

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（改訂版）

—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—

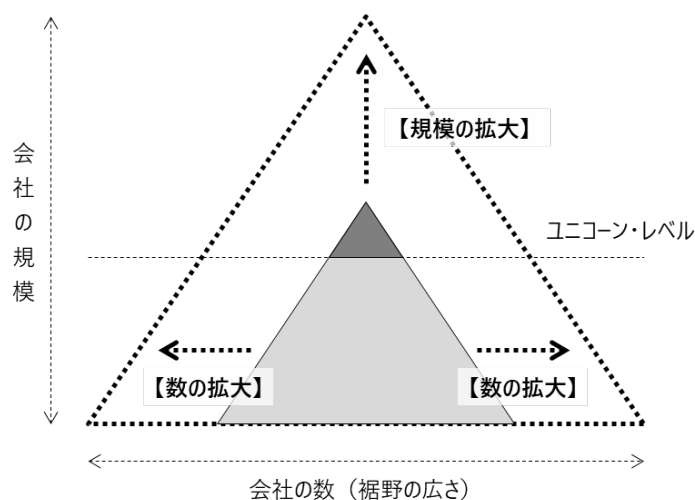
2026年6月9日

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（初版）

- 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

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とする提言を、第 2 では投資家その他ステークホルダーを名宛人とする提言を、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。

本提言の目的等（改訂版）

- 本提言書の初版公表後、日本取締役協会は、提言の実務への定着を促すべく、グローバル・スタンダードに準拠した「モデル英文投資契約書」を公表した¹。また、初版及び同モデル英文投資契約の趣旨を広く周知すべく、各種講演・セミナー等を通じた普及・啓蒙活動を継続的に実施し、政府その他関係機関による各種政策にも一定の影響を与えてきた。
- 政府が 2023 年 6 月の骨太の方針において掲げた「資産運用立国」は、インベストメント・チェーンを構成する各レイヤー（家計、アセットオーナー、資産運用業者、及び資金供給先である事業会社（スタートアップを含む））を総合的に高度化する政策パッケージである。その一環として、金融庁及び経済産業省共催の「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」は、2024 年 11 月、「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」を策定・公表したが、同文書の策定過程においては本提言書も一定の影響を与えており、その項目には、本提言の内容を参照して設けられたものも少なくない。
- また、経済産業省は、2025 年 9 月、「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」の「増補版」を策定・公表した。同文書は、同省が 2018 年 3 月に策定し 2022 年 3 月に改訂したスタートアップ投資契約に関するガイドラインを基礎としつつ、海外投資家からの資金調達を視野に入れた「高さ」のある成長を目指すスタートアップを主たる対象として、ガバナンス設計の在り方と投資契約実務のアップデートを提示するものである。日本の投資契約実務とグローバル・スタンダードとの異同を踏まえた整理が同文書の基調をなしており、同文書の項目には、本提言の内容を踏まえて設けられたものが数多く含まれている。

¹ https://www.jacd.jp/news/opinion/230712_post-289.html

- しかしながら、「スタートアップ育成5か年計画」が折り返し地点を過ぎた現時点において、政策目標として掲げられたスタートアップの規模拡大は、なお実現には至っていない。それどころか、過去10年を振り返れば、我が国を代表する成熟企業群を中心に構成されるTOPIXが堅調な成長を続けてきたのに対し、**新興企業群の代表指数である東証グロース市場250指数は長期にわたり下落基調**にあり、その「グロース」の名と現実とが大きく乖離するという皮肉な事態が顕在化している。事業基盤が十分に整わない段階で量産される早期上場と、上場後における成長の不在は、いずれも健全なベンチャー・エコシステムが我が国においてなお育っていないことの証左という他ない。



- **当委員会は、本提言書の初版公表当時から、我が国のベンチャー・エコシステムの質的な高度化は、単なる規制緩和によって達成されるものではなく、正しい規律を伴う実務の高度化によってはじめて実現されるものであることを、繰り返し強調してきた。**かかる認識の下、初版では、我が国のガラパゴス化されたエコシステムの実務をグローバル・スタンダードに準拠した形へと改善するための“実務提言”を中心に据え、新たな制度の創設や既存制度の改正といった“政策提言”については留保する立場をとった。しかるに、その後の政策論議は、“規制緩和”を基調とする量的拡大への偏重について脱するには至らず、当委員会が初版において鳴らした警鐘は、不幸にして現実のものとなった。すなわち、事業基盤が十分に整わないまま量産される早期上場、上場を境とする成長の停滞、そして一部のスタートアップ企業に生じた会計不正を含む重大な不正事案などである。これらは当該企業のみならずベンチャー・エコシステム全体の信認をも毀損する事態を招いている。これらの問題は、起業家の裾野拡大及びスタートアップ投資の量的拡大を主眼とする“規制緩和”の延長線上では解決されないものであり、むしろ、エコシステムを構成する各プレイヤー（起業家、ベンチャー・キャピタル、事業会

社、ゲートキーパー（監査法人・証券会社）、市場運営者及び制度設計者）に対する規律の高度化及び実効化、さらには、必要に応じた制度的措置を通じてはじめて、その克服が図られるものである。我が国のベンチャー・エコシステムは、“規制緩和フェーズ”から“市場規律の確立フェーズ”へとその重心を移すべき転換点を迎えている。

- 我が国のベンチャー・エコシステムを高度化していくためには、各プレイヤーがその独自性、創造性及び競争優位を發揮すべき「競争領域」と、エコシステムの共通基盤としてグローバル・スタンダードに準拠した規律のもとで標準化されるべき「協調領域」とを明確に峻別する視座が不可欠である。前者については、ビジネスモデル、技術、戦略、組織文化、投資哲学等、各プレイヤーの独自性が最大限に發揮されるべきであり、これがエコシステム全体のイノベーションを牽引する。これに対し後者は、投資契約、投資アセットの公正価値評価の実務、ファンドの組成形態及び運営規律、利益相反管理及びコンプライアンスの規律、並びにこれらを支えるグローバル専門人材の育成基盤等、グローバル・エコシステムとの“インター・オペラビリティ”を備えた標準化領域であり、資産運用立国が目指すインベストメント・チェーン全体の高度化を支える制度設計の基軸をなすものである。
- 日本取締役協会では、2023年4月の初版公表後も、別紙記載のメンバーからなるスタートアップ委員会により、我が国のベンチャー・エコシステムを巡る実務及び制度の動向を継続的に検証し、2025年から改訂版の作業に着手した。改訂版においては、3年間の振り返りを踏まえ、新たな名宛人として「政策当局その他エコシステムの制度設計に関与する者」を加え、エコシステムの「協調領域」をグローバル・スタンダードに準拠した形で標準化していくための制度的視点を新たに設けることとした。
- さらに、改訂作業を通じ、当委員会は、我が国のベンチャー・エコシステムに通底する、より根源的な“ミッシング・ピース”の存在を認識するに至った。それは、創業初期（アーリー）から成熟後期（レイター）に至るまで、10年を優に超える長期の時間軸にわたって一貫通貫でスタートアップ企業に伴走し続ける、メイド・イン・ジャパンのベンチャー・キャピタルの不在である。米国においてグローバル・ベンチャー・エコシステムを牽引するトップ・ベンチャー・キャピタルが、ファイナンス及びガバナンスに関する専門性と最先端の科学・技術を評価し得る専門性とを併せ持ち、アーリーからレイター、場合によっては上場後の成長までを一貫して支援し得るのに対し、我が国では、長期にわたり一貫してスタートアップ企業の成長を支援し得るプレイヤーは全く存在しない。
- この問題の根底にあるのは、我が国のベンチャー・キャピタルの実務が、なおグローバル・スタンダードに達していないという課題である。米国においては、大学エンダウメント、ペンション・ファンド、ファウンダーションといった、長期の投資ホライズンを有するアセット・オーナーが、ベンチャー・キャピタルに対する主要な資金の出し手になっており、これが、長期にわたる一貫通貫の伴走を可能とする資金基盤を支えている。

る。しかるに、我が国のベンチャー・キャピタルの多くは、投資契約、公正価値評価、ファンド運営の規律その他の実務において、なおグローバル・スタンダードに準拠するに至っておらず、その結果、長期の投資ホライズンを有する内外のアセット・オーナーから、ベンチャー・キャピタルが投資対象たるアセット・クラスとして認められていない。長期の資金を獲得し得るベンチャー・キャピタルが我が国に育っていないという現象は、その帰結にほかならない。

- 本提言書の初版は、海外のグローバル・ベンチャー・キャピタルが、なぜ我が国のスタートアップへの投資に十分に参画してこないのか、というエコシステムの「協調領域」の欠陥に主たる焦点を当てていた。改訂版においては、これに加え、そもそも、なぜ我が国から、これらに比肩し得るグローバル・ベンチャー・キャピタルが自国発のプレイヤーとして生まれてこないのか、というより本質的な問題意識を新たに提起する。本来、エコシステムの「協調領域」がグローバル・スタンダードに準拠した形で整備され、これを支えるグローバル専門人材の育成基盤が確立されるならば、我が国からこうしたプレイヤーが生まれることに、何ら原理的な障壁はないはずである。本提言書が掲げる諸提言は、エコシステムの環境整備の道筋を示すにとどまらず、長期の投資ホライズンを有する内外のアセット・オーナーから資金を獲得し得るベンチャー・キャピタルが確立すべき実務の在り方そのものを示すものでもある。
- 改訂版において加筆した提言は、以下の合計 12 項目である。

セクション	追加・修正した提言
第 1 制度設計の視点	1.1.1 グローバル・ベンチャー・エコシステム設計における基本的視点 1.1.2 エコシステムの質の評価軸 1.1.3 市場の信認確保のための規律の徹底及び制度的対応 1.1.4 グローバル専門人材の育成・教育基盤整備
第 3 投資家その他ステークホルダーに求められる規律	3.1.3 セカンダリー市場の制度設計 3.2.8 リミテッド・パートナーに対する情報開示（初版を修正） 3.2.10 ベンチャー・キャピタルに対する監督の実効化 3.3.3 二人組合理型 CVC を組成する際の留意点（初版を修正） 3.3.4 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（初版を修正） 3.3.5 事業会社による M&A 組織能力の向上
第 4 資金調達に係る取引条件その他取引実務に関する規律	4.2.4 いわゆる拒否権の限定（初版を修正） 4.2.6 株式の上場に関する条項（初版を修正）

- 日本取締役協会は、エコシステムを構成する各プレイヤーの実務がグローバル・スタンダードに準拠した形で洗練化され、その規律が正しく機能し、もって我が国のスタートアップがグローバル・マーケットにおいて真にその真価を発揮し得る基盤が確立され

ることを、心より期待する。本提言書が、その実現に向けた建設的な議論と実践の出発点として、関係する全ての当事者に活用されることを切に願う。

提言目次

第1	制度設計の視点	
1.1.1	グローバル・ベンチャー・エコシステム設計における基本的視点	10 頁
1.1.2	エコシステムの質の評価軸	11 頁
1.1.3	市場の信認確保のための規律の徹底及び制度的対応	14 頁
1.1.4	グローバル専門人材の育成・教育基盤整備	16 頁
第2	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	
2.1.1	コーポレート・ガバナンスの実質的観点からの理解	19 頁
2.1.2	ガバナンス計画の準備	19 頁
2	事業体の選択及び機関設計	
2.2.1	デラウェア・スキーム	22 頁
2.2.2	機関設計の最適化	23 頁
2.2.3	機関設計計画の準備	23 頁
3	株主構成	
2.3.1	株主構成	26 頁
4	取締役会	
2.4.1	取締役会の役割	28 頁
2.4.2	グローバル競争に最適化されたビジネスモデルの策定	29 頁
2.4.3	Best CEO の選定	29 頁
2.4.4	柔軟かつ臨機応変な機能定義	30 頁
2.4.5	内部統制システムの整備	31 頁
2.4.6	取締役会の最適構成	33 頁
2.4.7	取締役候補者の人材プール	34 頁
5	役員及び従業員の役割	
2.5.1	取締役の責任に関する理解	36 頁
2.5.2	投資家派遣取締役の責任	36 頁
2.5.3	分業の必要性	37 頁
2.5.4	グローバル人材の必要性	38 頁
2.5.5	ストック・オプション	38 頁
第3	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	
3.1.1	グローバル成長投資モデル	40 頁
3.1.2	投資家等による経営者の成長支援	41 頁
3.1.3	セカンダリー市場の制度設計	41 頁

2	ベンチャー・キャピタル	
3.2.1	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	44 頁
3.2.2	グローバル・スタンダードに準拠した条件での投資実行	44 頁
3.2.3	グローバル経営の支援	44 頁
3.2.4	フォローオン投資	45 頁
3.2.5	十分な支援期間の設定	46 頁
3.2.6	最適な資本政策	46 頁
3.2.7	上場後の株式の継続保有	47 頁
3.2.8	リミテッド・パートナーに対する情報開示	48 頁
3.2.9	コンプライアンスの徹底	50 頁
3.2.10	ベンチャー・キャピタルに対する監督の実効化	51 頁
3	事業会社及びコーポレート・ベンチャー・キャピタル	
3.3.1	事業会社の基本的役割	54 頁
3.3.2	事業会社がその基本的役割を果たす上での留意事項	54 頁
3.3.3	二人組合型 CVC を組成する際の留意点	55 頁
3.3.4	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	57 頁
3.3.5	事業会社による M&A 組織能力の向上	58 頁
4	エンジェル投資家	
3.4.1	エンジェル投資家の役割	63 頁
5	その他ステークホルダー	
3.5.1	監査法人	64 頁
3.5.2	証券会社	65 頁
第 4	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	
4.1.1	グローバル・スタンダードに準拠した投資契約の利用	67 頁
2	投資契約条件の標準化のための工夫	
4.2.1	投資契約に含めてはならない条項	69 頁
4.2.2	フェアな経済条件の設定	70 頁
4.2.3	取締役の指名権に関する工夫	71 頁
4.2.4	いわゆる拒否権の限定	72 頁
4.2.5	いわゆる Pay to Play 条項の活用	73 頁
4.2.6	株式の上場に関する条項	74 頁

第1 制度設計の視点

【提言】

（グローバル・ベンチャー・エコシステム設計における基本的視点）

- 1.1.1 政策当局その他エコシステムの制度設計に関与する者は、グローバル・ベンチャー・エコシステムを実効的に整備するためには、“スタートアップの多様性”という標語を無批判に礼賛するのではなく、各プレイヤーがその独自性を発揮すべき「競争領域」と、グローバル・スタンダードに準拠した投資実務、評価基準、人材育成基盤その他エコシステムの共通基盤として標準化すべき「協調領域」とを峻別する設計思想に基づき、制度及び市場環境を整備しなければならない。

〔提言の背景〕

- 我が国のベンチャー・エコシステムにおいては、それぞれの「スタートアップの独自性」とその結果としての「スタートアップの多様性」という標語が無批判に礼賛される傾向が見受けられる。新しいビジネスモデル、新しい技術、新しい組織形態を称揚し、多様な発想や挑戦を許容することは、それ自体としてベンチャー・エコシステムの活力を支える重要な価値であり、本提言もそのこと自体を否定するものではない。しかし、洗練されたベンチャー・エコシステムを創出・育成するためには、「独自性」が必要な領域と、「独自性」がかえってスタートアップの成長を阻害する領域とを明確に区別する視座が不可欠である。すなわち、各プレイヤーがその独自性、創造性及び競争優位を発揮すべきエコシステムの「競争領域」と、エコシステムの共通基盤としてグローバル・スタンダードに準拠した規律のもとで標準化されるべき「協調領域」とを明確に峻別することが必要なのである。ここで重要なこととして、協調領域での標準化は競争領域での独自性を喪失させるものではない。協調領域でグローバル・エコシステムと接合されているからこそ、そのスタートアップの独自性もまた鮮明になる、という関係にある。

区分

内容及び具体例

- | 区分 | 内容及び具体例 |
|-------------|---|
| エコシステムの競争領域 | <ul style="list-style-type: none">● 各プレイヤーがそれぞれの独自性を発揮すべき領域であり、エコシステム全体のイノベーションを牽引● 具体例：ビジネスモデル、技術、ターゲット市場、戦略、組織文化、投資哲学等 |

エコシステムの協調領域

- エコシステムの共通基盤として標準化されるべき領域であり、グローバル・エコシステムとの“インター・オペラビリティ”（相互運用性）を確保
 - 具体例：投資契約その他取引文書のフォーマット、企業価値評価及び投資資産の公正価値評価の実務、ベンチャー・ファンドの組成形態及び運営規律、ベンチャー・キャピタルその他ファンド運営者（コーポレート・ベンチャー・キャピタルの運営主体を含む。）のガバナンス、投資機会配分、利益相反管理、情報管理、リミテッド・パートナーに対する情報開示及びコンプライアンスの規律等
-

図表：エコシステムの「競争領域」と「協調領域」

- 米国においては、**NVCA (National Venture Capital Association) が公表するモデル投資契約書**が事実上の業界標準として活用され、ベンチャー・ファイナンスの実務は当該モデル契約を起点として形成されている。また、リミテッド・パートナーと運用者の関係については、**ILPA (Institutional Limited Partners Association) が公表する「ILPA Principles」**が、ベンチャー・ファンドの公正価値評価については「**International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV ガイドライン)**」が、それぞれ国際的なスタンダードを提供している。これらの標準化された規律及びフォーマットは、グローバル・ベンチャー・キャピタルとローカル投資家とのシンジケーション、及びクロス・ボーダーの資金循環を可能とするための「**共通言語**」として機能している。
- しかるに、我が国においては、こうしたグローバル・スタンダードを正しく踏襲すべき場面で、「日本独自の事情」を強調した独自基準・独自フォーマットに基づく独自慣行を形成する動きが散見される。しかし、グローバル・ベンチャー・キャピタルからの資金調達及び協調投資が前提となる現代のベンチャー・ファイナンスにおいて、**独自基準の策定はグローバル投資家との間に共通言語の不在をもたらし、結果として我が国のスタートアップに対する海外資金の流入を停滞させることになり、本提言書の核心である「グローバル成長投資モデル」の実現を遠ざけるものである**（【提言】3.1.1 参照）（☞40 頁）。
- 我が国のスタートアップ及びベンチャー・キャピタルが、グローバル・マーケットにおいてその真価を発揮するためには、エコシステムの基盤がグローバルとシームレスに接続されている必要があり、そのための「協調領域」の整備こそが、本改訂版が新たに制度設計者に向けて提示する視点である。

【提言】

（エコシステムの質の評価軸）

- 1.1.2 ベンチャー・キャピタル、その資金提供者（アセット・オーナー等）、政策当局その他エコシステムの制度設計に関与する者は、グローバル・ベンチャー・エコシステムの

「質」についての正しい評価軸を持たなければならない。

例えば、スタートアップの質の評価にあたっては、単に会社数、資金調達額やバリュエーションの多寡のみに着目するのではなく、当該企業価値を裏付ける事業の量的・質的な成長、事業及びビジネスモデルの持続可能性、これを支えるリスクテイクとリスク管理のバランス、並びにコーポレート・ガバナンスの実効性も重視すべきである。

また、ベンチャー・キャピタルその他投資家の質を評価するにあたっては、表面的な投資件数又は名目的な評価額の多寡によるのではなく、DPI (Distributions to Paid-in Capital)、公正価値評価の適切な運用、フォローオン投資能力、投資哲学、GP (General Partner) の独立性確保やコンプライアンス態勢その他投資実務の質を示す指標を踏まえて、総合的にこれを判断すべきである。

〔提言の背景〕

- ベンチャー・エコシステムの質の向上を目指すのであれば、その「**評価軸**」が正しく共有されなければならない。我が国においては、スタートアップ及びベンチャー・キャピタルの双方について、その質の評価軸が未だ表面的・量的指標に偏重しているのが現状である。すなわち、スタートアップに関しては、新規上場社数、資金調達額、評価額（バリュエーション）等の数値的指標が殊更に喧伝される一方で、当該企業の事業実態がそうした数値を裏付ける状態であるか否かについての検証は十分になされているとはいえない。また、ベンチャー・キャピタルについても、投資件数又は累計投資額その他の表面的な活動量が当該ベンチャー・キャピタルの質を表す指標として用いられがちであり、投資家としての本質的な能力及び規律を示す実務指標による評価は十分に浸透していない。
- 金融庁及び経済産業省が共催する「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」が**2024年11月に公表した「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」**は、ベンチャー・キャピタル自身が備えるべきガバナンス、コンプライアンス、利益相反管理、公正価値評価、情報提供等に関する行動規範を体系化したものであり、その方向性は本提言と軌を一にする。本提言は、これを補完し、ベンチャー・キャピタル及びその投資先たるスタートアップを評価する側、すなわち、アセット・オーナーや政策当局が共有すべき総合的な評価軸を提示するものである。スタートアップ及びベンチャー・キャピタル自身の規律高度化が、これを評価する側の評価実務の洗練化を促し、また、評価側の洗練された評価軸が、スタートアップ及びベンチャー・キャピタルに対しさらなる規律の高度化を求める圧力として作用する、このような好循環が生まれることで我が国エコシステムの「質」は実効的に向上する。
- スタートアップの質の評価においては、以下のような観点を総合し、売上、利益率その他の財務情報のみならず、技術的優位性、知的財産、経営チームの能力、ガバナンス体

制、成長戦略の実装状況その他の非財務情報を含め、企業価値を裏付ける事業の量的及び質的な成長、並びに事業及びビジネスモデルの持続可能性が実現されているか否かを重視するべきである。

分類	具体例
事業規模指標	• 売上、ユーザ数、契約数、顧客基盤、利用継続率、データ蓄積状況等
事業収益性指標	• 利益率、ユニット・エコノミクス、顧客生涯価値（LTV）、収益モデルの持続可能性等
競争優位の源泉	• 技術的優位性、参入障壁、知的財産、データ、ブランド、人材その他の非財務資産等
組織の成熟度	• 経営チームの能力、ガバナンス体制、リスク管理体制、内部統制、組織文化の成熟度等
戦略	• グローバル・マーケットを射程に入れた成長戦略の実装状況、リスクテイクとリスク管理のバランス、ビジネスモデルの持続可能性等

図表：スタートアップの質の評価軸の例

- また、ベンチャー・キャピタルの質は、以下のような観点を総合し、リミテッド・パートナーに対して負う受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）を全うし得る運用能力及び規律を備えているか否かによって測られるべきである。

分類	具体例
DPI : Distributions to Paid-in Capital	<ul style="list-style-type: none"> • リミテッド・パートナーから預かった資金が、実際に分配として返還されているかを示す指標 • IRR、MOIC、TVPI 等の評価指標は、保有中の未売却投資資産の評価額を反映して算定される場合があり、未実現の評価益を含み得るのに対し、DPI は、リミテッド・パートナーに対して実際に分配された金額に着目する指標であるため、実際の現金回収能力を示す最終的な成果指標として、グローバル LP の投資判断で重視される
公正価値評価の適切な運用	<ul style="list-style-type: none"> • 保有投資資産の評価が、IPEV ガイドライン等のグローバル・スタンダードに準拠した公正価値評価として適切に行われ、独立した第三者による検証に耐え得る体制で運用されているか（【提言】 3.2.8 参照）（☞48 頁）
フォローオン投資能力	<ul style="list-style-type: none"> • 単発の投資ではなく、投資先企業の成長フェーズに合わせた継続的な追加投資を実行し得る資金力及び意思決定の継続性を備えているか（【提言】 3.2.4 参照）（☞45 頁）

<p>投資哲学</p>	<ul style="list-style-type: none"> 当該キャピタルが、いかなる領域・テーマに、いかなる根拠で、いかなる時間軸を以て投資を行うかについての一貫した哲学を有しているか 投資哲学の欠如は、機会主義的な投資行動につながり、投資先に対する実効的な経営支援能力の欠落を招く
<p>ジェネラル・パートナーの独立性確保及びコンプライアンス態勢</p>	<ul style="list-style-type: none"> ジェネラル・パートナーが、リミテッド・パートナーその他のステークホルダーから独立した投資判断を行い得る体制を確保しているか【提言】3.3.4 参照（☞57 頁） 利益相反管理体制その他ファンド運営に係るコンプライアンス態勢がグローバル・スタンダードに照らして十分に整備されているか【提言】3.2.9 参照（☞50 頁）

図表：ベンチャー・キャピタルの質の評価軸の例

【提言】

（市場の信認確保のための規律の徹底及び制度的対応）

1.1.3 スタートアップ企業、その投資家、監査法人、証券会社その他ステークホルダー及び政策当局その他エコシステムの制度設計に関与する者は、スタートアップ企業において不正会計その他重大な不正事案が発生した場合、その影響が当該企業にとどまらず、市場全体の信認を毀損し、ベンチャー・エコシステムの健全な発展を根底から阻害するおそれがあることを深く認識し、スタートアップ企業におけるコーポレート・ガバナンス及び内部統制の実質的な整備、監査法人及び証券会社によるプロフェッショナルなゲートキーパーとしての責任ある職務遂行、並びに株主その他ステークホルダーの規律の徹底を推進するべきである。

特に政策当局は、これらの規律の実効性を確保するために必要な場合には、規制強化を含む制度的措置を講ずることを躊躇するべきではない。

〔提言の背景〕

- 近時、スタートアップ企業における不正会計その他の重大な不正事案が相次いで明るみに出た。これらは、個社の問題にとどまらず、ベンチャー・エコシステム全体の信認を毀損し、その健全な発展を根底から阻害するおそれがある。特に未上場のスタートアップ企業の評価には、確立された市場価格が存在せず、起業家及び経営陣が開示する情報並びに投資家による事業に対する将来期待が評価の根拠の大部分を占めるものであるところ、ある企業の不正事案は、単に当該企業の信頼を失墜させるにとどまらず、ベンチャー・エコシステム全体の開示の信頼性及び将来期待の合理性を疑わせる効果を持ち、未上場段階を含めた投資判断の枠組み自体を動揺させることになる。
- さらに、こうした影響は、ベンチャー・エコシステムの内部にとどまるものではない。政府が 2023 年 12 月に策定した「資産運用立国実現プラン」は、家計の金融資産がア

セット・オーナー、資産運用業者を経て成長企業（スタートアップを含む。）へと循環するインベストメント・チェーン全体の高度化を志向するものであり、スタートアップ及びベンチャー・キャピタルは家計金融資産の最終的な投資先及びその供給を担う中核プレイヤーとして位置付けられている。したがって、スタートアップ企業における重大な不正事案は、個社の信認を毀損するにとどまらず、ベンチャー・エコシステム全体への信頼を揺るがし、アセット・オーナーによるベンチャー・キャピタルへの資金供給を萎縮させ、最終的には、家計から成長企業に至る資金循環そのものを機能不全に陥らせるおそれがある。

- したがって、不正の防止及び早期是正のための規律は、エコシステムを構成するあらゆるレイヤーにおいて、以下のように複層的に確立されなければならない。

レイヤー	求められる規律
スタートアップ企業	<ul style="list-style-type: none"> ● 成長過程における事業規模の急拡大に応じて、コーポレート・ガバナンス及び内部統制システムを実質的観点から整備（【提言】2.1.1 参照）（☞19 頁）
監査法人	<ul style="list-style-type: none"> ● 会計監査の独立性及び専門性を堅持し、急成長を遂げるスタートアップ企業に対しても、その事業実態に即した実質的な監査を実施 ● スタートアップ企業の急成長性、ビジネスモデルの新規性、技術的特殊性等を理由として、監査の実質を緩めることはゲートキーパーとしての職責の放棄に他ならない
証券会社	<ul style="list-style-type: none"> ● 主幹事として上場プロセスに関与する証券会社は、上場審査の補助者及び投資家保護の担い手として、対象企業の事業実態、内部統制体制及び情報開示の質について、独立かつ実質的な検証を行わなければならない ● 上場推進という商業的動機が当該検証の実効性を損なうことのないよう留意が必要
投資家その他ステークホルダー	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資家は、単なる資金提供者にとどまらず、コーポレート・ガバナンスの担い手として、経営者に対する規律付けを実効化（【提言】2.1.1 参照）（☞19 頁） ● 投資契約、株主間契約その他の取引文書において確保された株主としての権限及び情報アクセス権を形式的に保有・行使することとどまらず、投資先企業の企業価値最大化の観点から実質的に行使することにより（【提言】4.2.3 参照）（☞71 頁）、不正事案の予防及び早期是正に資する行動が求められる

図表：各レイヤーにおいて求められる規律

- もっとも、各レイヤーにおける規律の徹底は、各プレイヤーの自発的努力のみに委ねて達成されるものではない。市場参加者の中には、規律の重要性を理解しながらも、競争上の制約や経済的インセンティブの不整合により、これを実効的に履行し得ない者が

存在する。さらに、規律違反に対するサンクションを欠けば、規律遵守者がかえって不利な立場に置かれる“逆選択”が生じかねない。政策当局その他制度設計者は、こうした自主規律の構造的限界を直視し、必要な場合には規制強化を含む制度的措置を躊躇なく講ずるべきである。

【提言】

（グローバル専門人材の育成・教育基盤整備）

1.1.4 スタートアップ企業、その投資家、監査法人、証券会社その他ステークホルダー及び政策当局その他エコシステムの制度設計に関与する者は、G型スタートアップ・エコシステムの実現のためには、**【提言】2.4.6**記載のグローバル経営人材及び**【提言】2.5.4**記載のグローバルオペレーション人材のみならず、投資、法務、会計その他領域においてグローバル実務を支援するグローバル専門人材、並びに、ディープ・テック領域における技術の科学的・工学的価値をその最高到達点において見極め、これを事業価値へと結実させる、先端科学技術とビジネスを架橋する人材の確保が不可欠であることを認識し、これらの人材プールを拡充すべく、大学その他教育機関における学部・研究科横断型教育の推進、実務家による育成プログラムの充実及び実践の機会の体系的な整備を進めるべきである。

〔提言の背景〕

- グローバル・ベンチャー・エコシステムの実現には、エコシステムを構成する各レイヤーにグローバル・スタンダードに精通した人材が配置されることが不可欠である。本提言書の初版では、このうち2つのレイヤー、すなわち、取締役会を構成するグローバル経営人材（**【提言】2.4.6**参照）（☞33頁）、及び、企業の業務執行を担うグローバル・オペレーション人材（**【提言】2.5.4**参照）（☞38頁）について述べたが、これらに加え、改訂版では、投資、法務、会計、税務、コーポレート・ガバナンス、コンプライアンス等の専門家レイヤーにおいても、グローバル・スタンダードに精通した人材の配置が不可欠であるという観点を新たに追加した。グローバル・スタンダードがエコシステムを形成する全てのレイヤーにおける共通言語として機能することによって、はじめてグローバル・ベンチャー・エコシステムは実現される。
- もっとも、G型スタートアップ、とりわけその中核を占めるディープ・テック領域においては、当該スタートアップが擁する技術の科学的・工学的価値を、その最高到達点において見極め得る評価能力も求められる。ディープ・テック領域においては、企業価値の源泉が、最先端の科学的知見及び技術的優位性そのものに存することが少なくない。そして、この価値を見極めるためには、当該技術分野の学術的フロンティアにおける到達水準を理解し、その将来性及びインパクトを評価し得る能力が不可欠となる。こ

ここで求められるのは、必ずしも当該分野の研究者としての専門性ではなく、博士課程レベルの思考訓練を経た者が備える、専門外の最先端の学術論文をも読み解き、その意義を構造的に把握し得る能力であり、また、各分野の第一線の研究者と、技術の本質に関わるメタレベルでの対話を成立させ得る素養である。我が国のベンチャー・エコシステムにおいては、このような人材の決定的な不足については、十分な認識が共有されていない。グローバル・ベンチャー・キャピタルが、その真価が外形からは見えにくい有望先端技術と、表面的な訴求力を備えた事業構想とを正しく峻別し、前者にこそ資金を投じ得るのは、まさにこのような評価能力をエコシステムの内部に蓄積しているからである。技術の学術的水準に対する評価能力を欠いたまま投資判断が行われれば、真に非連続的成長を実現し得るディープ・テック・スタートアップが看過される一方、実体を伴わない事業が過大に評価されるという、資源配分の歪みが生ずることになる。

- こうしたグローバル人材プールの拡充を進めるにあたっては、以下のとおり、**①教育機関における体系的教育、②実務家による育成プログラム、及び③実践機会の体系的整備**という三つの柱において、相互補完的な取組みを進めることが必要である。

レイヤー	具体例
教育機関における学部・研究科横断型教育の推進	<ul style="list-style-type: none"> ベンチャー・エコシステムを支える専門領域は、法学、経済学、会計学、経営学、工学、情報学等の複数の学問領域に跨るものであり、単一学部・学科の枠組みでは、その全体像を捉えることが困難である。 したがって、大学その他の教育機関は、学部及び大学院の双方の段階において、学部・研究科の壁を越えた横断型教育プログラムを整備し、ベンチャー・ファイナンス、コーポレート・ガバナンス、ベンチャー法務、公正価値評価会計、ファンド運営、グローバル取引実務等を、有機的かつ体系的に教授する場を提供すべきである。
実務家による育成プログラムの充実	<ul style="list-style-type: none"> 米国における「Kauffman Fellows」プログラムは、現役のベンチャー・キャピタリストを養成するための世界最高水準のプログラムであり、参加者は、グローバル・ベンチャー・キャピタルのパートナー陣との実務指導及びネットワーク構築を通じて、次世代のキャピタリストへと成長する。 我が国においても、こうしたモデルを参照しつつ、第一線で活躍する実務家（グローバル・ベンチャー・キャピタリスト、ベンチャー法務を専門とする弁護士、ファンド監査を専門とする会計士等）をプログラムの講師、メンターとして招聘し、グローバル実務との接続を意識した実践的プログラムを整備すべきである。

実践機会の体系的整備

- グローバル専門人材育成のためには、実際のディール、ファンド組成、ガバナンス整備、コンプライアンス対応等の現場における経験が必要不可欠である。
- したがって、教育機関、業界団体、実務家コミュニティ及び政策当局は、①スタートアップ企業及びベンチャー・キャピタルへのインターンシップ及びフェローシップ、②グローバル・ベンチャー・キャピタル及び海外法律事務所等への留学・派遣、③実務家との対面型メンタリング、④実際のディール及びファンド組成への補助的参加、その他の実践機会を体系的に整備し、これを若手専門家に対して継続的に提供する仕組みを構築すべきである。

図表：グローバル人材プール拡充のための諸施策

第2 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)

- 2.1.1 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)

- 2.1.2 **【提言】** 2.1.1 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て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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

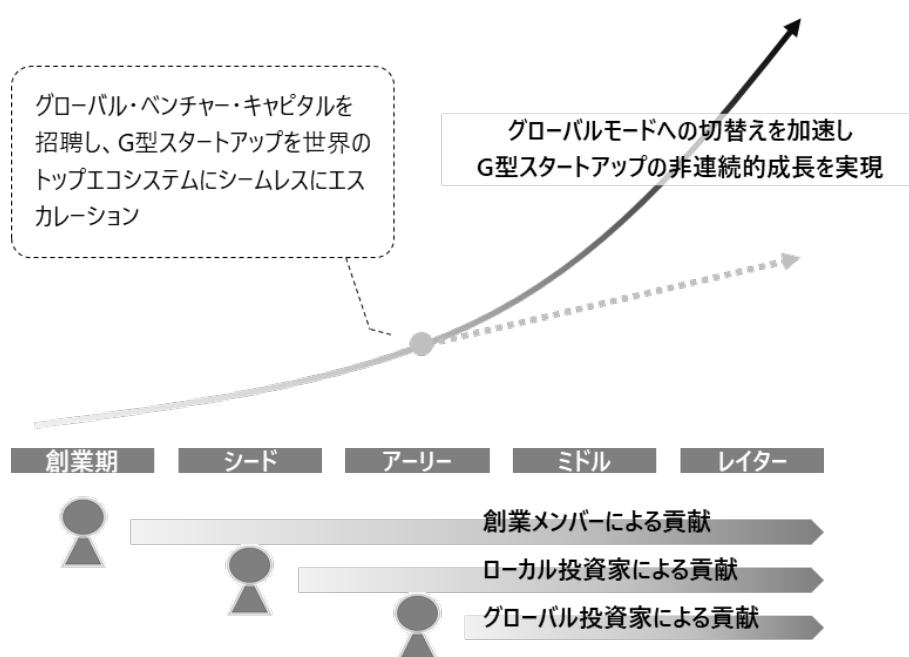
Shareholders' Agreement: Article 5.1 (GMS), Article 5.2 (Board: Members), Article 5.3 (Board: Administration), Article 5.4 (Reserved Matters), Article 5.5 (Reporting)

〔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、【提言】3.1.1 記載のとおり (☞40 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 にかけての初期フェーズでは、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 (☞23頁・33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

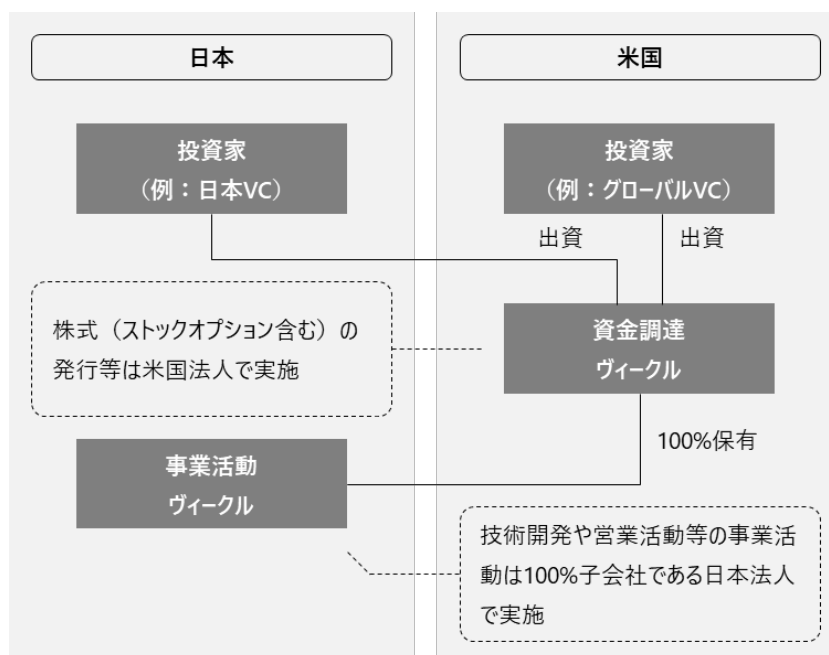
【提言】

(デラウェア・スキーム)

2.2.1 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法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)

2.2.2 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)

2.2.3 機関設計計画も、【提言】2.1.2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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 5.1 (GMS), Article 5.2 (Board: Members), Article 5.3 (Board: Administration), Article 5.4 (Reserved Matters), Article 5.5 (Reporting)

〔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"> • 取締役 • 取締役 + 監査役 • 取締役 + 監査役 + 会計監査人 	<ul style="list-style-type: none"> • 取締役 + 監査役 + 会計監査人
		取締役会 設置の場合	<ul style="list-style-type: none"> • 取締役会 + 会計参与 • 取締役会 + 監査役 • 取締役会 + 監査役会 • 取締役会 + 監査役 + 会計監査人 • 取締役会 + 監査役会 + 会計監査人 • 取締役会 + 監査等委員会 + 会計監査人 • 取締役会 + 三委員会 + 会計監査人 	<ul style="list-style-type: none"> • 取締役会 + 監査役 + 会計監査人 • 取締役会 + 監査役会 + 会計監査人 • 取締役会 + 監査等委員会 + 会計監査人 • 取締役会 + 三委員会 + 会計監査人
	公開 会 社	取締役会 設置の場合	<ul style="list-style-type: none"> • 取締役会 + 監査役 • 取締役会 + 監査役会 • 取締役会 + 監査役 + 会計監査人 • 取締役会 + 監査役会 + 会計監査人 • 取締役会 + 監査等委員会 + 会計監査人 • 取締役会 + 三委員会 + 会計監査人 	<ul style="list-style-type: none"> • 取締役会 + 監査役会 + 会計監査人 • 取締役会 + 監査等委員会 + 会計監査人 • 取締役会 + 三委員会 + 会計監査人

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、**【提言】 2.4.6** を参照されたい（☞33 頁）。

3 株主構成

【提言】

(株主構成)

2.3.1 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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Share Subscription Agreement: Article 2.1 (Share Issuance and Subscription), Schedule 2.1 (Share Issuance)

Shareholders' Agreement: Article 2.1 (Capital Structure), Schedule 2.1 (Capital Structure), Article 7.5 (Capital Policy)

〔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。
- もっとも、近時、グローバル・ベンチャー・エコシステムにおいては創業者の持分が早期に大幅に希薄化する傾向がみられる。これは、AIやディープ・テック領域におけるグローバルな非連続的成長を実現するために必要となる巨額のリスクマネーを獲得することの必然的代償であり、創業者が持分を軽視していることを意味するものでは決していない。

4 取締役会

(1) 取締役会の役割

【提言】

(取締役会の役割)

- 2.4.1 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

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 5.2 (Board: Members), Article 5.3 (Board: Administration), Article 5.4 (Reserved Matters), Article 5.5 (Reporting)

〔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)

2.4.2 【提言】 2.4.1 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るべきである。

〔提言の背景〕

- 取締役会の役割に関する上記 i に関して (☞28 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、製品の製造等は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)

2.4.3 【提言】 2.4.1 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 (☞28 頁)、取締役会が注視するべきは、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)

2.4.4 【提言】 2.4.1 iii 及び 【提言】 2.4.1 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 (☞28 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)

- 2.4.5 【提言】 2.4.1 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。

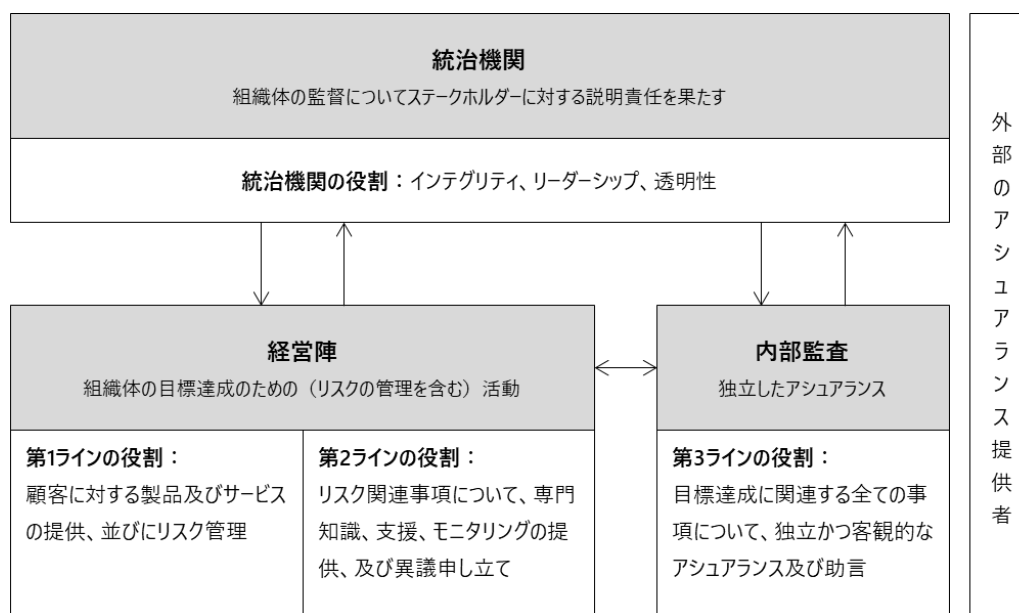
【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 5.5 (Reporting), Schedule 5.5 (Reporting)

〔提言の背景〕

- 取締役会の役割に関する上記 v に関し (☞28 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、会社の規模が大きくない段階において、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、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)

2.4.6 【提言】 2.2.3 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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 5.2 (Board: Members)

〔提言の背景〕

- 【提言】 2.2.3 記載のとおり（☞23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（☞34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、自社における取

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（☞71 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）

2.4.7 G 型スタートアップ及びそのステークホルダーは、【提言】 2.4.1 乃至 【提言】 2.4.5 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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 5.2 (Board: Members)

〔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、【提言】 2.4.1 乃至 【提言】 2.4.5 記載の役割（☞28 頁）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極めて希少性が高い。「グローバル・ビジネスの実務経験」「急成長フェーズにおける意思決定能力」「戦略的ピボットへの対応力」等、成熟企業の社外取締役とは質的に異なる資質が要求されるところ、こうした要件を満たす人材は絶対数が限られ、かつ大企業組織内に滞留しがちであることから、市場における流動性も乏しい。
- したがって、「必要になった時に探す」という従来型の発想ではおよそ対応し得ない。シリーズ A 以降においてグローバル・ベンチャー・キャピタルを招聘するタイミングで取締役の人選を慌てて行うこととなれば、適格性の十分でない人物を妥協的に選任せざるを得ず、その結果、取締役会が形式要件充足のためだけの社外取締役によって構成され、【提言】 2.1.1 記載の実質的ガバナンス機能を発揮し得ない事態を招きかねない（☞19 頁）。求められるのは、「必要になる前から候補者プールを育てる」という発想の転換であり、これは、G 型スタートアップが【提言】 2.1.2 記載のガバナンス計画の一内容として、シード段階から計画的に取り組むべきテーマである（☞19 頁）。

- 具体的には、各企業においてグローバル・ビジネスに携わる部長級・課長級の優秀若手人材を早期に発掘・リストアップし、定期的なコンタクトを通じて関係性を構築するということも有益である。加えて、経営アドバイザー、メンター、取締役会オブザーバ、アドバイザー・ボード・メンバー、そして取締役へという段階的な関与のキャリアパスを設計することにより、適性を見極めと信頼関係の醸成を並行して進めることが可能となる。さらに、グローバル・マーケットで勝負する G 型スタートアップにおいては、海外で活躍する日本人経営者や、日本市場に関心を有する外国人経営者をも候補者プールに含めることが望ましい。
- もっとも、人材プールの構築は、G 型スタートアップ自身の努力のみによって完結するものではない。G 型スタートアップを支援するベンチャー・キャピタルは、自身の投資先及びネットワーク全体を通じて経営人材マーケットへの広範なアクセスを有しており、候補者の発掘、紹介、リファレンス・チェック等の局面において、投資先の G 型スタートアップに対する重要な貢献が期待されている（【提言】 3.2.3 参照）（☞44 頁）。

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)

2.5.1 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)

2.5.2 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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 5.2 (Board: Members)

〔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る。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)

2.5.3 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)

2.5.4 **【提言】 2.4.6** 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〕

- **【提言】 2.4.6** 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(☞33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)

2.5.5 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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 4.1 (Stock Option), Schedule 4.1 (Terms of Stock Option)

〔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(☞59頁)。

第3 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

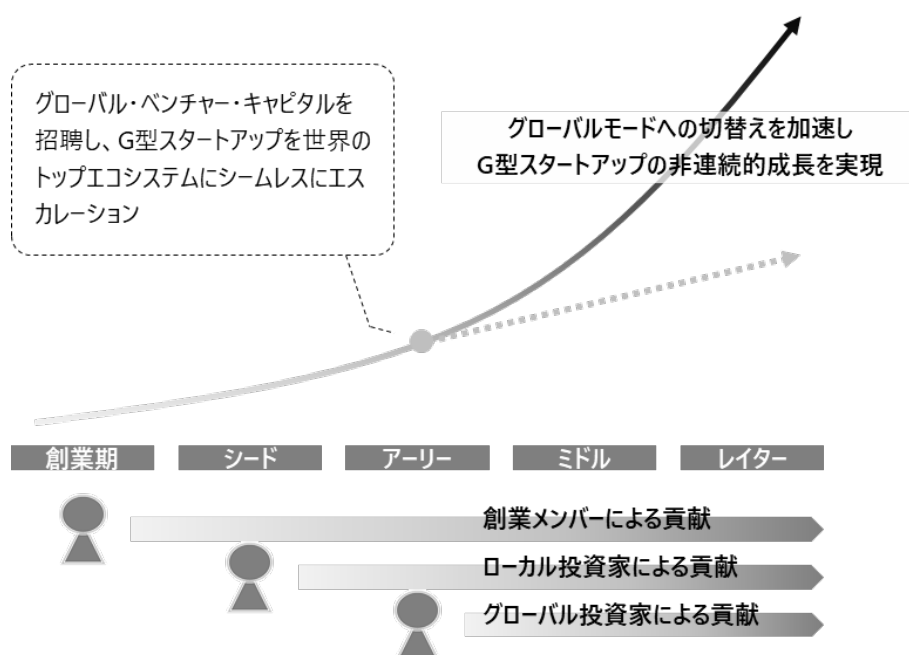
【提言】

（グローバル成長投資モデル）

- 3.1.1 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（☞20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）

3.1.2 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的な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。

【提言】

（セカンダリー市場の制度設計）

3.1.3 ベンチャー・キャピタルその他投資家は、セカンダリー取引においては、売主である既存株主と買主である新規投資家との間に投資先企業に関する著しい情報の非対称性が存在すること、当該スタートアップの事業及びリスクに関する十分な理解を有しない株主の流入が株主構成の質の低下及び資本政策の柔軟性の制約を招くおそれがあること、さらに、セカンダリー市場が上場市場に代替されることで、スタートアップにおけるガバナンス整備のインセンティブを弱め、ひいては未上場株式投資全体に対する信認を毀損するおそれがあること等に十分留意しなければならない。

セカンダリー取引は、当該スタートアップの事業、リスク及び企業価値を深く理解する既存の主要株主が、ROFR（Right of First Refusal）等の仕組みを通じてこれを取得することを原則とするべきであり、未上場株式の流通を広く不特定多数の者に開放することを前提とした制度設計は、上記のリスクに鑑み、慎重に設計かつ運用されなければならない。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 7.2 (Transfer of Shares), Article 7.3 (Right of First Refusal)

〔提言の背景〕

- 我が国のスタートアップ・エコシステムにおいて、近時、セカンダリー市場（未上場株式の流通市場）の整備に向けた検討が活発化している。その背景には、①初期投資家及び従業員ストック・オプション保有者等に対する中間的なエグジット機会の提供、②市場取引を通じた企業価値の客観的なベンチマークの形成、③未上場株式市場の流動性向上による未上場段階での資金調達余地の拡大等についての期待がある。実際、こうした問題意識を背景に、我が国においても、第一種金融商品取引業の枠組みを基礎とした「非上場有価証券特例仲介等業者」制度をはじめ、セカンダリー取引の活性化を志向する制度整備が進展しつつある。
- しかしながら、セカンダリー市場の設計及び運用は、上記のような期待のみに基づいて進められるべきものではない。未上場企業のセカンダリー取引には、その性質上、以下のような構造的なリスクが内在しており、これらのリスクを十分に認識し、適切に対処するための設計上の工夫がなされない限り、セカンダリー市場は、ベンチャー・エコシステム全体の信認を毀損する深刻な要因となりかねない。

リスク	内容
売主・買主間の著しい情報の非対称性	<ul style="list-style-type: none">● スタートアップ企業の評価には、確立された市場価格が存在せず、その将来性、技術的優位性、経営チームの能力、競争環境、リスク要因等は、当該企業に深く関わる者でなければ正しい評価ができない。● セカンダリー取引において、売主たる既存株主と買主たる新規投資家との間には、当該企業に関する情報の質及び量の双方において、著しい非対称性が存在することが通常であり、これを悪用したモラルハザードのリスクが構造的に内在する。

<p>事業理解を欠く株主の流入による株主構成の質の低下及び資本政策の柔軟性の制約</p>	<ul style="list-style-type: none"> 「株主構成の質」とは、各株主の事業理解、企業価値向上に対するコミットメント、機動的な意思決定への協力姿勢といった株主としての適格性が総合された状態をいう。 「資本政策の柔軟性」とは、追加資金調達、株式種類の設計、自己株式取得を通じた株主構成の整理、ストック・オプション・プールの拡大、戦略的 M&A の実行及びエグジットといった各場面における機動的な意思決定の遂行能力を意味する。 投資先企業の事業理解を欠く株主の参入により、上記の意味での株主構成の質の低下をもたらし、結果として、資本政策の柔軟性の制約を招き、ひいてはスタートアップの成長機会の喪失をもたらすおそれがある。
<p>セカンダリー市場が上場市場に代替されることに伴うガバナンス整備インセンティブの弱体化、及び未上場株式投資全体に対する信認の毀損</p>	<ul style="list-style-type: none"> 本来、株式上場は、上場前準備プロセスを通じてスタートアップ企業のコーポレート・ガバナンス、内部統制、情報開示体制等を高度化させる契機となる。 しかるに、セカンダリー市場が、こうした上場前準備プロセスを経ずに事実上の流動性を提供する「ミニ上場市場」として機能してしまうと、スタートアップ企業はガバナンス整備に対するインセンティブを失い、内部統制の不十分な企業の株式がなし崩し的に広範な投資家層に流通する結果となりかねない。

図表：セカンダリー市場の構造的リスク

- こうした構造的リスクを踏まえれば、スタートアップ企業のセカンダリー取引に関する第一原則は、米国における実務がそうであるように、当該スタートアップの事業、リスク及び企業価値を深く理解する既存の主要株主が、ROFR (Right of First Refusal : 先買権)その他の契約上の仕組みを通じてセカンダリー取引の受皿となることとされるべきである。当該主要株主は、投資先企業の事業実態を把握しており、また、当該企業の中長期的な企業価値の向上に対するコミットメントを有している点で、セカンダリー取引の買主としての適性を備えている。
- なお、スタートアップ企業のセカンダリー取引は、それが適切に運用される限り、初期投資家及び従業員ストック・オプション保有者等に対する中間的な流動性を提供し、未上場段階におけるリスクマネーの循環を促すことを通じて、スタートアップ・エコシステムの厚みと実効性を高め、日本経済の成長に資する重要な基盤となり得る。本提言は、スタートアップ企業のセカンダリー市場そのものを否定するものではなく、冒頭に記載した有益な役割を正しく発揮させるためにも、セカンダリー取引に際しては、上記の三つの構造的リスクを十分に認識した上で、①売主・買主間の情報の非対称性を緩和するための情報開示及び専門家関与の枠組み、②株主構成の質を維持するための買主適格要件、③ガバナンス整備インセンティブを毀損しないための上場準備プロセスとの分離又は連動、④モラルハザードを抑制するための規律ある取引慣行、これらを一体として整備するべきであるとの考え方を示すものである。

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)

3.2.1 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【提言】3.1.1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)

3.2.2 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、【提言】3.1.1の〔提言の背景〕を参照されたい(☞40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、【提言】4.1.1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(☞67頁)。

【提言】

(グローバル経営の支援)

3.2.3 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るべきである。

〔提言の背景〕

- **【提言】3.1.1** 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る（☞40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)

- 3.2.4 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、**【提言】3.2.1** 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」を実行するべきであり、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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 7.1 (Pre-emptive Right)

〔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準備金 (reserve) を十分確保しなければならない。
- フォローオン投資の実務は、ベンチャー・キャピタルによる自主性のみによって完全に担保することは難しい。そこで、【提言】4.2.5 記載のいわゆる **Pay to Play 条項** (フォローオン投資を行わない投資家の権利を制限することで、既存投資家のフォローオン投資を促す仕組み) の活用により、我が国においてフォローオン投資の実務を定着させるといった工夫も検討されるべきである (☞73 頁)。

(3) 支援期間

【提言】

(十分な支援期間の設定)

- 3.2.5 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るべきである。

〔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るべきである。

【提言】

(最適な資本政策)

- 3.2.6 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るべきであり、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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 7.5 (Capital Policy)

〔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べきである。

【提言】

（上場後の株式の継続保有）

- 3.2.7 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べきである。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 7.5 (Capital Policy)

〔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)

3.2.8 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。

公正価値評価の前提となる評価基準その他評価実務についても、我が国独自の実務を創設するのではなく、IPEV ガイドライン、ILPA Principles その他グローバル標準を踏襲すべきであり、少なくとも、①グローバル・インデックスデータの使用、②評価において採用したデータ及びその根拠の明示、並びに③評価プロセス及びルール準拠状況について独立した第三者による検証が、評価実務として確立されなければならない。

〔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。

- 公正価値評価を実効的に機能させるためには、その前提となる評価基準及び評価実務
それ自体が、グローバル・スタンダードに準拠した規律として確立されていなければ
ならない。なぜなら、ベンチャー・キャピタルにおける公正価値評価が要請される根本
理由は、我が国のベンチャー・キャピタルが、グローバルなアセット・オーナーから投
資対象たるアセット・クラスとして認知され、その投資判断の対象とされることにある
からである。グローバルな基準に基づく比較可能な形でファンド・パフォーマンスが開
示されない限り、公正価値評価は形式的な作業にとどまり、その本来的な意義を実現
し得ない。かかる比較可能性を実質的に確保するためには、IPEV ガイドライン及び
ILPA Principles への準拠はもとより、少なくとも、①グローバル・インデックスデー
タの使用、②評価において採用したデータ及びその根拠の明示、並びに③評価プロセス及
びルール準拠状況についての独立した第三者による検証が、評価実務として確立され
なければならない。

項目	内容
① グローバル・イン デックスデータの使 用	<ul style="list-style-type: none"> ● 公正価値評価は、市場における取引価格その他の客観的なデー タに基づいて行われる必要がある。我が国のローカル・デー タのみに依拠した評価は、評価結果がローカルな市場特性に偏向 するおそれを内包し、また、グローバル・リミテッド・パート ナーによる比較検証の対象として機能し得ない。 ● ベンチャー・キャピタルは、評価対象となる投資資産の事業領 域、ステージ、地理的属性等に応じて、グローバル・レベルで 認知された比較対象企業群や取引事例を参照し、マルチプルを 算出しなければならない。
② 評価において採用し たデータ及びその根 拠の明示	<ul style="list-style-type: none"> ● 評価プロセスの透明性が確保されることによってはじめてリミ テッド・パートナーは、評価結果だけでなく、その背後にある 評価判断の合理性を独自に検証することが可能となる。 ● ベンチャー・キャピタルは、各投資資産の評価に際して、①採 用した評価手法 (DCF 法、マルチプル法等)、②当該手法にお いて用いた具体的なデータ (比較対象企業、マルチプル値、割 引率、成長率等)、及び③これらのデータを採用した根拠 (比 較対象として選定した理由、想定 of 合理性等) を、リミテッ ド・パートナーに対して明示しなければならない。

- ③ 評価プロセス及びルール準拠状況に関する独立した第三者による検証
- 評価実務の客観性は、評価主体であるベンチャー・キャピタル自身による自己宣言のみによっては担保され得ない。ベンチャー・キャピタルから独立した第三者（例：会計士）が、評価プロセス全体及び IPEV 等のグローバル標準への準拠状況について、定期的かつ実質的な検証を実施し、その結果がリミテッド・パートナーに対して開示されなければならない。

図表：公正価値評価において求められる実務

【提言】

（コンプライアンスの徹底）

3.2.9 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（同法 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）。
- また、ファンドのジェネラル・パートナーは、リミテッド・パートナーに対して負う受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）の内容として、当該ファンドの投資価値の最大化に向けて、自らの時間、人的リソース、専門能力、ディール・フロー及び情報資産の全てを集中的に投入することが、当然の前提とされていなければならない。しかる

に、ジェネラル・パートナーが、当該ファンドに加えて他のファンドの運営や他の事業を兼業する場合、有限のリソースが複数の事業体間で分散され、各ファンドに対する注力度合いが希薄化するのみならず、複数ファンド間における投資機会の配分、共同投資の条件設定、フォローオン投資の実行等を巡って、構造的な利益相反に直面することとなる。

- グローバル・ベンチャー・エコシステムにおいては、こうした専門義務が、リミテッド・パートナーに対する受託者責任を支える中核的規律として明確に確立されている。例えば、ILPA Principles では、「Time and Attention」の項において、ジェネラル・パートナーの主要な投資専門家が「実質的にすべての職業時間」(substantially all business time)を当該ファンドの運営に充てるべき旨を明示的に求めており、その他の項目においても、後継ファンドの組成タイミングを含め、ジェネラル・パートナーの注力度を担保するための諸規律を体系的に整備している。
- これに対し、我が国においては、こうした専門義務が、ベンチャー・キャピタル業界の規律として十分に意識されていない状況にある。例えば、ジェネラル・パートナーが他業を兼業し、又は単一のジェネラル・パートナー・エンティティが多数のファンドを並行運営する事例が広範に観察される。さらに、コーポレート・ベンチャー・キャピタルの組成において、いわゆる「二人組合スキーム」を採用するファンド運営事業者が、本体ファンドに加えて多数の二人組合スキーム・ファンドのジェネラル・パートナーを兼務する実態も実証的に明らかとなっており（【提言】3.3.3 参照）（55 頁）、ベンチャー・キャピタル業界全体としての専門義務の規律確立が、喫緊の課題となっている。
- 本提言は、ベンチャー・キャピタルに対し、上記のグローバル・スタンダードに整合した専門義務の遵守を、受託者責任を構成する中核的要素として正面から認識し、これを実装することを求めるものである。グローバル・スタンダードに準拠した形で受託者責任を果たすことは、グローバル・アセット・オーナーが我が国のベンチャー・キャピタルを投資対象たる資産クラスとして認知し、その運用委託先として選定するための前提条件にはかならない。我が国のベンチャー・キャピタルが、グローバルなインベストメント・チェーンの中で持続的に資金供給を確保し、もってその運用規模を拡大していくためには、専門義務をはじめとするグローバル・スタンダードな規律の確立が、不可欠の要請である。

【提言】

（ベンチャー・キャピタルに対する監督の実効化）

- 3.2.10 金融監督当局は、ベンチャー・キャピタルの業務遂行能力、利益相反管理体制、コンプライアンス態勢その他ファンド運営の適正性について、継続的かつ実効的な把握に努めるべきであり、現行制度の下ではかかる実態把握及び監督がなお不十分である場合には、届出制から登録制への移行その他必要な制度的対応を検討し、これを講ずるこ

とを躊躇すべきではない。

〔提言の背景〕

- ベンチャー・キャピタルは、複数のリミテッド・パートナーから多額の資金を預かり、これを未上場のスタートアップ企業に対する投資をすることで当該資金を運用する事業活動を行っており、その業務の遂行にあたっては、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）の履行はもとより、利益相反管理、コンプライアンス、無限責任リスクの遮断、ファンド間の取引の公正性等、複雑かつ高度な規律遵守が求められる（**〔提言〕 3.2.9** 参照）（☞50 頁）。
- しかるに、我が国においては、現行制度上、ベンチャー・キャピタルが運営するファンドは、その多くが、金融商品取引法上の「**適格機関投資家等特例業務**」（同法第 63 条）の枠組みの下で組成・運営されており、当該特例業務に係る**届出**を行えば、原則として運営が可能とされている。当該届出制度の下では、ベンチャー・キャピタルの業務遂行能力、利益相反管理体制、コンプライアンス態勢その他ファンド運営の適正性について、実効的な把握及び検証は必ずしも十分に及んでいない。
- この点、米国においては、ベンチャー・キャピタルは、投資顧問業の特例（Exempt Reporting Adviser 制度）として、SEC（米国証券取引委員会）への届出（Form ADV による初期届出及び年次報告）が義務付けられ、**要件未充足の場合には通常の登録投資顧問業者（Registered Investment Adviser）としての登録義務が発生し、また、SEC による検査及び執行措置の対象となる強制力が確保**されている。また、ファンド運営の構造についても、米国においては、単一のマネジメント・カンパニー（投資アドバイザー）の下で、各ファンドにつきそれぞれ独立したジェネラル・パートナー・エンティティを設立し、ファンド間の無限責任リスクを構造的に分離する運用が一般的であるのに対し、我が国においては、複数ファンドを運営するに際し、同一のジェネラル・パートナー・エンティティが複数ファンドを兼務する構造が見受けられる。これは、無限責任リスクの遮断という観点からも、ファンド単位での独立した規律確立という観点からも、見直しを要する論点である。
- 以上を踏まえれば、金融監督当局は、まず現行の届出制度の下において、ベンチャー・キャピタルの業務遂行能力、利益相反管理体制及びその運用実態、コンプライアンス態勢その他ファンド運営の実情について、形式的な届出受領にとどまらない継続的かつ実効的な把握に努めるべきである。その上で、現行の届出制度の下では、こうした実態把握及び監督が依然として不十分であると認識される場合には、金融監督当局は、**登録制への移行その他必要な制度的対応**を検討し、これを躊躇すべきではない。具体的に想定される制度的対応としては、①現行の届出制から、要件審査を伴う登録制への移行、②ファンド単位でのジェネラル・パートナー・エンティティの登録義務化、③利益

相反管理体制及びコンプライアンス態勢に関する具体的要件の法定化、④定期的な業務報告及び実地検査の制度化、⑤規律違反に対する制裁及びサンクションの整備等が挙げられる。

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)

3.3.1 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〕

- **【提言】 3.1.1** 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（☞40 頁）、また、**【提言】 3.2.3** 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（☞44 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)

3.3.2 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、**【提言】 2.4.2** 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、**【提言】 2.4.2** 記載の認識を踏まえ（☞29 頁）、これが自社のビジネスモデル

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】

(二人組成型 CVC を組成する際の留意点)

3.3.3 事業会社は、ファンド運営事業者にジェネラル・パートナーを委託し、自社のみがリミテッド・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、いわゆる「二人組成型スキーム」型を採用する場合で、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きは、投資先の選定及び配分を巡る利益相反を構造的に抱えることになることを十分に認識しなければならない。

かかる構造的利益相反は、投資機会の公正な配分の障害、契約主体と運用主体の不一致に伴う責任の所在の不明確化その他様々な問題を内包するものであることに鑑み、事業会社は、ファンド運営事業者からこれらの問題を回避するための実効的な仕組みについて明確な説明を受け、その十分性を確認できない場合には、当該スキームを採用すべきではなく、組成後にこれらの事実が判明した場合には、当該 CVC の解散も視野に入れた適切な措置を講じるべきである。

〔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 CVC (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。
- 二人組成型スキームに内在する構造的問題は、上記の利益相反に加え、以下のとおり、より広範な論点に及ぶ。

構造的問題	内容
投資機会の公正な配分の阻害	<ul style="list-style-type: none"> 上記参照
契約主体と運用主体の不一致に伴う責任の所在の不明確化	<ul style="list-style-type: none"> 二人組合スキームにおいては、外形的にはCVCの「主体」が事業会社であるかのように見えるが、法的にはジェネラル・パートナーである運営事業者がファンドの主体となる。 投資契約その他の取引文書において、運営事業者の名称ではなく事業会社の名称を以て契約が締結された場合、契約主体の認識齟齬が生じ、紛争事例においては、当該齟齬を理由として契約の有効性が争点化するおそれがある。 また、事業会社の名称をファンドの名称に用いることを許諾した場合、又は業務執行に直接関与する等によって有限責任組合員が業務執行権限を有すると誤認させる行為があった場合には、当該事業会社は、有限責任性を喪失し、無限責任組合員と同一の責任を負う（【提言】3.3.4参照）（57頁）。
無限責任の遮断不備	<ul style="list-style-type: none"> 1社のジェネラル・パートナー・エンティティが多数のファンドのジェネラル・パートナーを兼務する場合、いずれかのファンドにおいて生じた無限責任が、当該エンティティの財産を通じて他のファンドに伝播するリスクを生じさせる。 米国においては、この点に対応するため、ファンドごとに独立したジェネラル・パートナー・エンティティ（典型的にはLLC）を設立する実務が確立しており、無限責任リスクをファンド単位で構造的に分離することがファンド組成の基本前提とされている。
エグジット成果の劣後	<ul style="list-style-type: none"> 上記の構造的諸問題は、ジェネラル・パートナーの注力度の希薄化、ファンド間における投資機会配分の歪み、利益相反処理に伴うエグジット判断の遅延等を通じて、二人組合スキームを採用するCVCのエグジット成果（M&A、IPOの実現確率及び実現までの期間）にも悪影響を及ぼし得る構造を内在している。

図表：二人組合スキームの構造的問題

- 以上の構造的諸問題に鑑みれば、事業会社が二人組合スキームを採用するにあたっては、以下のような各点について、ファンド運営事業者からこれらの問題を回避するための実効的な仕組みについて明確な説明を受け、その十分性を確認することが不可欠の前提となる。

- ✓ ファンド運営事業者が並行して運営するファンドの数、種類及び投資領域
- ✓ 投資機会配分に関する書面化されたルール及びその運用実態
- ✓ 既存ファンドにおける投資銘柄及びパフォーマンスの開示
- ✓ 過去のファンド間における同種銘柄への投資実績

- ✓ ファンド単位でのジェネラル・パートナー・エンティティの独立性
- ✓ 業務執行体制及び意思決定権限の所在等

図表：二人組合スキーム検討時の要確認事項

- かかる検証の結果、これらの問題を回避するための実効的仕組みがとられていないことが判明した場合、又はその十分性を確認できない場合には、当該ファンド運営事業者に対してCVCの組成を委託するべきではなく、組成後にこれらの事実が判明した場合には、当該CVCの解散も視野に入れた適切な措置を講じるべきである。

【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)

3.3.4 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は、自ら専門人材を確保し、投資判断、投資後モニタリング及びガバナンスを適切に遂行し得るプロフェッショナル体制を整備するべきであり、これが困難である場合は、みだりにコーポレート・ベンチャー・キャピタルの名の下に実質を伴わない投資ヴィークルを組成するのではなく、リミテッド・パートナーとして信頼できる外部運営者に資金を拠出する形態を選択するべきである。

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〕

- コーポレート・ベンチャー・キャピタルは、事業会社による戦略的な投資活動を通じて、新規事業の探索、技術連携、市場洞察その他の経営上の便益を獲得するための仕組みである。事業会社が、CVCを組成するのであれば、本来、自ら専門人材を確保し、投資判断、投資後モニタリング、ポートフォリオ管理及びガバナンスを適切に遂行し得るプロフェッショナル体制を整備するべきである。
- もっとも、すべての事業会社に対して、こうしたプロフェッショナル体制を内製化することを期待することは現実的ではない。専門人材の確保が困難である場合には、事業会社は、みだりにCVCの名の下に実質を伴わない投資ヴィークルの組成を行うのではなく、リミテッド・パートナーとして信頼できる外部運営者に資金を拠出する形態を選択するべきである。当該形態は、独立した外部ベンチャー・キャピタルがジェネラル・パートナーとして運営するファンドに対して、事業会社が他のリミテッド・パートナー

と並んで出資するものであり、ファンド運営の独立性、利益相反管理、規律遵守等の観点からは、二人組合スキームよりも遥かに健全な構造である。事業会社の戦略的意図は、ファンド運営者との対話、投資先との接点の確保、共同投資機会の探索等を通じて実現されるべきであり、ジェネラル・パートナーとしての名目的関与に固執するべきではない。

- なお、ファンドのリミテッド・パートナーとなる事業会社は、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。

【提言】

（事業会社による M&A 組織能力の向上）

3.3.5 事業会社は、スタートアップ企業に対する投資又は連携の出口として M&A を活用するにあたり、M&A が単なる買収手続の実行にとどまるものではなく、買収後における組織統合、事業運営、人材処遇及び企業文化の統合を通じて、当該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を実現するための経営行為であることを認識し、スタートアップ企業を受け入れるための十分な M&A 組織能力、特に、買収後統合作業を含む事業運営能力、評価制度、人材マネジメント及び組織設計に関する実践的能力を向上させるべきである。

また、異質な技術、文化及び行動様式を有するスタートアップ企業の買収は、既存事業の深化と新規領域の探索とを両立する「両利きの経営」の実践そのものであり、既存事業との利害対立を伴うものであって、その組織能力の獲得は究極的には自社のコーポレート・トランスフォーメーションの課題に帰着するものであることから、事業会社は、これを会社のベリー・トップ自身が自らの経営課題として引き受け、当事者として深くコミットすべきものと認識しなければならない。

〔提言の背景〕

- スタートアップ企業の IPO や M&A による売却を総称して「エグジット」という用語が用いられるが、これは本来、株主目線の問題にほかならない。すなわち、株主が当該スタートアップ企業に対する出資を解消し、キャピタルゲインを確定させる行為を指

すものとして、「出口」というメタファーが採用されている。しかしながら、当該行為をスタートアップ企業自身の目線から捉えるならば、その意味は全く異なる。すなわち、IPOでもM&Aでも、これらは、当該スタートアップ企業の株主構成の大幅な入れ替えを通じて、新たな経営資源、事業基盤及び成長機会を獲得し、もって非連続的成長を実現するための契機として位置付けられるべきものである。スタートアップ企業にとって、これらは「出口」ではなく、むしろ「新たなスタートライン」である（【提言】3.2.6 参照）（☞46 頁）。

- 非連続的成長を実現するためのイベントとして、IPOとM&Aのいずれがより適切であるかは、当該スタートアップ企業の事業が、独立した企業体として資本市場から継続的に成長資金を調達し、自ら経営資源を獲得・統合していくことによって企業価値を最大化し得る「独立価値」の高い事業であるか、それとも、特定の事業会社が有する研究開発、製造、販売、規制対応、知的財産管理、グローバル・ネットワークその他の経営資源と結合することによって企業価値を最大化し得る「結合価値」の高い事業であるかによって大きく異なる。例えば、AI開発のように、技術・人材・データ・計算資源等を基盤として、独立したプラットフォーム又はプロダクトとして急速なスケールを目指す事業においては、IPOにより独立性を維持しつつ大規模な成長資金を調達することが、非連続的成長の有力な選択肢となり得る。これに対し、創薬のように、研究開発の成果を臨床開発、薬事承認、製造、販売その他の複雑かつ長期のバリューチェーンに接続することが企業価値実現の鍵となる事業においては、これらの経営資源を有する事業会社とのM&Aにより、Best Ownerの下で成長を加速させることが、より適切な選択肢となり得る。
- 我が国においては、スタートアップ企業のエグジットは、不自然なまでにIPOに偏重しており、加えて、その多くは事業基盤が十分に整わない段階での早期上場、いわゆる「スモールIPO」になっており（【提言】3.2.5 参照）（☞46 頁）、事業会社による大型M&Aを通じてスタートアップ企業が非連続的成長を実現するという事例は、なお稀で、グローバル・ベンチャー・エコシステムにおいてM&Aがエグジットの多数を占めている実態とは大きく乖離する。
- こうしたエグジット偏重の問題は、しばしば、スタートアップ企業の側における意識・準備の不足、あるいは経営者個人の上場志向のみに帰せられて論じられがちである。しかし、これは事象の一面のみを捉えた皮相な理解にすぎない。スタートアップ企業を受け入れるべき事業会社の側における「M&A組織能力」の不足もまた、当該偏重を生じさせている重大な構造的要因である。すなわち、M&Aがエグジットの実効的選択肢として機能するためには、その受け皿となる事業会社が、スタートアップ企業を受け入れるに足る能力を備えていることが不可欠の前提となるところ、我が国の事業会社の多くは、この点において必ずしも十分な能力を備えていない。
- 特に注意を要するのは、成熟企業を対象とするM&Aと、スタートアップ企業を対象と

する M&A とは、その本質において全く異なる経営行為であるという点である。成熟企業の M&A においては、買収対象の本質的価値は、確立された事業基盤、収益構造、有形資産、固定的な顧客基盤、規格化された業務プロセス等、相対的に客観化・定量化が容易な要素に存することが多い。これに対し、スタートアップ企業の買収においては、その対象となる企業の本質的価値が、有形資産にではなく、創業者及びコア人材が保有する技術・知見・ネットワーク、構築されつつある事業及び顧客基盤、創業以来の組織文化及び意思決定スピード等にあることが通常である。これらの要素は、いずれも、買収後における組織統合、事業運営、人材処遇及び企業文化の統合プロセスを通じて、はじめて買収側の企業価値として実現されるものであり、当該プロセスの質如何によって、買収結果の成否は大きく分かれる。スタートアップ企業の M&A は、買収契約の締結と対価の支払をもって完結する取引行為ではなく、買収後の長期にわたる経営行為そのものなのである。

- 我が国の事業会社においては、M&A 組織能力の強化が、しばしば、ディール・ソーシング、デュー・デリジェンス、バリュエーション、契約交渉及びクロージングといった、買収成立までの手続（エグゼキューション）を遂行する能力の獲得として理解されがちである。しかし、これらディール・プロセスの管理能力は、外部の専門アドバイザー（投資銀行、法律事務所、会計事務所等）の活用によって相当程度補完し得るものであり、必ずしも内製化が不可欠とはいえない。
- これに対し、買収後における組織統合、すなわち PMI（Post-Merger Integration）を主導し、買収したスタートアップ企業の価値を毀損することなく、これを自社の企業価値へと転化させるための一連の経営行為は、その性質上、外部に委ねることができない。買収者自身が、長期間にわたり当事者として担うべきプロセスであり、まさにこの領域こそ、事業会社が内製化すべき組織能力なのである。M&A の成否を最終的に分けるのは、買収成立までの手続の巧拙ではなく、買収後の統合プロセスを通じて結合価値を現実に創出し得るか否かであり、事業会社が真に注力すべきは、後者を担う組織能力の獲得である。
- スタートアップ企業を受け入れるために必要となる M&A 組織能力として特に重要となるのは、以下の 4 つの実践的能力である。

組織能力	ポイント
買収後統合（PMI：Post-Merger Integration）を含む事業運営能力	<ul style="list-style-type: none"> ● 買収後における組織・業務・システムの統合、共通インフラとの接続、シナジー実現に向けた事業運営の設計と実行、当面の独立性確保（買収対象の事業スピード及び意思決定独立性の維持）と中長期的な統合とのバランスの取り方等、買収後の事業運営を主導する実務能力が求められる。

<p>評価制度</p>	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ企業の人材は、上場企業の標準的な評価制度（年功序列、職能等級、固定的な処遇等）の下では、その能力及び貢献に応じた適切な処遇を受けにくい構造にある。 そのため、買収側企業は、スタートアップ企業の人材の能力及び貢献に応じた柔軟かつ多様な評価・処遇制度（成果報酬、ストック・オプション類似のインセンティブ・プラン、ジョブ型評価等）を構築し、買収後の人材定着を確保する能力を備えなければならない。
<p>人材マネジメント</p>	<ul style="list-style-type: none"> 買収対象であるスタートアップ企業の創業者、コア人材その他の優秀な従業員が、買収後にあっても継続的に当該事業に従事し、その能力を発揮し続けることを確保するためには、創業者及びコア人材に対する適切な役割・権限の付与、買収側の組織文化との調和を意識した処遇設計、買収後一定期間内における人材流出を抑制する仕組みの整備、スタートアップ企業出身の人材が買収側組織内で活躍し得るキャリアパスの設計等が必要となる。
<p>組織設計</p>	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ企業を、買収側の既存事業構造の中に直接組み込むことが、必ずしも最適解とは限らない。買収対象の事業特性、成長ステージ、戦略的位置付け等を踏まえた組織設計（例えば、独立した子会社又は事業本部としての位置付け、既存事業との連携・分離の境界設計、ガバナンス及び意思決定権限の配分等）を構築し得る能力が求められる。

図表：M&A 組織能力の要素

- 上記の能力は、いずれも、長期間にわたる実践と試行錯誤を通じてはじめて獲得され得るものであり、即席で構築することは困難である。したがって、スタートアップ M&A を真に活用しようとする事業会社は、①社内における M&A 専門チームの設置及び専門人材の育成、②PMI に関するノウハウの体系化及び社内継承、③外部の M&A アドバイザー、ベンチャー・キャピタル、人事・組織コンサルタント等との戦略的連携、④過去の M&A 案件における経験のレビュー及び教訓の蓄積等を戦略的に推進すべきである。
- もっとも、上記の組織能力の獲得は、組織の制度を形式的に整えるだけで達成されるものではない。スタートアップ企業の買収、とりわけ、自社の既存事業とは異質な技術、文化及び行動様式を有する企業の買収は、その本質において、成熟した既存事業をより“深化”させながら、同時に、これとは異なる組織能力を要する新規領域を“探索”するという、いわゆる「両利きの経営」の実践そのものにほかならない。「両利きの経営」の理論が明らかにするとおり、既存事業の効率性や規律を追求する組織の論理（深化）と、不確実性の中で実験と挑戦を許容する組織の論理（探索）とでは、その評価基準、時間軸、組織文化等が大きく異なる。事業会社が、スタートアップ企業を買収後、自社の標準的な管理体制や評価制度、規律を形式的に適用すれば、買収対象が本来有していたスピード、自発性及び創造性といった価値の源泉そのものを損なうことになり

かねない。他方で、買収対象を完全に放任すれば、シナジーは実現されず、買収の戦略的意義は失われる。買収側に求められるのは、この緊張関係を、いずれか一方に解消することなくマネージし続ける能力なのである。

- そして、この緊張関係のマネジメントは、必然的に、既存事業を担う部門との間の利害対立を生じさせる。買収したスタートアップ企業が成功に近づくほど、既存事業との資源配分、人材処遇及び事業領域を巡るコンフリクトは先鋭化する。こうした組織内の対立は、現場の調整や部門間の交渉に委ねて解消し得るものではなく、既存事業のイナーシャを断ち切り、対立する両事業のバランスを能動的に統御する権限と求心力を備えた者、すなわち、会社のベリー・トップ自身のコミットメントによってはじめて克服される。買収対象の技術及び事業の本質を理解し、その担い手たる創業者及びコア人材から信頼を得て、これらの者を率い得るだけの見識と求心力を備えた、会社の経営トップ自身が、当事者として深く関与することが不可欠なのである。換言すれば、事業会社によるスタートアップ M&A 組織能力の獲得は、究極的には、既存事業の論理に最適化された組織の行動様式そのものを変革する課題、すなわち、コーポレート・トランスフォーメーション (CX) の課題に帰着するものである。事業会社は、この認識の下で、スタートアップ M&A を単なる投資活動の一環としてではなく、自社の経営変革のための営みとして位置付け、これに取り組むべきである。

4 エンジェル投資家

【提言】

(エンジェル投資家の役割)

3.4.1 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、【提言】2.3.1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、【提言】3.2.1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るべきである。

〔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、【提言】3.2.1の趣旨は(☞40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)

3.5.1 監査法人には、大手のみならず準大手及び中小監査法人も含め、スタートアップ監査を適切に担うためのリソースの拡充、品質管理体制及び審査体制の強化、並びに監査品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。かつては、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、いわゆる「監査難民問題」が大きな課題として認識されていたが、近年では、準大手監査法人や中小監査法人による受嘱の拡大等を背景として、その状況は以前に比べて一定程度緩和されつつある。他方で、中小監査法人による上場会社監査の受嘱が増加する中、監査品質、審査体制、専門人材及びガバナンス体制の十分性には依然としてばらつきが見られ、一部には十分な品質管理体制を備えていない監査も存在するとの指摘がある。このような質の低い監査は、不適切な会計処理や内部統制上の問題を見逃すことを通じて、企業不正の発生又は長期化を招き、市場全体の信認を毀損するおそれがある（【提言】 1.1.3 参照）（☞14 頁）。
- したがって、今後の課題は、単に監査法人の確保を容易にすることではなく、スタートアップ企業の成長を適切に支える高品質な監査を確保することにある。そのためには、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に加え、監査法人側においても、大手のみならず準大手及び中小監査法人を含め、スタートアップ監査に必要な専門人材の確保、品質管理体制及び審査体制の強化、リスク評価能力の向上、並びに監査品質の継続的な改善に取り組むことが必要となる。

【提言】

（証券会社）

3.5.2 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アンス問題、公募価格の設定を巡る問題等）に適切に対応すべく、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。

また、証券会社には、株式の上場を所与とすることなく、当該スタートアップ企業の事業の性質を見極め、株式の上場と事業会社等との M&A のいずれが当該企業の企業価値を非連続的に高めるかを的確に見定めたうえで、これを助言・支援する役割を果たすことが期待される。

〔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。こうした事案は、当該企業及び証券会社個社の問題にとどまるものではない。**【提言】 1.1.3** 記載のとおり（☞14 頁）、スタートアップ企業における不正事案は、市場全体の信認を毀損し、ベンチャー・エコシステムの健全な発展を根底から阻害するおそれを内包するものであり、その上場プロセスに主幹事として関与する証券会社は、ゲートキーパーとして、対象企業の事業実態、内部統制体制及び情報開示の質について独立かつ実質的な検証を行う重大な責務を負う立場にある。証券会社のビジネスモデルが“スモール IPO”（☞46 頁）を前提とした量産型ビジネスに傾くと、業務効率名下に引受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（☞46 頁）、証券会社には、これら問題に適切に対応すべく、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。
- さらに、証券会社に期待される役割は、上場プロセスにおけるゲートキーパーとしての機能にとどまるものではない。**【提言】 3.2.6** 記載のとおり（☞46 頁）、スタートアップ企業のエグジットは、株式の上場のみには限定されるのではなく、当該企業の事業の性質

に応じて、最適な手段が選択されるべきものである。すなわち、独立した企業体として資本市場から継続的に成長資金を調達し、自ら経営資源を獲得・統合していくことによって企業価値を最大化し得る「独立価値」の高い事業については株式の上場が、特定の事業会社が有する経営資源と結合することによって企業価値を最大化し得る「結合価値」の高い事業については事業会社等との M&A が、それぞれ有力な選択肢となる（☞59 頁）。証券会社は、株式の上場を所与とすることなく、当該企業の事業の性質を見極め、いずれの手段が当該企業の企業価値を非連続的に高めるかを的確に判断したうえで、これを助言・支援する役割を担うべきである。

- もともと、こうした役割が十全に果たされるためには、証券会社が、自社の目先の収益のみを優先するのではなく、顧客たるスタートアップ企業及びそのステークホルダーの利益を起点とする顧客本位の業務運営に徹することがその前提となる。証券会社のビジネスモデルが、株式の上場を前提とした量産型ビジネスに傾けば、事業の性質を見極めることなく一律に株式の上場へと導く実務が常態化し、ひいては前述の“スモール IPO”（☞46 頁）への偏重を助長することになりかねない。各企業を担当する者が、当該企業の事業及び価値の源泉を深く理解し、その企業価値最大化の観点から最適な資本構成及びその実現手段を構想し得るだけの専門的能力を備えていることが不可欠であり、証券会社には、こうした人材の専門性の向上に継続的に取り組むことが強く望まれる。もとより、株式の上場に関する業務と M&A に関する業務との間には、インサイダー情報の管理及び利益相反の管理の観点から適切な情報隔壁が設けられているのが通常であり、両業務の知見を活用するにあたっては、これらの管理を徹底することが当然の前提となる。

第4 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）

- 4.1.1 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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Share Subscription Agreement 及び Shareholders' Agreement

〔提言の背景〕

- スタートアップ企業とその投資家と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。スタートアップ・ファイナンスにおける投資契約は、各ラウンドが独立した取引文書として完結するのではなく、シードからシリーズA、シリーズB、シリーズCへと、ラウンドごとに積み重なっていく構造を本質とするものである。そして、こうした積み重ねの構造を機能させるためには、投資契約の内容は、各ラウンドにおいて関係当事者が相互に参照し得る共通言語として、標準化されたものとなっていなければならない。
- 特に、G型スタートアップに投資するベンチャー・キャピタルにとっては、こうした標準化の要請は格別に高い。【提言】3.1.1記載の「グローバル成長投資モデル」(☞40頁)を実現するためには、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が不可欠の前提となること、ガラパゴス的に進化した独自条項によって既存株主間及び対象会社間で利害関係が形成されている場合、グローバル・ベンチャー・キャピタルが当該投資の経済性及びリスクに関する評価を行うことが著しく困難となるからである。グローバル・ベンチャー・キャピタルが共通言語として参

照する標準（米国 NVCA モデル文書等）に準拠した投資契約が、初期ラウンドから一貫して用いられていることは、グローバル成長投資モデルの実現にとって不可欠の基盤となる。

- もっとも、投資契約の標準化は静的なものではない。時代とともに実効性が失われた条項、投資家と起業家とのインセンティブをアラインできなくなった条項、又はグローバル・スタンダードからの乖離が顕在化した条項等については、都度、改善・修正が行われ、“標準”そのもののアップデートが繰り返されている。投資契約の起案及び交渉に携わる実務家及び関係当事者は、その時点における“標準”を継続的に把握し、これを実装する責務を負う。
- 我が国においても、本提言書の初版公表以降、投資契約条件のグローバル・スタンダードへの調整に向けた動向が政策レベルにおいても進展している。とりわけ、経済産業省が 2025 年 9 月に公表した「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」の「増補版」は、海外投資家からの資金調達を視野に入れたガバナンス設計と投資契約実務のアップデートを、グローバル・スタンダードとの異同を踏まえて整理するものであり、スタートアップ企業及びその投資家が現時点における“標準”を知る上で、本提言書と合わせて参照されるべき重要な文書である。
- さらに、投資契約の標準化と並んで重要となるのが、投資契約を英文で作成するという実務の定着である。米国国務省所管の Foreign Service Institute が公表する言語難易度ランキングにおいても、日本語は英語話者にとって習得が最も困難な言語群に分類されている。かかる言語的隔たりに鑑みれば、投資契約が日本語で作成されているという事実それ自体が、グローバル・ベンチャー・キャピタルによる投資検討にとって重大なハードルとなる。各条項の経済的・法的意味、過去ラウンドにおいて形成された権利義務関係、既存株主間の利害調整の構造等を当該投資家が正確に把握するためには、投資契約が英文で作成されていることが、リスク評価を実効的に行うための前提条件となる。

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)

4.2.1 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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Share Subscription Agreement: 当事者（Founder を当事者に含めていない）

Shareholders' Agreement: 当事者（Founder を当事者に含めていない）

〔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、投資家がいれば“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。

- なお、これらの条項に対する問題意識は、本提言書の関係当事者にとどまるものではなく、政策レベルにおいてもより明確な形で共有されるに至っている。経済産業省が2025年9月に公表した「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」の「増補版」は、各論点の冒頭において「方向性」を明示的に提示しており、「株式買取請求権について「設定しない」、表明保証及び株式買取請求権の主体について「経営株主個人を除く」」との方向性を明確に打ち出している。さらに、発行会社の契約違反について「経営株主個人に連帯責任を課す慣行については、「株主有限責任の原則という株式会社制度の基本原則に反するものであって許容するべきではない」と、極めて強い表現で否定されている。スタートアップ企業及びその投資家は、これら問題条項の排除が、業界実務における自主的規律にとどまらず、政策当局からも明確な「方向性」として提示されていることを認識すべきである。

(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)

- 4.2.2 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、**【提言】3.2.2**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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 3.1 (Dividends), Schedule 3.1 (Dividends Preference Scheme), Article 3.2 (Liquidation Preference), Schedule 3.2 (Liquidation Preference Scheme), Article 3.3 (Deemed Liquidation), Schedule 3.3 (Deemed Liquidation Event)

〔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萎縮させ、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（☞44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)

4.2.3 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、【提言】2.4.1乃至【提言】2.4.5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、【提言】2.4.6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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 5.2 (Board: Members)

〔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、【提言】2.4.1乃至【提言】2.4.5記載の役割を果たすことが求められ（☞28頁）、個々の取締役にも卓越した経営力が要求される（☞34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】2.4.6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(☞33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)

4.2.4 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について定める場合、当該条項は、個別株主の利益を専ら保護するためのものではなく、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並びに株主共同の利益の保護に資する統治手段として設計及び運用されなければならない。

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、企業価値の保護のために真に必要な事項に合理的範囲で限定されるべきである。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 5.4 (Reserved Matters), Schedule 5.4 (Reserved Matters)

〔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が、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。**【提言】2.5.2**にも共通するが(☞36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。

- もっとも、拒否権の対象事項を「合理的範囲」に限定するという原則を、実際の投資契約の起案及び運用の場面において適用するためには、その前提として、「そもそも拒否権は何のための規定か」という点について、関係当事者間で共通認識が確立されている必要がある。この点について、本提言は、拒否権の規定が、個別株主の私的利益を専ら保護するためのものではなく、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並びに株主共同の利益の保護に資する統治手段として位置付けられるべきであることを確認している。
- 例えば、スタートアップ X 社が、企業価値の向上が見込まれる戦略的ピボットを検討している状況において、当該ピボットが既存株主 Y 社(例:ベンチャー・キャピタル)の他の投資先と競合する場合に、Y 社が拒否権を行使してこれを阻止することは許されるか、という仮想事例を考える。当該拒否権の行使は、X 社の企業価値向上を阻害し、ひいては株主共同の利益(X 社の Y 社以外の株主の利益を含む)に反する結果をもたらすものであって、拒否権の本来的趣旨から逸脱している。Y 社の他の投資先との競合関係は、Y 社個別の事業上の都合にすぎず、拒否権を以て調整されるべき事項ではないと考えるのが本提言である。
- なお、本論点については、2025年9月に経済産業省が公表した「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」の「増補版」も、米国 NVCA モデル契約を参照しながら、事前承認事項を企業価値保護のために真に必要な範囲に絞り込む方針を示している。これは、本提言と同じ方向性を示すものである。

(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)

4.2.5 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、**【提言】2.3.1** 記載の株主構成の重要性、及び、**【提言】3.2.4** 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べきである。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 7.1 (Pre-emptive Right)

〔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。【提言】3.2.4 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（☞45 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るべきである。

【提言】

（株式の上場に関する条項）

4.2.6 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、【提言】3.2.6 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、【提言】4.2.1 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。

【日本取締役協会 モデル英文契約 参照条項】

Shareholders' Agreement: Article 7.5 (Capital Policy)

〔提言の背景〕

- 投資契約において、「対象会社は、〇年〇月までに、その株式を上場する」「対象会社は、〇年〇月までに、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、【提言】3.2.6 記載のとおり (☞46 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。
- 上記の認識が特に重要となる背景として、我が国の新興市場の機能不全という構造的な問題がある。長年にわたり、TOPIX が堅調な成長を遂げる一方で、グロース 250 指数は低迷を脱しておらず、両者の乖離は顕著なものとなっている (☞4 頁)。このような「成長できない市場」に対して「スタートアップ企業を送り出すことを当然の前提とし、あるいはエグジットの第一の選択肢として位置付けることは、当該企業の持続的成長及び中長期的な企業価値の向上という観点からは合理性を欠くものである。」
- スタートアップ企業のエグジットは、本来、株式上場のみ限定されるものではなく、M&A、戦略的提携、長期にわたる独立した成長等、当該企業の事業特性、成長ステージ、市場環境、創業者及び主要株主の意向等を踏まえた多様な選択肢の中から、企業価値最大化の観点から最適なものが選択されるべきである。グローバル・ベンチャー・エコシステムにおいては、M&A がエグジットの大宗を占めており、株式上場は、そのうちの一部に限定された出口として位置付けられている。投資契約は、こうした多様な選択肢の中から最適なエグジット手段を選択する経営判断の余地を不当に狭めるものであってはならない。

【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
日本共創プラットフォーム (JPiX) 代表取締役会長

副委員長

楠木 建 一橋大学特任教授

委員

郷治 友孝 東京大学エッジキャピタルパートナーズ (UTECH) 共同創業者・代表
取締役社長 CEO/マネージングパートナー

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 代表取締役会長 兼 社長

玉井 克哉 東京大学名誉教授、信州大学経法学部 特任教授

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)

本件に関する問い合わせ先 日本取締役協会 電話 03-5425-2861