

# 我が国のベンチャー・エコシステムの高度化に向けた提言

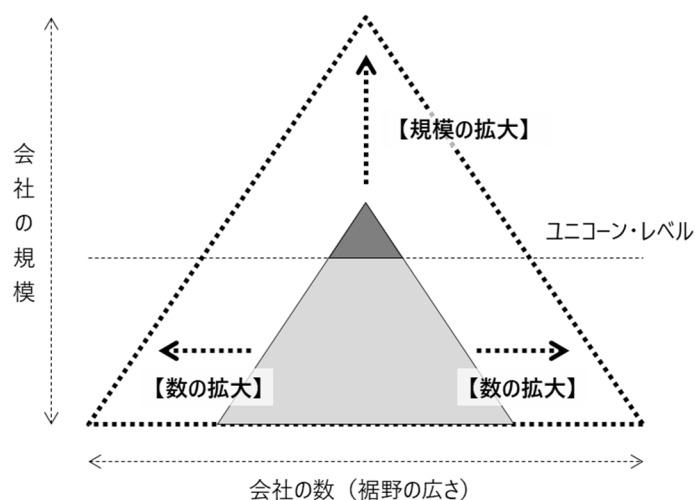
—G型スタートアップ創出のためのレベル・プレイング・フィールドの実現を目指して—

2023年4月25日

一般社団法人 日本取締役協会  
スタートアップ委員会

## 本提言の目的等

- 新しい資本主義実現会議が2022年11月28日に公表した「スタートアップ育成5か年計画」及びその「ロードマップ」では、スタートアップ企業への投資額を、今後5年間で、現在の8,000億円規模から10兆円規模に拡大すること、創業を目指す若手人材を1,000人規模で海外派遣することが目指されており、スタートアップに挑む起業家の裾野を拡大する効果が期待される。
- しかしながら、我が国のスタートアップをその質・量ともにおいて真の意味での日本経済の牽引役とするためには、日本のベンチャー・エコシステムが世界のトップエコシステムとシームレスに接続され、グローバルのトップ人材及びトップ・キャピタリストが日本国内で鎬を削り、また同時に、日本の起業家やキャピタリストが世界のトップ・マーケットでメガベンチャーやグローバル・ベンチャー・キャピタルを誕生させるといった“グローバル”な世界観を実現する必要がある、そのためには、単に起業家の裾野を拡大するだけでなく、ベンチャー・エコシステムにおける“レベル・プレイング・フィールド”を実現し、規模の拡大も目指すことが必要となる。



- これまで少なくとも 20 年以上、経済成長のエンジンとしてのスタートアップ企業の重要性が叫ばれてきたにもかかわらず、他国と比較し、我が国において、経済成長に大きなインパクトを与えるスタートアップ企業が持続的に生み出される土壌が整っていないのは、スタートアップ企業を生み出す起業家とその育成を支援する投資家その他ステークホルダーとの役割分担について根本的な誤解があるからである。
- 例えば、我が国では、不確実性の高いベンチャー・ビジネスに関して、その第一次的なリスク・テイカーとなるのは起業家であり、投資家等はむしろリスク回避的なアプローチで起業家を支援することが実務として定着してきた。しかし、シュンペーターが喝破するように、リスク・テイキングは“銀行家”、すなわち、ベンチャー・ビジネスの文脈においては“投資家”が担うべき役割であり、起業家に求められるのは、野心、独自の技術や視点、将来の社会に対する洞察、既存の産業や企業に対する挑戦心、それらに対する情熱とコミットメントである。
- また、「ベンチャー・ビジネス」と、その創出及び成長を支える「エコシステム」との関係においても役割の逆転が見受けられる。本来は、狂的な情熱が生み出す“ユニーク”なベンチャー・ビジネスが、グローバルレベルで“スタンダード”化されたエコシステムにおいて成長していくべきところ、我が国では、何から何までユニークであることを称揚する社会の価値観が、本来はスタンダードであるべきエコシステムをも独自化してしまっており、このことがかえってスタートアップの成長を阻害している。この独自のエコシステムはコンシューマー向けアプリや企業向け SaaS といった「カジュアル×ローカル」なサービスに最適化されてしまっており、グローバルな社会課題である GX に向けた代替エネルギーや脱炭素のための技術や産業財、ヘルステックやフードテック領域における「シリアス×グローバル」な領域で勝負できる「ユニーク」なベンチャー・ビジネスの成長プラットフォームとして機能していない。
- 我が国においても、ディープ・テックをはじめ、技術やビジネスモデルでグローバルな競争優位を確立し得るイノベーション・テーマは存在する。しかるに、日本のベンチャー・エコシステムが上記のように独自の進化を遂げてしまっており、その結果、Founders Fund、Accel Partners、Andreessen Horowitz、Sequoia といったグローバル・ベンチャー・キャピタルからの資金調達を通じたグローバルな進化プロセスが我が国のベンチャー・エコシステムの中に育っていない。グローバル・マーケットで勝負できるイノベーション・テーマが存在するにもかかわらず、起業家やベンチャー・キャピタリストのマインドセット、そして、スタートアップ企業の経営の在り方等がガラパゴス化しているため、そのグローバルな成長の可能性が途絶されてしまっている。

- そこで、日本取締役協会では、別紙記載のメンバーからなるスタートアップ委員会を設置し、グローバル・マーケットでの勝負を目指す日本のスタートアップ、すなわち、「G型スタートアップ」が世界のトップエコシステムで勝負していくためのコーポレート・ガバナンスその他経営の在り方、そして投資家その他ステークホルダーによるG型スタートアップに対する関与の在り方を議論し、その結果をまとめたものが本提言書である。
- 提言の一覧は次頁記載のとおりである。第1ではG型スタートアップを名宛人する提言を、第2では投資家その他ステークホルダーを名宛人する提言を、第3では両者を名宛人とする提言をそれぞれまとめている。なお、本提言書では、各テーマの冒頭で当該テーマに係る「提言」を述べ、その理由及び補足説明を「提言の背景」として記載している。
- 日本取締役協会では、G型スタートアップの経営及び事業運営に資する各種テンプレートを順次公表する予定である。その第一弾として、本年6月頃を目途にモデル英文投資契約を公表する。また、日本取締役協会では、本提言書公表後も、日本のベンチャー・エコシステムの実態調査を継続し、提言内容を定期的にアップデートしていくことを予定している。

## 提言目次

<b>第1</b>	<b>G型スタートアップにおけるコーポレート・ガバナンスの在り方</b>	
<b>1</b>	<b>総論</b>	
1.1.1	コーポレート・ガバナンスの実質的観点からの理解.....	6 頁
1.1.2	ガバナンス計画の準備.....	6 頁
<b>2</b>	<b>事業体の選択及び機関設計</b>	
1.2.1	デラウェア・スキーム.....	9 頁
1.2.2	機関設計の最適化.....	10 頁
1.2.3	機関設計計画の準備.....	10 頁
<b>3</b>	<b>株主構成</b>	
1.3.1	株主構成.....	13 頁
<b>4</b>	<b>取締役会</b>	
1.4.1	取締役会の役割.....	15 頁
1.4.2	グローバル競争に最適化されたビジネスモデルの策定.....	15 頁
1.4.3	Best CEO の選定.....	16 頁
1.4.4	柔軟かつ臨機応変な機能定義.....	17 頁
1.4.5	内部統制システムの整備.....	18 頁
1.4.6	取締役会の最適構成.....	20 頁
1.4.7	取締役候補者の人材プール.....	21 頁
<b>5</b>	<b>役員及び従業員の役割</b>	
1.5.1	取締役の責任に関する理解.....	22 頁
1.5.2	投資家派遣取締役の責任.....	22 頁
1.5.3	分業の必要性.....	23 頁
1.5.4	グローバル人材の必要性.....	24 頁
1.5.5	ストック・オプション.....	24 頁
<b>第2</b>	<b>投資家その他ステークホルダーに求められる規律</b>	
<b>1</b>	<b>総論</b>	
2.1.1	グローバル成長投資モデル.....	26 頁
2.1.2	投資家等による経営者の成長支援.....	27 頁
<b>2</b>	<b>ベンチャー・キャピタル</b>	
2.2.1	G型スタートアップに対するベンチャー・キャピタルの役割.....	28 頁
2.2.2	グローバル・スタンダードに準拠した条件での投資実行.....	28 頁
2.2.3	グローバル経営の支援.....	28 頁
2.2.4	フォローオン投資.....	29 頁

2.2.5	十分な支援期間の設定.....	30 頁
2.2.6	最適な資本政策.....	30 頁
2.2.7	上場後の株式の継続保有.....	31 頁
2.2.8	リミテッド・パートナーに対する情報開示.....	32 頁
2.2.9	コンプライアンスの徹底.....	32 頁
<b>3</b>	<b>事業会社及びコーポレート・ベンチャー・キャピタル</b>	
2.3.1	事業会社の基本的役割.....	34 頁
2.3.2	事業会社がその基本的役割を果たす上での留意事項.....	34 頁
2.3.3	コーポレート・ベンチャー・キャピタルを組成する際の留意点.....	35 頁
<b>4</b>	<b>エンジェル投資家</b>	
2.4.1	エンジェル投資家の役割及び責任.....	37 頁
<b>5</b>	<b>その他ステークホルダー</b>	
2.5.1	監査法人.....	38 頁
2.5.2	証券会社.....	38 頁
<b>第3</b>	<b>資金調達に係る取引条件その他取引実務に関する規律</b>	
<b>1</b>	<b>総論</b>	
3.1.1	グローバル・スタンダードに準拠した投資契約の利用.....	40 頁
<b>2</b>	<b>投資契約条件の標準化のための工夫</b>	
3.2.1	投資契約に含めてはならない条項.....	41 頁
3.2.2	フェアな経済条件の設定.....	42 頁
3.2.3	取締役の指名権に関する工夫.....	42 頁
3.2.4	いわゆる拒否権の限定.....	43 頁
3.2.5	いわゆる Pay to Play 条項の活用.....	44 頁
3.2.6	株式の上場に関する条項.....	45 頁

## 第1 G型スタートアップにおけるコーポレート・ガバナンスの在り方

### 1 総論

#### 【提言】

##### (コーポレート・ガバナンスの実質的観点からの理解)

- 1.1.1 G型スタートアップ及びそのステークホルダーは、コーポレート・ガバナンスを、上場要件充足のための形式的なものなどと捉えてはならず、株主その他ステークホルダーによる経営者に対する規律付けを通じた経営の高度化のための仕組みとして、実質的観点から理解しなければならない。

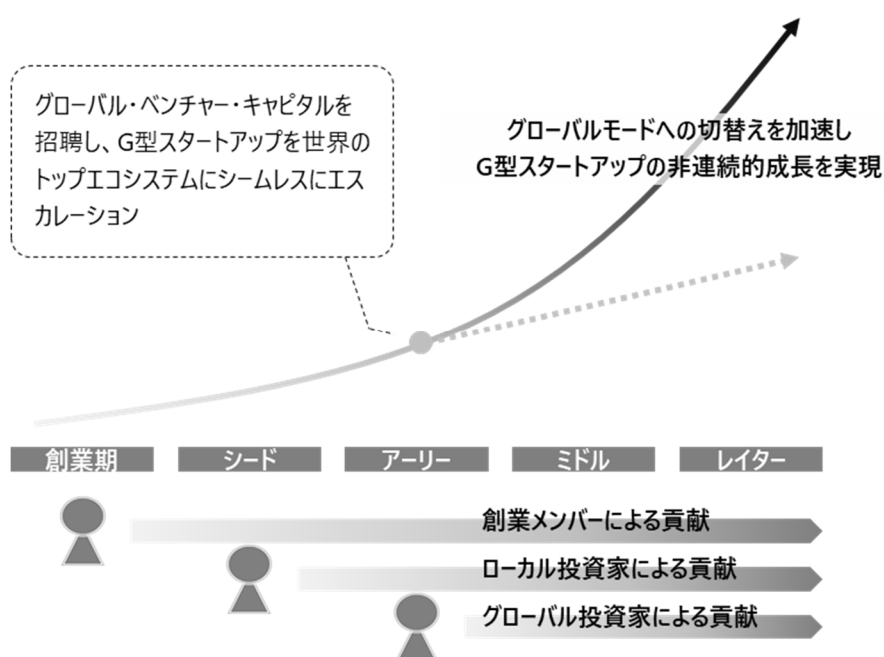
##### (ガバナンス計画の準備)

- 1.1.2 前掲【提言】1.1.1記載の理解は、G型スタートアップがグローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘するシリーズA又はシリーズB以降のタイミングで初めて必要となるものではない。G型スタートアップ及びそのステークホルダーは、スタートアップの初期フェーズから当該理解を徹底した上で、グローバル・フェーズへの移行を念頭においたガバナンス計画をシード段階から準備しておくべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 従来、スタートアップ企業では“コーポレート・ガバナンス”が上場要件を充足するためのものと形式的に捉えられてきた嫌いがある。しかし、本来、“コーポレート・ガバナンス”は、株主その他ステークホルダーによる経営者に対する規律付け、換言すれば、経営者が経営者としてなすべきことをなさせるための仕組みであって、企業の持続的成長及び中長期的な企業価値の向上を支える“経営基盤”であり、スタートアップ企業であるか成熟企業であるかを問わず、その必要性は普遍のものである。
- グローバル・マーケットで鎬を削る欧米発のグローバル・スタートアップでは、上場の前後を問わず、資質を備えた独立社外取締役を招聘し、執行トップであるCEOの迅速かつ果敢な意思決定を、ときに後押ししつつ、ときに牽制することで、企業が直面するグローバルレベルの複雑かつ高度な戦略的課題に対処し、企業の加速度的成長を支えている。
- 我が国においても、グローバル・マーケットを目指すG型スタートアップは、上記のように、“コーポレート・ガバナンス”を経営の高度化のための仕組みとして実質的観点から捉えなければならない。

- G型スタートアップがグローバル・マーケットで勝負するためには、後掲【提言】2.1.1記載のとおり（☞26頁）、シード期からシリーズAまでを国内ベンチャー・キャピタルが支援しつつ、シリーズAからシリーズB以降において Founders Fund、Accel Partners、Andreessen Horowitz、Sequoia に代表されるグローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘し、スタートアップ企業をグローバルなトップエコシステムにシームレスにエスカレーションする「グローバル成長投資モデル」を実現することが必要不可欠である。



図表：グローバル成長投資モデル

- これは、北欧地域におけるベンチャー・エコシステムのモデルを参考とするものである。ローカル・マーケットの規模が大きい北欧地域では、スタートアップ企業の多くが当初からグローバル・マーケットを目指し、そのためのビジネスモデルの構築や組織設計を行う。また、資金提供サイドにおいても、国内投資家とグローバル・ベンチャー・キャピタルとの明確な役割分担を前提とした協業的支援モデルが確立されている。具体的には、シードからシリーズAにかけた初期フェーズでは、国内のベンチャー・キャピタルその他投資家を中心にスタートアップ企業の事業立上の支援が行われる。技術開発体制の構築といった事業構築支援はもとより、当該スタートアップ企業をグローバル・モードにシフトしていくためのガバナンス体制の構築を含む各種準備を支援することが国内投資家の主な役割である。そして、シリーズA以降のフェーズにおいて、グローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘し、彼らが持つ資金力その他グローバルな経営資源を活用して、当該スタートアップ企業のグローバルな非連続的成長を実現するというのがこのモデルの要諦である。

- もっとも、グローバル・スタンダードなコーポレート・ガバナンスの理解は、グローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘するタイミングで初めて必要となるものではない。スタートアップの初期フェーズから上記理解を徹底した上で、将来のグローバル・フェーズへの移行を念頭においたガバナンス計画をシード段階から準備しておくべきである（☞10頁・20頁）。

#### 【コラム】 北欧のベンチャー・エコシステム

人口約 2,500 万人程度であるにもかかわらず、企業価値 70 億ドルの「カフート」(Kahoot!) や企業価値 20 億ドルの「ヴァータ・ヘルス」(Virta Health) といったグローバル・ユニコーンを続々と輩出する北欧地域も 2000 年代初頭はスタートアップの不毛地帯だった。当時、テクノロジーといえば通信会社のエリクソンやノキア等の大企業を中心だった同地におけるベンチャー・エコシステムに転換をもたらしたのが、2003 年に登場した「克蘭ダム」(Creandum) である。

克蘭ダムは、スウェーデンのストックホルムに本拠地を構える社員数 13 人のベンチャー・キャピタルである。彼らの名が世界に知れ渡るきっかけとなったのが、投資先である「スポティファイ」(spotify) の成功である。現在は、世界 60 か国、3 億 6,500 万人という月間ユーザを抱える時価総額 5 兆円を超えるグローバル企業となったスポティファイであるが (2021 年 7 月現在)、克蘭ダムが投資を検討していた 2000 年代後半、大手音楽レーベルの経営者は、自社の収益源を CD 販売からオンライン配信にシフトする戦略的重要性を理解していなかったため、音楽業界は「スタートアップの墓場」と呼ばれていた。

スウェーデンに本社を置くスポティファイが米国市場を皮切りにグローバル・マーケットに進出し大きな成功を収めた舞台裏には、ピーター・ティール率いるファウンダーズ・ファンドというグローバル・ベンチャー・キャピタルの存在があり、そして、スポティファイとファウンダーズ・ファンドを引き合わせた仕掛人こそが克蘭ダムなのである。克蘭ダムの創業者は、米国でも屈指のベンチャー・キャピタリスト養成プログラムである「カウフマンフェロー」(The Kauffman Fellows) への参加を通じ、ファウンダーズ・ファンドを含む著名なグローバル・ベンチャー・キャピタルとのネットワークを構築することに成功している。

スタートアップ企業に戦略的ピボットが付きものであるように、実は、克蘭ダム自身もビジネスモデルを大きくピボットさせている。克蘭ダムに対する当初の出資者たちは、大企業中心のメンタリティを強く持っており、新しく生まれてくるソフトウェアやコンシューマーサービスの可能性について、なかなか理解してくれなかったという。そこで、克蘭ダムの創業者メンバーは、当初出資者と袂を分かち、投資ターゲットを、インターネットインフラや半導体のような分野から、ソフトウェアの世界に大きくシフトした。その結果、克蘭ダムの 2 号ファンドはスポティファイなどの大成功もあり、ヨーロッパのベンチャー・キャピタルとしては最高記録となる 13 倍のリターンをもたらした。3 号ファンドを通じて投資した合計 33 社の全てはすべからず欧州の国内市場ではなく最初から大きなグローバル市場を狙うビジネスとして産声を上げており、このうち 6 から 9 社がユニコーンとなる見込みだという。

出所：後藤直義＝フィル・ウィックハム『ベンチャー・キャピタリストー世界を動かす最強の「キングメーカー」たち』(NewsPicks パブリッシング、2022 年) 326 頁以下



## 2 事業体の選択及び機関設計

### (1) 事業体の選択

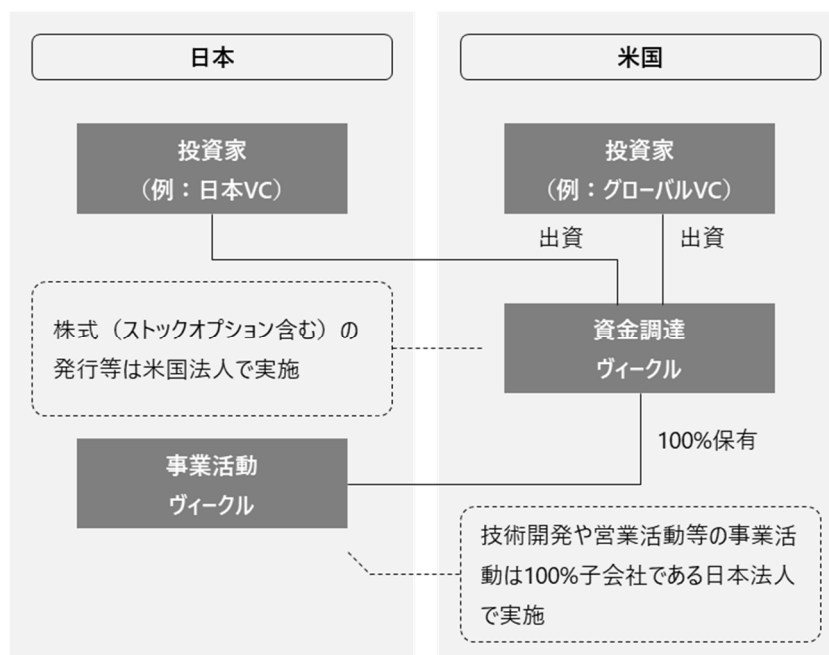
#### 【提言】

##### (デラウェア・スキーム)

- 1.2.1 G型スタートアップは、資金調達ヴィークルとしての親会社を米国デラウェア州に設立し、事業活動を行うヴィークルをその子会社として日本に設立する、いわゆる「デラウェア・スキーム」も選択肢として積極的に検討するべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 技術開発や営業活動等の事業活動を日本で行いつつ、グローバル・ベンチャー・キャピタルからの資金調達を米国で行うためのスキームとして「デラウェア・スキーム」と呼ばれる法人組成手法がとられることがある。これは、グローバル・ベンチャー・キャピタルからの資金調達ヴィークルを米国デラウェア州で設立し、本国（日本）での事業活動を行うためのヴィークルを米国人の子会社として設立するスキームである。米国以外の地域で事業を行うスタートアップ企業がグローバル・ベンチャー・キャピタルから資金調達するための条件として、このデラウェア・スキームが要求されている場合もある。



図表：デラウェア・スキーム

- このスキーム下においては、ストック・オプションも資金調達ヴィークルである米国法人で発行することとなり、その発行手続については米国の法令その他制度の適用を受けることになるが、その取得・行使・株式の売却時における課税関係についてはストック・オプション保有者の所在国の法令その他制度の適用を受ける可能性がある点に留意が必要である。
- 一方で、資金調達ヴィークルを米国法人で設立するため、日本のベンチャー・キャピタルから資金を集めにくいという側面もある。グローバル・ベンチャー・キャピタルからの十分な資金調達ができなかった場合には、米国法人を解散・清算し、創業者その他株主が日本法人を直接保有する形態へリストラクチャリングすることが必要となる。しかし、その際、米国法人の株式の処分に係る課税負担や各種手続に伴うコストが生ずる点にも留意が必要である。

## (2) 機関設計

### 【提言】

#### (機関設計の最適化)

1.2.2 G型スタートアップは、会社法が定める機関設計オプションを、各機関設計に係る制度趣旨とともに理解し、会社の成長ステージに応じた最も適切な形態を採用すべきである。

#### (機関設計計画の準備)

1.2.3 機関設計計画も、前掲【提言】1.1.2記載のガバナンス計画の重要テーマの1つであり、G型スタートアップ及びそのステークホルダーは、将来のグローバル・フェーズへの移行を念頭においた機関設計計画をシード段階から準備しておくべきである。

### 〔提言の背景〕

- 会社法は、株式会社の機関設計について、次表のとおり、取締役会を設置しない会社（取締役会非設置会社）、取締役会を設置する会社（取締役会設置会社）、監査役（会）を設置する会社（監査役設置会社）、指名委員会等を設置する会社（指名委員会等設置会社）、監査等委員会を設置する会社（監査等委員会設置会社）等、様々なオプションを用意している（なお、次表において「大会社」とは、資本金5億円以上又は負債総額200億円以上の会社をいう。）。

			会社の規模	
			大会社以外の会社	大会社
公開 ／ 非公開 の 別	非 公 開 会 社	取締役会 非設置の場合	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役</li> <li>• 取締役 + 監査役</li> <li>• 取締役 + 監査役 + 会計監査人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役 + 監査役 + 会計監査人</li> </ul>
		取締役会 設置の場合	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役会 + 会計参与</li> <li>• 取締役会 + 監査役</li> <li>• 取締役会 + 監査役会</li> <li>• 取締役会 + 監査役 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 監査役会 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 監査等委員会 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 三委員会 + 会計監査人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役会 + 監査役 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 監査役会 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 監査等委員会 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 三委員会 + 会計監査人</li> </ul>
	公開 会 社	取締役会 設置の場合	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役会 + 監査役</li> <li>• 取締役会 + 監査役会</li> <li>• 取締役会 + 監査役 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 監査役会 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 監査等委員会 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 三委員会 + 会計監査人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取締役会 + 監査役会 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 監査等委員会 + 会計監査人</li> <li>• 取締役会 + 三委員会 + 会計監査人</li> </ul>

図表：会社法が定める機関設計オプション

- 例えば、取締役会を設置するためには 3 人以上の取締役を選任することが必要とされているが（会社法 331 条 5 項）、会社が比較的小規模なシード段階では取締役候補者を複数招聘することが困難な場合も少なくない。取締役会という合議体での慎重な意思決定よりむしろ創業者個人による迅速な意思決定が企業価値向上に資する場面も多く、取締役会を設置しない機関設計（取締役会非設置会社）が適することも多い。この機関設計の下では、株主自身が直接経営上の決定に深く関与することが想定されている。例えば、取締役会非設置会社の株主総会の決議事項は法令・定款に定められたものに限られず、会社に関する一切の事項について決議をすることができ（同法 295 条 1 項）、また、株主総会の招集手続も大幅に簡略化することが認められている（例：招集期間の短縮につき同法 299 条 1 項括弧書、書面以外の通知の許容につき同条 2 項参照、総会の目的事項の記載の省略につき同条 4 項参照）。
- これに対し、会社が成長し、シリーズ A に差し掛かるようなタイミングでは、意思決定の対象が複雑化・高度化してくるため、創業者その他特定の個人にその決定を委ね

てしまうよりも、複数の取締役の合議により意思決定の質を高めることが企業価値向上に資するようになってくる。そこで、このような段階の会社は、取締役の合議体である「取締役会」を設置する機関設計(取締役会設置会社)を採用することが一般的である。取締役会設置会社の株主総会は、会社法又は定款に規定する事項についてのみ決議することができる(所有と経営の分離:会社法295条2項)。

- このように、G型スタートアップは、会社法が定める機関設計オプションとしてどのようなものが用意されているか、そして、各機関設計がどのような制度趣旨を有しているかについて正しい理解を持ち、会社の成長ステージに応じた最も適切な形態を選択すべきである。また、その選択はアド・ホックに行われるのではなく、将来のグローバル・フェーズへの移行を見据えた機関設計計画をシード段階から準備しておくべきである。中でも特に重要となるのが、取締役の人選に関する計画であるが、その詳細については、後掲【提言】1.4.6を参照されたい(☞20頁)。

### 3 株主構成

#### 【提言】

##### (株主構成)

1.3.1 G型スタートアップは、資本政策は事後的な修正が困難な不可逆的性質を有することを認識した上で、自社の成長に貢献する者を株主として招聘しなければならず、特に、株主構成（株主の属性のみならず、持分比率や付与された権利内容等）は、グローバル・ベンチャー・キャピタルからの厳しい評価に耐え得るものとなっていなければならない。

特に、会社の舵取りを担う創業者その他経営陣幹部の持分については、これらの者によるG型スタートアップの成長に向けた十分なインセンティブが確保されるよう、適切な比率が維持されるべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 資本政策、特に株主構成及びその持分比率は、事後的な修正が困難な不可逆的性質を有する。例えば、会社に対する貢献が限定的な株主の持分を事後的に縮減しようとする場合、当該株主からその持分を買い取らなければならないが、その際、買取のためのキャッシュ・アウトの負担や譲渡益課税による不経済も生ずる。スタートアップ企業にとって、誰にどの程度の持分を保有させるかといった資本政策は極めて重要な戦略的テーマであり、株主には自社の成長に貢献する者のみを招聘しなければならず、また、その者に与える持分比率や権利内容等についても慎重な検討が必要である。
- また、株主構成は、当該スタートアップ企業に対して新規投資を検討するグローバル・ベンチャー・キャピタルその他投資家による投資の意思決定に大きな影響を与える。会社に対する貢献が限定的な者が多くの持分を保有しているような場合は、新規投資家の意思決定に対して否定的な影響を与えることになる。
- 投資家による会社に対する貢献としては、単なる金銭的なそれに留まらず、“経営者候補の紹介”や“取引先候補の紹介”といった人的な貢献、“経営助言”といった知的な貢献、“技術提供”や“技術紹介”といった技術的な貢献等、企業価値向上に向けた非金銭的な貢献の有無・程度も重要となる。資金提供者の貢献が単なる金銭的貢献に留まるのであれば、株式ではなくローンによる資金調達も検討するべきであろう。
- 会社に対する最も大きな貢献が期待されるのが会社の舵取りを担う創業者その他経営陣幹部である。これらの者について十分な持分比率が確保されていない場合、新規投

資家から会社の成長に向けたインセンティブ構造に疑念を抱かれ、投資の意思決定に対して否定的な影響を与えることになるため、創業者その他経営陣幹部の持分については適切な比率が維持されるべきである。

## 4 取締役会

### (1) 取締役会の役割

#### 【提言】

##### (取締役会の役割)

- 1.4.1 G型スタートアップは、取締役会が次に掲げる役割を有することを認識し、これらが形骸化しないよう、その実効的な機能発揮に努めなければならない。
- i 将来ビジョン・経営戦略・経営計画といった会社の大きな方向性を示すこと
  - ii 会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための“Best CEO”を選定すること
  - iii 経営陣に対する実効性の高い監督を行うこと
  - iv 重要な業務執行の決定を行うこと
  - v 内部統制システムを整備すること

#### 〔提言の背景〕

- 我が国のスタートアップ企業の取締役会は、創業者を中心とする執行陣と投資家から派遣される取締役多数で構成されることから、戦略的意思決定の場というより、“執行陣によるIR報告会”的色彩又は“株主間協議会”的な色彩が強くなりがちである。
- しかし、G型スタートアップに対してはグローバル・ベンチャー・キャピタルから取締役が派遣されることになるため、取締役会の役割についても、グローバル・スタンダードに沿った理解が必要となる。具体的には、G型スタートアップの取締役会は、以下の役割を有することを認識し、これらが形骸化しないよう、その実効的な機能発揮に努めなければならない。
  - i 将来ビジョン・経営戦略・経営計画といった会社の大きな方向性を示すこと
  - ii 会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための“Best CEO”を選定すること
  - iii 経営陣に対する実効性の高い監督を行うこと
  - iv 重要な業務執行の決定を行うこと
  - v 内部統制システムを整備すること

#### 【提言】

##### (グローバル競争に最適化されたビジネスモデルの策定)

1.4.2 前掲【提言】1.4.1 i に関して、取締役会は、グローバル・マーケットにおける勝ちパターンを見据えたビジネスモデルが、ローカル・マーケットに最適化されたビジネスモデルとは必ずしも一致しないことを認識し、前者の構築を推進すべきである。

〔提言の背景〕

- 取締役会の役割に関する上記 i に関して（☞15 頁）、まず重要なことは、グローバル・マーケットにおける勝ちパターンを見据えたビジネスモデルが、ローカル・マーケットに最適化されたビジネスモデルとは必ずしも一致しないことを認識するという点である。
- 例えば、ある基礎技術を開発したスタートアップ企業がまず直面するのが、当該技術を組み込んだ製品の製造・販売型のビジネスモデルを構築するか、又は、製品の製造等が他社の競争領域と定義し、自社はライセンス型のビジネスモデルで勝負するかという戦略的分岐点である。スタートアップ企業に限らず、日本の企業においては前者を志向する例が少なくないが、自社の競争優位を製造・販売のレイヤーで構築することができるのか、特に、グローバル規模のマーケティング戦略を構築しこれを実行する組織能力があるのかといった点についての見極めが甘い例も散見される。G 型スタートアップの取締役会では、このような戦略議論に耐えうる布陣を整え、グローバル・マーケットにおける勝ちパターンを見据えたビジネスモデルの構築を行わなければならない。

【提言】

（Best CEO の選定）

1.4.3 前掲【提言】1.4.1 ii に関して、取締役会は、会社の成長フェーズその他会社の置かれた環境によっては創業者が必ずしも Best CEO とは限らないことを認識し、内部登用のみならず外部招聘の可能性も含め、Best CEO の人材プールを常に準備しておくべきである。

〔提言の背景〕

- 取締役会の役割に関する上記 ii に関して（☞15 頁）、取締役会が注視すべきは、創業者が“Best CEO”であるか否かという点である。会社の成長フェーズその他会社の置かれた環境によっては創業者が必ずしも Best CEO とは限らないことを認識しなければならない。



- 例えば、創業当初は創業者による基礎技術の磨き上げが会社の企業価値を大きく向上させたとしても、成長フェーズがグローバル・モードにシフトするにつれ、CEO に求められるケイパビリティも技術開発力からグローバル・マーケティング戦略の立案・実行力へと変化していくこともある。このような局面においては、その道のプロに CEO のポジションを委譲し、創業者自身は、株主として会社をガバナンスすることにより、又は取締役会のメンバーとして経営をモニタリングすることにより、あるいは、CTO 等の別の立場で執行に貢献することにより、会社の企業価値向上を支援するべきである。
- このような前提の下で、取締役会は、内部登用のみならず外部招聘の可能性も含め、Best CEO の人材プールを常に準備しておくべきである。

#### 【提言】

##### (柔軟かつ臨機応変な機能定義)

- 1.4.4 前掲【提言】1.4.1 iii 及び【提言】1.4.1 iv に関して、スタートアップ企業における経営判断の中には、戦略的ピボットを含む高度な意思決定を伴うものが含まれる一方、スタートアップ企業における CEO その他経営陣幹部は経営者として成長途上にある場合も少なくないため、経営陣幹部に対するメンタリングを含む適切な助言を行うことは、スタートアップ企業の取締役会が発揮すべき重要な機能であることから、取締役会は、これをモニタリング・ボードとするか又はマネジメント・ボードとするかといった両者を截然と区別するアプローチで機能定義を行うのではなく、当該スタートアップ企業が置かれた状況や千変万化する経営課題に応じた柔軟性のある機能定義を臨機応変に行わなければならない。
- 但し、原則として、取締役会が執行の具体的内容に過度に干渉することは控えるべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 取締役会の役割に関する上記 iii 及び iv に関して (☞15 頁)、取締役会を、iii の役割を重視するモニタリング・ボード型で設計するか、iv の役割を重視するマネジメント・ボード型で設計するかといった議論があるが、スタートアップ企業では両者を截然と区別するアプローチがなじまないことが少なくない。なぜなら、スタートアップ企業における経営判断の中には、戦略的ピボットを含む高度な意思決定を伴うものが含まれる一方、スタートアップ企業における CEO その他経営陣幹部は経営者として成長途上にある場合も少なくないため、経営陣幹部に対するメンタリングを含む適切な助言を行うことは、スタートアップ企業の取締役会が発揮すべき重要な機能であり、そこで求められるのは、当該スタートアップ企業が置かれた状況や千変万化する経営課題に応じた柔

軟性のある機能定義を臨機応変に行うことだからである。

- 但し、原則として、取締役会が執行の具体的内容に過度に干渉することは控えるべきである。確かに、スタートアップ企業においては、企業経営の経験に乏しい執行陣が、外部から招聘する取締役に対して、執行レベルの課題やその打ち手といった technical issue や operational issue に関するアドバイザー的役割を期待する例も少なくない。しかし、本来執行レベルで議論されるべきこのような事項については、取締役会とは別に、執行陣に対する諮問機関として「アドバイザリー・ボード」等を設置し、そこで議論されるべきであり、取締役会はあくまで strategic issue や management issue に関する議論の場として位置付けるべきである。取締役の一部がアドバイザリー・ボードのメンバーを兼任するような場合でも、経営陣の選解任について主導的役割を担う取締役(典型が、法定・任意の指名委員会を設置する場合の指名委員)は、経営者の経営責任を正しく問えるよう、アドバイザリー・ボードに極力関与しないといった工夫が求められる。
- もっとも、G型スタートアップが、その成長の過程において、自社の存続にかかわるシリアスな課題に直面し、現 CEO その他執行陣によっては当該課題を乗り越えることが困難な“有事のシチュエーション”に陥ることもあり得る。このような場合、社外取締役を含む取締役会メンバーは、現執行陣に代わり、自身が暫定的に執行の舵取りを担わなければならないという覚悟も持つておく必要がある。

#### 【提言】

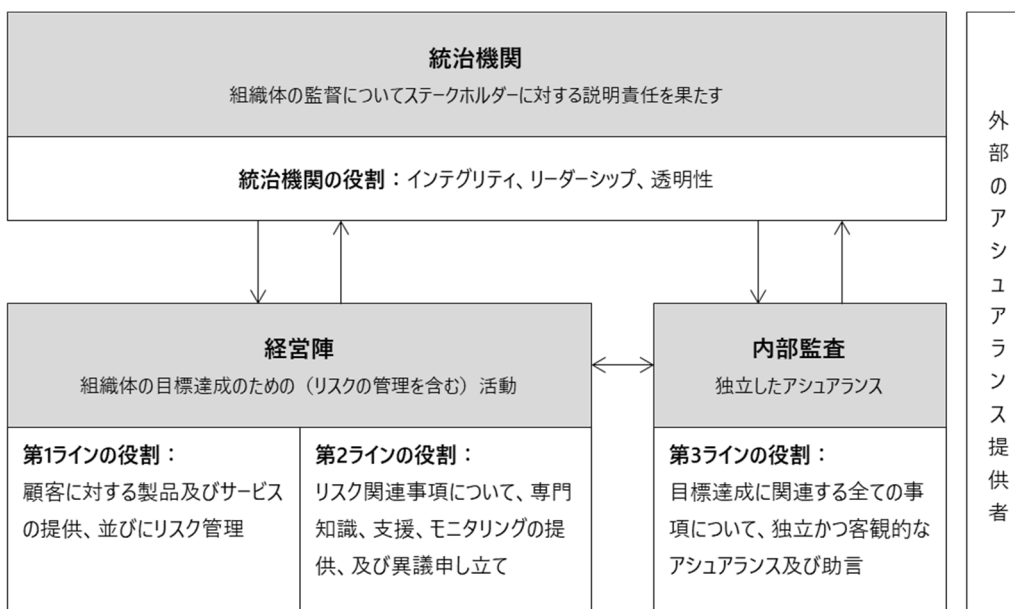
##### (内部統制システムの整備)

1.4.5 前掲【提言】1.4.1 v に関して、取締役会は、「3線モデル」(Three Lines Model)に準拠した内部統制システムを整備することにより、企業価値の保護を徹底すると同時に、経営陣による適切なリスクテイクを後押しすることによる企業価値の創造をも実現しなければならない。

#### 〔提言の背景〕

- 取締役会の役割に関する上記 v に関し (☞15 頁)、スタートアップ企業が会社法上の大会社(資本金 5 億円以上又は負債総額 200 億円以上)となった場合(又は、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社となった場合)、取締役会は内部統制システムを整備しなければならない(会社法 362 条 5 項)。そして、G型スタートアップにおける内部統制システムは、The Institute of Internal Auditors, Inc.が公表している「The IIA's Three Lines Model」(3線モデル)を基本枠組みとして整備されるべきである。これは、顧客への製品・サービスの提供を行う事業部門(第1ライン)自らによるリスク管理、そして、第1ラインから

独立したリスク管理部門（第2ライン）によるモニタリング、さらに、第1ライン及び第2ラインから独立した内部監査部門（第3ライン）によるアシュアランスをその内容とする三層構造のリスク管理システムを提唱するものであり、多くのグローバル企業が採用するモデルである。



図表：3線モデルの概要

- 当然のことながら、内部統制システムの整備においては、各ラインの専門家の招聘を含む各種リソース獲得のためのコストが必要となるため、会社の成長ステージに応じ、費用対効果の観点から、最適な規模及び態様で内部統制システムを整備することが必要である。但し、会社の規模が大きい段階において、内部統制システムについてライトな設計を行う場合でも、取締役会及び経営陣は、上記3線モデルのコンセプトを正しく理解した上で、その趣旨に沿った運用を徹底しなければならない。
- 内部統制システムというと、勢い、第2ライン及び第3ラインの機能のみがクローズアップされ、企業価値の保護（value protection）のみがその目的であるかのような誤解を生むことがあるが、このモデルでは、企業価値の保護と同時に企業価値の創造（value creation）への貢献にも重点が置かれている。したがって、取締役会は、内部統制システムの整備にあたっては、企業価値の保護のみを目的としてこれを行うのではなく、その趣旨が経営陣による適切なリスクテイクを後押しすることによる企業価値の創造を促す点にあることも認識し、制度の整備を進めなければならない。

## (2) 取締役会の最適構成

### 【提言】

#### (取締役会の最適構成)

1.4.6 前掲【提言】1.2.3 記載の機関設計計画の一内容として、G型スタートアップ及びそのステークホルダーは、将来のグローバル・フェーズへの移行を念頭においた取締役会の設置に関する計画（経営戦略を起点とした人材要件定義及びその人選計画を含む。）をシード段階から準備しておくべきである。

G型スタートアップは、会社の成長ステージに応じ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上の実現に資する取締役会の最適な構成を追求しなければならない。

G型スタートアップは、取締役会の最適構成にあたっては、グローバル人材を含む多様性と適正規模の両立が必要であることを認識し、その実現のための様々な工夫について株主その他ステークホルダーと継続的な対話を行うべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 前掲【提言】1.2.3 記載のとおり（☞10頁）、G型スタートアップは機関設計計画をシード段階から準備しておくべきであるが、中でも重要となるのが取締役会の設置に向けた計画である。グローバル・マーケットで勝負し得る経営力を備えた取締役会を設置しようとするなら、経営戦略を起点とした取締役の人材要件定義や当該要件に該当する候補者の人選のために相応の期間を要するのが通常であり（☞21頁）、したがって、G型スタートアップは、将来のグローバル・フェーズへの移行を見据えた上で、取締役会の設置に向けた計画をシード段階から準備しておくべきである。
- 取締役会の構成は、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上の実現に資する最適な人数及び人選が実現されていなければならない。取締役会の最適構成を検討するにあたり、特に G型スタートアップではグローバル・ビジネスの経営経験者の招聘が重要である。ボード・メンバーやマネジメント・チームの中にグローバル人材が含まれているか否かは、グローバル・ベンチャー・キャピタルによる投資判断の重要な指標の一つとなる。一方、多様性のみを強調しすぎるあまりヘッドヘビーな取締役会となってしまうと、機動的な意思決定の妨げとなるおそれもある。会社の経営戦略を起点として取締役会の役割を明確化し、取締役の人材要件を定義するとともに、当社における取締役会の適正規模も定義しなければならない。複数の投資家に取締役指名権が与えられ、その結果として取締役会の適正規模を超えるような数の取締役が選任されるおそれがある場合には、取締役指名権をリード・インベスターや特定の投資家に限定するといっ

た工夫（☞42 頁）、取締役ではなくオブザーバのようなポジションで取締役会に参加してもらおうといった工夫について、株主その他ステークホルダーと交渉するべきである。

#### 【提言】

##### （取締役候補者の人材プール）

1.4.7 G型スタートアップ及びそのステークホルダーは、前掲【提言】1.4.1乃至【提言】1.4.5記載の役割を担うことのできる卓越した経営力を有する者は、経営人材マーケットの中でも希少性が高いことを認識した上で、グローバル・ビジネスで活躍する優秀若手人材を数年後の社外取締役の候補者とすることも見越すなどして、一定の時間軸を念頭に置いた候補者プールを構築するべきである。

#### 〔提言の背景〕

- G型スタートアップの取締役（特に社外取締役）としての資質を有する候補者、換言すれば、前掲【提言】1.4.1乃至【提言】1.4.5記載の役割（☞15 頁以下）を担うことのできる卓越した経営力を有する者は、経営人材マーケットの中でも希少性が高く、そのような者とのネットワーキングや人材発掘の仕組みは一朝一夕で構築できるものではない。現在各企業の中でグローバル・ビジネスに携わる部長級・課長級で活躍する優秀若手人材を数年後の取締役候補者とすることも見越すなどして、一定の時間軸を念頭において候補者プールを構築することが必要となる。

## 5 役員及び従業員の役割

### (1) 取締役の役割及び責任

#### 【提言】

##### (取締役の責任に関する理解)

- 1.5.1 取締役は会社に対して善管注意義務及び忠実義務に基づく法的責任を負うが、特に、G型スタートアップの取締役は、グローバル・ベンチャー・キャピタルが株主に含まれることに鑑み、当該責任を、決して形式的なものではなく、株主からの責任追及の可能性のあるより現実的なものとして捉えなければならない。

#### 〔提言の背景〕

- 取締役は会社に対して善管注意義務及び忠実義務に基づく法的責任を負う。しかし、日本では、スタートアップ企業の株主がその取締役の責任を追及するという例は極めて稀であり、スタートアップ企業の取締役はその法的責任に対する緊張感が薄い。しかし、海外では、スタートアップ企業の取締役が、株主からの責任追及を受けることはめずらしいことではないため、G型スタートアップの取締役は、グローバル・ベンチャー・キャピタルが株主に含まれることに鑑み、当該責任を、形式的なものではなく、株主からの責任追及の可能性のあるより現実的なものとして捉えなければならない。

#### 【提言】

##### (投資家派遣取締役の責任)

- 1.5.2 ベンチャー・キャピタル、事業会社その他投資家からの指名に基づきスタートアップ企業の取締役に選任される者は、善管注意義務及び忠実義務の第一の名宛人が、自身の指名者ではなく、当該スタートアップ企業であることを認識しなければならない。

#### 〔提言の背景〕

- ベンチャー・キャピタル、事業会社その他投資家からの指名に基づきスタートアップ企業の取締役に選任される者は、善管注意義務及び忠実義務の第一の名宛人が、自身の指名者である当該ベンチャー・キャピタルや当該事業会社ではなく、当該スタートアップ企業であることを認識しなければならない。取締役による意思決定については、いわゆる「経営判断の原則」が適用され、裁判所は経営の専門家たる取締役の経営判断を尊重し、一定要件の下で司法判断を抑制する傾向にあるが、会社との間に利益相反がある

場合にはこの原則は適用されないと解されている。派遣取締役は、自身の指名者の利益と会社の利益とが相反する可能性があることを十分認識しなければならない。

- 例えば、派遣取締役が、取締役会で取得した当該スタートアップ企業に関する情報を派遣元であるベンチャー・キャピタルや事業会社に対して開示したり、目的外利用したりすることは原則として許されない。投資契約等の中で、派遣取締役の派遣元に対する情報開示を認める旨の規定を設けることもあるが、無限定な情報開示は認めるべきではなく、当該会社の企業価値を毀損することのないよう一定の条件や手続を設けるべきであろう。また、派遣元に対する情報開示が例外的に認められるような場合でも、情報を受領するベンチャー・キャピタルや事業会社は、当該情報を利用して投資先と競合する事業を開始するといったことのないよう、その取扱いに十分留意しなければならない。
- また、別の利益相反の例として、ベンチャー・キャピタルの投資先であるスタートアップ企業 X 社の事業と、当該ベンチャー・キャピタルの他の投資先 Y 社の事業が競合するような例も考えられる。ベンチャー・キャピタルとしては、そもそも、そのような競合関係を生ずるような投資は行わないというのが原則であろうが、スタートアップ企業による戦略的ピボットの結果、ベンチャー・キャピタルが当初意図しなかった形で事後的な競合関係が投資先間で生ずることもあり得る。このような場合、X 社や Y 社としては、ベンチャー・キャピタルに対し、社内で厳格なチャイニーズ・ウォール（情報遮断措置）を構築すること、利益相反の可能性のある議題については取締役会を棄権すること、取締役を辞任すること等の対応を求めるべきである。

## (2) CEO その他執行陣の役割及び責任

### 【提言】

#### (分業の必要性)

1.5.3 G型スタートアップは、その執行において、CEO から他の執行陣に対する執行権限の適切な移譲による分業を前提とした、チームによる事業運営を行わなければならない。

#### 〔提言の背景〕

- 会社のベリー・トップである CEO は、会社の全てについて責任を負う立場であるが、だからといってその全てについて自ら執行を行うべきではない。他の執行陣に対する適切な権限移譲を行い、チームによる執行力の強化及び拡張を行うことで企業価値最

大化を目指すべきである。

**【提言】**

**(グローバル人材の必要性)**

1.5.4 前掲【提言】1.4.6 記載のとおり、取締役会にグローバル人材を含む多様性が必要であるのと同様、G型スタートアップは、執行チームにおいてもグローバル人材を適切に配置するべきである。

〔提言の背景〕

- また、前掲【提言】1.4.6 記載のとおり、G型スタートアップでは、取締役会にグローバル人材を含む多様性が必要であるが(☞20頁)、同様に、執行チームにおいてもグローバル人材の適切な配置が必要である。ボード・メンバーやマネジメント・チームの中にグローバル人材が含まれているか否かは、グローバル・ベンチャー・キャピタルによる投資判断の重要な指標の一つとなる。

**(3) 報酬及びインセンティブ**

**【提言】**

**(ストック・オプション)**

1.5.5 G型スタートアップは、ストック・オプションの発行にあたっては、グローバル・ベンチャー・キャピタルがその経済性や資本構成への影響を適切に判断できるよう、グローバル・スタンダードに準拠したスキーム設計及び行使条件の設定を行うべきである。

〔提言の背景〕

- スタートアップ企業においては、優秀人材の獲得のためのインセンティブ報酬としてストック・オプションが用いられることが多い。しかし、ストック・オプションの内容及び条件がガラパゴス化している場合や、いわゆる信託型ストック・オプションのような我が国固有の制度設計により発行されている場合、そのインセンティブ効果や資本構成に与える影響をグローバル・ベンチャー・キャピタルが正しく評価することが著しく困難となる。そこで、G型スタートアップは、ストック・オプションの発行にあたっては、グローバル・ベンチャー・キャピタルがその経済性や資本構成への影響を適切に判断できるよう、グローバル・スタンダードに準拠したスキーム設計及び行使条件



の設定を行うべきである。

- 例えば、グローバル・スタンダードなストック・オプションの付与実務として、ストック・オプションの行使期間を細分化し、一定期間ごとに行使可能なストック・オプションの個数を増やしていくベスティング (vesting) と呼ばれるアレンジが採用されるのが一般である。我が国においても、ベスティングは定着しつつある実務ではあるが、その要件として会社に在職していることを要求し、会社を退職した場合はその理由の如何を問わず一切の権利行使を不可能とする例が多い。退職後は会社の成長に対するインセンティブ付けという目的が失われるというのがその主な理由であるが、ストック・オプションは在職時における貢献の対価という側面も有する。米国では、後者の観点から、退職者によるオプション行使を認める例も多い（米国の税制適格ストック・オプションである ISO の要件として退職日から 90 日以内の権利行使が必要とされているが、税制非適格ストック・オプションである NQO への転換を前提に、これより長い期間のオプション行使を認める例も多い。）。
- また、ストック・オプションの発行会社が M&A によって買収された場合の当該ストック・オプションの取扱いについても、日本とグローバル・スタンダードとの間で大きな違いが見受けられる。グローバル・スタンダードな実務では、ストック・オプションに「アクセラレーション」(acceleration) と呼ばれる条項が付与されており、発行会社が M&A によって買収された場合、ストック・オプションのベスティングが“アクセラレーション”（前倒し）され、自身が保有するストック・オプションが行使可能な状態になり、株式を取得することができるようになる。これにより、オプション保有者は、当該 M&A に売主として参加することができ、株式が上場された場合と同様、キャピタルゲインを確定することができる。我が国においてかかる実務が一般的ではないことも、エグジット手段が株式の上場に集中する要因の一つとなっている（☞30 頁）。

## 第2 投資家その他ステークホルダーに求められる規律

### 1 総論

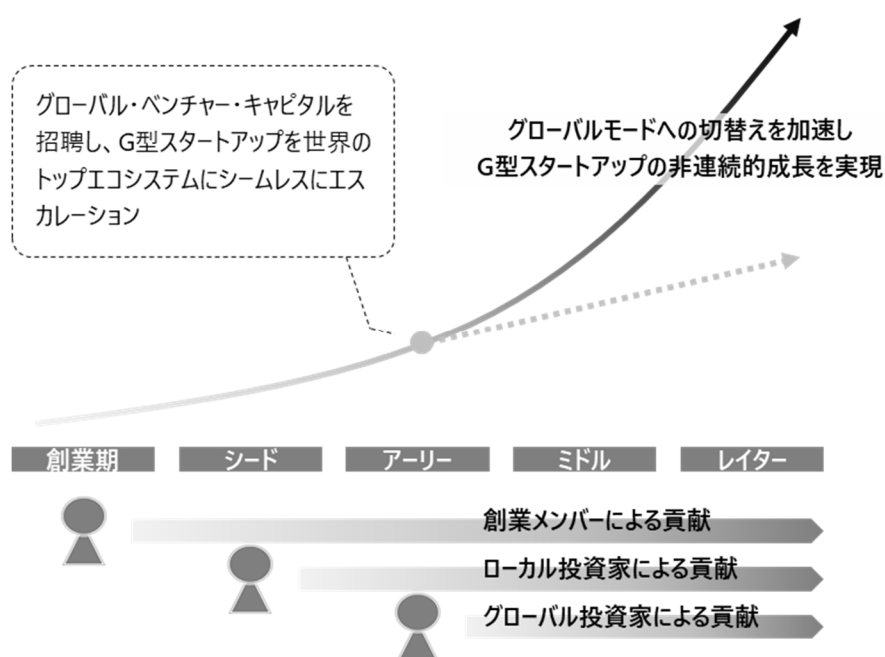
#### 【提言】

##### (グローバル成長投資モデル)

2.1.1 投資家その他ステークホルダーは、G型スタートアップに対する貢献のうち最も重要なことは、自身による投資を通じた支援を提供することに加え、グローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘し、スタートアップ企業をグローバルなトップエコシステムにシームレスにエスカレーションする「グローバル成長投資モデル」を実現することであることを認識しなければならない。

#### 〔提言の背景〕

- G型スタートアップの投資家その他ステークホルダーの最も重要な役割は、G型スタートアップのグローバル成長を支援することであり、中でも重要なことは、グローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘することである。国内投資家のみによりG型スタートアップを生み出そうとする純血主義的発想を捨て、グローバル・ベンチャー・キャピタルとの協力的支援を通じ、スタートアップ企業をグローバルなトップエコシステムにシームレスにエスカレーションする「グローバル成長投資モデル」を実現しなければならない(☞7頁)。



図表：グローバル成長投資モデル（再掲）

## 【提言】

### （投資家等による経営者の成長支援）

2.1.2 ベンチャー企業で生ずるインシデントの中には、経営者の法律・財務・会計等に関するコンプライアンス知識の欠如に起因するものの他、経営者の個人としての未成熟さに起因するものも少なくないため、投資家その他ステークホルダーは、経営者に対し経営スキルを指導するのみならず、マインドセットに関するコーチング（個人としての成熟に向けた成長支援）も重要な役割であることを認識するべきである。

### 〔提言の背景〕

- 情報漏洩やハラスメントといったベンチャー企業で生ずるインシデントの中には、経営者の法律・財務・会計等に関するコンプライアンス知識の欠如に起因するもの他、経営者の個人としての未成熟さに起因するものも少なくない。前者については比較的  
形式知化された研修プログラム等により知識やスキルを修得し、インシデントの発生を未然に防止できるものも多い。これに対し、後者については、日々のコミュニケーションを通じ、投資家等が経営者に対してマインドセットに関するコーチングを継続していくことにより、経営者個人としての成熟に向けた成長を支援することが必要となってくる。投資家その他ステークホルダーは、これらも自身の重要な役割であることを認識するべきである。

## 2 ベンチャー・キャピタル

### (1) 基本的役割

#### 【提言】

##### (G型スタートアップに対するベンチャー・キャピタルの役割)

2.2.1 ベンチャー・キャピタルは、自身を含むステークホルダーのG型スタートアップに対する最も重要な貢献が前掲【提言】2.1.1記載の「グローバル成長投資モデル」を実現することであることを認識し、グローバル・ベンチャー・キャピタルとの協業及び分業により、G型スタートアップのグローバル・マーケットへの進出を支援するべきである。

##### (グローバル・スタンダードに準拠した条件での投資実行)

2.2.2 G型スタートアップに投資するベンチャー・キャピタルは、「グローバル成長投資モデル」を実現するため、後続の資金調達ラウンドにおいてグローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘することを念頭に置き、自身が参加する初期の資金調達ラウンドであっても、グローバル・スタンダードに準拠した条件で投資を実行しなければならない。

#### 〔提言の背景〕

- 「グローバル成長投資モデル」の重要性については、前掲【提言】2.1.1の〔提言の背景〕を参照されたい(☞26頁)。
- このモデルを実現するために最も重要なことは、グローバル・ベンチャー・キャピタルが参加しやすいような、グローバル・スタンダードに準拠した投資環境を整備することである。ガラパゴス化された投資条件によって既存株主間及び対象会社間での利害関係が形成されてしまっている場合、グローバル・ベンチャー・キャピタルが投資の経済性やリスクに関する評価を行うことが著しく困難となる。したがって、G型スタートアップに投資するベンチャー・キャピタルは、後続の資金調達ラウンドにおいてグローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘することを念頭に置き、自身が参加する初期の資金調達ラウンドであっても、後掲【提言】3.1.1記載のように、グローバル・スタンダードに準拠した条件で投資を実行しなければならない(☞40頁)。

#### 【提言】

##### (グローバル経営の支援)

2.2.3 G型スタートアップに投資するベンチャー・キャピタルは、当該投資先に対し、グロ

ーバル人材の紹介その他グローバル経営のための各種支援を提供すべきである。

〔提言の背景〕

- 前掲【提言】1.3.1 記載のとおり、投資家による会社に対する貢献は、単なる金銭的なそれに留まらず、企業価値向上に資する戦略的な貢献が必要である(☞13頁)。  
G型スタートアップに投資するベンチャー・キャピタルは、当該投資先に対し、グローバル人材の紹介その他グローバル経営のための各種支援を提供することが期待されている。
- G型スタートアップでは、後に行われるグローバル・ベンチャー・キャピタルによる厳しいデュー・デリジェンスに耐え得るような、グローバル・スタンダードに準拠した経営及び事業運営がその設立当初から求められる。そのためには、重要書類の英訳や英語での取締役会運営等といった工夫も必要となる。スタートアップ企業がこれらのための十分なリソースを確保できない場合には、ベンチャー・キャピタルがその役割を担うことも強く期待される。

(2) フォローオン投資

【提言】

(フォローオン投資)

2.2.4 G型スタートアップに投資するベンチャー・キャピタルは、後掲【提言】2.2.5記載の認識を前提に、自身が参加した資金調達ラウンド以降においても、資金調達ラウンドごとにその持分割合に応じたいわゆる「フォローオン投資」を実行すべきであり、必要資金についての計画を作成し、また、そのための準備金(reserve)を十分確保しなければならない。

〔提言の背景〕

- シリーズA又はシリーズB以降で、グローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘するためには、それ以前のシリーズで投資を行った既存投資家によるフォローオン投資(自己の持分割合に応じた追加的な投資)が必要である。これがない場合、グローバル・ベンチャー・キャピタルからは、既存投資家が投資できない理由について疑念を抱かれることとなり、いわば“見限られた案件”との評価を受けることになりかねないが、我が国においては、このフォローオン投資の実務が十分定着しているとはいえない状況にあるため、その改善が必要である。

- ベンチャー・キャピタルがフォローオン投資を行うためには、投資先である G 型スタートアップの成長のための時間軸を念頭に置き、必要資金についての計画とそのため  
の準備金 (reserve) を十分確保しなければならない。

### (3) 支援期間

#### 【提言】

##### (十分な支援期間の設定)

2.2.5 ベンチャー・キャピタルは、G 型スタートアップの事業特性により、成長の時間軸が長期にわたる可能性があることを十分に認識し、その時間軸に応じた支援を提供すべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 我が国のスタートアップ企業の規模が大きくなる理由の一つとして、スタートアップ企業が成長途上の段階でその株式を上場（いわゆるスモール IPO）してしまい、経営陣のインセンティブ構造と情熱や野心といったマインドセットが変節する結果、その後の成長力が減衰してしまうという問題が指摘される。ベンチャー・キャピタルのファンド運用期間がスタートアップ企業、特に G 型スタートアップの成長のための時間軸に比して短すぎるため、早期上場の圧力を受けることになるというのがその大きな理由である。したがって、ベンチャー・キャピタルは、G 型スタートアップの事業特性により、成長の時間軸が長期にわたる可能性があることを十分に認識し、その時間軸に応じた支援を提供すべきである。

#### 【提言】

##### (最適な資本政策)

2.2.6 ベンチャー・キャピタルは、自己が投資するスタートアップ企業の持続的成長及び中長期的な企業価値の向上に最も適う資本政策の実現に協力すべきであり、株式の上場を当該スタートアップ企業に対する投資の与件としてはならない。

ベンチャー・キャピタルは、株式の上場はスタートアップ企業にとってのゴールではなく、さらなる成長に向けたスタートラインであるとの認識を持ち、株式の上場を当該企業とともに検討する場合でも、当該企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために最適のタイミングを計画し、海外の証券取引市場を含む最適な金融商品取引所を選択すべきである。

〔提言の背景〕

- ベンチャー・キャピタルは、自己が投資するスタートアップ企業の持続的成長及び中長期的な企業価値の向上に最も適う資本政策の実現に協力しなければならない。株式の上場というファイナンス手法は、資本市場からの資金調達を可能とし、事業の成長を非連続に加速させるための一つ的手段ではあるが事業成長のための唯一無二の打ち手ではない。当該スタートアップ企業が置かれた環境や直面する戦略的課題によっては、M&Aによる Best Owner の交代を伴うドラスティックなキャピタル・リストラクチャリングが更なる成長に向けた有効な打ち手であることも少なくない。したがって、ベンチャー・キャピタルは、株式の上場を当該スタートアップ企業に対する投資の与件としてはならず、また、株式の上場を選択する場合であっても、これが当該スタートアップ企業にとってのゴールではなく、さらなる成長に向けたスタートラインであるとの認識を持たなければならない。株式の上場を当該企業とともに検討する場合でも、当該企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために最適のタイミングを計画し、海外の証券取引市場を含む最適な金融商品取引所を選択するべきである。

【提言】

(上場後の株式の継続保有)

- 2.2.7 ベンチャー・キャピタルは、スタートアップ企業がその株式を上場した後も、直ちに株式を処分するのではなく、当該スタートアップ企業の更なる成長とコーポレート・ガバナンスの一層の強化に貢献すべく株式を保有し続けることも選択肢として検討するべきである。

〔提言の背景〕

- スタートアップ企業が株式を上場して間もない時期にベンチャー・キャピタルその他大株主が株式を処分し、当該スタートアップ企業からエグジットしてしまうと、一般株主の集合行為問題が顕在化し、その結果、ガバナンスの空洞化が生じてしまう。実際、スタートアップ企業の上場直後に企業価値を大きく毀損するインシデントが生じた事例も存在する。そこで、ベンチャー・キャピタルは、スタートアップ企業がその株式を上場した後も、直ちに株式を処分するのではなく、当該スタートアップ企業の更なる成長とコーポレート・ガバナンスの一層の強化に貢献すべく株式を保有し続けることも選択肢として検討するべきであり、また、株式を継続保有できるよう、ファンドのリミテッド・パートナーと交渉を行うべきである。

#### (4) リミテッド・パートナーに対する責任

##### 【提言】

###### (リミテッド・パートナーに対する情報開示)

2.2.8 ベンチャー・キャピタルは、自己が運営するファンドのリミテッド・パートナーに対する受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たさなければならず、その最も重要な責務の一つが正しい情報開示であることを認識し、ファンドの財産及び損益の状況を算定するにあたり、その保有する投資資産について公正価値評価を行った上で、これを適切にリミテッド・パートナーに対して開示しなければならない。

##### 〔提言の背景〕

- ファンド運営者であるベンチャー・キャピタルは、ファンドのリミテッド・パートナーに対する受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）を負う。最も重要な責務の一つが正しい情報開示を行うことであり、ファンド会計の開示はその中核をなすものである。ファンドの財産状況に関する貸借対照表及び損益状況に関する損益計算書を含む財務諸表等の作成が必要となる。
- これらの作成にあたり特に問題となりやすいのが、ファンドが保有する投資資産の評価である。適用される会計基準に従い資産評価を行うことになるが、評価方法がファンド契約の中で合意されていることも多い。ところが、我が国のベンチャー・キャピタルの多くが、グローバル・スタンダードである IPEV ガイドライン (International Private Equity and Venture Capital Guidelines) 等による公正価値評価以外の簡便的な方法により投資資産を評価しており、その結果、リミテッド・パートナーがベンチャー・キャピタルのパフォーマンスを国際比較できないという問題が生じている。ベンチャー・キャピタルは、その保有する投資資産について、グローバル・スタンダードにしたがった公正価値評価を行い、これを適切にリミテッド・パートナーに対して開示しなければならない。

##### 【提言】

###### (コンプライアンスの徹底)

2.2.9 ベンチャー・キャピタルは、ファンド運営者として、ファンド持分の取得勧誘行為に関する各種の制限及び規制を遵守しなければならない。

また、ベンチャー・キャピタルは、投資価値最大化に向け、有限のリソースを分散させないよう、他のファンド運営や他の事業との兼業を行うべきではない。



## 〔提言の背景〕

- ファンド運営者は、関連法令に基づき自身が遵守すべき事項を正しく認識する必要がある。ベンチャー・キャピタル・ファンドを日本で組成する場合、ファンド運営者は適格機関投資家等特例業務としてその運営を行うことが多い（金融商品取引法 63 条）。ファンド持分は原則として有価証券とみなされるため、（同法 2 条 2 項 5 号）、その募集を行う場合には、本来、有価証券届出書を提出するとともに、目論見書の作成が必要となり、また有価証券報告書等による継続開示も必要となる（同法 4 条 1 項、13 条 1 項、24 条等）。一方、ファンド持分等のいわゆる第 2 項有価証券（同法 2 条 2 項）の取得勧誘行為が「私募」に該当する場合、有価証券届出書の提出等が不要となるが、そのためには、ファンド契約締結時においてリミテッド・パートナーとなろうとする者（取得勧誘に応じることにより当該取得勧誘に係る有価証券を所有することとなる者）が 500 名未満であることが必要である（同法 2 条 3 項 3 号、同法施行令 1 条の 7 の 2 参照）。
- ファンド運営者によるリミテッド・パートナーへの取得勧誘行為が「私募」の要件を満たす場合、勧誘に際しては所定事項の告知義務（同法 23 条の 13 第 4 項）及び書面による告知義務（同条 5 項）を履行しなければならない。さらに、ファンド契約の締結までに、リミテッド・パートナーに対し、金融商品取引法 37 条の 3 第 1 項に規定する書面を交付しなければならない（同法 63 条 11 項）。
- ファンド運営者が、複数ファンドを運営したり、ファンド運営以外の事業活動を行ったりとすると、投資価値最大化に向けた有限のリソースが分散してしまい、また、投資機会の獲得におけるコンフリクトが生ずるおそれがある（☞35 頁）。したがって、ファンド運営者による兼業は原則として行われるべきではない。

### 3 事業会社及びコーポレート・ベンチャー・キャピタル

#### 【提言】

##### (事業会社の基本的役割)

2.3.1 事業会社は、自社の投資先（コーポレート・ベンチャー・キャピタルを通じた投資先を含む。）である G 型スタートアップに対し、金融投資家とは異なる役割、すなわち、事業会社として有する経営資源を提供するなどし、ストラテジック・インベスターとして、当該スタートアップ企業のグローバル展開を事業面から支援する役割を果たすべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 前掲【提言】1.3.1 記載のとおり、投資家による会社に対する貢献は、単なる金銭的なそれに留まらず、企業価値向上に資するストラテジックな貢献が必要であり（☞13 頁）、また、前掲【提言】2.2.3 記載のとおり、G 型スタートアップに投資するベンチャー・キャピタルは、当該投資先に対し、グローバル人材の紹介その他グローバル経営のための各種支援を提供することが期待されている（☞28 頁）。
- そして、事業会社は、自社の投資先（コーポレート・ベンチャー・キャピタルを通じた投資先を含む。）である G 型スタートアップに対し、金融投資家とは異なる役割、すなわち、自社が有する経営資源を提供するなどし、ストラテジック・インベスターとして、当該スタートアップ企業のグローバル展開を事業面から支援する役割が期待される。

#### 【提言】

##### (事業会社がその基本的役割を果たす上での留意事項)

2.3.2 事業会社は、自社の投資先である G 型スタートアップのビジネスモデルの策定に関与する場合でも、前掲【提言】1.4.2 記載の認識を踏まえ、これが自社のビジネスモデルに引きずられて国内最適のみを目指すことのないよう十分留意しなければならない。

また、当該投資先との間でなんらかの取引を行う場合、これを自社にとって著しく有利な条件で行うなど、当該投資先及び株主共同の利益を害するような条件で行ってはならない。

## 〔提言の背景〕

- 事業会社は、自社の投資先である G 型スタートアップのビジネスモデルの策定に関与する場合でも、前掲【提言】1.4.2 記載の認識を踏まえ（☞15 頁）、これが自社のビジネスモデルに引きずられて国内最適のみを目指すことのないよう、十分留意しなければならない。自社が国内を中心とする事業展開を行っている場合には、特に注意が必要である。
- また、事業会社と当該投資先との間で資本関係を背景とした業務提携契約等を締結した上で、両者間で一定の取引その他事業関係の構築を行う場合もある。これが当該事業会社にとって著しく有利な条件で行われる場合には、当該投資先の企業価値を毀損し、また、株主共同の利益を害することになるため、事業会社は投資先に対する資本的影響力を背景として自社にとって著しく有利な条件を当該投資先に押し付けるような取引交渉を行ってはならない。

## 【提言】

### （コーポレート・ベンチャー・キャピタルを組成する際の留意点）

2.3.3 事業会社が、ファンド運営事業者にジェネラル・パートナーを委託し、自社がリミテッド・パートナーとして資金を拠出する形式でコーポレート・ベンチャー・キャピタルを組成する場合、当該ファンド運営事業者が第三者との間で同様のスキームを組成していないかについて、また、同様のスキームを組成している場合には、ファンド間の利益相反を回避する実効的仕組みがとられているかについて、厳格に監督するべきであり、そのような仕組みがとられていないことが判明した場合は、当該ファンド運営事業者に対してコーポレート・ベンチャー・キャピタルの組成を委託するべきではなく、組成後に判明した場合は、当該コーポレート・ベンチャー・キャピタルの解散も視野に入れた適切な措置を講じるべきである。

また、この場合、ファンドのリミテッド・パートナーとなる事業会社は、自己が投資に関する意思決定権限その他ファンドの業務執行権限を有していないこと、その名称をファンドの名称に用いてはならないこと、仮にこれらに違反した場合には自己の有限責任性が失われジェネラル・パートナーと同一の責任を負う場合があること、その他ファンドの基本的規律について十分に理解していなければならない。

## 〔提言の背景〕

- 事業会社が、ファンド運営事業者にジェネラル・パートナーを委託し、自社がリミテッド・パートナーとして資金を拠出する形式でコーポレート・ベンチャー・キャピタルを

組成する場合に、当該ファンド運営事業者が第三者との間で同様のスキームを組成していると、ファンド間の利益相反が生ずるおそれがある。例えば、同一の運営事業者 X が事業会社 A との間でファンドαを組成し、別の事業会社 B との間でファンドβを組成していたとする。ある投資先候補 Y がソーシングされた場合、X は Y に対してファンドαから投資を行うか、ファンドβから投資を行うかについて利益相反の立場に立つことになる。そこで、事業会社は、コーポレート・ベンチャー・キャピタルを組成する場合、ジェネラル・パートナーを務めるファンド運営事業者が第三者との間で同様のスキームを組成していないかどうかを厳しくチェックし、仮に、同様のスキームを組成している場合には、ファンド間の利益相反を回避する実効的仕組みがとられているかについて厳格に監督すべきである。

- 複数のファンド間の利益相反を回避する実効的仕組みがとられているかを監督する際には、ファンド運営事業者に対して、同時運営している既存ファンドと利益相反の可能性のあるファンドの投資銘柄及びパフォーマンス、また、過去も含めた同時運営ファンド間での同種銘柄への投資実績等の開示を求めることになる。その結果、利益相反を回避する実効的仕組みがとられていないことが判明した場合、当該ファンド運営事業者に対してコーポレート・ベンチャー・キャピタルの組成を委託すべきではなく、組成後に判明した場合は、当該コーポレート・ベンチャー・キャピタルの解散も視野に入れた適切な措置を講じるべきである。
- ファンドのリミテッド・パートナーである事業会社は、まず、自己が投資に関する意思決定権限その他ファンドの業務執行権限を有していないことを理解する必要がある。例えば、リミテッド・パートナーである事業会社が投資判断に直接関与するような場合、その有限責任性が失われ、ジェネラル・パートナーと同一の責任を負うおそれがある。また、同様の趣旨で、ファンドのリミテッド・パートナーである事業会社は、その名称をファンドの名称に用いてはならない。仮に自己の名称がファンドの名称に用いられた場合には、やはりその有限責任性が失われ、ジェネラル・パートナーと同一の責任を負うおそれがある。このようなファンドの基本的規律について十分な理解が必要である。

## 4 エンジェル投資家

### 【提言】

#### (エンジェル投資家の役割)

2.4.1 シードステージでスタートアップ企業に対して資金を提供するいわゆる“エンジェル投資家”は、資本政策に重大な影響を与える立場であること、また、前掲【提言】1.3.1記載のとおり、資本政策は事後的な修正が困難な不可逆的性質を有することを認識した上で、起業家との間の情報の非対称性を利用した過度な持分割合の要求等を行ってはならない。

エンジェル投資家は、前掲【提言】2.1.2の趣旨が、シードステージにあるベンチャー企業及びこれを支援するエンジェル投資家によりよくあてはまることを認識すべきである。

#### 〔提言の背景〕

- シードステージでスタートアップ企業に対して資金を提供するいわゆる“エンジェル投資家”は、創業者にとって初めての外部投資家であることが多く、バリュエーションや資本政策に関する相場観が形成されていない創業者とエンジェル投資家との間には情報の非対称性が大きく存在することが通常である。エンジェル投資家がかかる情報の非対称性を利用して過度な持分割合の要求等を行うと、その後の資金調達が著しく困難となり、当該エンジェル投資家にとっても、いわば金の卵を産むガチョウを自ら殺すことになりかねず、その報いは自身に及ぶことになる。エンジェル投資家にはフェアな姿勢で取引に臨むことが強く求められる。
- なお、前掲【提言】2.1.2の趣旨は(☞27頁)、シードステージにあるベンチャー企業及びこれを支援するエンジェル投資家によりよくあてはまる。

## 5 その他ステークホルダー

### 【提言】

#### (監査法人)

2.5.1 いわゆる「監査難民問題」を解消するべく、監査法人には、大手のみならず準大手も含め、そのリソースの拡充及び質の向上に取り組むことが強く望まれる。

#### 〔提言の背景〕

- 監査法人もベンチャー・エコシステムの重要なステークホルダーである。スタートアップ企業が会社法上の大会社（資本金5億円以上又は負債総額200億円以上）である場合は監査法人による会計監査が必要となる（会社法328条1項・2項）。株式の上場を計画する場合、上場申請期の直前々期から会計監査が必要となる（さらにその前期にいわゆるショートレビューが実施される）。また、グローバル・ベンチャー・キャピタルの投資参加を求める場合、デュー・デリジェンスのプロセスの中で、一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に従った正確な計算書類を求められることが多く、そのためには監査法人の協力が必要となる。
- このように監査法人はスタートアップ企業、特に、G型スタートアップにとって重要な伴走者であるにもかかわらず、近時、スタートアップ企業が監査法人を確保することができない「監査難民問題」が広がっている。株式の上場をゴールに据えるスタートアップ企業の多さという需要側の原因に、監査法人側のリソース不足という供給側の原因も重なり、問題は一層深刻化している。この問題の構造的な解消のためには、株式の上場を唯一のゴールとする発想を大きく転換すること（☞30頁）、また、監査法人側も、いわゆるビッグ4と呼ばれる大手のみならず、準大手も含め、そのリソースの拡充及び質の向上に積極的に取り組むことが必要となる。

### 【提言】

#### (証券会社)

2.5.2 証券会社には、スタートアップ企業の株式の上場を巡る各種問題（上場直後に発覚する不正会計その他コンプライス問題、公募価格の設定を巡る問題等）に適切に対応するべく、上場アドバイザー機能及び引受審査機能の一層の強化及び改善を進めることが強く望まれる。

## 〔提言の背景〕

- 監査法人と同様、証券会社もベンチャー・エコシステムの重要なステークホルダーである。証券会社は、スタートアップ企業が株式の上場を目指す際に、上場に向けた体制構築支援その他各種アドバイザー・サービスを提供し、また、当該企業の株式が証券市場に流通させるに値するか否かを判断するための引受審査を担う。
- ところが、証券会社のこれら業務に関連し、スタートアップ企業の株式上場直後に当該企業の不正会計が発覚し、当該上場を担当した証券会社の法的責任が問われるといった事例や、証券会社が企業側の意向を無視し低廉な公開価格を設定したことが当該企業の資金調達に不利益を与えた可能性があるとして公正取引委員会から注意を受けるといった事例が発生している。証券会社のビジネスモデルが“スモール IPO”（☞30頁）を前提とした量産型ビジネスに傾くと、業務効率名下に審査は一層形式主義化し、上記のような問題はさらに拡大していくことになる。ベンチャー・エコシステム全体が“上場ゴール”というマインドセットを払拭するとともに（☞30頁）、証券会社には、これら問題に適切に対応するべく、上場アドバイザー機能及び引受審査機能の一層の強化及び改善を進めることが強く望まれる。

### 第3 資金調達に係る取引条件その他取引実務に関する規律

#### 1 総論

##### 【提言】

##### (グローバル・スタンダードに準拠した投資契約の利用)

3.1.1 G型スタートアップ及びその投資家との間で用いられる投資契約は、両者の迅速かつ適確なリスク判断を可能とし、また、両者間で生ずるコミュニケーションコストを最小化できるよう、その内容は標準化されたものでなければならず、さらに、グローバル・ベンチャー・キャピタルによるスムーズな投資参加を促すことのできるよう、英文で作成され、かつ、グローバル・スタンダードに準拠した内容のものでなければならない。

##### 〔提言の背景〕

- スタートアップ企業とその投資家の間で用いられる投資契約は、投資機会ごとにスクラッチの条件交渉が行われるものではなく、両者の迅速かつ適確なリスク判断を可能とし、また、両者間で生ずるコミュニケーションコストを最小化できるよう、直前の投資ラウンドで用いられた投資契約をベースに、必要な条件を追加することで投資条件がアップデートされる形式をとる。そして、そのためには、投資契約の内容は標準化されたものとなっていなければならない。
- もっとも、時代とともに実効性が失われた条項や、投資家と起業家のインセンティブがアラインできなくなった条項については、都度、改善・修正が行われ、“標準”そのものもアップデートが繰り返されている。
- また、前掲【提言】2.2.2記載のとおり、G型スタートアップに投資するベンチャー・キャピタルは、「グローバル成長投資モデル」を実現するため、後続の資金調達ラウンドにおいてグローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘することを念頭に置き、自身が参加する初期の資金調達ラウンドであっても、グローバル・スタンダードに準拠した条件で投資を実行しなければならない（☞28頁）。日本独自の契約条項や各投資家独自の契約条件は、グローバル・ベンチャー・キャピタルの参画の妨げとなり、G型スタートアップの成長を阻害することになりかねない。したがって、G型スタートアップ及びその投資家との間で用いられる投資契約は、英文で作成され、かつ、グローバル・スタンダードに準拠した内容のものでなければならない。



## 2 投資契約条件の標準化のための工夫

### (1) 投資契約に含めてはならない条項

#### 【提言】

##### (投資契約に含めてはならない条項)

3.2.1 創業者に会社との連帯責任を負わせるような条項は、起業に向けたインセンティブを毀損することになるため、投資契約に含めてはならない。

また、投資家から会社に対する株式買取請求（プット・オプション）を認めるような条項は、リスクマネーの提供というスタートアップ投資の本質に背理するため、投資契約に含めてはならない。

#### 〔提言の背景〕

- 投資契約において「経営株主は、対象会社と連帯して、当該損失等を補償しなければならない」といった、創業者とスタートアップ企業との連帯責任に関する規定が設けられることがある。投資家がスタートアップ企業に対して損害賠償や損失補償を求めると、当該企業の価値が低下するため、その影響が結局投資家側に返ってくることになる。そのため、投資家としては、スタートアップ企業の責任を創業者その他経営株主に対して追及する途を確保しようとするものである。しかし、創業者個人とスタートアップ企業という法人は別個の法的主体であるにもかかわらず、このような規定を設けると、創業者個人に事業に関する無限責任を負担させるに等しい結果となり、起業に向けたインセンティブを毀損することになりかねない。前述のとおり、ベンチャー・ビジネスにおけるリスク・テイキングは投資家が担うべき役割なのである（☞2頁）。
- また、投資契約において、契約違反その他一定の事由の発生をトリガーとし、「投資家はその保有する株式について対象会社に対する買取りを求めることができ、対象会社はこれに応じなければならない」といった、いわゆる「プット・オプション」の規定が設けられることがある。相手方の契約違反等に対しては損害賠償請求により損害の回復を図るのが原則であるが、実務上、損害の立証は容易ではない。そこで、予め合意した買取価格により投資案件そのものからの離脱を可能とするべく、このような規定が盛り込まれることがある。しかし、投資家の役割はスタートアップ企業に対するリスクマネーの提供であり、この点がローンを提供する銀行との大きな違いである。プット・オプションを認めることにより、投資家がいわば“ローリスク・ハイリターン”を追求できる構造になってしまう。また、グローバル・スタンダードから逸脱したこのような規定が投資契約の中に含まれていると、グローバル・ベンチャー・キャピタルから、既

存投資家の投資先に対するコミットメントに疑問を持たれ、それが、当該スタートアップ企業に対する否定的な評価につながるおそれもある。

## (2) 経済条件に係る条項を策定する際の留意点

### 【提言】

#### (フェアな経済条件の設定)

3.2.2 投資契約において配当や残余財産に係る優先分配等の経済条件を定める場合、投資家は、投資先との交渉力のみでその内容を決定しようとするのではなく、前掲【提言】2.2.2記載のとおり、グローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘する資金調達ラウンドの組成を支援することも自身の重要な役割であることを認識した上で、投資先との間でフェアな条件を合意するべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 投資契約では「配当に係る優先受領権」や「残余財産に係る優先受領権」といった経済条件が規定される。これらは、投資家とスタートアップ企業との間の果実の分配というより、実質的には、株主間での果実の分配を定めるものである。投資家が、情報の非対称性や交渉力を背景として、自己に著しく有利な経済条件を投資契約に盛り込もうとすると、後続の投資家の参加意欲を委縮させ、スタートアップ企業の成長を妨げることになりかねない。投資家は、グローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘する資金調達ラウンドの組成を支援することも自身の重要な役割であることを認識した上で（☞28頁）、投資先との間でフェアな条件を合意するべきである。

## (3) コーポレート・ガバナンスに係る条項を策定する際の留意点

### 【提言】

#### (取締役の指名権に関する工夫)

3.2.3 投資契約において投資家による取締役の指名権について定める場合、その目的は単なる取締役会での情報収集等であってはならず、前掲【提言】1.4.1乃至【提言】1.4.5記載の役割を実効的に果たすことで、当該会社の企業価値を向上することを目的としなければならない。

また、前掲【提言】1.4.6記載のとおり、取締役会の多様性と適正規模とを両立するために必要がある場合は、取締役の指名権を全ての投資家に一律に付与するのではなく、持分割合その他一定の条件を満たした投資家のみこれを限定する等の工夫も行

われるべきであり、また、被指名者も当該投資家の役職員に限定せず、社外者も含めたベスト・パーソンを取締役として指名する等の工夫も行われるべきである。

#### 〔提言の背景〕

- 投資契約において「投資家〇〇は、対象会社の取締役を1名指名することができ、対象会社及び他の株主は当該指名された者を対象会社の取締役として選任するよう必要な措置を講じなければならない」といった、投資家の取締役指名権に関する規定が設けられることがある。会社法上、株主として取得できる情報と取締役として取得できる情報には、質及び量において大きな違いがあることから、情報取得を主な目的としてこのような権利が要求されることも少なくない。しかし、特にG型スタートアップの取締役会には、前掲【提言】1.4.1乃至【提言】1.4.5記載の役割を果たすことが求められ（☞15頁以下）、個々の取締役に卓越した経営力が要求される（☞21頁）。取締役の指名権は、投資家による単なる情報取得のツールとして用いられるのではなく、あくまで当該スタートアップ企業の企業価値向上を目的としたものでなければならない。
- また、前掲【提言】1.4.6記載のとおり、G型スタートアップの取締役会には、意思決定の高度化を実現するための“多様性”と意思決定の迅速性を実現するための“適正規模”の両立が求められる（☞20頁）。取締役の指名権を全ての投資家に一律に付与することになると、適正規模の維持が困難となることに加え、経営の意思決定に投資家（特に国内投資家）の意向のみが色濃く反映されることになり多様性を確保することも困難となるおそれがある。かかる観点から、投資家に対して取締役の指名権を与える場合でも、持分割合その他一定の条件を満たした投資家のみこれを限定する等の工夫も行われるべきである。また、特に意思決定の高度化のための“多様性”を確保する観点からは、被指名者も当該投資家の役職員に限定せず、社外者も含めたベスト・パーソンを取締役として指名する等の工夫が行われるべきである。

#### 【提言】

##### （いわゆる拒否権の限定）

3.2.4 投資契約において、一定の事項に関し投資家の事前承認を必要とするいわゆる拒否権（veto rights 又は reserved matters）について定める場合、対象事項が過度に広範であると、スタートアップ企業の経営及び事業運営の迅速性を阻害するおそれがあること、また、投資家が当該事項に関する承認又は不承認について、タイムリーかつ適切な判断ができない場合、当該スタートアップ企業の企業価値を毀損するおそれもあることから、対象事項は合理的範囲に限定されるべきである。

## 〔提言の背景〕

- 投資契約において「対象会社が別紙記載の事項を決定しようとする場合、対象会社は、事前に、投資家の書面による承認を得なければならない」といった、いわゆる拒否権に関する規定（veto rights、reserved matter、protective provisions 等とも呼ばれる。）が設けられることがある。投資家が通常保有する少数の持分比率では、会社法上、投資先の経営に与える影響力は限定的であるため、契約によりこれを補完しようとするものである。しかし、その対象事項が過度に広範であると、スタートアップ企業の経営及び事業運営の迅速性を阻害するおそれがあり、また、投資家が当該事項に関する承認又は不承認について、タイムリーかつ適切な判断ができない場合、当該スタートアップ企業の企業価値を毀損することになりかねず、他の株主から責任を問われるおそれもある。前掲【提言】3.2.3にも共通するが（☞42 頁）、経営に参加するということは、その責任も担うという基本原則を認識しなければならない。

### (4) 株式の取扱いに係る条項を策定する際の留意点

#### 【提言】

##### （いわゆる Pay to Play 条項の活用）

3.2.5 投資契約において新株発行の引受けについて定める場合、前掲【提言】1.3.1 記載の株主構成の重要性、及び、前掲【提言】2.2.4 記載のフォローオン投資の重要性に鑑みて、G 型スタートアップは、既存株主によるフォローオン投資を促す、いわゆる Pay to Play 条項の活用についても検討するべきである。

## 〔提言の背景〕

- 会社が既存株主以外の者を引受人として株式等の発行を行うと、当然のことながら、既存株主の持分比率は低下する。そこで、投資契約において「対象会社が株式等を発行、処分又は付与する場合には、投資家はその持分割合に応じて当該株式等を引き受ける権利を有する」といった、「株式の優先引受権」に関する規定が設けられるのが一般的である。
- これに対し、「投資家はその持分割合に応じて当該株式等を引き受けなければならない」とする株式の引受義務が規定されることは一般的ではない。もっとも、一定の条件を満たす資金調達について、投資家が自らの持株比率に応じて株式等の引受けを行わない場合、その投資家は一定の権利を喪失する（例：優先引受権の喪失や優先株式から普通株式へのダウングレード）という趣旨の条項が設けられることがあり、このような条項は、一般

に「**Pay to Play 条項**」(自身が有する権利を維持したまま投資を継続 (play) するためには、出資 (pay) を必要とする条項) と呼ばれる。前掲【**提言**】2.2.4 記載のとおり、我が国では、フォローオン投資の実務が十分定着していないことから (☞29 頁)、G 型スタートアップは、既存株主によるフォローオン投資を促す Pay to Play 条項の活用についても検討すべきである。

#### 【**提言**】

##### (株式の上場に関する条項)

3.2.6 投資契約において既存株主のエグジットについて定める場合、前掲【**提言**】2.2.6 記載のとおり、株式の上場を所与とするような条項や株式の上場について期限を定めるような条項を設けるべきではなく、また、前掲【**提言**】3.2.1 記載の趣旨に照らし、株式の上場の不達成について投資家による株式買取請求権を生じさせるような条項は設けてはならない。

#### 〔**提言**の背景〕

- 投資契約において、「対象会社は、○年○月までに、その株式を上場する」「対象会社は、○年○月までに、その株式を上場するよう最善の努力をする」といった、株式の上場に関する規定が設けられることがある。これは、投資家によるキャピタルゲインの確定を担保するための規定である。しかし、前掲【**提言**】2.2.6 記載のとおり (☞30 頁)、株式の上場を所与とするような条項や株式の上場について期限を定めるような条項を設けるべきではない。
- また、投資契約において、「対象会社が○年○月までにその株式を上場できなかった場合、投資家はその保有する株式について対象会社に対する買取りを求めることができ、対象会社はこれに応じなければならない」といった、プット・オプションとの紐づけが行われることもある。しかし、前掲【**提言**】3.2.1 記載のとおり (☞41 頁)、プット・オプションそのものがリスクマネーの提供というスタートアップ投資の本質に背理するため、このような条項を設けてはならない。

## 【別紙】日本取締役協会 スタートアップ委員会 委員名簿

委員長	
富山 和彦	日本取締役協会会長、経営共創基盤 IGPI グループ会長
副委員長	
楠木 建	一橋大学大学院 経営管理研究科 国際企業戦略専攻 教授
委員	
郷治 友孝	UTEC 共同創業者・代表取締役社長 CEO
佐々木 清隆	一橋大学大学院 経営管理研究科 客員教授
高橋 信也	マネジメントソリューションズ 代表取締役社長兼 CEO
玉井 克哉	東京大学 先端科学技術研究センター教授
中村 幸一郎	Sozo Ventures ファウンダー／マネージング ディレクター
事務局	
丸尾 英二	日本取締役協会 執務室長
宮下 和昌	日本取締役協会 会長補佐、IGPI 弁護士法人 代表弁護士

(五十音順：敬称略)