を普通株式に強制転換することを定めた条項である。なお, 6項目の内容については, Bengtsson and Sensoy (2011), Table 2, を参照されたい。

金調達ラウンド数などを採り、両者の関連を分析した。その結果、経験豊富で能力的に高いとみられる VC ほど DPI が低い、つまりダウンサイド・リスクに対するヘッジが手薄であることが明らかになったという。

なぜこのような傾向が見られるのであろうか。VC にとって、現時点で将来予想されるあらゆるダウンサイド・リスクに対してあらかじめプロテクションを設けることは煩雑でコストがかさむ。プレマナー・バリュエーションのディスカウントも、キャッシュフローがプラスの時のみ意味を持つが、業績が低迷すれば無意味である。このような状況では、経験豊富な VC にとっては、取締役としての経営参加などによるモニタリングの方がリスクヘッジとしてはコストがかからず効率的であるということになろう。

また、VC は多数のタームシートの作成を経験しているのに対して、スタートアップの創業者はその点ではいわば素人である。経験の積んだ法律事務所が契約の取り決めに携わるとはいつても、両者の情報格差は大きい。どうしても、VC の主導で将来の不確実性に備えた様々な規定が盛り込まれることになるのである。

VC 契約が不完備契約ではあっても、事前に想定しうる事態に対する対応を盛り込んでい。優先株の優先権の内容もその一環であるが、契約作成に要するコストを考慮して、その内容については、VC の経験、評判などによって異なるのである。

5. 終りに

VC が投資対象とするスタートアップへの投資は、そのごく一部が急成長して膨大なキャピ

タルゲインをもたらす一方、多くが破綻したり業績低迷に陥る、典型的な「ベキ乗則」の世界である。そこで利益を上げ続けるためには、情報収集、分析、予測の精度を高めるためにネットワークの構築などのスキルが不可欠である。それに加えて、投資から回収の全プロセスにわたって、考えられる限りのリスク・ヘッジの仕組みが必要である。

VC は VC サイクルと呼ばれるスクリーニング、モニタリング、エグジットという一連のプロセスにおいて、長年の経験に基づき独特の仕組みを構築してきた。さらに、スタートアップの経営への関与に加えて、保有する証券についても各種の優先権を付与して、投資リスクの軽減を図っている。

もっとも、不完備契約の下でのリスク・ヘッジの方法としては優先株の利用が唯一ではなく、アメリカ以外の諸国ではそれほど利用はされていないという現実がある。この背景を明らかにするためには、経路依存 (path dependency) 分析と国際比較分析という極めて広範囲にわたる作業を必要とする。

しかし、資本構成の選択やインセンティブの観点から最も分かりやすい差異は税制面での取り扱いであろう。いくつかの研究は、アメリカのスタートアップによる優先株の利用について、課税面での影響を指摘している³¹。これらを含めて、その詳細な分析は今後の課題である。

引用・参考文献

佐賀卓雄 (2021), 「アメリカにおける非公開株式流通市場 (セカンダリー・マーケット) について」,

31 Gilson and Schizer (2003), Pons-Sanz *et al.* (2004)

- 『証券経済研究』(日本証券経済研究所), 第114号, 6月
- _____(2024), 「ユニコーンの企業価値評価をめぐって」, 『証券経済研究』 第128号, 12月
- Aghion P. and Bolton P. (1992), “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, Vol.59, No.3, July
- ____and Holden R. (2011), “Incomplete Contracts and the Theory of the Firm: What Have We Learned over the Past 25 Years”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.25, No.2, Spring
- Bartlett R. (2023), “Standardization and Innovation in Venture Capital Contracting: Evidence from Startup Company Charters”, September (<https://ssrn.com/abstract=4568695>)
- Bengtsson O. (2011), “Covenants in Venture Capital Contracts”, *Management Science*, Vol.57, No.11, November
- ____and Sensoy B.A. (2011), “Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital”, *Journal of Financial Intermediation*, 20
- Bratton W.W. (2002), “Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control”, *Michigan Law Review*, Vol.100, Issue 5
- ____and Wachter M.L. (2013), “A Theory of Preferred Stock”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol.161: 1815
- Burchardt J., Hommel U., Kamuriwo, D.S., and Billitteri C. (2016), “Venture Capital Contracting in Theory and Practice: Implications for Entrepreneurship Research”, *entrepreneurship: Theory and Practice*, 40(1)
- Coyle J.F. and Green J.M. (2014), “Contractual Innovation in Venture Capital”, *Hastings Law Journal*, Vol.66: 133
- Ewens M., Gorbenco A.S., and Korteweg A. (2019), “Venture Capital Contracts”, National Bureau of Economic Research (NBER), *Working Paper* 26115, July
- Fu D., Jenkinson T., and Rauch C. (2023), “How Do Financial Contracts Evolve for New Ventures” *Journal of Corporate Finance*, 81
- Gilson R.J. and Schizer D.M. (2003), “Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock”, *Harvard Law Review*, Vol.116: 874
- Gompers P.A. and Lerner J. (1999), *The Venture Capital Cycle*
- Gompers P., Gornall W., Kaplan S.N., and Strebulaev I.A. (2016), “How Do Venture Capitalists Make Decisions?”, NBER, *Working Paper* 22587
- Gordon J.M. and Orozco D. (2015), “Trust and Control: The Value Effect of Venture Capital Term Sheet Provisions as Risk Allocation Tools”, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, Vol.4, No.2
- Hart O. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*; 鳥居昭夫訳 (2010), 『企業 契約 金融構造』 慶應義塾大学出版会
- ____and Moore J. (1999), “Foundations of Incomplete Contracts”, *Review of Economic Studies* 66
- ____(2001), “Financial Contracting”, *Journal of Economic Literature*, Vol.39, No.4
- ____(2016), “Incomplete Contracts and Control” *Prize Lecture*, December 8
- Halonen-Akatwijuka M. and Hart O. (2024), “More Is Less: Why Parties May deliberately Write Incomplete Contracts”, *Cambridge, Elements in Law, Economics and Politics*
- Kaplan S.N., and Strömberg P. (2003), “Financial Contracting Theory Meets the Real world: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”, *Review of Economic Studies*, 70
- ____(2004), “Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses”, *Journal of Finance*, Vol.LIX, No.5, October

- Klausner M. and Litvak K. (2001), "What Economists Have Taught Us about Venture Capital Contracting", Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, *Working Paper* 221
- Korsmo C.R. (2013), "Venture Capital and Preferred Stock", *Brooklyn Law review*, Vol.78: 4
- Kupor S. (2019), *Secrets of Sand Hill Road*; 庭田よう子訳 (2020), 『VCの教科書』東洋経済新報社
- Mallaby S. (2022), *The Power Law*; 村井浩紀訳 (2023), 『ザ・パワー・ロー ベンチャーキャピタルが変える世界』(上)(下), 日本経済新聞社
- McCahery J.A. and Vermeulen E.P.M. (2013), "Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting", ECGI, *Law Working Paper*, No. 213/2013, May
- Pons-Sanz V., Zuta S., Venezia I., Ravid S.A., and Ofer A. (2004), "When Are Preferred Shares Preferred ? Theory and Empirical Evidence", Yale University, International Center for Finance, *Working Paper*, No.03-19
- Roberts M.R. and Sufi A. (2009), "Financial Contracting: A Survey of Empirical Research and Future Directions", *Annual Review of Financial Economics*, Vol.1
- Shane S.A. (2008), *The Illusions of Entrepreneurship: The Costly Myths That Entrepreneurs, Investors and Policy Makers Live By*; 谷口功一, 中野剛志, 柴山佳太訳 (2011), 『<起業>という幻想 アメリカンドリームの実現』白水社
- Triantis G.G. (2001), "Financial Contract Design in the World of Venture Capital", University of Chicago, *John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper*, No.115

(当研究所名誉研究員)