

令和3年度産業経済研究委託事業
(スタートアップ企業と出資者との契約の在り方
検討に向けた環境整備のための調査研究事業)
調査報告書

令和4年2月

株式会社日本総合研究所

目次

第1章 業務の概要.....	1
1. 業務の目的と背景	1
2. 業務内容.....	2
3. 業務のスケジュール.....	3
第2章 国内外のスタートアップ企業と出資者との契約状況に関する文献調査.....	4
1. 「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」の概要整理.....	4
2. 「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」における指摘内容について.....	9
3. 買取請求権に関する文献調査.....	11
4. 最恵待遇条件（最恵待遇条項）について	15
5. 米国における契約実務の概要.....	16
6. ベンチャー・ファイナンスの日米比較.....	18
第3章 国内外のスタートアップ企業と出資者との契約状況の調査ーヒアリング調査ー.....	21
1. ヒアリング調査の目的	21
2. ヒアリング調査対象先及びヒアリング項目	22
3. 国内／国外ヒアリング調査結果	27
第4章 我が国における健全なスタートアップ投資契約の在り方に係る検討会.....	54
1. 基礎調査を踏まえた検討会の論点.....	54
2. 検討会における検討項目	54
3. 検討会の構成.....	55
4. 検討会の概要.....	56
第5章 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」及び留意事項の修正	68
1. スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針.....	68
2. 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.....	74
第6章 本業務の示唆.....	75
1. 本業務から得られる示唆.....	75
2. スタートアップと投資家のフェアな関係性の構築とスタートアップ・エコシステムの発展に向けた今後の論点.....	76
参考文献	77

第1章 業務の概要

1. 業務の目的と背景

イノベーション推進による生産性向上や新規雇用の創出を通じた我が国経済の発展において、スタートアップ企業の存在やその成長に資する事業環境の整備は極めて重要である。また、アフターコロナの新しい社会システムを構築していくためのビジネスが、スタートアップ企業を中心に数多く創出されていくことが期待されている。

そうした認識の下、我が国においては、スタートアップ・エコシステムの強化を目的に、J Startup やオープンイノベーション促進税制等をはじめとした各種施策を展開してきたところである。

また、スタートアップ企業が自律的に成長していくためには、研究開発や販路開拓等の成長機会の確保及びそのための資金調達が安定的に行える事業環境が必要である。

近年、我が国のスタートアップ企業への投資額は堅調に推移しているものの、国際的に見ても依然として低水準にとどまっており、スタートアップ企業の成長に資する十分なリスクマネーを引き続き確保していくことが重要である。

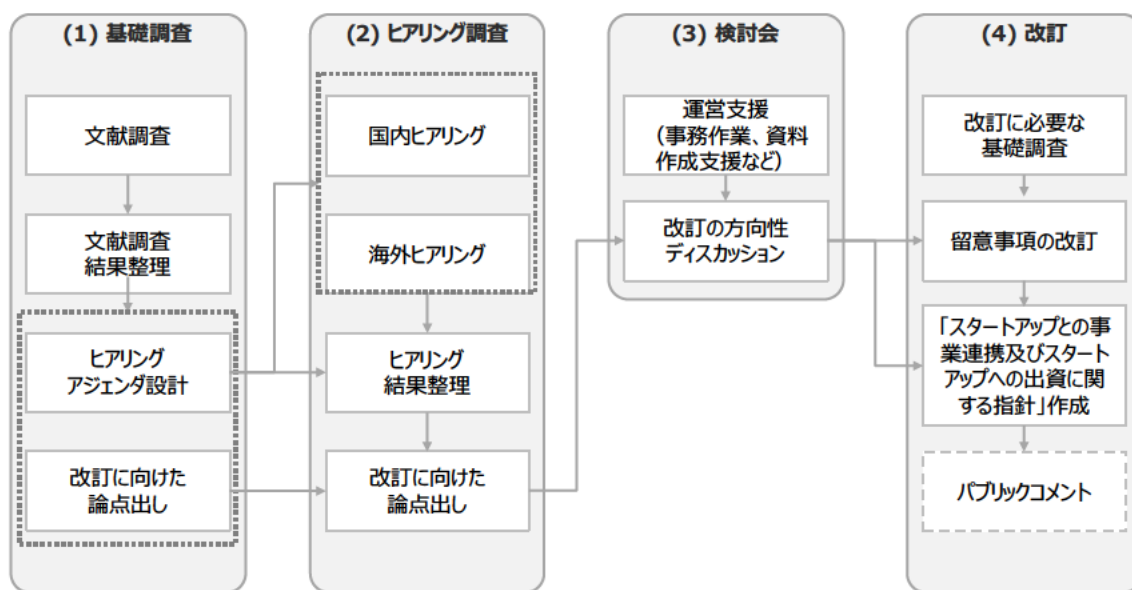
この点、スタートアップ企業への投資環境においては、事業シナジー等を目的とした事業会社や事業会社が運営するコーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）による投資や、ベンチャー・キャピタル（VC）においてもスタートアップ企業の事業ステージに応じた投資活動を行うなど、投資家層や投資目的も多様化している。このような状況に鑑み、経済産業省は平成29年度に「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」を策定し、投資契約等の設計において一定の基準を示し、投資環境の健全な発展に努めてきた。

投資契約等はその内容によって企業活動に支障をきたす可能性や、その後の資金調達が制限される場合もあるため、慎重な対応が必要である一方で、スタートアップ企業と投資家を取り巻く環境は近年成熟しつつあり、要点や留意事項等においてはスタートアップを取り巻くビジネス実態に係る現状やノウハウの蓄積に応じてその内容を確認し、必要に応じ更新していく必要がある。

そのため、本調査事業では、上記の問題意識等を踏まえ、スタートアップ企業が資金調達の際に投資家と取り交わす投資契約等について、国内における直近の実態・課題・ベストプラクティスに加えて、諸外国における事例・慣行を調査するとともに、調査結果に応じて、「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」（以下、留意事項）の改訂と、「スタートアップとの事業連携に関する指針」の作成を行うものとする。これにより、スタートアップ企業と投資家が健全な関係性を構築するためのノウハウとして幅広く共有し、我が国におけるスタートアップ・エコシステムの更なる強化を実現することを目的とする。

2. 業務内容

本業務の業務内容とタスクの流れは図1の通りである。まずスタートアップ企業と出資者との契約の現状整理のため、文献調査を実施した上で、実態把握を目的としたヒアリング調査を実施、課題の整理と検討会における論点出しをおこなった。その上で、有識者による検討会を開催、スタートアップ企業と出資者との契約の在り方について議論を行った上で、討議された内容を踏まえて留意事項の改訂および「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の策定を実施した。



図表1：業務内容とタスクの流れ

①基礎調査

投資家・スタートアップ企業間の投資契約の取り交わしについての実態・取組事例や課題の把握、留意事項の改訂および「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の策定に向けた論点整理のため、関係する書籍、論文、インターネットや経済産業省等の過去の委託調査報告書等の調査・分析を実施した。なお、本業務においては、特に買取請求権と最恵待遇条項に注目しながら、その他討議の必要となりそうな論点整理も見据えながら、幅広く情報の収集・分析を実施した。

②ヒアリング調査（国内／国外）

基礎調査を踏まえ、投資家・スタートアップ企業間の投資契約のあり方について、問題の実態を把握することを目的として、ヒアリング調査を実施した。ヒアリングの対象は、日本国内のみならず欧米を中心とした国外も範囲に含め、スタートアップ企業、VC/CVC等の投資家、法務・知財専門家等有識者を対象とした。

なお、新型コロナウイルス感染拡大の状況を踏まえ、ヒアリングはオンライン手段によって実施した。ヒアリング情報の結果をもとに、実態及び課題整理と、検討会で議論すべき論点について整理した。

③検討会

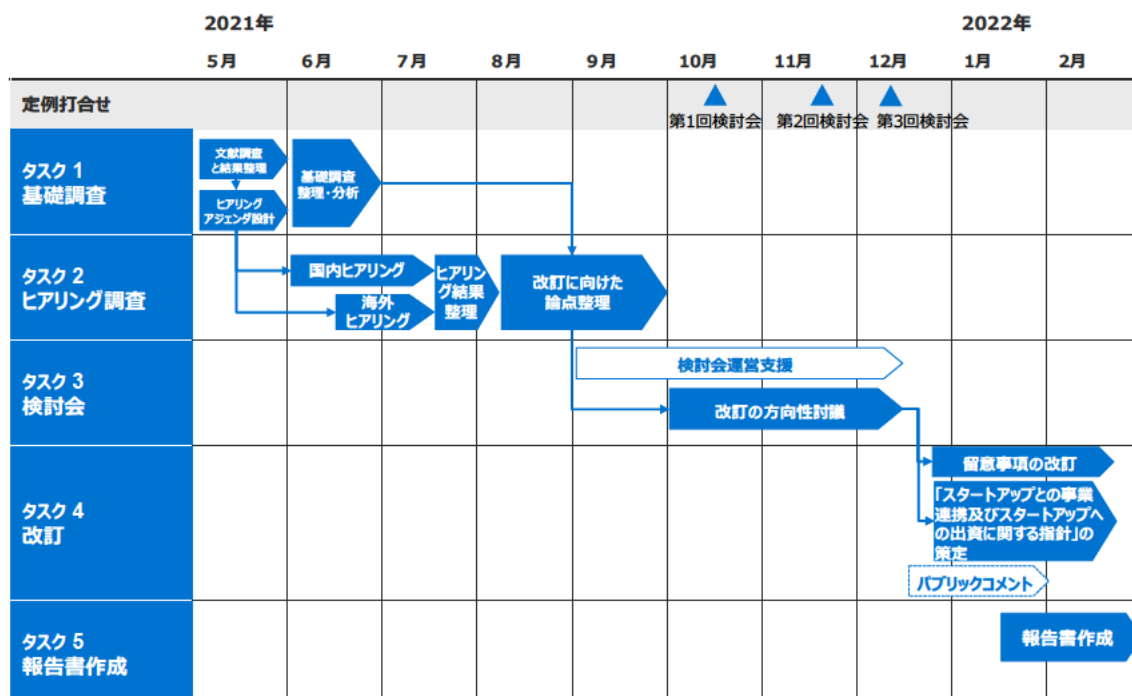
基礎調査とヒアリング調査を通じて整理した留意事項の改訂および「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」策定の方向性について検討すべく、スタートアップ企業、VC/CVC等の投資家、法務・知財専門家等有識者による検討会を3回開催した。

④留意事項の改訂および「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の策定

検討会での議論を踏まえ、留意事項の改訂および「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」案を作成、パブリックコメントを経て、改定の方向性を整理した。

3. 業務のスケジュール

2021年5月～2022年2月の10ヵ月に亘り、基礎調査～報告書作成を実施した。



図表 2：業務工程

第2章 国内外のスタートアップ企業と出資者との契約状況に関する文献調査

本業務は、スタートアップ企業と投資家を取り巻く環境が成熟しつつあるなか、平成29年度に策定した「留意事項」の要点や留意事項等について、スタートアップを取り巻くビジネス実態に係る現状やノウハウの蓄積に応じてその内容を更新する必要があるとの認識から実施するものである。よって、文献調査にあたっては、

1. 「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」の概要整理
2. 「留意事項」における指摘内容について
3. 買取請求権に関する文献調査
4. 最恵待遇条件（最恵待遇条項）について
5. 米国における契約実務の概要
6. ベンチャー・ファイナンスの日米比較

上記の通り、整理・分析おこなう。

1. 「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」の概要整理

公正取引委員会は、令和2年11月に「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」を取りまとめている。当該実態調査報告書は、新規雇用の創出を通じた我が国経済の発展につながるスタートアップの起業について、スタートアップが市場に新規参入しやすくなるような公正かつ自由な競争環境を確保・促進する観点から、幅広い業種を含めたスタートアップの取引慣行の実態を明らかにするため、書面調査（1,447者回答）及びヒアリング調査（144者回答）の実施により取りまとめたものである。当該実態調査報告書は、大きく「スタートアップと連携事業者との取引・契約」「スタートアップと出資者との取引・契約」「スタートアップと競合他社との関係」の3つの視点からまとめられている。以下では、本業務の主要論点となる「スタートアップと出資者との取引・契約」について、当該実態調査報告書で指摘された点について整理する。

(1) スタートアップと出資者との取引・契約

「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」においては、スタートアップと出資者との契約・取引関係における独占禁止法上問題となるおそれがあると整理される、「優先的地位の濫用」、「拘束条件付取引等」、「競争者に対する妨害行為」として問題となるおそれのある行為として以下の9つの行為の実態が明らかにされている。

問題となる恐れのある行為	実態	考え方
優先的地位の濫用	営業秘密の開示	スタートアップが、出資者から、NDA を締結しないまま営業秘密の開示を要請された事例がみられた。 正当な理由がないのに、NDA を締結しないまま営業秘密の無償開示等を要請する場合であって、スタートアップが今後の取引に与える影響等を懸念してそれを受け入れざるを得ない場合、優越的地位の濫用（独占禁止法第2条第9項第5号）のおそれ。
	無償作業	スタートアップが、出資者から、契約において定められていない無償作業を要請された事例がみられた。 正当な理由がないのに、取引の相手方であるスタートアップに対し、契約において定められていない無償作業等を要請する場合であって、スタートアップが、今後の取引に与える影響等を懸念してそれを受け入れざるを得ない場合、優越的地位の濫用のおそれ。
	出資者が第三者に委託した業務の費用負担	スタートアップが、出資者から、出資者が第三者に委託して実施したデュエディリジェンスに係る費用の全ての負担を要請された事例がみられた。 スタートアップに対し、一方的に、出資者が第三者に委託して実施した業務に係る費用の全ての負担を要請する場合であって、スタートアップが今後の取引に与える影響等を懸念してそれを受け入れざるを得ない場合、優越的地位の濫用のおそれ。

	不要な商品・役務の購入	スタートアップが、出資者から、他の出資先を含む出資者が指定する事業者からの不要な商品・役務の購入を要請された事例がみられた。	当該取引に係る商品・役務以外の商品・役務の購入を要請する場合であって、スタートアップが、それが事業遂行上必要としないものであり、又はその購入を希望していないときであったとしても、今後の取引に与える影響等を懸念して要請を受け入れざるを得ない場合、優越的地位の濫用のおそれ。
	株式の買取請求権	知的財産権の無償譲渡等を要請され、その要請に応じない場合には買取請求権を行使すると示唆された。	正当な理由がないのに、知的財産権の無償譲渡等を要請する場合であって、スタートアップが今後の取引に与える影響や買取請求権の行使の可能性等を懸念してそれを受け入れざるを得ない場合、優越的地位の濫用のおそれ。
		スタートアップの事業資金が枯渇しつつある状況において、出資額よりも著しく高額な価額での買取請求が可能な買取請求権の設定を要請された。	一方的に、出資額よりも著しく高額な価額での買取請求が可能な買取請求権の設定を要請する場合であって、スタートアップが今後の取引に与える影響等を懸念してそれを受け入れざるを得ない場合、優越的地位の濫用のおそれ。
		買取請求権の行使条件が満たされていなかったにもかかわらず、出資者から、保有株式の一部について買取請求権を行使された。	正当な理由がないのに、保有株式の一部の買取りを請求する場合であって、スタートアップが今後の取引に与える影響等を懸念してそれを受け入れざるを得ない場合、優越的地位の濫用のおそれ。

		スタートアップの経営株主等の個人に対する買取請求が可能な買取請求権の設定を要請された。	経営株主等の個人に対する買取請求が可能な買取請求権については、出資者からの出資を受けて起業しようとするインセンティブを阻害することとなると考えられるところ、出資契約において買取請求権を定める場合であっても、その請求対象から経営株主等の個人を除くことが、競争政策上望ましい。
拘束条件付取引等	研究開発活動の制限	スタートアップが、出資者により、新たな商品等の研究開発活動を禁止された事例がみられた。	スタートアップの自由な研究開発活動を制限する行為は、拘束条件付取引（一般指定第 12 項）のおそれ。
	取引先の制限	スタートアップが、出資者により、他の事業者との連携を禁止されその他の取引を制限された事例や、他の出資者からの出資を制限された事例がみられた。	スタートアップに対し、例えば合理的な範囲を超えて、他の事業者との取引を禁止することは、それによって市場閉鎖効果が生じるおそれがある場合、排他条件付取引（一般指定第 11 項）又は拘束条件付取引のおそれ。
	最恵待遇条件	スタートアップが、出資者により、最恵待遇条件（出資者の取引条件を他の出資者の取引条件と同等以上に有利にする条件）を設定された事例がみられた。	最恵待遇条件を設定することは、それによって、例えば、出資者の競争者がより有利な条件でスタートアップと取引することが困難となり、競争者の取引へのインセンティブが減少し、出資者と競争者との競争が阻害され、市場閉鎖効果が生じるおそれがある場合、拘束条件付取引のおそれ。

競争者 に対する 妨害 行為	NDA 違反	出資者が、NDA に違反して事業上のアイデア等の営業秘密を自らの他の出資先に漏洩し、当該他の出資先が、スタートアップの商品・役務と競合する商品・役務を販売するようになった事例がみられた。	NDA に違反してスタートアップの営業秘密を自らの他の出資先に漏洩し、競合する商品・役務を販売させることは、それによってスタートアップとその取引先との取引が妨害される場合、競争者に対する取引妨害（一般指定第 14 項）のおそれ。
-------------------------	--------	---	--

図表 3：「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」における
スタートアップと出資者との取引・契約に関する指摘事項

出所：スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書を基に作成

「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」では、優越的地位の該当性および優越的地位の乱用の公正競争阻害性並びに非価格制限行為の公正競争阻害性について、以下のように述べている。

第 1 に、優越的地位の該当性についての判断は、取引依存度、市場における地位、取引先変更の可能性、その他取引することの必要性を示す具体的事実が総合的に考慮されるものの、調査結果からは、

- スタートアップが出資者からの出資による資金調達に頼らざるを得ず且つスタートアップにとって出資者を変更することは困難であること
- スタートアップが出資者から受けた「納得できない行為」の大半は、スタートアップの事業活動に影響を与えるものであったにもかかわらず、その行為の全部又は一部を受け入れている

上記の実態が整理されていることから、「出資者から「納得できない行為」を受けたスタートアップとの取引・契約においては、出資者がスタートアップに対して優越的地位にあると認められる場合が多いのではないかと考えられる」（「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」 pp.66）としている。

第 2 に、優越的地位の濫用の公正競争阻害性については、問題となる不利益の程度、行為の広がり等を考慮して個別の事案ごとに判断されることとなるとしており、スタートアップの成長が J カーブを描く点において通常の企業とは大きく異なるものであるとの認識の中、

- 当該スタートアップの事業が革新的であり、それによって将来的に当該市場が拡大する可能性が認められる場合であって、その不利益の程度が強い場合
- スタートアップと出資者が競争関係にある場合（出資者が将来的に当該市場に参入

することを予定するなど潜在的な競争関係にある場合を含む)であって、その不利益の程度が強い場合

- 出資者が多数のスタートアップに対して組織的に不利益を与える場合

上記の場合には、公正な競争を阻害するおそれがあると認められやすいとしている。

第 3 に、非価格制限行為の公正競争阻害性については、スタートアップが出資者から受けた「納得できない行為」には、優越的地位の濫用として問題となるおそれのある行為のほか、取引先の制限等の非価格制限行為がみられたとしており、非価格制限行為については、

- 当該行為によって市場閉鎖効果が生じる場合等

上記の場合には、公正な競争を阻害するおそれがあると判断されるとしている。なお、市場閉鎖効果についても、スタートアップの総合的な事業能力や市場における競争の状況等を踏まえて個別の事案ごとに判断されることになる、としている。

以上、「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」における整理を踏まえ、本業務では、「留意事項」を、スタートアップを取り巻くビジネス実態に係る現状やノウハウの蓄積に応じて更新するとともに、「スタートアップへの出資に関する指針」の作成（及び「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」との一本化の検討）のため、特に我が国における健全なスタートアップ投資契約の在り方を検討に際してポイントとなる「株式の買取請求権」及び「最恵待遇条件等の公正競争阻害性が認められうる出資条件等」に係る実態について整理をおこなうこととする。

2. 「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」における指 摘内容について

平成 30 年 3 月に策定した「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」の構成は以下の通りである。

目次		記載内容
第 1	ベンチャー投資における投資契約等の意義	昨今におけるベンチャー投資の殆どの事例で締結されている投資契約等について、投資家側、発行会社及び創業株主側の意義について解説
第 2	投資契約等の重要性が高まっている背景	投資契約等の重要性について、①ベンチャー企業の資金調達の重層化②投資ストラクチャーの多様化③投資家層の多様化④ベンチャー企業を対象とした M&A の増加の 4 つの背景を解説
第 3	投資契約の構成	投資契約等の構造・構成・その変遷とポイントについて、①投資契約②株主間契約③財産分配契約を中心に解説

第 4	種類株式と投資契約等の関係	ベンチャー投資において利用される種類株式及び種類株式と投資契約等の関係について解説
第 5	タームシート	タームシートの意義とタームシート記載項目とその留意事項について解説
	その他の解説及び留意事項	実務上見受けられる条項として①最恵待遇条項②投資契約等の見直し③CVC 固有の投資契約等について解説

図表 4：現在の「わ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」の構成

出所：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

「株式の買取請求権」及び「最恵待遇条件等の公正競争阻害性が認められうる出資条件等」について第 5 タームシートの章において記載されている。以下では、「株式の買取請求権」の記載について整理をおこなう。

I.投資契約 22 及び II.株主間契約 9 解説

(2) 買取請求の定めについて

- ・投資家は、投資契約等の実効性を確保するため、契約違反が生じた際の取り扱いとして、損害賠償請求の定めを置くが、投資家は自己に生じた損害額を算定し立証することが困難であることが多い。そこで、買取請求として、投資家が取得した株式の資産価値に相当する金銭を請求する権利を確保することにより、契約違反時の請求額の算定を行いやすくすることができる。また、重大な契約違反が発生した際には、投資家と発行会社間の信頼関係が損なわれ、投資家は株主であり続けることが困難となることが多い。そこで、発行会社と投資家の関係解消を図るために買取を請求する権利を定めているものである。
- ・我が国では、会社法 461 条に基づく財源規制があり、発行会社に十分な剰余金が存在していなければ自己株式を取得することができない。このため、投資家が発行会社に対して買取請求をしたとしても、財源規制が適用され、発行会社が投資家の保有する株式を取得することができない場合がある。そこで、買取請求の対象に創業株主を含めることがある。
- ・買取請求の対象として、例示では発行会社及び創業株主を定めているが、発行会社及び創業株主が指名した第三者を含める旨を定めることもある。第三者を含めることにより、現実的に資力がある者による買取りが実現され、かつ、発行会社及び創業株主に友好的な者を株主として迎え入れることができるためである。

出所：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

「留意事項」においては、発行会社に対する買取請求権について、重大な契約違反、表明保証違反の際の損害賠償請求と並ぶ手段として規定されている。また、創業株主に対する買取請求権については、経営者の暴走や詐欺的な行為への牽制機能といった視点や、財源規制等、発行会社が投資家の保有する株式を取得することができない場合において買取請求の対象に創業株主を含める場合があるとの解説がある。

3. 買取請求権に関する文献調査

(1) 投資契約の果たす役割

藤野（2011）¹は、スタートアップと投資家の投資契約が果たす役割について、法と経済額の視点から整理している。藤野は、企業は、物的資本の拠出者（株主ら）と人的資本の拠出者（経営者・従業員）の双方向のエージェンシー問題として捉えられ、投資契約の果たす役割について、自らの不安を軽減して資本を拠出する前提条件を整え、相手方の不安を軽減しさらにインセンティブを与えて、相手方が資本を提供しやすい環境を整備し、双方向のエージェンシー問題を緩和すること（双方が資本を拠出しやすい環境を契約によって整えること）が、自らの利益のために必要としている。

	抱える不安	インセンティブ	支配の分配 ＝不安を軽減する	果実の分配＝資本 供給への動機付け
VC （物的 資本の 拠出者）	人的資本の能力不足 や私的浪費、起業家 退出に対する不安。	・より多くの人的資本を 拠出してほしい。 ・資金の使途を監視監 督する権利、拠出した 資金を取り戻す権利を 留保したい。	争点は以下の点など 1. 議決権の分配 2. 取締役の分配 3. 拒否権の分配 4. 情報開示請求権 5. 退出権	争点は以下の点など 1. 事業継続中の金 銭の分配（配当、 報酬） 2. 事業清算時の残 余財産の分配 3. 退出時の投下資 本回収
SU （人的 資本の 拠出者）	人的資本は企業特殊 的投資であり、物的資 本の拠出者から解雇さ れると、投下した人的 資本への投資が無駄に なる。	・より多くの物的資本を 拠出してほしい。 ・資金の運用の仕方 に関してオートミーを欲 する。		
契約の 果たす 役割	自らの不安を軽減して、資本を拠出する前提条件を整え、相手方の不安を軽減して、あるいは、さらにインセンティブを与えて、相手方が資本を提供しやすい環境を整備して双方向のエージェンシー問題を緩和することが、自らの利益のために必要となる。			

図表 5：VC と SU におけるエージェンシー問題

出所：藤野（2011）、宍戸善一（2006）²、宍戸善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム（VLF）編（2010）³を基に作成

¹ 藤野洋（2011）「日米のベンチャー・キャピタル投資の「法と経済学(law & economics)」的側面からの考察」（2022年2月24日閲覧、<https://www.shokosoken.or.jp/chousa/youshi/22nen/22-6.pdf>）

² 宍戸善一（2006）『動機付けの仕組としての企業：インセンティブ・システムの法制度論』有斐閣

³ 宍戸善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム（VLF）編（2010）『ベンチャー企業の法務・財務戦略』商事法務

(2) 我が国における株式の買取請求権の実態

上述の投資契約の役割を踏まえ、以下では我が国における株式の買取請求権の実態について文献調査から整理をおこなう。

① 株式の買取請求権が認識されている背景

我が国において、株式の買取請求権が広く認識されている背景について、宍戸（2020）⁴は我が国におけるベンチャー・ファイナンスが、メインバンク制度の影響を強く受けていた点を指摘している。リスクマネーの調達のかなりの部分を銀行借入に依存し、エクイティファイナンスの大部分を銀行子会社ないし金融機関系ベンチャー・キャピタルが担っていたとしている。

また、宍戸（2020）は、我が国においては普通株式ベースの投資契約が多かったため、ベンチャー・キャピタルは株主間契約における事前承諾事項と創業者の株式買取義務の取り付けによって実質的な拒否権を有していたという点も、株式の買取請求権が認識されている背景として指摘している。なお、我が国において種類株式の実効性確保機能が十分に利用されていない理由として、日本におけるスタートアップ投資契約実務では長い間株式の買取請求権による実効性確保に依存していたことによる経路依存性（株式の買取請求権という条項の使い勝手の良さ）が存在していたことを指摘している。創業者はベンチャー・キャピタルが優先株式による経営コントロール権ないしエグジット・コントロール権を持つシリコンバレー流の実務を望んでおらず、ベンチャー・キャピタルもそれを強く主張しないという長年の慣行に基づいてこのような契約実務に反映されているとしている。

② 株式の買取請求権の意義付け

我が国の株式引受契約（投資契約）における株式の買取請求権を規定することの意義について宍戸（2020）は、「株式引受契約（投資契約）に係る表明保証違反や義務違反のサンクションである補償義務の損害立証が困難であり実効性に欠けるため、契約全体の実効性を確保するという観点からは合理的な範囲でニーズがあると考えられること」「日本では、株式買取請求権が既に普及している中で、経営株主が頑なに拒絶すると、トリガーとなる義務違反を生じさせるタイプの経営者であることのシグナルになりかねないこと」「スタートアップ企業としても、外部投資家の資本を利用する以上は一定の重大なサンクションとしての株式買取請求権の行使を甘受すべき場合があると考えられること」「一般に株式引受契約（投資契約）では株式買取請求権が規定されていることが多いこと」「仮にこれを規定しなくても、投資家側のレビューにおいて挿入される可能性が高いと思われること」の5つを指摘している。

また、株主間契約においては、創業者又は対象会社に対して株主間契約を遵守させるプレッ

⁴ 宍戸 善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム（VLF）編（2020）「スタートアップ投資契約——モデル契約と解説」商事法務

シャーをかけることができ、また、投資後の創業者又は対象会社との間の交渉において優位に立てるため、事実上の効果を目的としてこのような規定がなされるとしている。投資家側からみた場合でも、創業者又は対象会社に株式引受契約（投資契約）上の表明保証違反があった場合の救済手段としての株式買取請求権が主たる関心事項である場合が多いものと思われ、株式引受契約（投資契約）における株式買取請求権と比較した場合、株主間契約における株式買取請求権の重要性は低いように思われる、としている。

③ 株式の買取請求権の請求対象

「留意事項」において、「経営者の暴走や詐欺的な行為への牽制」や「発行会社が投資家の保有する株式を取得することができない場合」に買取請求の対象に創業株主を含める場合があると記述されている通り、株式の買取請求権の請求対象とし発行会社とともに創業株主が規定されている。また、磯崎（2014）⁵のシード・ラウンドの投資契約の雛形や、宍戸（2020）のモデル契約においても、発行会社および経営株主が請求対象として記載されている。

田中ら（2021）⁶は、スタートアップの特徴として、創業者等の経営者兼株主が契約の当事者となるケースが多いことを指摘しているが、これは株式引受契約における会社の表明保証又は義務違反の場合に、投資家が経営株主に対しても責任を追及することを可能にするためである、としている。

宍戸（2020）は、株式の買取請求権に創業株主が規定されていること、特に金融機関系ベンチャー・キャピタルの投資契約を中心に、一定期間内に IPO が行われなかった場合の創業者による株式買取義務が規定されていた件について、日本の銀行が中小企業融資を行う場合に代表者の個人保証をとる実務のミラーイメージであると指摘している。

なお、日本の銀行が中小企業融資を行う場合に代表者の個人保証をとる実務については、平成 25 年「中小企業における個人保証等の在り方研究会報告書」において、法人個人の一体性、企業の信用力補完の必要性、情報の非対称性に伴う債権保全の必要性といった視点から、経営者の規律付けによるガバナンスの強化の為の有用なツールとして機能するという中小企業における個人保証の活用実態を踏まえつつも、安易な個人保証契約締結への依存による、中小企業の健全な事業経営の意欲や、金融機関による健全な取引慣行（事業内容や経営状況等に対する目利きを重視した融資）の構築を阻害している状況が指摘された。そして、中小企業金融実務の円滑化に資する具体的な政策的出口として中小企業側の「企業と経営者等との関係の明確な区分・分離」や「財務基盤の強化による企業の信用力の補完の必要性の解消」「財務情報等の正確な把握と適時開示による経営の透明性確保」を前提に中小企業等に対する個人保証に依存しない融資の促進を図るべきとの答申が出され、その後平成 25 年 12 月の「「経営者保証に関するガイドライン」制定された。

⁵ 磯崎哲也（2014）「起業のエクイティ・ファイナンス」ダイヤモンド社

⁶ 田中亘（2021）「会社・株主間契約の理論と実務」有斐閣

④ 買取請求権の発動事由

「留意事項」では、発行会社に対する買取請求権について、重大な契約違反、表明保証違反の際の損害賠償請求と並ぶ手段として規定されている。

藤野（2011）は、我が国における株式の買取請求権について、日本では米国にはない特徴として契約条項に違反した場合に適用される株式買戻条項が用いられることが多く、この株式買戻条項は、株式公開の努力義務違反や、投資後一定期間内に IPO が達成されない場合にも適用される場合があると指摘している。そして、このような買戻条項発効については起業家にとって過酷であるとの批判もあるものの、日本で買戻条項が用いられる理由は、ベンチャー・キャピタルが普通株式で投資することが多く、経営者の選解任権を持たない場合が多いので、その代償として位置づけられているためと考えられる、と指摘している。

磯崎（2014）は、シード・ラウンド時の投資契約雛形を示しているが、当該雛形では、買取請求権の発動事由について、重大な表明保証違反、故意または重大な過失による契約違反が治癒期間を経過しても是正されないとき、IPO 適格における上場拒否、合理的な買収提案の拒否などを規定している。

また、宍戸（2020）は、スタートアップ投資契約のモデル契約において、買取請求権の発動事由について、対象会社又は経営株主による重大な義務違反且つ治癒期間 30 日経過した場合、対象会社又は経営株主の表明保証の重大な違反の場合と規定している。

⑤ 買取請求権の代替手段

株式の買取請求権の請求対象が発行会社とともに創業株主が規定されている点については前述の通りであるが、買取請求権を会社のみを設定した場合に、実効性を担保する代替手段があるかという点について、宍戸（2020）は、減資による分配可能利益の増加を主張している。宍戸は、買取請求権の代替手段について、対象会社に減資をさせることにより分配可能額を増加させた上で対象会社を買取りを求めるとともに、その実効性確保のために、株主間契約において議決権行使の合意を定めることで、減資及び特定の株主からの自己株式取得のために必要な株主総会の特別決議の成立を担保することも考えられる、としている。また、このような議決権行使は、経営株主が議決権拘束を拒否した場合に損害賠償請求を超えて法的に履行を強制することも可能と解される、としている。

また、宍戸（2020）は、買取請求権の代替手段としての拒否権付種類株式の可能性について主張している。普通株式を前提にした従来の株主間契約（事前承諾事項）の場合、支配株主が株主間契約に違反して株主総会ないし取締役会での決議を行ったとしても、その決議の効力を覆すことは困難であった。一方、優先株式による実務が普及した現状において、種類株式の内容として拒否権を規定した場合、拒否権の対象とした事項については、必要とされる種類株主総会の決議がなければ、会社との関係において当該事項の効力は生じない（会社法 323 条）ため、実効性のある拒否権を優先株式に持たせることが可能であると指摘している。しかし、実態として拒否権付種類株式の利用は限定的であるとしており、その理由

として、ベンチャー・キャピタルに拒否権を握られていることが登記によって公示される点、実務上、種類株主総会の手続きが煩瑣である点、長年の慣行上、買取義務条項による実行性確保に依存してきた点を指摘している。

4. 最恵待遇条件（最恵待遇条項）について

最恵待遇条件（最恵待遇条項）とは、投資家が締結した契約条件よりもさらに有利な契約条件を後続の投資家が発行会社と合意した際は、先の投資家に対し、当該有利な条件が与えられるものとする定めをいう。

田中ら（2021）は、最恵待遇条項の目的を、一部の投資家が抜け駆け的に有利な条件を投資契約に盛り込むことを防止することにある、としている。そして、最恵待遇条項の種類として、（１）有利な条項が自動的に既存の投資家にも適用される旨の条項、（２）有利な条項が規定された場合には、会社または経営株主は既存の投資家に対する通知義務を負い、通知を受けた投資家は任意の判断で当該条項を自らにも適用できるように請求できる旨の条項、（３）有利な条項が規定された場合には、会社または経営株主は既存の投資家に対する通知義務を負うものの、会社または経営株主と既存の投資家の間で合意した場合に初めて当該条項が当該投資家にも適用されることとなる旨の条項、の３つがあり、（３）は明確だが、（１）と（２）は実務上問題なく処理されるのかについて必ずしも深く検討されていないと指摘している。また、投資家としては、会社および経営株主も通知義務を負うと明記することが望ましいこと、最恵待遇条項は有利不利の判断が難しく、投資家の属性によっては他の投資家に適用されると適切でない場合もあるため、自動的に修正される条項の場合は法律関係を複雑化させる可能性がある、としている。また、抜け駆けが可能な条項は、「会社から事業に関する情報の提供を受ける権利を定める条項」「一定の場合に経営株主が契約の相手方たる投資家から株式を買い取る義務を負うとする条項」「経営株主が株式を売却する場合に契約の相手方たる投資家の有する株式も共に売却すべきことを定める条項（タグ・アロング条項）」であるとし、M&A 対価の株主間の分配方法やドラッグ・アロング条項などは、抜け駆け的行動は想定できない、としている。そして、「抜け駆け防止」という観点からは、上記（１）、（２）タイプの最恵待遇条項を定め、有利な条項の締結を他の株主に通知する義務の違反についてサンクションを課し、通知義務の履行を促すという仕組みが現実的であると指摘している。

小川・竹内（2019）⁷は、最恵待遇条項について、「リード投資家以外の投資家との間でより有利な約定をすると、その約定の内容が、当然に（自動的に）リード投資家との間にも適用される」という建付けがあるが、何が「有利な約定」であるかは立場によって異なるため一義的に判別できない場合も多いこと、そのため上記の建付けを採用した場合には、会社においても最恵待遇を受けるという投資家においても、自らは現在どのような権利を有しており義務を負っているのかが分からない（契約管理がきわめて難しくなってしまう）という

⁷ 小川周哉・竹内信記（2019）「スタートアップ投資ガイドブック」日経 BP

デメリットがあるとしている。そして、最恵待遇条項を設ける場合、対象となり得る合意内容が生じた場合には、投資家がそれを通知することにより権利があたえられるなど、最恵待遇条項の適用関係を明確にするためのプロセスを設けるようにすることが望ましい、としている。

また、宍戸（2020）は、少額の投資を行わない投資家に対して最恵待遇条項を認めた場合、その後の資金調達ラウンドにおいて、多額の投資を行おうとする投資家が、当該最恵待遇条項が存在することを理由として投資を控える可能性があり、また、いかなる条件が投資家にとって「有利」であるか、一義的に判断できない場合も多いために、投資家がいかなる権利を有しているかが不明確となってしまう可能性がある点も考慮の上、慎重に検討する必要がある、と指摘している。

また、本柳（2017）⁸は、ファンド契約に関連して、ファンド運営者と投資家との間でサイドレターを締結することがあり、サイドレター自体は投資家全体に直接的な法的拘束力を持つものではないものの、これに基づいてファンド運営者が投資家に対して義務を負担することを通じてファンド運営者の権限が制限されるという効果を持つため、結果としてファンド全体に影響を及ぼすことになる、と指摘している。そのため、他の投資家によって締結されたサイドレターの開示や、他のサイドレターに定められた権利を自らにも適用できるとする権利（最恵待遇条項）を求めることが望ましい、と指摘している。

5. 米国における契約実務の概要

ここまで我が国における投資契約の概要を、株式の買取請求権及び最恵待遇条件（最恵待遇条項）について整理をした。以下では、スタートアップ・エコシステムが、日本と比較して機能しているとされている米国について、株式の買取請求権及び最恵待遇条項等の契約実務を整理する。

(1) 全米ベンチャー・キャピタル協会（NVCA）が公表するモデル契約

米国のスタートアップ投資契約では、全米ベンチャー・キャピタル協会（NVCA: National Venture Capital Association）が公表するモデル契約が、広く使用されている。なお、シリコンバレーにおいては、伝統的な各法律事務所が自分の契約書のモデルを持っており、シリコンバレー・モデルという一般的なモデル契約は存在しない（宍戸 2020:293）ため、シリコンバレーにおいては、起業家有利の条件が用いられることも多いものの、マーケット・スタンダードが形成されているためバランスの取れた契約が一般的となっている。NVCA の定めるモデル契約は以下のような構造となっている。

⁸ 本柳祐介（2017）「多様化するファンドへの投資の契約、交渉、デューディリジェンス」（2022年2月19日閲覧、<https://webronza.asahi.com/judiciary/articles/2717010500001.html>）

分類	名称	内容
タームシート	Term Sheet (Updated August 2020)	
定款	Certificate Of Incorporation (Updated September 2020)	優先株式の特徴的な権利内容が記載される。 (配当、清算、みなし清算条項、議決権、その他)
出資契約	Stock Purchase Agreement (Updated September 2020)	株式を投資家に発行するための基本的な条項 (株数、一株当たりの価格、表明保証等)のみ が規定される。
株主間契約	Investors' Rights Agreement (投資家の権利に関する契約) (Updated September 2020)	投資家の会社に対する権利を規定する。 登録請求権 (registration rights)、情報受 領権 (information and inspection rights)、優先引受権 (pre-emptive rights)等
株主間契約	Right of First Refusal and Co-Sale Agreement (先買権および共同売却権に関する契約) (Updated September 2020)	投資家の創業者に対する権利を規定する。 先買権 (rights of first refusal) 及び売却 参加権 (co-sale rights/tag-along rights) 等
株主間契約	Voting Agreement (議決権行使に関する契約) (Updated July 2020)	投資家の他の株主に対する権利を規定する。 取締役の選任権や一斉売却請求権 (drag- along rights) 等

図表 6 : NVCA モデル契約の構成

出所：NVCA モデル、宍戸（2020）、喜多野(2018)⁹を基に作成

(2) 米国における株式の買取請求権

NVCA の投資契約モデルにおいて、買取請求権は償還請求権 (Redemption Rights) と呼ばれており、オプションとして記載されている。ただし、その行使条件はベンチャー・キャピタルのファンド償還期限のみであり、当該条項が記載される場合はごく少数 (10%以下程度) である。また、記載されても行使されるケースはほとんど存在しない (Aumni 2020)¹⁰。

宍戸（2020）は、米国における株式の買取請求権について、①米国の原則では、契約違反に対する救済手段は原則として違反者に対する補償請求によること、②当事者に意図的な契約違反があるような場合には、契約上に特段の規定がなくとも当該契約について取り消し・無効を主張して代金の返還を求めることが出来、これが事実上の株式買取請求権として機能している、と指摘している。

これらの点を踏まえると、米国における株式の買取請求権は、詐欺的行為へのサンクションという性格よりも、経営者が成長への努力を怠っている際の Exit 手段の確保に近いと考えられる。

⁹ 喜多野 恭夫「アメリカのベンチャー投資契約の特徴およびタームシートの機能」(BUSINESS LAWYERS HP, 2018 年 07 月 23 日)(最終閲覧 2021 年 5 月 12 日, <https://www.businesslawyers.jp/practices/875>)

¹⁰ Aumni(2020), "NVCA&AUMNI, ENHANCED MODEL TERM SHEET, 2020"(最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日, <https://www.aumni.fund/resources/enhanced-model-term-sheet>)

(3) 米国における最恵待遇条項

NVCA が公表するモデル契約では、ステージ内およびステージ跨ぎ、双方ともに最恵待遇条項は設定されていない。

6. ベンチャー・ファイナンスの日米比較

我が国におけるベンチャー・ファイナンスが、メインバンク制度の影響を強く受けていた歴史的経緯から、詐欺的行為へのサンクションという性格の投資契約設定に繋がり、スタートアップ企業のガバナンスを確保していた点は前述の通りである。藤野（2011）は、シリコンバレーにおけるベンチャー・キャピタル投資の分析を通じて、スタートアップのガバナンス確保の日米の違いを整理している。藤野は、投資契約に織り込まれる項目は、スタートアップ、投資家間の双方向のエージェンシー問題、両者間における果実の分配および支配の分配をめぐる問題であるとしている。

(1) 双方向のエージェンシー問題

「双方向のエージェンシー問題」は、資金の運用の仕方に関してオートノミーを欲する起業家グループと、モニタリングの権限を求める投資家側の利害対立のことである。シリコンバレーでは、双方に IPO という共通の目標があるために、ベンチャー・キャピタリストが、経営の専門家として取締役会等に参加し、起業家グループもベンチャー・キャピタリストの経営参加・モニタリング権限の強化を受け入れることが多い。

(2) 両者間における果実の分配をめぐる問題

果実の分配をめぐる問題は、配当、報酬といった金銭の分配、事業清算時の残余財産の分配、および Exit 時の投下資本回収が主たる争点となる。利益は IPO までは再投資にまわすことが暗黙の前提であるため、事業継続中に金銭の分配が株主に優先的に配当されることが想定されていない。また、事業清算時の残余財産の分配に関してはベンチャー・キャピタルに優先権があり、清算所得に残余があった場合のみ、普通株主に分配されられている。つまり、スウェット・エクイティやストック・オプションという形で起業家グループに持分を与える反面、事業が成功しなければ、起業家グループは分配されないことを明確にしている。

また、退出時の投下資本の回収について、ベンチャー・キャピタルは優先株主として償還請求権を確保することが多いが、これはリビング・デッド化を防ぐ手段であり、起業家側に対する牽制の手段にもなっている。加えて、ベンチャー・キャピタルは、人的資本の拠出者の持分確定前の株式の譲渡を禁じ、IPO 前の譲渡にもベンチャー・キャピタルへの先買権（Right of First Refusal）を設定することによって、起業家の株式売却による退出に歯止めをかけることが多い。さらに、創業者が持分を売却する場合には、ベンチャー・キャピタルの優先株式も一緒に売却しなくてはならない共同売却契約（co-sale agreement）を結ぶこともあるとしている。

(3) 両者間における支配の分配をめぐる問題

支配の分配をめぐる問題については、議決権、取締役選任権、取締役会決議事項に関する拒否権、情報開示請求権、退出権であるとしている。

議決権について、株主総会決議事項は資本多数決が原則であるが、ベンチャー・キャピタルの議決権の量を予め定められた経営指標等に関連づける契約が行われることもある。

取締役選任権については、資本多数決の原則が契約によって大きく修正されており、普通株主と優先株主が、それぞれ一定の数の取締役を選任できるクラス・ボートイングによって、取締役のポストは議決権とは無関係に、創業者グループとベンチャー・キャピタルに分配されるとしている。また、IPO に至るまでに、複数回の増資が行われるが、ベンチャー・キャピタルも複数が参入して、シンジケートを形成する過程で各ラウンドの出資者を代表する、少なくとも 1 人の取締役が取締役会に参加するのが一般的である。また、起業家が取締役会の過半数の議決権を与えておくものの、経営状態が予め定めておいた基準に達しなかった場合は、ベンチャー・キャピタルが過半数を取得するという契約も行われることもある。

取締役会決議事項に関する拒否権については、ベンチャー・キャピタルは起業家の暴走を防ぐために、自己株式の取得、新株発行、重要な財産の譲渡や合併などの組織再編、および優先株主の権利の変更といった重要事項の変更に関して拒否権を設定することが多い。

情報開示請求権については、ベンチャー・キャピタルが取締役会に出席するまたは起業家と綿密に連絡をとりながら情報の収集を行うほか、決算資料や予算などに関する情報開示請求権が別途契約で定められる。

なお、米国では、ベンチャー・キャピタルが、モニタリングを行うために種類株式等を用いて取締役の選任に関する権限を持ち、取締役を派遣することが少なくないが、日本ではベンチャー・キャピタルの従業員が投資先の取締役の就任するケースはそれほど多くなく、代替手段として投資契約にオブザーバー条項を規定し、ベンチャー・キャピタルが取締役会にオブザーバーを参加させる権限を持つことが多いと指摘している。このオブザーバー指名権活用の背景について藤野は、そもそもベンチャー・キャピタルに取締役を派遣するキャパシティが不足していること、ベンチャー・キャピタルが社内の人事政策の維持を重視すると言う観点から従業員を投資先の取締役とすることに心理的抵抗を感じることに、取締役として派遣した従業員が LP から株主代表訴訟を提起されることと会社法 429 条に規定される取締役の対第三者責任を問われることに対する懸念、派遣した従業員に対する使用者責任（民法 715 条）をベンチャー・キャピタルが負うことに対する懸念、といった点を指摘する。また、米国ではしばしば見られる pay to play 条項（pay to play provision）や株式公開請求権は日本の投資契約ではほとんど用いられることはないとしている。

最後に退出権であるが、スタートアップと投資家との間の契約においては、償還権（redemption right）が名目的に規定される場合がある。しかし実務上は、ベンチャー・キャピタルによる資本の引き上げや追加出資の取りやめの可能性といった段階的投資のプロセスを通じて起業家に対するモニタリングがより重視されているとしている。

(4) ベンチャー・キャピタルによる積極的な経営関与がスタートアップに与える影響

米国における研究論文では、ベンチャー・キャピタルによるスタートアップ企業への積極的な経営関与が、スタートアップの成長にプラスの影響を与えると考えるとする研究が複数存在する。

Gompers ら (2009) ¹¹は、ベンチャー・キャピタルの専門性の高さと企業の成功との間に強い正の関係があることを主張しているほか、Tian (2012) ¹²は、ベンチャー・キャピタルの共同出資は投資先企業のイノベーションを促進し、新規株式公開後の営業成績を向上させること、新規株式公開 (IPO) のアンダープライシングの可能性が低く、IPO 市場で高い評価を受けているとしている。また、Ewens and Marx (2018) ¹³は、ベンチャー・キャピタルによる創業者のキックアウトについて、ベンチャー・キャピタルによる創業者のキックアウト (交代させること) は、投資先企業のパフォーマンスを向上させると主張している。

¹¹ Paul Gompers, Anna Kovner, Josh Lerner (2009), "Specialization and Success: Evidence from Venture Capital" (最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1530-9134.2009.00230.x>)

¹² Xuan Tian (2012), "The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms" (最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日, <https://academic.oup.com/rof/article-abstract/16/1/245/1593316?redirectedFrom=fulltext>)

¹³ Michael Ewens, Matt Marx (2018), "Founder Replacement and Startup Performance" (最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日, <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/31/4/1532/4604800>)

第 3 章 国内外のスタートアップ企業と出資者との契約状況の調査—ヒアリング調査—

我が国におけるベンチャー投資環境は、過去のメインバンク制度の影響を強く受けていたことを背景として、長年の慣行に基づく取引契約実務の経路依存性が存在していた。また、投資契約に係る補償義務の損害立証が困難であり実効性に欠けるという問題もあり、契約全体の実効性を確保するという観点からも表明保証違反や義務違反のサンクションとして株式の買取請求権などの条項が使われていた。

これらの状況を踏まえ、政府としても、スタートアップが市場に新規参入しやすくなるような公正かつ自由な競争環境を確保・促進する観点から「留意事項」を策定するなど、スタートアップと投資家との間のフェアな関係性の構築による我が国のスタートアップ・エコシステムの発展に向けた政策展開を行ってきた。近年ではスタートアップ企業と投資家を取り巻く環境が成熟しつつあると認識されているものの、公正取引委員会のまとめた「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」では、スタートアップと出資者との取引・契約に関する指摘事項として、株式の買取請求権をはじめとした優越的地位の濫用の事例や、最恵待遇条件などの拘束条件付取引等の事例が指摘されている。

一方、米国においては、ベンチャー・キャピタルがスタートアップ企業に対して積極的に経営関与していくことで、スタートアップの成長にプラスの影響を与えていることなどが整理された。

以上の文献調査を踏まえ、我が国におけるスタートアップと投資家との間のフェアな関係性の構築、より実態に沿った投資契約普及に向けた論点整理に必要な実態調査のため、スタートアップ企業の資金調達に係る直近の実態・課題や、米国を主とした海外の事例・慣行の実態の把握を目的として実施した国内外ヒアリング調査を実施した。

1. ヒアリング調査の目的

ヒアリング調査では、国内におけるスタートアップと投資家の間で締結される投資契約の実態の把握及びスタートアップ・エコシステムが、日本と比較して機能しているとされている米国をベンチマークとした場合の「あるべき姿」の把握を目的とし、国内においては、日本国内におけるスタートアップ投資契約の実態の把握および変更を行う際の課題の2点を、海外においてはシリコンバレーなどのスタートアップおよび投資家の各視点から、スタートアップ・エコシステムにおける投資契約のあるべき姿の把握を主なポイントとしてヒアリング調査を実施した。

対象		主要な目的
国内	有識者	- スタートアップ/投資家に中立な立場からの日本のスタートアップ契約の課題・改善点の把握 - 投資契約に係る留意事項の改訂を行おうとした際の国内法体系・税/会計制度の中での実現可能性の把握
	スタートアップ	国内における実態の把握（調査対象の各条項の不利益の実態、および、現状におけるベストプラクティス）
	投資家	国内における実態の把握（投資家側から見た調査対象の各条項の意義）
海外	スタートアップ	理想的なスタートアップ・エコシステムにおける投資契約のあるべき姿の把握（スタートアップ側の視点から）
	投資家	理想的なスタートアップ・エコシステムにおける投資契約のあるべき姿の把握（投資家側の視点から）

図表 7：ヒアリングの主要な目的

2. ヒアリング調査対象先及びヒアリング項目

(1) 国内ヒアリング対象先

国内ヒアリング調査は、スタートアップ投資契約に精通する有識者（弁護士・大学教員）4 者、スタートアップ 24 者、投資家のうちベンチャー・キャピタル（以下、VC）・コーポレートベンチャーキャピタル（以下、CVC）4 者を対象として実施した。なお、調査においては、投資実務の実態を把握することを意識した。また、我が国におけるスタートアップと投資家との間のフェアな関係性の構築という趣旨を踏まえ、実態把握に際しては、主にスタートアップへの比重を高くし、ヒアリング調査を実施した。

また、注目したスタートアップの選定基準であるが、業種・投資家の幅広く選定し、且つ地方拠点、研究者による創業、事業会社のみから投資を受けている等、スタートアップ・エコシステムの周縁に位置するようなスタートアップについても抽出した。今回ヒアリング調査を実施したスタートアップの業種別実施件数は IT 系が 9 社、ヘルスケア系が 5 社、ハードウェア系が 6 社、その他が 4 社であった。ソフトウェア企業が最も多い割合を占めているものの、ヘルスケアやハードウェア企業等の研究開発型の企業についてもヒアリング調査を実施した。

属性	IT 系	ヘルスケア	ハードウェア	その他
件数	9	5	6	4

図表 8：ヒアリング先のスタートアップの事業領域

また、当該スタートアップの調達先であるリード投資家であるが、独立系 VC : 11 者、金融系 VC/政府系 VC : 6 者、事業会社/CVC : 3 者、大学系 VC : 1 者であった。なお、ヒアリングを実施したスタートアップのうち、2 社については VC による資金調達は未実施であった。なお、政府系 VC と大学系 VC による共同リード投資家が 1 者存在したが、これは金融系 VC/政府系 VC に分類をしている。リード投資家の割合は、独立系 VC が最も多い割合を占めているものの、金融系/政府系 VC や CVC 等幅広い属性に分布していた。

属性	独立系 VC	金融系 VC/ 政府系 VC	事業会社/ CVC 等	大学系 VC	なし/シリーズ A 未実施
件数	11	6	3	1	2

図表 9 : ヒアリング先のスタートアップのリード投資家別件数

(2) 国内ヒアリング項目

国内ヒアリング調査におけるヒアリング項目は以下の通りである。ヒアリング調査項目は、大きく「株式の買取請求権に関する項目」「最恵待遇条項の実態把握」「スタートアップと投資家との間のフェアな関係性の構築に関する項目」の 3 点であり、それぞれの項目について、スタートアップ投資契約に精通する有識者、スタートアップ、投資家の視点から投資実務の実態についてヒアリングを行った。

論点		ヒアリング先	ヒアリング項目
買取請求権の意義		有識者	● 買取請求権そのものの是非
		スタートアップ	● 投資契約締結時における株式の買取請求権条項の有無、当該条項についての考え方
		投資家	● 株式の買取請求権を投資契約の際に用いているか否か、どのように用いているか
買取請求権の代替手段		有識者	● 損害賠償請求は実務として買取請求権の代替となりうるか
買取請求権の請求対象		有識者	● 買取請求権を用いる場合に個人補償を含めないことは可能か ● 創業株主の個人補償を含めない場合に実効性を担保する手段について
買取請求	サンクションの手	有識者	● 表明保証違反等の条件についてのサンクションとしての買取請求権の実効性の有無

権の 発動 事由	段	スタート アップ	● 実際に用いているか、事前の交渉の内容 ● 用いている場合、不利益を被った、あるいは不利益を被る可能性を感じるか
		投資家	● 実際に用いているか ● 用いている場合どのような役割で用いているか、用いていない場合それはなぜか
	Exit の手段として (一定期間までの IPO 努力義務違反 の場合)	有識者	● Exit の手段としての買取請求権の実効性の有無
		スタート アップ	● 実際に用いているか、事前の交渉の内容 ● 用いている場合、不利益を被った、あるいは不利益を被る可能性を感じるか
		投資家	● 実際に用いているか ● 用いている場合どのような役割で用いているか、用いていない場合それはなぜか
	Exit の手段として (IPO 適格時に上場しない ケース)	有識者	● IPO 適格時に IPO を実施しないことを発動事由とする買取請求権の実効性の有無
		スタート アップ	● 実際に用いているか、事前の交渉の内容 ● 用いている場合、不利益を被った、あるいは不利益を被る可能性を感じるか
		投資家	● 実際に用いているか ● 用いている場合どのような役割で用いているか、用いていない場合それはなぜか
	最恵待遇条項の意義	有識者	● ステージ内またはステージを跨いだ最恵待遇条項が規定されているケースは多いのか ● 最恵待遇条項を完全に撤廃することは可能か
		スタート アップ	● 実際に設定されているか ● 事前の交渉は行ったか、また交渉の内容・結果はどのようなものであったか ● (設定されている場合) 不利益を被った、あるいは、不利益を被る可能性を感じるか

		投資家	● 実際に用いているか ● 用いている場合、どのような役割で用いているか。用いていない場合、それはなぜか
最恵待遇条項の内容	対象の限定	有識者	● 最恵待遇条項は現状どの場面で用いられるのか ● 適用する場面を限定した最恵待遇条項を用いることは可能か
	運用の明確化	有識者	● 最恵待遇条項を設定する場合には、どのような条項として設定すべきか。
持ち分比率に応じた投資家(VC)のスタートアップ経営へのフェアな関与	オブザーバー指名権	有識者	● 全体として、投資家が成長にコミットして、より大きな追加投資をしていくようなインセンティブのある設計になっていると思われるか（例えば各項目についてどのようにお考えか、など）
		スタートアップ	
		投資家	
	事前承諾権	有識者	
		スタートアップ	
		投資家	
	Pay to Play 条項	有識者	
		スタートアップ	
		投資家	
その他の指摘事項	同時売却請求権	有識者	
		スタートアップ	
		投資家	

図表 10：国内ヒアリング項目

(3) 海外ヒアリング対象先

海外ヒアリング調査は、シリコンバレーなどのスタートアップおよび投資家の各視点から、スタートアップ・エコシステムにおける投資契約のあるべき姿の把握を主なポイントとして実施した。ヒアリング実施先は、スタートアップ投資契約に精通する有識者（弁護士・大学教員）2 者、スタートアップ 2 者、VC・CVC4 者である。

(4) 海外ヒアリング調査項目

海外ヒアリング調査は、実務上運用が容易かつ、投資家・スタートアップ企業側双方にとってフェアで使いやすい指針を提示するために、グローバルスタンダードと評価されている特にシリコンバレーのプラクティスにおける実態把握をおこなうことを趣旨として実施した。海外ヒアリング調査の調査項目は以下の通りである。

論点	ヒアリング先	ヒアリング項目
投資契約の雛形の有無	スタートアップ	● 投資契約の雛形の有無 ● 定型、改編可能な項目について ● NVCA モデルを参考にしているかどうか
	投資家	● 投資契約の雛形の有無 ● 定型、改編可能な項目について ● NVCA モデルを参考にしているかどうか
スタートアップ・創業者のリスクへの対応	有識者	● 買取請求権を用いない場合の損害賠償請求 ● 日本のスタートアップのガバナンス改善についての意見 ● 個人補償による日本のスタートアップのエコシステムへの影響
	スタートアップ	● ガバナンスの構成 ● 投資家が負うリスクはどのように扱われるか ● ファンドの満期時の代替手段 ● IPO は契約で制限されるか ● 創業者の退任リスクに対する実務上の対応
	投資家	● 詐欺的行為に対する実務上の対応 ● IPO が達成されなかった場合の Exit への対応 ● ドラッグ・アロング条項への創業株主の有無 ● プットオプションに相当する条項の有無 ● 実際に用いている場合に個人補償の有無 ● 創業者の退任リスクに対する実務上の対応
株主間の抜け駆け防止の仕組み	有識者	● 投資契約においてどのように抜け駆け防止が防止されるべきか ● 最恵待遇条項による日本のスタートアップのエコシステムへの影響

	スタートアップ	● 新規の投資家との契約の管理体制 ● サイドレターを含む最恵待遇条項を要求されたことはあるか
	投資家	● 実際に用いているか ● 用いている場合、どのような役割で用いているか。用いていない場合、それはなぜか ● 契約における抜け駆け防止の仕組みの有無
その他の論点	スタートアップ	● 日本国内への投資と米国での投資における投資契約の条項に関する相違の有無 ● 投資家とSUのバランスを適正化するにあたって、契約において他にも日本で取り入れるべきとお考えの米国のプラクティスについて
	投資家	● 国内への投資と米国での投資での投資契約の条項の相違

図表11：海外ヒアリング項目

3. 国内／国外ヒアリング調査結果

以下では、ヒアリング調査結果を、以下の通り整理した。

目的	項目	論点	
取引実態の把握	株式の買取請求権	買取請求権自体の是非	
		買取請求権の請求対象	
		買取請求権の発動事由	
		買取請求権の代替手段	
	最恵待遇条項	最恵待遇条項の実態	
		最恵待遇条項の撤廃の可能性	特に限定しないケース
			何らかの限定を付したケース
			その後の調達に悪影響を及ぼす可能性
			事業連携において業務に悪影響を及ぼす可能性
「留意事項」改訂の検討にあたって想定される論点の整理	株式の買取請求権	創業者株主に対する規律付け	
		ペナルティの在り方	創業者株主の責任の場合
			会社責任の場合で検討すべき課題
	最恵待遇条項	スタートアップ・エコシステムの成長に与える影響	
		是非についての基本的な方向性	
		例外的な使用の是非	
		その際の留意点	

図表12：国内／海外ヒアリング調査結果

(1) 買取請求権

① 買取請求権の実態について

買取請求権のヒアリング結果について4つの論点に整理した。

A) 買取請求権自体の是非

買取請求権自体の是非について、多くのスタートアップについては契約違反や表明保証違反、IPO 可能であるのにしない場合等のペナルティとして買取請求権が設定されているケースがほとんどであった。一方で、一部のスタートアップは買取請求権ではなく、損害賠償にて対応する事例も見受けられた。

投資家については国内投資家も概ね買取請求権を設定している。設定する背景として、アーリーステージなどで投資することのリスクヘッジや金融系がバックグラウンドであるために信用保証として設定する事例も見受けられた。

国内ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 買取請求権は全ての契約で原則含まれている。契約時の条件と異なる、あるいは法令違反犯した場合を想定すると、VC の立場としては必要な条項である。そのため、スタートアップとしても、一定程度仕方がないものと考えている。 ● 実行力が無いから買取請求権に意味は無いということはそうだが、まず買取請求権を会社に対して発動させることは意味が無いと思う。投資家としては exit したい時のはずだが、その時の会社に支払えるだけの資金があると言い難い。個人に対しても契約上どこまで書いても曖昧な部分が残る。
投資家	● アーリーステージの投資であるので、表明保証違反に関するプットオプションはもっておきたいと考える。（注-買取請求権のない米国と比較すると）訴訟が簡易に出来る国（米国）とできない国（日本）の差は存在する。 ● 金融系は反社との取引に特別厳しく審査が必要である。ファンドの信用にも関わることだと思うので、契約違反や反社との取引など最低限には買取請求権を付している。

海外ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国外	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 会社に剰余金がなく、償還を請求した場合に事業が止まってしまうケースなどは、redemption rights を適用することは出来ない。つまり、redemption rights を発動したいと思うような状況では、そもそも使用できる状況ではないはずだ。そのため、redemption rights はほとんど使用されておらず、実際には取引の約 20% だけしか契約に入れていないのではないかと。
投資家	● 買取請求権については、国内外問わず、規定されていない。ただし、国内外ともに、重大な契約違反及び表明保証違反については、損害賠償請求によって対応している。

B) 買取請求権の発動事由

買取事由について、留意事項の記述の通り、ペナルティとしての買取事由のみ、あるいは、それに加えて IPO が可能であるのにしない場合（IPO 適格要件）のケースが多かった。また、「重大な」「知りうる限り」といった限定をスタートアップ企業側から求めるケースが見られた。その他の事由として、（事業連携において）一定の事業進捗が事由として定められているケースが存在した。

一方で、国内投資家において、発動事由を表明保証違反や重大な契約義務違反などに個人補償を設けている事例が見受けられた。

国内ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 契約違反、表明保証違反等のサンクションとしての買取請求権が設定されている。IPO 期限に関する設定はないが、IPO できるにも関わらず IPO しない場合は、買取請求の対象となる。（スタートアップ企業） ● 期間内に一定の指標（ある事業目標）がクリアできない場合。これは事業がうまくいかなかった場合に、株主から抜けられる理由を規定したいとの要望が先方よりあった。（スタートアップ企業）

投資家	● 損害賠償に近いものと認識しており、現状では表明保証違反や重大な義務違反に関しては、買取請求権を設けることもあるが、これらは契約違反のサンクションとしての機能に限定している。（国内投資家） ● アーリーステージの投資であるので、表明保証違反に関するプットオプションはもっておきたいと考える。（注-買取請求権のない米国と比較すると）訴訟が簡易に出来る国（米国）とできない国（日本）の差は存在する。（国内投資家）
-----	--

海外ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国外	ヒアリング内容
投資家	● Redemption Rights については、日米で大きく解釈が異なる。米国では、Redemption Rights を入れているタームシートは減ってきており（50%ぐらいか）、重要視されていなくなっている。元々これが入っていた理由は、ファンドの償還期限があるにも関わらず、リビングデットのような会社がある際に、買い取ってくれと要求し、ある種の抑止として働かせていた。知合いの弁護士に聞いても、発動された事例は見た事が無いという事。 ● 米国では買取請求権に該当する契約条項は持たない印象を持つ。創業株主を対象にした契約書も見たこと無い。理由としては創業者フレンドリーなエコシステムだからではないか。創業者にとってフェアな状況を保持できるはずだ。Redemption rights は盛り込まれる場合もあるが、実務として使用されることはないだろう。それを実施するなら安値でもいいので Exit して元本回収を狙うことがオーソドックスだと考えられる。

C) 買取請求権の請求対象

行使対象について、留意事項内でも連帯保証として定義されているが、買取請求権をリスクと感じて起業を躊躇うことになるとの指摘も出ている。また、シリコンバレーに代表される米国およびイスラエルともいえる海外の事例においては、個人への買取請求権は儲けられておらず、日本の慣行は見直しが必要との議論が出ている。

スタートアップにおいては個人補償についてある程度仕方ないと捉える事例と個人補償を交渉して外す事例に二分され、これは投資家においても同様に発行会社に資金が無い場合に投資金額を回収するための最終手段という意見と個人補償の有無はファンドの運用に影響が無いという意見に二分された。

国内ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 提示された契約書に、個人が請求対象に含まれていたことはあったが、交渉により外した。シリーズAでは、個人補償はありえないと突っぱねた。未だに個人補償が残っているのは、びっくりだ。 ● 赤字であれば会社には分配可能な資金はないから、創業株主宛に求めることも表明保証違反の際はサンクションとして記載することは仕方ないかと思う。
投資家	● 買取請求権の請求対象から、創業株主個人を除くことは難しい。（注-買取請求時に）発行会社に資金がない場合も考えられるので、その場合は創業株主に請求するしかない。 ● 個人補償を特段付けていない。個人補償の額と言っても（注-ファンドのリターンとして考えるのであれば）それほど大きくなることは無く、個人補償の有無はファンドの運用上においてあまり影響が無い。

海外ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国外	ヒアリング内容
投資家	● 日本では創業者に対して put option（注-買取請求権）を設定することがあるがそれはおかしい。米国では創業者がスタートアップ企業を失敗させたとしても、創業者は会社を去れば十分である。 ● 米国では、創業者個人の詐欺的な行為に対しては、損害賠償の訴訟で対応するのが一般的である。創業者はあくまで株主の一人であるという考えに基づき、経営者にウィルフルミスコンダクト（注-故意の不正行為）があって買取請求をする場合は、会社を求めることになる。表明保証も会社が実施することがスタンダードである。創業者個人が保証することが必要になるケースは少ない。

D) 買取請求権の代替手段

ヒアリングの過程において拒否権付種類株式の導入による買取請求権の廃止を提言する意見も見受けられた。拒否権付種類株式を発行することで、取締役会の意思決定を投資家に

も付与することによってスタートアップのガバナンスのメカニズムを整備し、努力義務やIPO 適格などを理由にした買取事由の発動を阻止するということが想定される。

スタートアップからは損害賠償とガバナンスの整備によって代替可能であるという意見が見受けられた一方で、国内投資家においては代替可能性に係る意見は見受けられなかった。なお、海外投資家からは国内のスタートアップ企業と同様に損害賠償請求で代替しているという事例が認められた。

実際の意見としては国内において以下のような意見が寄せられた。

国内	ヒアリング内容
有識者	● 入れるべきではないとまでは言えない。個人補償はかつて自己株式の買取りが出来なかった時に存在する。買取請求権を発動せずとも損害賠償請求が出来る。ただ、損害賠償請求は非常に手間がかかるので、個人保証のある買取請求権が代替として設定されている。 ● 日本では、持ち分レベルでもボードメンバーでも過半数を取ることはほぼない。この点で、経営者の暴走を止める手段として何か拒否権付優先株式などのインセンティブがつけられれば。例えば優先株でボードメンバーの1/4は投資家が持つとか、ボード比率と同等の拒否権をつけるとか。その一方で買取請求権はやめましょう、という話をする。
スタートアップ企業	● 表明保証については、表明保証に嘘をついて契約をしていたのだから、契約自体が無効で、契約時点に遡って無かったことにするというロジックは有り得る。重大な契約違反があった場合は、これまで大丈夫だったが、ある時点で違反となる事があるため、買取ではなく、損害賠償で補うべき。 ● 経営者の暴走を止める手段としては、買取請求権ではなく、権限規程や取締役会での監視監督等、会社のルールやガバナンスで解決できる問題である。

海外ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国外	ヒアリング内容
投資家	● 買取請求権については、国内外問わず、規定されていない。ただし、国内外ともに、重大な契約違反及び表明保証違反については、損害賠償請求によって対応している。 ● 米国では、創業者個人の詐欺的な行為に対しては、損害賠償の訴訟で対応するのが一般的である。創業者はあくまで株主の一人であるという考えに基づき、経営者にウィルフルミスコンダクト（注-故意の不正行為）があつて買取請求をする場合は、会社に求めることになる。表明保証も会社が実施することがスタンダードである。創業者個人が保証することが必要になるケースは少ない。

これらの4つの論点を踏まえ、特に4つについては概ね文献調査および留意事項の結果を支持するヒアリング結果が得られたと考えられる。一方で、「買取請求権の代替手段」としての「拒否権付種類株式」については、買取請求権の代替手段としてヒアリング調査を通じて明らかになった。

次に、海外ヒアリングを通じて国内における買取請求権の現状を比較した。主に、「買取請求権自体の是非」及び「買取事由」が大きな相違かと考えられる。

まず、国内において、多くのスタートアップは買取請求権を設定しており、多くの場合、ペナルティとしての買取事由のみ、あるいは、それに加えてIPOが可能であるのにしない場合（IPO適格要件）のケースであった。また、「重大な」「知りうる限り」といった限定をスタートアップ企業側から求めるケースが見られた。

一方で、米国を中心とする海外においては、買取請求権を規定せずに重大な契約違反及び表明保証違反については、損害賠償請求によって対応している。創業者フレンドリーなエコシステムということも理由として想定されるものの、これ自体は明確な理由とは言い難い。

以下では、買取請求権の個人補償に焦点を当てて論点整理を行った。

② 買取請求権および個人補償の是非

買取請求権の現状に係るヒアリング結果を踏まえ、買取請求権の個人補償について、【論点1】創業者株主に対する規律付け、【論点2】ペナルティの在り方および【論点3】スタートアップ・エコシステムの成長に与える影響が主な論点と考えられた、このうち、【論点2】については、【論点2-1】創業者株主の責任の場合と【論点2-2】会社責任の場合で検討すべきに更に分類されることが考えられた。

図表13では上記の論点と以下に記載した論点別の概要を整理した。

論点		概要	
【論点 1】 創業者株主 に対する規 律付け	【論点 1-①】 買取請求権の個人補償に代わる規律付けの手段	権限規定や取締役会による監視監督を規律付けの手段とする意見が見受けられた一方で、海外と比較して創業者が取締役会において経営権が強く、解任できない可能性もあり。 また、拒否権付種類株式による規律付けが事実上買取請求権となる可能性あり。	
	【論点 1-②】 スタートアップ経営者のマインドセット	個人補償の撤廃に合わせ、グローバルスタンダードに則ったスタートアップ側のマインドセットが重要。	
	【論点 1-③】 ガバナンスの程度に応じた個人補償の撤廃	ミドル/レイターステージでの個人補償を撤廃させることがまずは必要であるとともに、アーリーステージでの投資契約を固定化させることでガバナンスに応じた個人補償の撤廃を検討することが必要ではなかろうか。	
【論点 2】 ペナルティ の在り方	【論点 2-1】 創業者株主個人の責任の場合	【論点 2-1-①】 個人への責任追及の是非（会社に対しての損害賠償）	米国においては創業者個人の詐欺的な行為に対しては、損害賠償の訴訟で対応することが示された。
		【論点 2-1-②】 会社法による個人への責任追及	経営者個人による庇護は投資契約ではなく、会社法で個人へ責任追及すべきという意見が見受けられた。
		【論点 2-1-③】 買取請求権と損害賠償の行使の容易さの比較	買取請求権は損害賠償と比べて発動事由や買取価格が一定程度明瞭であることから、ツールとして活用しやすいという意見が見受けられた。
	【論点 2-2】 会社自体の責任の場合	【論点 2-2-①】 会社と個人の財源の分離	会社と個人の財源の分離を検討するに当たり、資産の別管理を前提とした買取請求権の個人補償の撤廃と資産そのものが会社には残っていない可能性も考慮する必要があると考えられた。

		【論点 2-2-②】 財源規制への対応	買取請求を実施するにあたり、財源規制による実効性の不足とそれをクリアするための減資の義務付けによる対応の必要性も指摘された。
		【論点 2-2-③】 連帯保証の実効性	連帯保証の実効性を担保するに当たり、創業者個人が資産を持っている可能性とファンドリターンへの影響を考慮する必要があると考えられた。
【論点 3】 スタートアップ・エコシステムの成長に与える影響	【論点 3-①】 会社への投資というグローバルな原則にそぐわない可能性		スタートアップ投資においては、創業株主個人を見て投資する側面も強いが、あくまでも投資先は会社であり、責任追及の対象を会社に限定すべきとの議論もある。
	【論点 3-②】 起業の阻害に繋がる可能性（特に連続起業家）		財産を持っていない個人に対して個人補償を求めた場合、再起不能に陥ってしまう可能性がある。また、連続起業家のように、すでに財産を持っている場合においても、買取請求権をリスクと感じて起業を躊躇うことも考えられる。
	【論点 3-③】 競争政策上の望ましさ		スタートアップの起業意欲を向上させ、オープンイノベーションや雇用を促進していく観点からは、出資契約において買取請求権を定める場合であっても、その請求対象から経営株主等の個人を除いていくことが、競争政策上望ましいと考えられる。

図表 1 3：買取請求権および個人補償の論点整理

【論点 1】創業者株主に対する規律付け

買取請求権の発動事由として、表明保証違反や重大な契約義務違反等のサンクションの手段として設けられている場合が見受けられた。その上で、サンクションの実効性として個人補償を設けているという事例が整理されてきたことから、創業者株主に対する規律付けとして、買取請求権の個人補償が設けられてきた側面が存在する。本来は、これは会社と個人の分離の徹底や、取締役会の構成等、他の手段による目的の達成を図っていくべきであるはずではないかと考えられた。そのため、【論点 1】ではこれを検討の視点として、3つの小論点が考えられた。

【論点 1-①】買取請求権の個人補償に代わる規律付けの手段

先の「D 買取請求権の代替手段」でも整理した通り、サンクションの実効性の担保としての個人補償に替わるものとして個人補償に代わる規律付けの手段が求められる。ヒアリング結果からは、権限規定や取締役会による監視監督を規律付けの手段とする意見が見受けられた一方で、海外と比較して創業者が取締役会において経営権が強く、解任できない可能性が示唆された。

また、ガバナンスの整備に加えて、拒否権付種類株式による規律付けが事実上買取請求権となる可能性が示唆された。

国内	ヒアリング内容
有識者	● 経営株主のモラルハザード防止のためには、欧米のスタートアップと同様、取締役会の構成を洗練して経営株主の代表権を奪うことができる状態（代表取締役を交代することができる状態）としておくことが重要と考えられる。 ● 日本では、持ち分レベルでもボードメンバーでも過半数を取ることができない。この点で、経営者の暴走を止める手段として何か拒否権付優先株式などのインセンティブがつけられれば。例えば優先株でボードメンバーの1/4は投資家が持つとか、ボード比率と同等の拒否権をつけるとか。その一方で買取請求権はやめましょう、という話をする。
スタートアップ企業	● 経営者の暴走を止める手段としては、買取請求権ではなく、権限規程や取締役会での監視監督等、会社のルールやガバナンスで解決できる問題である。
国外	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 創業者は希薄化のために、比較的早い段階で会社に対するコントロールを失っているのが一般的と思われる。創業者は株式を持っており、取締役会には参加していますが、支配権は持っていない状況となる。
投資家	● 米国との一番の違いは、株主の承認事項が日本に比べると少ない点がある。経営判断は取締役会に委ねることが多く、取締役会が大事という価値観である。また、創業者側が取締役会の意思決定に及ぼす範囲は、日本と比較して少なく、創業者側の意図により EXIT を決定できる取締役の構成になっていない。

【論点 1-②】スタートアップ経営者のマインドセット

【論点 1】の実現のためには、【論点 1-①】の代替手段は想定されるものの、スタートアップ企業側においても個人補償の撤廃に合わせてグローバルスタンダードに則ったスター

トアップ側のマインドセットの変化を促進させることが重要であると示唆された。

国内	ヒアリング内容
投資家	● 創業者がガバナンス体制を整えるように、投資をした後も促していく。
国外	ヒアリング内容
投資家	● 日本のスタートアップ企業は中小企業のオーナー的マインドが混在。VC の資本が入るという事は、そのオーナー経営が終わるという事をしっかり理解させる（教育する）必要がある。 ● 日本では、会社は創業者のものだと勘違いしているところがあり、そのため買取請求も個人が対象になってしまう面も否定できない。創業者含め、責任は株主と経営を分離して考える仕組み、教育が同時に必要となるだろう。

【論点 1-③】ガバナンスの程度に応じた個人補償の撤廃

【論点 1-①】および【論点 1-②】における代替手段の整備およびスタートアップ経営者のマインドセットの構築の中庸案として、まずはミドル/レイターステージでの個人補償を撤廃させることがまずは必要であるとともに、アーリーステージでの投資契約を固定化させることでガバナンスに応じた個人補償の撤廃を検討することが必要であると考えられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 買取請求権の個人補償については、シリーズがミドル/レイターに進めばこれをなくす、あるいは創業者個人と発行会社の買取事由を分離させるといった考え方が必要ではないか。 ● シリーズ A の際に決まった条項が、その後のラウンドの際にも踏襲されることが多いので、シリーズ A での文面は重要になる。会社のその後の成長・体制を踏まえると、事前承諾権の内容や買取請求権の個人補償などは、本来修正する余地があるはずだが、なかなか難しい。
投資家	● 日本における現行の株式買取請求権は、ファイナンス条件としての性格と共に経営株主に対するガバナンス条件としての性格を有していることを踏まえた議論をする必要がある。

【論点 2】ペナルティの在り方

【論点 1】で整理した買取請求権および個人補償の代替となる創業者株主に対する規律付けに加えて、実際に創業者株主個人または会社自体が詐欺的行為に関与していた場合におけるペナルティの在り方について整理した。特に、買取請求権の個人補償の代替手段として米国などでは損害賠償を用いているとヒアリングでは整理されたものの、損

害賠償の適用について詳細に検討した。

【論点 2-1】創業者株主個人の責任の場合

買取請求権以外の手段での創業株主への規律付けが可能な場合、株式会社における一株主に過ぎないとも考えられる創業株主に対する責任の在り方をどのように考えるか。また、創業株主に帰する重大な表明保証違反や契約違反、あるいは詐欺のような場合について、創業株主に対する責任追及はどのように行われるべきか。これを検討の視点として、3つの小論点が考えられた。

【論点 2-1-①】個人への責任追及の是非（会社に対しての損害賠償）

個人への責任追及として先にも記載している通り、米国においては創業者個人の詐欺的な行為に対しては、損害賠償の訴訟で対応することが示された。

国内	ヒアリング内容
有識者	● 大半の場合、トリガーとなる事象については経営株主の側に一定の帰責事由がある場合に限られるため、買取請求権の制定には一定の合理性があると思われる。
国外	ヒアリング内容
投資家	● 米国では、創業者個人の詐欺的な行為に対しては、損害賠償の訴訟で対応することが一般的である。創業者はあくまで株主の一人であるという考えに基づき、経営者にウィルフルミスコンダクト（注・故意の不正行為）があつて買取請求をする場合は、会社に求めることになる。表明保証も会社の実施することがスタンダードである。創業者個人が保証することが必要になるケースは少ない。 ● プットオプションが創業者に対して行使されている状況は、シリコンバレーではありえないこと。なぜかという、創業者と会社は別々。投資家の投資先はあくまで会社であり、損害賠償があつたとしてもそれは会社に対して行使するものだ。日本のようなやり方だと、誰も創業しなくなってしまうのではないか。日本では 20 年前から経営者補償が残っているが、米国ではそのような状況だと会社を設立する意味がないと考えられてしまう。

【論点 2-1-②】会社法による個人への責任追及

一方で、【論点 2-1-①】で記載されていた経営者個人による庇護は投資契約の条項ではな

く、会社法で個人へ責任追及すべきという意見が見受けられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 個人的には創業株主を対象とした買取請求権は意味のない条項だと思う。経営者個人の庇護は会社法で裁くべきである。また、個人補償も経営者が賄える訳がないため、基本的に実効性が担保されているとは言い難い。創業株主を対象とした買取請求権を除くことでより健全になると考えている。

【論点 2-1-③】買取請求権と損害賠償の行使の容易さの比較

【論点 2-1-①】および【論点 2-1-②】とは異なる論点として、買取請求権は損害賠償と比べて発動事由や買取価格が一定程度明瞭であることから、投資家側がツールとして活用しやすいという意見が見受けられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● ガバナンスのツールとしての買取請求権は良いと思う。損害賠償と比べて発動事由や買取価格がある程度クリアであるからだ。とはいえ、(買取請求権も)実際に発動して裁判所に訴え、金額を回収するには非常に手間を要する。

【論点 2-2】会社自体の責任の場合

これまでの代替手段では概ね買取請求権の個人補償を中心に議論しており、会社自体に責任がある場合におけるペナルティの実効性については十分に整理されていない。一方で、文献調査において、買取請求権の代替手段として対象会社に減資をさせることにより分配可能額を増加させた上で対象会社に取り組みを求めることも考えられる、という主張も見受けられる。また、財源規制の存在を理由として個人の連帯保証の妥当性を主張する意見がある。その一方、資本金と準備金を最大限減らすことを会社義務付けることで克服可能ではないか、という意見も見られる。会社に対しての責任追及はどのように行われるべきか。これを検討の視点として、3つの小論点が考えられた。

【論点 2-2-①】会社と個人の財源の分離

スタートアップ企業は経営と個人の分離が明確に取り決められていない場合もある。そのため、会社と個人の財源の分離を検討するに当たり、資産の別管理を前提とした買取請求権の個人補償の撤廃と資産そのものが会社には残っていない可能性も考慮する必要があると考えられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 経営株主が 100%の株式比率で無い限りは、本来個人への買取請求権の設定はおかしい。一方で、会社と個人の資産の分別管理を明確にされている事は前提となる。 ● 会社買い取るケースと、創業株主が買い取るケースの、トリガーに差異はない。ただし、創業株主が買い取るのは、連続起業家などよほどの資産家でないとならず、VC 側も理解しているのではないか。
投資家	● 買取請求権の請求対象から、創業株主個人を除くことは難しい。（注・買取請求時に）発行会社に資金がない場合も考えられるので、その場合は創業株主に請求するしかない。特に悪質な場合には、創業者が会社からお金を引っ張り出して、会社にはお金が残っていないようなケースも考えられる。 ● 赤字であれば会社には分配可能な資金はないから、創業株主宛に求めることも表明保証違反の際はサンクションとして記載することは仕方ないかと思う。

【論点 2-2-②】財源規制への対応

【論点 2-2-①】を踏まえて会社に対して買取請求を実施するにあたり、財源規制による買取請求の実効性の不足とそれをクリアするために会社への買取請求を会社法の減資による履行を義務付けることによって対応できるのではないかと示唆された。

国内	ヒアリング内容
有識者	● 買取請求の対象に個人が含まれているのは、明確に会社法に原因がある。損害賠償だけ、あるいは買取対象は会社だけ、という運用では、起業家側に破られたい放題になってしまうことが投資家側の懸念である。 ● 財源規制の問題による実効性の不足については、償還条項をトリガーしたときに会社法上の財源規制が障害になる場合には、資本金と準備金を最大限減らすことを会社に義務付けたいうえで、他の株主にもその議案に賛成することを義務付ければ技術的には克服できる。

【論点 2-2-③】連帯保証の実効性

【論点 2-2-①】および【論点 2-2-②】を踏まえて買取請求を行うに当たり、会社と創業者個人への連帯保証の実効性を担保するに当たり、創業者個人が資産を持っている可能性と

ファンドリターンへの影響を考慮する必要があると考えられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	創業個人を買取対象に含めることが、一概に悪いわけではない。創業株主が資産を持っているケースもあるため、その場合には、創業個人に含めてもいいのではないか。（スタートアップ企業）
投資家	個人補償を特段付けていない。個人補償の額と言っても（注・ファンドのリターンとして考えるのであれば）それほど大きくなることは無く、個人補償の有無はファンドの運用上においてあまり影響が無い。
国外	ヒアリング内容
投資家	経営株主というタイトルを付け、会社に加えて買取請求対象に含めるケースがある。出来る限り広い範囲で、投資金を回収するポケットを多く確保しておきたい、投資家のセキュリティドアを多くしたいという意図である。

【論点 3】スタートアップ・エコシステムの成長に与える影響

最後に、買取請求権およびその個人補償を外すに当たり想定される視点として、現行の海外の実態に照らして日本の投資契約において買取請求権が設定されていることによる課題を整理した。

【論点 3-①】会社への投資というグローバルな原則にそぐわない可能性

海外ヒアリングでは、買取請求権および個人補償を設定している事例は認められなかった。多くの場合、その代替手段として損害賠償を用いているという意見が大半であった。また、スタートアップ投資においては、創業株主個人を見て投資する側面も強いが、あくまでも投資先は会社であり、責任追及の対象を会社に限定すべきとの議論もある。

ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国外	ヒアリング内容
有識者	プットオプションが創業者に対して行使されている状況は、シリコンバレーではありえないこと。創業者と会社は別々。投資家の投資先はあくまで会社であり、損害賠償があったとしてもそれは会社に対して行使するものだ。

【論点 3-②】起業の阻害に繋がる可能性（特に連続起業家）

「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」において、経営株主等の個人に対す

る買取請求が可能な買取請求権については、出資者からの出資を受けて起業しようとするインセンティブを阻害すると指摘がされている。財産を持っていない個人に対して個人補償を求めた場合、再起不能に陥ってしまう可能性がある。また、連続起業家のように、すでに財産を持っている場合においても、買取請求権をリスクと感じて起業を躊躇うことも考えられる。

ヒアリングでは、以下のような意見が寄せられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● シリーズ A では、個人でなんとか補償できる規模の金額であったので許容したが、シリーズ B 以降の調達金額は個人での補償ができない規模の金額になってしまい、今後は外していきたい。
投資家	● 起業家と会社を不可分として考えることはしない。起業家のサイクルを回し、再チャレンジできるようにしたい。

【論点 3-③】競争政策上の望ましさ

「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」において、出資契約において買取請求権を定める場合であっても、その請求対象から経営株主等の個人を除くことが、競争政策上望ましいと指摘されている。スタートアップの起業意欲を向上させ、オープンイノベーションや雇用を促進していく観点からは、出資契約において買取請求権を定める場合であっても、その請求対象から経営株主等の個人を除いていくことが、競争政策上望ましいと考えられる。

ヒアリング内では言及が認められなかったものの、公正取引委員会の報告書内における事例 52 および事例 53 を参考にされたい。

上記のヒアリング結果を踏まえて、個人補償の有無に係るスタートアップの要因別に図表 14 の通りに整理した。業種特性として会社への投資の側面が強いケース（ヘルスケアやハードウェア等）では個人補償を外しているケースが見られる。また、スタートアップ企業側のリテラシー不足や交渉力の差によって、特に交渉や確認をせずにそのまま個人補償を受け入れるケースも見られたと示唆された。

	スタートアップの会社としての性質（業種やガバナンス）に起因するもの	スタートアップ側のリテラシーや交渉力によるもの
個人補償ありのケース	SU 初期の会社と個人が未分化の状態ではやむを得ないと理解している。	- 実際の契約書における買取請求に関する記載には、創業者のリスクが高いと感じる文言もあり。シリーズ A の調達を苦勞したと聞いているため、呑まざるを得なかったところもあると想定される。 （注-この条項自体に）あまり意味がないと思う一方で、他の条件を交渉している状況下において、SU 側からあえて条項の撤廃という点で戦うインセンティブはあまりない。
個人補償なしのケース	- アセットが” 本人 ” でなく知財や I P の場合は、個人補償を不要のはず。 - 何度も（注-普通株にて）資金調達を実施し創業者比率がかなり少なくなり、（注-優先株の調達は）個人補償は用いずに調達を行った。	- 起業家としての覚悟を問うという理由で買取請求権を付けるのは論理的にあり得ないという理由で押し返した。 - 創業個人は交渉で除いている。買取請求が発動する場合、会社としては死にかけの状態であり、個人としても自己破産に突き進んでしまう恐れがあるからである。

図表 1 4 : スタートアップ（スタートアップ企業）の要因別の個人補償導入の整理

(2) 最恵待遇条項

① 最恵待遇条項の現状について

ヒアリングでは、最恵待遇条項自体が設けられている事例は少数派ながら、事前承諾によって実質的に最恵待遇条項になっているケースも存在する。特に、事業会社・CVC による投資において見られることが多い。また、海外についても同様に投資契約に最恵待遇条項を設けていない事例が見受けられた。

なお、最恵待遇条項については設けている事例および設けていない事例についてそれぞれスタートアップ企業および国内投資家からも下記の通りに回答頂いているものの、回答件数が少ないことから、両者の比較は飽くまでも参考として記載させて頂きたい。

最恵待遇条項を設けている事例については以下の意見が寄せられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 最恵待遇条項は、数年前に資金調達した際のラウンドの投資契約には含めていた。リードVCからの要望の基づき、結果的に入った。特に交渉はしておらず、先方のひな型に含まれていた。権利を行使されたことも、されそうになったこともない。
投資家	● 基本的に株主間契約と投資契約いずれにも用いられているかと思う。ただし、例えば、新たに入った投資家が、フルラチェット方式を転換比率として用いようとしている場合等もあり得るが、基本的には最恵待遇によらず、株主間契約を全株主で結びなおすことで調整すべきだ。

一方で、最恵待遇条項を設けていない事例については以下の意見が寄せられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 最恵待遇が自動適用される文言はない。「後続の契約による不利益を被らない」という文言があるケースはあるが、他の契約とのコンフリクトがないかは確認しながら文言を都度交渉している。この条項は、直近のファイナンスでは含まれていない。 ● 最恵待遇条項については、効力や活用場面が不明であり、実務上もほぼ見たことがない。株主間契約で調整可能な条項ではないか。
投資家	● 最恵待遇条項は投資家保護の観点から言うと聞こえは良いが、スタートアップ企業の事業を推進する上では不必要と理解している。

併せて海外事例については以下の意見が寄せられた。

国外	ヒアリング内容
投資家	● 基本的にはない。ベンチャー企業の価値最大化をすることが目的のため、それを縛るような条項は設定しない。 ● 米国は契約社会であり、後のラウンドで契約書を書き換えられるプラクティスがある。会社の成長に伴って、VC 有利な余計な条項を削っていく事が多々。日本では、会社を制約していく方向だが、米国の場合は起業家フレンドリーな契約書に変わっていく事が多い。

国内でも少数ながら最恵待遇条項を設けている事例が認められた一方で、海外においては一般的に最恵待遇条項を設けていないということが示唆された。次に、最恵待遇条項を設

けている場合における条項の制限について更なる整理を試みた。

「最恵待遇条項を設けている」と回答頂いたスタートアップ企業または投資家へのヒアリング内容について、「特に限定しないケース」と「何らかの限定を付したケース」という 2 つの視点が見受けられた。そこで、A と B では設けている場合とその条件について記載する。

A) 特に限定しないケース

実際に最恵待遇条項を設けられていた事例のみならず、投資契約に設けられている事前承諾権が投資家にとって事実上の最恵待遇条項として機能する事例が見受けられる。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 実際に用いている。条項としては以下の通り、「対象会社又は経営関与株主が投資者以外の第三者との間で、本契約の投資者に対する内容よりも当該第三者に有利であると投資者が判断する契約（以下、「有利契約」という。）を締結する場合には、投資者からの要請に基づき投資者が指定した範囲において、本契約の内容は有利契約の内容に変更され、又は、有利契約の内容が本契約に追加されるものとする。」 ● 投資契約の事前承認事項に、最恵待遇に関する文言を含めており、抜け駆け防止として機能している。最恵待遇条項は、スタートアップにとって必ずしも悪い側面ばかりではなく、株主からの過度な要求を防ぐことに利用できる。実際に、「他の株主も同様の権利を持つことになるとあなただけの利益にはならない」と説得して過度な要求を押し返している。 ● 事前承諾権は存在する（注-事業会社 1 社しか現在投資家がおらず当該事業会社に対して権利があるので、実質的な最恵待遇条項として機能している）。新規投資家が参入してきた際、投資条件に対しての承諾権があるので、もしその投資家の権利が当該事業会社より有利な場合、その権利に合わせる事が出来ることになるだろう。

B) 何らかの限定を付したケース

一方で、シリーズ A で新株予約権に転換される J-KISS や時限的な措置で設けられている事例も認められる。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● シリーズ A の最初の投資契約にのみ最恵待遇条項を含めており、契約後 90 日間と時限を区切って設定している。シリーズ B では含めておらず、全株主で株主間契約を結んで対応している。
投資家	● J-KISS では最恵待遇条項を設けている。ハイリスクな状況のため入れている。最初にリスクを取った人に「砂をかけてほしくない」という思いであり、法律的には意味はないと思う。ステージが変わって大きな金額を投資した場合に、最初の投資家を守るというイメージである。（国内投資家）

一方で、最恵待遇条項を設けることによって実際にスタートアップが不利益を被ったまたは被り得るケースについて「その後の調達に悪影響を及ぼす可能性」と「事業連携において業務に悪影響を及ぼす可能性」という 2 つの視点も挙げられた。

C) その後の調達に悪影響を及ぼす可能性

特定の投資家と最恵待遇を締結することによって、後続の投資家がスタートアップ投資を控えてしまうことが考えられる。

国内	ヒアリング内容
投資家	● 投資家サイドとしては、交渉の一つとして入れられるのであれば良いと考えるのは理解できるが、将来の投資家のインセンティブを阻害する、紛争リスクを高めることを理解してもらう必要はある。

D) 事業連携において業務に悪影響を及ぼす可能性

事業会社によって取引条件を他の取引先の取引条件と同等以上に有利にする条件を設定する可能性がある。また、同業他社がより有利な条件でスタートアップと取引することが困難となることで、当該競争者のインセンティブが減少し、連携事業者と当該競争者との競争が阻害され、市場閉鎖効果が生じる恐れがある。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 事業会社との投資契約において、将来の事業に関するある権利を付帯条項の形で盛り込まれた。この事業会社にのみ意味のある条項ではあるが、それまでに入っていた株主にも同じ権利を付与しないとまずいのではないか、と弁護士から指摘があった。
投資家	● 最恵待遇条項は投資家保護の観点から言うと聞こえは良いが、スタートアップ企業の事業を推進する上では不必要と理解している。

② 最恵待遇条項について検討する際の論点整理

これらを踏まえ、主要な論点として想定されるのは、【論点 1】是非についての基本的な方向性、【論点 2】例外的な使用の是非／その際の留意点の 2 つの大きな論点と整理された。

大論点	論点	概要
【論点 1】 是非についての基本的な方向性	【論点 1-①】スタートアップ企業または投資家のリテラシーの向上	最恵待遇条項が設けられているケースでは、スタートアップ企業または投資家のリテラシー不足があるケースがみられる。
	【論点 1-②】株主間契約による抜け駆け防止	抜け駆け防止については、株主間契約での対応が可能であることとリード投資家主導による株主間契約の締結との指摘が見受けられた。
	【論点 1-③】サイドレターへの対応	個別に投資家と新たに契約を締結する際にはサイドレターを取締役会で承認してもらうことで最恵待遇条項に対応するという意見が見受けられた。
【論点 2】 例外的な使用の是非／その際の留意点	【論点 2-①】シード投資への対価の確保	アーリーステージなどの投資契約において J-KISS などの導入には是非がある。
	【論点 2-②】複数回クローズするラウンド限定の時限的な措置	複数回のクローズのあるラウンドへの対応について、契約後 90 日間などの時限的な措置を講じている事例も見受けられた。
	【論点 2-③】適用方法の確定	最恵待遇条項の自動適用について不明確さがあるため、事前協議を経て条項を確定させるように運用すべきという意見が見受けられた。

図表 15：最恵待遇条項の論点整理

【論点 1】是非についての基本的な方向性

ヒアリングにおいて、投資契約上に含まれている事例はしばしば認められたものの、その必要性について明確な必要性を説いた事例は見受けられなかった。その一方で、「A)特に限定しないケース」で見受けられたような条件で最恵待遇条項を設定している事例も認められており、特に最恵待遇条項を設定した背景について検討するとともに最恵待遇条項の代替手段について検討を行った。

まず以て基本的に投資契約はラウンド毎に条件は異なることは当然であり、自らを常に最も有利とするような最恵待遇条項は用いられるべきではないのではないか。また、ラウンド内における抜け駆け防止についても、基本的には株主間契約を結ぶことにより防ぐことができるはずで、最恵待遇条項を用いるべきではないのではないか。これを検討の視点として3つの小論点が考えられた。

【論点 1-①】スタートアップ企業または投資家のリテラシーの向上

最恵待遇条項が設けられているケースでは、スタートアップ企業または投資家のリテラシー不足があるケースが見受けられる。買取請求権の個人補償と同様に、リテラシー不足のために知らないうちに締結してしまったまたは記載してしまった事例を防ぐためにも、スタートアップ企業または投資家のリテラシー向上の必要性が示唆された。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 最恵待遇条項は、2016 年以降のラウンドの投資契約には含めていた。先方のひな型に含まれていたため、特に交渉はしなかったが、今思うともう少し交渉しておけばと感じる。ただし、権利を行使されたことも、されそうになったこともない。 ● 契約条件がより有利なものが出てきたらそちらへと条項を合わせる最恵待遇条項は入っている。ただし、これは一般的ではなかったことは後に気づいた。 ● 全般的に、スタートアップ企業の経営者のリテラシーは低い。弁護士も全員がスタートアップ企業界限の実務に詳しいわけではない。

【論点 1-②】株主間契約による抜け駆け防止

抜け駆け防止については、株主間契約での対応が可能であることとリード投資家主導による株主間契約の締結との指摘が見受けられた。なお、文献調査では、有利な条項の締結を他の株主に通知する義務の違反についてサンクションを課し、通知義務の履行を促すという仕組みが現実的であるという指摘もあり、通知義務の履行という観点での抜け駆け防止の可能性も示唆された。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	「それまでの投資契約を失効させて、本契約（最新の契約）に基づくものとする」と株主間契約に記載している。そもそもの VC も株主間契約を求めてくるとは限らない。どこかがリード投資家としての気概を持ってラウンド内外の利害調整をして株主間契約に落とし込めればこうした議論は起きえないはずだ。

【論点 1-③】サイドレターへの対応

個別に投資家と新たに契約を締結する際にはサイドレターを取締役会で承認してもらうことで最恵待遇条項に対応するという意見が見受けられた。これは、文献調査における他の投資家によって締結されたサイドレターの開示や、他のサイドレターに定められた権利を自らにも適用できるとする権利（最恵待遇条項）を求めることが望ましいという指摘を支持する結果であったと考えられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	今回のシリーズはクローズを複数に分けて設けた。もし個別に投資家に何か契約を締結したければ実務上サイドレターを締結するという仕組みで運用した。その場合においても取締役会で承認を頂いている。

【論点 2】例外的な使用の是非／その際の留意点

ヒアリングでは、「B)何らかの限定を付したケース」で最恵待遇条項を設定している事例も見受けられた。具体的には、J-KISS のようなシード投資の場合や、時限的な条件を行った場合には、例外的に認められるケースが存在するか。また、例外的なケースが存在する場合、その際の留意点は何か。これを検討の視点として 3 つの小論点が考えられた。

【論点 2-①】シード投資への対価の確保

アーリーステージなどの投資契約において J-KISS などの導入には是非がある。J-KISS と呼ばれるシード投資の雛形には最恵待遇条項が記載されており、ハイリスクな投資に従事するアーリーステージの投資家を優遇するための対価として確保すべきという意見が見受けられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	近年はほぼ見ないもの。ただし、J-KISS の雛形には入っているが、何故入っているかは不明瞭。

投資家	● 最恵待遇条項は、投資契約の中に入れていない。ただし、J-KISSを用いるようなリスクが高い投資案件であれば、アーリーステージの投資家を優遇することに強固に反対はしない。うま味がなくなって、投資する人がいなくなる。
-----	--

【論点 2-②】複数回クローズするラウンド限定の時限的な措置

【論点 1】で示した通り、投資契約はラウンドに応じて契約内容が異なるため、ラウンドを跨いだ最恵待遇条項の実効性には議論の余地がある。一方で、複数回のクローズのあるラウンドへの対応について、契約後 90 日間などの時限的な措置を講じている事例も見受けられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● シリーズ A の最初の投資契約にのみ最恵待遇条項を含めており、契約後 90 日間と時限を区切って設定している。シリーズ B では含めておらず、全株主で株主間契約を結んで対応している。

【論点 2-③】適用方法の確定

最恵待遇条項について、「リード投資家以外の投資家との間でより有利な約定をする」と、その約定の内容が、当然に（自動的に）リード投資家との間にも適用される」という建付けがあるが、何が「有利な約定」であるかは立場によって異なるため一義的に判断できない場合も多いと文献調査においても主張されている。このように、最恵待遇条項の自動適用について不明確さがあるため、事前協議を経て条項を確定させるように運用すべきという意見が見受けられた。

国内	ヒアリング内容
有識者	● 最恵待遇条項はなるべく拒否する方針をとっている。共同投資関係において極めて不適格といえるからだ。どうしても導入する場合でも、自動適用になるような条項は、有利・不利の判断が難しく、契約関係が不明確・不安定になるため、事前の協議を経て条項を確定させる運用を定めた条項を用いるべきだ。

(3) その他の論点

① オブザーバー指名権

国内のスタートアップでは、いくつかのスタートアップはオブザーバー指名権を入れている。いずれも VC からの提示があったために入れることになったものの、取締役会で議論することが難しくなったなどのデメリットも挙げられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 各株主は取締役会にオブザーバーでは入っている。当初は有用なアドバイスを貰いメリットもあったが、ここ最近はオブザーバーの前では話せないNDA案件を上手く避けなければならず、本来取締役会でしたい議論がしにくくデメリットを感じている。 ● オブザーバー指名権について、最初は雛形に含まれていないが、交渉の過程でリード投資家が提示してきた。リード投資家がオブザーバー指名権を持っているが、他の株主は持っていない。これは持株比率に応じて設定している。 ● 日本国内ではどのVCでもオブザーバー指名権をとにかく入れたがる。日本のVCにはオブザーバーとして参加される場合には行動規範を持って頂きたい。

② 事前承諾権

国内のスタートアップでは、一部のスタートアップが事前承諾権を入れている。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 情報受領権や事前承諾については一部の投資家に付与している。優先株主には残余財産の分配以上のものは付与していない。（注-ただ、これは最恵待遇条項ではなく、優先株式に規定されている権利の範疇に留まっている。）事前承諾事項、事前協議事項および事後報告については各ラウンドのリード投資家に限って実施している。情報請求権は全投資家に毎月提供している。

③ Pay to Play 条項

スタートアップおよびVCからは、Pay to Play 条項はスタートアップにとって不利であり、かつ日本ではダウンラウンドになった後もフォローオンすることが難しい以上、あまり機能しないと考えられる。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 米国に比べ、スタートアップ側が不利な点は次の三点。 ①優先株が参加型になっている事。ダウンサイドプロテクションが非常に厚い状態。アメリカの場合は、70%超が非参加型。 ②Pay to Play が入っていない事。本来は入れるべき条項。 ③Change of Control 条項。VC の GP が代わる場合、株主の意思が変わる場合がある。その場合に、株式の買取を SU 側から行う権利。例えば、VC が丸ごと M&A されてしまうと、譲渡制限など無関係となる。
投資家	● Pay to play 条項は、フェアではないと思う。起業家が強すぎるように感じる。ダウンラウンド時に仕方なく使われる場合もあると思うが、普通の時に出して来たら「投資家の顔に泥を塗る行為」な気がする。 ● 日本ではダウンラウンド自体が成立しないパターンが多いと理解している。日本で付ける際にはダウンラウンドになった後もフォローオンするのが難しい以上、Pay to Play 条項はあまり機能しないと理解している。

④ 同時売却請求権（ドラッグ・アロング）

同時売却請求権については一部の投資家は設けている。本条項を入れることのデメリットとして、期間で区切られているために業界によってはそぐわないものになり得るということが挙げられた。

国内	ヒアリング内容
スタートアップ企業	● 譲渡については、株主側が見つめてきたところについては、反対しないようにという条項が含まれている。ドラッグ・アロングは受け入れない方針で、含まれていない。タグアロングは含まれている。ドラッグを断っているのは、期間で区切られるものが多いからである。ヘルスケアの性質上時間軸が長く、例えば 2040 年を見据えて議論しているところもあるため、会社として受け入れるつもりはない。（スタートアップ企業） ● 投資家の権利としてドラッグ・アロングを設定している。ただし、交渉の上、弊社側の取締役の過半が認めた場合に限定して

	いる。ドラッグ・アロング自体はシリーズ A から付いていた条項であるが、プレ B のタイミングで弊社側の意思を含める形に更新した。オブザーバー入れると弊社側の意思が希釈されることが懸念され、また、今後株主が増えてくることも想定しての更新である。また、バリュエーションについて、ある程度以上の EXIT 先にはドラッグ・アロングの権利を有すると規定した。 (スタートアップ企業)
国外	ヒアリング内容
投資家	● 考え方としては創業者であれば単なる一人の株主であり、特別扱いにはならないというものがある。ドラッグ・アロングについても同様の考え方で（注-創業株主の）同意を含めないと考えている。

第4章 我が国における健全なスタートアップ投資契約の在り方に係る検討会

1. 基礎調査を踏まえた検討会の論点

基礎調査の結果を踏まえて、本検討会では株式の買取請求権および最恵待遇条項についての論点も含めて議論する方向とした。その論点については以下の通りである。

検討項目	論点	
株式の買取請求権	論点 1	創業者株主に対する規律付け
	論点 2	ペナルティの在り方
	論点 3	スタートアップ・エコシステムの成長に与える影響
最恵待遇条項	論点 1	是非についての基本的な方向性
	論点 2	例外的な使用の是非／その際の留意点

図表 1 6：基礎調査を踏まえた検討会の論点

2. 検討会における検討項目

上記の論点を踏まえつつ、各回における検討会の流れは、以下の通りである¹⁴。

検討会		検討項目
第 1 回	令和 3 年 10 月 13 日	公正取引委員会「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」にて指摘された各課題に関する解決方針について
		特に「株式の買取請求権」における論点の洗い出し、対応の方向性について ● 行使条件について明確にし、行使を示唆しての不当な圧力を阻止すべく、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」及び改訂版「留意事項」において留意事項を書くべきではないか。 ● 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」において、「請求対象から創業株主等の個人を除いていくことが望ましい」と記載するべきではないか（併せて改訂版「留意事項」の投資契約モデル条項から創業株主に対する買取請求権を削除）
		その他出資契約における改善点

¹⁴ 検討会の本資料および議事録については、参考資料 2. 検討会事務局説明資料及び議事録を参照いただきたい。

第 2 回	令和 3 年 11 月 22 日	「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」案及び改訂版「留意事項」案の方向性
		株式の買取請求権に関する対応の方向性
第 3 回	令和 3 年 12 月 7 日	「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」案及び改訂版「留意事項」案の確認
		今後の検討課題について討議

図表 1 7：検討会における検討項目

3. 検討会の構成

検討会の委員は、学識経験者 1 名、弁護士 3 名、スタートアップ企業 3 名、VC/CVC 等の投資家 1 名で構成し、開催した。

4. 検討会の概要

各検討会の概要は以下の通りである。

(1) 第1回検討会

- 日時：令和3年10月13日 15:30～17:30
- 場所：経済産業省「第4共用会議室」

第1回検討会では、公取指摘事項および買取請求権についての議論を実施した。第1回における論点、議論結果、継続して議論が必要な内容は以下の通りである。

① 検討会における議論概要

i. 公正取引委員会「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」にて指摘された各課題に関する解決方針について

公正取引委員会は、スタートアップの事業活動における公正かつ自由な競争を促進する観点から、幅広い業種を含めたスタートアップの取引慣行の実態を明らかにするための調査を実施した。その実態調査における9つの項目に関して、基礎調査およびヒアリング調査における論点も踏まえて、解決の方向性の整理・検討を行った。

【検討会における議論概要】

- NDA締結慣行を踏まえた「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」への反映としては、CVCとVCを区別して議論する必要がある。

- VCが投資を検討するタイミングではスタートアップもVCへNDA締結を要求しない。その後、NDAはスタートアップ側の方から主に要求されるものである。こうした要求があった場合、VCが締結を拒むケースは多くはない。
- CVCの場合は、スタートアップの情報を利用したいという合理的なインセンティブを持っており、NDAはCVC側の事業範囲を狭める。スタートアップは、個々のCVCに応じてNDAに含まれるような情報を開示する／しないの判断をする。
- NDAなどは、CVCとVCは区別して議論する必要があるのではないかと。CVCは企業としての利益からスタートアップ企業の情報を利用したいという合理的インセンティブがあるが、VCは本来利益相反がなく、企業価値を最大化するというインセンティブを共有。NDAの必要性は異なる。
- 大企業との関係に合わせて、大企業投資家向けとVCなどのその他投資家向けにガイドラインを分けた記載の仕方はあり得る。

- NDA締結の実行性を確保する必要がある。

- 守秘義務を課さないというのは大きなリスクになる。NDAを結ぶことが基本だという提言があっても良い。
- NDA違反、情報流出が起こる場合がある。実効性の確保が重要である。

- スタートアップ企業およびVCの啓蒙が必要である。

- NDAに関わるスタートアップ側の理解が及んでいない。NDA締結を交渉カードに使えること等を啓蒙すべきでないか。
- 情報の使い方（戦略的工夫）が重要である。全般的に、ビジネス及び法務面のリテラシー、並びに交渉力の問題である。
- 投資家側のリテラシーの問題もある。一部に投資家が偉いという概念が残っているかもしれない。両面での啓蒙が必要ではないか。

ii. 特に「株式の買取請求権」における論点の洗い出し、対応の方向性について

また、実態調査およびヒアリング調査における「【論点 3】スタートアップ・エコシステムの成長に与える影響」から、株式の買取請求権に関しては、スタートアップの起業意欲を向上させ、オープンイノベーションや雇用を促進していく観点からは、出資契約において買取請求権を定める場合であっても、その請求対象から経営株主等の個人を除いていくことが、競争政策上望ましいと考えられる。

一方、留意事項の記述では、「投資家は、以下のいずれかの事由が生じた場合、発行会社及び創業株主に対して投資家が保有する株式を買い取るよう請求することができる」と請求対象が創業株主（個人）までに及ぶことを記載している。

従って、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の策定に併せて、買取請求権については、留意事項の記載も、当時と現在の状況の変化等を勘案して検討した。

【検討会における議論概要】

- 買取請求権における個人補償は廃止することが望ましい。ただし、その際にはガバナンスの強化、優先的地位の濫用、VCの受託者責任などについて、考慮すべき点がある。
- 我が国における企業のガバナンスの考えが強化されている。そのため、企業や経営者に対して、インテグリティ（誠実さ）をより強く求めるという社会の意識変化を考慮する必要がある。
- 投資家とスタートアップ企業との関係における「優越的地位の濫用」については、考慮する（厳に慎む）必要がある。
- VCの受託者責任に留意する必要がある。コンプライアンスを重視し、社会に受け入れられる行動を取るのは当然のことであるが、投資家として正当な権利を主張し、実効性のある手立てを確保することによりファンドの価値向上に努める必要がある。

- 買取請求権の行使事例自体は少ないものの、行使範囲が広いことは問題である。悪質な買取請求権行使からは、レピュテーションリスクで防衛することが重要である。

- 買取請求権の行使事例は非常に少ない。一方、交渉材料として使われることがある。問題は買取請求権の行使範囲が広いこと。表明保証違反、重大な契約違反以外にも適用しようと思えば出来る点が問題ではないか。どういう場合に発動できるかという議論は必要である。
- レピュテーションリスクでいかに防衛出来るかが重要である。悪質な行為があった際に通報・相談できる窓口があると良い。
- 契約書面でも、雛形に加えて、雛形と異なる部分がわかる仕組みにすることや、条項の趣旨を明らかにした上で、趣旨に沿った条項にする必要がある。

- 買取請求権は拒否権付種類株式で代替できるはずだが、解決できない事例があることと、普及への障壁が課題である。

- 買取請求権は、種類株式の拒否権付条項で代替できるはずだが、それでも解決できない事例がある。個々の状況に応じて、どのようなエンフォースメント手段が利用可能か、その中で何がベストプラクティスなのか、について検討する必要がある。
- 拒否権付種類株式は、拒否権を創業株主が嫌がる、実務的な煩瑣があるといった理由で普及していない。
- 買取請求権は実質的な優先株式の拒否権であるという考え方があり、拒否権で担保できるのであれば、その活用も一案である。

② 次回検討会において継続審議となった項目

i. 公正取引委員会からの指摘事項における各課題とその解決方針

- 事業特性（VC/CVC）に応じた NDA 契約のあるべき姿の捉え方
- スタートアップ企業／投資家それぞれに対して NDA 実効性を高める方法

ii. 株式の買取請求権における論点の洗い出し、対応の方向性

- 優越的地位の濫用の適用事例
- 買取請求権の実態/個別発動事例
- 悪質な買取請求権行使に対する、実効性を持った防ぎ方
- 表明保証違反の適用場面／請求対象／請求手段
- 拒否権付種類株式による買取請求権の代替

(2) 第2回検討会

- 日時：令和3年11月22日 16:00～18:00
- 場所：経済産業省「第1特別会議室」

第2回検討会では、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の視点整理と課題解決に向けた留意事項改訂の方向性について議論した。第2回検討会における、論点、議論結果、継続して議論が必要な内容は以下の通りである。

① 検討会における議論概要

i. 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」案及び改訂版「留意事項」案の方向性

第1回検討会での議論結果も踏まえ、引き続き実態調査における9つの項目について、解決の方向性を検討し、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の方向性について議論した。

【検討会における議論概要】

- 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」はスタートアップのリテラシー向上に役立つような役割を持つと良い。一方、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」が一人歩きするリスクは留意する必要がある。
 - 初期段階のスタートアップのリテラシー向上に「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」が役立てられると良い。
 - 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」にて契約のパターン等を示すことが出来れば、スタートアップはそれを役立てることが出来る。
 - 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の一人歩きリスクに留意する必要がある。優越的地位の濫用を主張し過ぎると、スタートアップのガバナンスが有名無実化する懸念がある。
 - 行使の要件が明確になると良い。
- VCとのNDA締結は、関係性・ステージによって検討すべきである。
 - 投資検討のために情報が必要という事情からも、VCとNDAを必ずしも結べないのが実情である。
 - 一方で、米国では、投資検討段階の情報を基に、アイデアを盗むようなケースもある。
 - VCとのNDA締結に係る要否は、VCとの関係性・ステージによって検討すべきである。財務情報等の秘匿情報を提示する場合は、締結すべきである。

- 悪質な事例の線引きとして、非常に悪質な事例と、標準化の議論は分けて検討すべきである。

- 公取調査結果の非常に悪質な事例と、標準化の議論は分けて検討すべきである。
(特に CVC で) 悪意無く悪質な行為を行うケースを減らすためにも、一定のガイドラインは策定しても良い。
- 不公正な取引方法は線引きがわかりづらいため、ベースの「考え方」がわかるように「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」を策定すべきではないか。

ii. 株式の買取請求権に関する対応の方向性

株式の買取請求権に関する論点の解決の方向性について、

- 「発行会社に対する買取請求権」については、十分な協議の上、行使条件について明確化し、行使を示唆しての不当な圧力を阻止する
- 一方、「経営株主等に対する買取請求権」については、起業のインセンティブを阻害し、融資においても個人補償を制限していることから買取請求対象から経営株主等を除くべきである

上記の方向性を基に、背景や配慮事項等、合わせて記載する内容の整理・検討を行った。

【検討会における議論概要】

- 買取請求権における個人補償の廃止する場合、その理由と共に、歴史的な存在意義を書き留める必要がある。

- 「個人への買取請求権」を削る場合、その理由を示すべきである。また、買取請求権の歴史的な存在意義については書き留める必要がある。
- 当該条項の意義を投資家側・スタートアップ側双方で共通認識を持つことが重要である。
- 経営上の判断等、自らコミット出来る範囲を超えたところで判断された事項について、個人に買取請求権を請求されるというのは、回避すべきものである。

- 表明保証違反時の発動事由として、投資家が投資判断を行うにあたっての重要な判断事項に偽証があった場合が問題となりうる。

- 表明保証違反の発動事由について、重要なのは投資家が投資しようと思った投資判断を行うにあたっての重要な判断事項に偽証があったときである。例えば、発行体が持つ技術があり、それが既に実証済みである、というように、財務情報だけでなく、コア・コンピタンス部分に表明保証違反があった場合が問題ではないかと思う。

- 拒否権付種類株式ではなく、買取請求権が交渉で役割を持つケースも存在する。

- 拒否権付き種類株式が買取請求権の担ってきた役割をすべて代替できるものではないが、拒否権付き種類株式を持ってしてもなお買取請求権に頼る必要がある部分はどこかについて、認識を共有すべきである。
- 拒否権ではなく、買取請求権が交渉において落としどころとなるケースもある。

② 継続して議論が必要な内容

A) 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の方向性

- 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の役割（位置づけ）と表現方法
- 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」が踏まえるべき個別状況（事業特性格、シリーズ別など）
-

B) 株式の買取請求権に関する対応の方向性

- 留意事項から買取請求権における個人補償を除く際の記載の仕方

② 「留意事項」改訂にあたって配慮事項として整理・記述すべきとの指摘のあった発行会社からの買戻しを確保するための減資プロセス、及び法人格否認の法理の適用の考え方について

検討会において「買取請求権における個人補償を取り外すにあたり、配慮事項として記載すべき」と指摘のあった、減資および法人格否認の法理について、追加の文献調査を実施した。以下では、減資および法人格否認の法理の概要と考え方について整理する。

i. 減資

A) 減資について

資本金の減資とは、会社法 447 条の規定を法的根拠とする、資本金の額を減少させ、減少した額だけ資本準備金またはその他の資本剰余金の額を増加させる行為である。減資はその性質に応じて「無償減資」と「有償減資」に分類され、主に当該会社から現金の流出の有無で大別される。減資の手続きは、株主総会における特別決議による承認を得た上で、債権者保護手続を経ることによって実施される。

B) 減資の事例

企業が減資を行う場面は、主に「欠損補填」「節税」「株主へのみなし配当」の 3 つである。近年の減資の事例と減資をした理由は図表 18 の通りである。スタートアップ企業においても減資を実施する事例はあったものの、いずれもレイターまたは IPO 後であり、確認

可能な公開情報からは、財源規制の対象となることを避け、減資を行うような事例は抽出できなかった。

大分類	中分類	具体事例	減資を行った理由
(無償) 減資	利益剰余金確保 または欠損補填	・ 株式会社ユーグレナは2019年に資本準備金のうち9,656百万円の減資を行った。※ 1	・ 現在生じている繰越利益剰余金の欠損を填補し財務体質の健全化を図ることを企図。※ 1
(無償) 減資	法人税節税	・ シャープ株式会社は2015年に約1,200億の資本金を5億円にすると発表した。※ 2	・ 資本金基準のみで大企業と中小企業とを区分しているため、中小企業税制を利用した税負担の軽減が理由として考えられる。
(有償減資)	株主への配当	・ 中外製薬株式会社は2002年に有償減資 ¹⁵ を行い、減資した資本金を資本金剰余金を原資に当社株主に分配した。※ 3 *会社法では有償減資という分類はなく、減資と剰余金の配当を組み合わせで実施する。	・ 中外製薬がロシュ・ホールディング・リミテッドの子会社になるに当たり、当時の子会社（かつロシュとの競合関係）であったジェン・ブローブ・インコーポレテッドの株式を割り当てることで事業分離した。

図表 1 8 企業における減資の事例とその理由

出所：

※ 1 株式会社ユーグレナ プレスリリース「資本準備金の額の減少及び剰余金の処分に関するお知らせ¹⁵」

※ 2 シャープ株式会社プレスリリース「第三者割当による種類株式の発行、定款の一部変更、資本金及び資本準備金の額の減少並びに剰余金の処分に関するお知らせ¹⁶」

※ 3 中外製薬株式会社プレスリリース「有償減資等に伴うみなし配当額等に関するお知らせ¹⁷」

C) 減資と財源規制の関係

減資と財源規制の関係について整理する。財源規制とは会社法にて定められた株主への剰余金配当と自己株式の取得に対する制限である。株主は有限責任であることから、株式会社が、債務の弁済のために必要な資産が無いのに、株主への分配を自由に行えるものとするれば、会社債権者は債権の回収ができず、損害を被ることになる。このような点とし

¹⁵ <https://ssl4.eir-parts.net/doc/2931/tdnet/1773372/00.pdf>
(最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日)

¹⁶ <https://corporate.jp.sharp/ir/pdf/2015/150514-6.pdf> (最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日)

¹⁷ https://www.chugai-pharm.co.jp/cont_file_dl.php?f=PDF_FILE_98.pdf&src=%5b%250%5d,%5b%251%5d&rep=126,98
(最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日)

で背景として、会社法では、会社が株主に対して分配できる額に一定の制限を設けている。なお、会社法 458 条では、純資産額が 300 万円を下回る時は剰余金の配当ができない旨を定めている。

ii. 法人格否認の法理

A) 法人格否認の法理について

田中（2007）によると、法人格の否認の法理とは、会社の存続中に、その会社の形式的独立性を貫くことが正義・衡平の理念に反すると認められるなどの例外的な場合に、会社の法人格を当該法律関係に限って否認することで事案の衡平な解決を図る法理であり、判例・学説上認められてきたもの（田中 2007:141）と定義されている。例えば、法人と実質的に法人を支配している株主は人格が異なっているが、会社の財産と支配株主である代表者との資産が混同している、業務が混同していて外見ではその区分けが困難、株主総会や取締役会といった法人の意思決定においてなされていることが当然であることがされていない、会社法上の手続きが支配株主である代表者によって無視されている、といったように法人格が形骸化しており、個人との区別が実質的にできない状況を指す。

法人格否認の法理が適用される場面としては、「形骸化」「濫用」の 2 つが存在するが、田中（2007）は、「法人格否認の法理」は判例法上認められてきた理論に過ぎないため、この実定法上の根拠につきそもそも争いがあり、法人格否認の法理の根拠を、民法 1 条 3 項の権利濫用の禁止規定（あるいはその類推解釈）に求める説と、会社の法人性の規定に求める説、制度全体の「公序」のように解する説などもあるとしている（田中 2007:141-142）。

なお、図表 19 は、確認可能な公開情報による、過去の法人格否認に関する判例である。

分類	適用場面	判例	詳細
形骸化	株主総会・取締役会の不開催、株券の違法な不発行	東京高裁昭和53年8月9日判決・判例時報904号65頁	資本金100万円の有限会社において、資本金は全額代表取締役が出資し、役員としては、当初代表取締役のほかその息子と従業員の2名が取締役であったが、間もなく代表取締役のみが唯一の役員となっており、その本店は初め代表取締役の住居におかれ、その後数坪の貸事務所に移転し、従業員は3名にすぎず、社員総会が開かれたことなく代表取締役の独断専行により経営がされ、代表取締役の生計には会社の売上金が使用され、会社の財産と代表取締役個人の財産の区別が明らかでない等の事実がある場合においては、同会社の法人格は全くの形骸にすぎず、その実体は背後に存在する代表取締役個人にほかならないのであって、会社の債務につき代表取締役個人が支払義務を負うべきであるとされました。
	業務の混同		
	財産の混同		
濫用	法人格が株主により意のままに道具として支配されている（支配の要件）ことに加え、支配者に「違法または不当の目的」（目的の要件）がある場合	東京地裁平成7年9月7日判決・判例タイムズ918号233頁	被告Aと被告Bは、取締役及び監査役を同族で構成し、営業目的もほぼ同一であって、営業上の屋号、取引先及び従業員関係、什器備品を共通にし、しかも被告Aが倒産のおそれが必至とみられるときに、本件手形債務ほか一部の債務を除く営業を譲渡したことにかんがみれば、同営業譲渡が右の債務の支払いを免れる目的をもってされたものということができ、結局、新会社たる被告Bは、旧会社たる被告Aの債権者に対して別人格であることをもって当該債務を免れることはできないといわねばならないとされました。

図表 19：法人格否認の法理の判例とその詳細

(3) 第3回検討会

- 日時：令和3年12月7日 14:00～16:00
- 場所：経済産業省「第1共用会議室」

第3回検討会では、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」と留意事項で主張することのイメージ共有、今後検討すべき論点出しについて議論した。第3回検討会における、論点、議論結果及び今後の検討課題は以下の通りである。

① 検討会における議論概要

i. 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」案及び改訂版「留意事項」案の確認

令和3年3月策定の「スタートアップとの事業連携に関する指針」を更新する形で「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」を作成するとともに、「留意事項」の改訂を検討。

これまでの検討会の議論結果を踏まえ、出資契約に係る問題の背景として以下の3つを指摘。

- スタートアップ側の契約・法律に関するリテラシーの不足
- 出資者側のオープンイノベーションに関するリテラシーの不足
- 対等な立場を前提としたオープンイノベーションを推進する上で望ましくない慣習

以上を踏まえて課題解決の方向性を協議した。

【検討会における議論概要】

- ガイドラインは、より効率的な契約が結べる方向に背中を押してあげる役割を担うものの、取引条件はガイドラインだけで解決できるものではなく、個別の取引ごとに決めるものである。

- 取引条件というものは一般論としてのガイドラインだけで解決できるものではない。実際の最適解は、個別の取引ごとに（Deal by deal）で決めることである。
- 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」では政府として「こうあるべきだ」という内容を示すべきではない。
- 本来、酷い契約条件になっている締結・合意済みの契約に関する権利行使を事後的に止めるというのではなく、酷い契約条件での契約を結ばないように交渉することこそが一番の解であるはずである。
- 基本は契約自由だが、過去の取引慣行に引きずられて、実務が非効率な均衡に陥って動けないということはあるだろう。特に日本はそういった傾向が強く、政府のガイドラインという形で、より効率的な契約が結べる方向に背中を押してあげるのは、政府の役割として重要である。ただ、政府が望ましい方向に背中を押してあげるということについて、受け取る側が納得感を持って読んでくれるようなガイドラインである必要がある。

- 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の記載の仕方としては、主語を明確にするとともに、出資者にとってもフェアな記載が望ましい。

- 解決の方向性で示される内容において重要な主語抜け落ちている場合がある。
- 特に一般的な VC と CVC の区別がつくように記載すべきである。
- 経営者個人の詐欺的行為（fraud）の場合、損害賠償請求されうることを明記すべきである。
- スタートアップに対しても、してはいけないこととして事例を記載する方がフェアではないかと考える。

- 留意事項から買取請求権における個人補償を除く際、VC の懸念に対する対処について、納得のいく記載の仕方が必要である。

- 発行会社の違反に対して、経営株主個人に買取請求できるというのは、不合理だというのはここでのコンセンサスだと思うので、それならば発行会社の違反の場合には発行会社に対してのみ買取請求ができるという点を、もう少しクリアに記載した方が良い。
- 前回の留意事項策定時から内容を変更するに至った経緯と理由を明記すべき。
- 経営株主個人に害する買取請求権に長く依存してきた VC も少なからず存在することを前提にすると、彼らに対する配慮も必要である。
- 個人に対する買取義務を外すことによって VC が懸念するであろうことについて、どのような対処をしていくことが可能かをきめ細かくしっかりと、法律家の観点からも納得できる記載の仕方が必要である。

ii. 今後の検討課題について

これまでの討議を踏まえて、今後さらに検討を進めることが求められる論点について自由討議を実施した。今後の主な検討項目は以下の通り。

- 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の周知、実務の向上に向けた活動
- スタートアップのガバナンスの在り方
- 健全なスタートアップ・エコシステム形成への制度整備

【検討会における議論概要】

- 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」を浸透させるための方法やその主体の整理が必要である。

- 細かく議論したとしても周知されないと意味がない。周知の仕方としては、VC、CVC をまとめている JVCA が主体となってはどうか。
- 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」は、一義的には VC 側が理解することが重要であるが、一方でスタートアップ側も努力しないとイケない。例えば、J-Startup のコミュニティを使い、スタートアップ側にもインストールする機会を作っていくなどしないと、なかなか根付かないのではないかな。

- コーポレートガバナンスを強化するため、VC の役割と持つべき権利を整理する必要がある。ボードメンバーへの関わり方やスタートアップ版のガイドラインの作成などが検討事項として挙げられる。

- 社外取締役を入れてガバナンスを効かせることは重要だが、社外取締役がスタートアップビジネスを理解するための説明に時間がかかるなど、スタートアップ企業の成長を阻害するようなガバナンスの在り方は良くない。
- 上場企業でも、エンゲージメント・ファンドのような長期投資家から社外取締役を受け入れて、経営陣とともに企業戦略を構築するような、新しい形のボード（「ボード 3.0」）ができないか。わが国でも、VC がスタートアップのガバナンスに社外取締役として正規の形で責任を持って関わる方向をさらに推し進める必要がある。
- 実務をグローバルレベルに引き上げようとする、VC の機能は戦略・データ経営コンサルティングまでできないとイケない。各 VC の意識の高い方々は、キャピタルゲインが入っていることもあり、本格的に実施しているため、ボード 3.0 モデルができる VC が出てきてもおかしくない。次のフェーズでも、そこを目指すための会議体となれば良い。
- ガバナンスという言葉の認識が人によって異なる可能性がある。ルールを出すというよりは、啓蒙活動から始めないとなかなか浸透しないのではないかな。
- スタートアップの企業価値を最大化するために、経営株主と VC がどのような共同作業ができるかという観点から、ボードの在り方や種類株式の使い方を各論的に記述していくのが、起業家の方にも VC の方にも受け入れられやすいと考える。

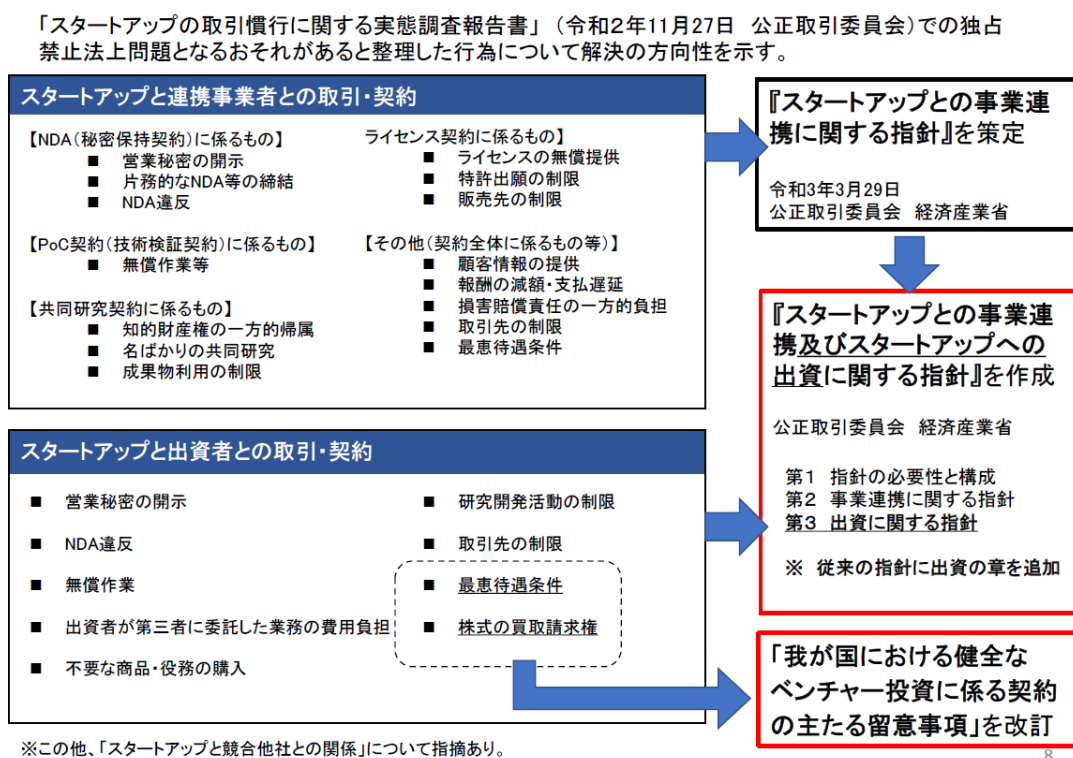
- 健全なスタートアップ・エコシステム形成への制度を整備すべく、海外実務と日本の実務の両面の実情を踏まえたエコシステムの在り方を検討する必要がある。

- スタートアップや VC の中だけで解決できる範囲は限られている。以前に比べると減少傾向にあるものの、大企業からスタートアップが見下されるようなことがある。そういった認識が世の中にある以上、スタートアップに良い人材が集まったり、エコシステムを拡大したりするということが達成されないのではないかな。
- 元来、一千億企業の規模の VC ファンドがほとんど存在していないこともあり、日本は特にディープテックの企業にとっては非常に事業を興していくことが難しい。アメリカの類似スタートアップに比肩するあるいはそれを上回る技術を保持していても、どうしても資金力で事業進捗が遅れ競争で不利な立場に立たされてしまう。
- 今の日本での一般と海外での一般にずれがある場合、その違いをどのように収束していくかという議論が、これからの健全なスタートアップ・エコシステム形成への制度設計の構成になっていくのではないかな。とはいえ日本には日本の背景があるので、それらをどのようにマージさせていくのか。そのプロセスをどのように制度化していくかということを将来的に考えると良いのではないかな。

第5章 「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」及び留意事項の修正

調査結果及び検討会の議論結果を踏まえ、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」を作成するとともに、「留意事項」の改訂をおこなった。

投資契約ガイドラインのイメージについて



図表20：投資契約ガイドラインのイメージ

1. スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針

出資契約は、出資者がスタートアップへの出資に際して株式を取得する際の出資実行条件を中心に定めた契約である。出資契約の主な内容は、出資に係る発行概要（取得する株式等の種類、種類株式の内容、数、価格、払込期日等）、資金使途、表明保証等の投資の前提条件、投資実行の条件、契約違反が生じた際の取り決め等で構成される。一方、事前承認・通知事項、取締役指名権、オブザーベーション・ライトといった会社経営に関する事項及び情報開示に関する取り決め、優先引受権のような株式の変動に関する事項等、投資後に関する内容も取り決められる事例も多い。また、投資後の主要な投資家と発行会社及び創業株主との権利義務等を取り決める株主間契約、M&AによるExitに関する内容などを取り決める財産分配契約を併せて締結する場合も多い。

近年、スタートアップへの出資は、件数、金額とも増加している。出資者は、ベンチャー

キャピタル（以下「VC」という。）、大企業、大企業の投資部門・投資子会社であるコーポレートベンチャーキャピタル（以下「CVC」という。）など、多様な主体が存在している。その中で、公正取引委員会の「スタートアップの取引慣行に関する実態調査報告書」で指摘されたような問題事例も出てきており、出資契約の適正性の向上が求められている。

本指針では、出資契約に係る問題について、その背景を整理しつつ、解決の方向性を整理した。以降に、問題別の修正内容について記載する。

(1) 営業秘密の開示

スタートアップが、出資者から、NDA を締結しないまま営業秘密の開示を要請される場合がある。

スタートアップは、秘密情報が流出することで競争力の源泉が失われ、ビジネスが立ち行かなくなるリスクがある一方、出資者も、スタートアップとの取引の中で、どのような情報が秘密情報にあたり、どのような情報が秘密情報でないかが、曖昧になることにより、意図せずスタートアップの秘密情報を流出あるいは利用してしまい、スタートアップから訴訟を提起されるリスクがあり得る。

このように秘密情報の流出は双方にとって大きな損失・被害に直結しかねないが、出資の交渉の過程において、双方の認識不足やスタートアップ側の交渉力不足により営業秘密の扱いを明示する NDA を締結しないままスタートアップの企業情報のやり取りがなされることも多い。

解決の方向性としては、スタートアップと出資者の双方が秘密情報の管理に関するリテラシーを向上し、出資についての具体的な検討が始まる際に双方が管理可能な方法で NDA を締結することが必要である。具体的には、スタートアップ側で、出資受け入れの検討を始める際に、自社が有する情報のうち、何を秘密情報とする必要があるかを整理した上で、必要があればスタートアップは出資者との交渉に入る際に NDA を締結することが重要である。

(2) NDA 違反

出資者が、NDA に違反して事業上のアイデア等の営業秘密を他の出資先に漏洩し、当該他の出資先が、スタートアップの商品・役務と競合する商品・役務を販売する場合がある。

問題が顕在化されにくい背景としては、(ア)NDA 違反の立証が難しいこと、(イ)NDA 違反の抑止力を高める NDA を締結できていないといったことが挙げられる。

使用された情報が NDA における「秘密情報」に該当することの立証や、被害を受けた側が NDA 締結前に当該秘密情報を保有していたことの立証が困難で泣き寝入りするしかなくなってしまうスタートアップも少なくない。また、NDA の内容をスタートアップ側が正確に理解していない、NDA における秘密情報の範囲に応じた体制をスタートアップ側が確保できていない等の理由によって、スタートアップ側による NDA 違反が起きているケースもあ

る。

解決の方向性としては、NDA に違反した場合の法的責任の追及ができるように、責任追及の場面から逆算して NDA の各規定を検討することが重要である。

(3) 無償作業

スタートアップが、出資者から、契約において定められていない無償での作業を要請される場合がある。

大企業との共同事業につながる CVC による出資に際して PoC として無償作業が発生することもある。スタートアップは、このような無償作業を実施することで、人的リソースが枯渇・疲弊したり、資金ショートするリスクもある。

解決の方向性としては、スタートアップと出資者が口約束や契約外の作業を行うことで生じるリスクを避けるために、出資の契約交渉において、双方がスタートアップの経営状態に応じて発生する作業等の調整をすべきである。

(4) 出資者が第三者に委託した業務の費用負担

スタートアップが、出資者から、出資者が第三者に委託して実施した業務に係る費用の全ての負担を要請される場合がある。

スタートアップへの出資検討におけるデューディリジェンス（企業価値やリスク等に関する調査）に係る費用が対象になることが多く、通常は出資者側の負担であるが、一部でスタートアップ側の業務の特殊性などでスタートアップ側の負担となるケースもある。しかし、このような費用負担が、スタートアップ側との調整の結果導入されるものではなく、単に出資者の利益確保の観点のみからなされる場合には、オープンイノベーションの推進を阻害する問題事例であり、注意が必要である。

解決の方向性としては、スタートアップと出資者双方が、出資の審査に係る調査の内容等を調整、協議した上で、費用負担についての共通認識を持つことが重要である。また、出資検討の調査以外でも安易に第三者に委託した業務の費用負担が生ずることのないようスタートアップ側と出資者の対等な立場での対話が求められる。

(5) 不要な商品・役務の購入

スタートアップが、出資者から、他の出資先を含む出資者が指定する事業者からの不要な商品・役務の購入を要請される場合がある。

スタートアップの業務に関連して、出資者の紹介等で商品・役務の購入が発生し、その費用負担が、出資者とスタートアップ側との調整の結果、スタートアップ側の負担となるのではなく、単に出資者や出資者が出資する企業等の利益確保の観点のみからなされる場合には、オープンイノベーションの推進を阻害する問題事例であり、注意が必要である。

解決の方向性としては、スタートアップが、出資者の紹介等で商品・役務を購入する際に

は、それがスタートアップの業務に必要なものか、費用負担をどうするかについて調整し共通認識を持つことが重要である。また、スタートアップ側の不要な費用負担が生ずることのないようスタートアップ側と出資者の対等な立場での対話が求められる。

(6) 株式の買取請求権

株式の請求権に関しては、以下の3つの問題に分けられる。

買取請求権を背景とした不利益の要請

スタートアップが、出資者から、知的財産権の無償譲渡等を要請され、その要請に応じないときには株式の買取請求権を行使すると示唆される場合がある。

著しく高額な価額での買取請求が可能な買取請求権の設定

スタートアップの事業資金が枯渇しつつある状況において、スタートアップが、出資者から、出資額よりも著しく高額な価額での買取請求が可能な株式の買取請求権の設定を要請される場合がある。

行使条件を満たさない買取請求権の行使

株式の買取請求権の行使条件が満たされていなかったにもかかわらず、スタートアップが、出資者から、保有株式の一部について買取請求権を行使される場合がある。

出資者は、投資契約等の実効性を確保するため、契約違反が発生した際の取り扱いとして、損害賠償請求の定めを置くが、出資者が自己に生じた損害額を算定し立証することが困難であることが多い。VCは外部の資金を預かって運用する立場であり、その運用には重い責任が課せられている。また、CVCも、事業の遂行上、契約違反を原因とした投資損失を生じさせることは避けなければならない。そこで、買取請求として、契約違反が生じた際に出資者が取得した株式の資産価値に相当する金銭を請求する権利を確保することにより、契約違反時の請求額の算定を行いやすくすることができる。また、重大な契約違反が発生した際には、出資者と発行会社間の信頼関係が損なわれ、出資者が株主であり続けることが困難となることが多いため、発行会社と出資者の関係解消を図るために買取を請求する権利を定めている。

一方でこの買取請求権を背景とした不利益の要請や後述の著しく高額な価額での買取請求、行使条件を満たさない買取請求権の行使などの問題事例も出ている。これは「ii.出資者側のオープンイノベーションに関するリテラシーの不足」や「iii.対等な立場を前提としたオープンイノベーションを推進する上で望ましくない慣習の存在」が要因となっていると考えられる。

上述のとおり契約違反時の責任追及の手段として買取請求権の条項が規定されるが、一方で、出資者は買取請求を濫用してはならない。買取請求権の規定については、出資者とスタートアップ側が十分な協議の上、重大な表明保証違反や重大な契約違反に限定した行使条件について明確化し、行使を示唆しての不当な圧力を阻止するべきである。買取請求が行

使される重大な表明保証違反、重大な契約違反としては、以下のような内容が例として挙げられる。

【表明保証違反】

- 知的財産権など企業の競争優位性に関する事項の虚偽表明
- 粉飾決算（多額の架空売上の計上、債務の隠蔽等）
- 反社会的勢力との関係が明らかとなった場合

【重大な契約違反】

- 投資資金の資金使途以外での使用（目的以外の事業への流用、他社への投融資、創業株主らによる私的利用等）
- 事前承認事項への違反（大量の新株発行や重要な事業の譲渡等）
- 重大な法令違反が生じた場合

(7) 研究開発活動の制限

スタートアップが、出資者により、新たな商品等の研究開発活動を禁止される場合がある。

研究開発活動の制限が発生する要因としては、「ii.出資者側のオープンイノベーションに関するリテラシーの不足」や「iii.対等な立場を前提としたオープンイノベーションを推進する上で望ましくない慣習の存在」が該当するケースが多いと考えられる。

スタートアップが出資者から、研究開発活動の制限を求められる事例も見受けられる。しかし、このような行為が、スタートアップの事業拡大を考慮した利害調整の結果導入されるものではなく、単に出資者の利益確保の観点のみからなされる場合には、スタートアップの成長阻害やオープンイノベーションの推進を阻害することとなり、望ましくない慣行である。

多様な成長可能性を有するスタートアップにとって、研究開発活動の制限は事業拡大の障害になる可能性が高い。解決の方向性としては、研究開発活動の制限に係る契約交渉に際して、双方が今後のスタートアップの事業拡大を考慮した利害調整をした上でのオプションとして、制限が合理的に機能するものであるか、将来の事業発展の可能性等を阻害することにならないかを精査することが必要である。

例えば、出資後の共同事業が予定される場合において、スタートアップに共同事業の成果物の知的財産権を単独で帰属させる一方で、出資者が競合他社との競争優位性を確保するためにスタートアップの注力分野を限定したい場合など、スタートアップに対し期間を限定して研究開発活動の制限をすることが合理性を持つことがあるが、あくまでも例外的な事例と考えるべきである。

(8) 取引先の制限

スタートアップが、出資者により、他の事業者との連携その他の取引を制限される場合や、

他の出資者からの出資を制限される場合がある。

スタートアップが出資者から、取引先の制限を求められるような場面は、通常の交渉においても見られるものであろう。しかし、このような行為が、スタートアップの事業拡大を考慮した利害調整の結果導入されるものではなく、単に出資者の利益確保の観点のみからなされる場合には、オープンイノベーションの推進を阻害することとなり、注意が必要である。

解決の方向性としては、取引先の制限に係る契約交渉に際して、双方が今後のスタートアップの事業拡大を考慮した利害調整をした上でのオプションとして、当該制限が合理的に機能するものであるかの共通認識を持つことが重要である。

契約交渉に際しての双方のスタンスとして、互いの主張が利害調整のオプションとして合理的に機能するものであるかどうか、という観点を意識することが重要である。多様な成長可能性を有するスタートアップにとって、取引先の制限は事業拡大の障害になる可能性が高い。しかし、例えば、出資後の共同事業が予定される場合において、スタートアップに共同事業の成果物の知的財産権を単独で帰属させる一方で、出資者が競合他社との関係で競争優位性を保てるように、スタートアップに対し、出資者の競合他社との取引を制限することは一定の合理性を有する場合もあると考えられる。

(9) 最恵待遇条件

スタートアップが、出資者により、最恵待遇条件（出資者の取引条件を他の出資者の取引条件と同等以上に有利にする条件）を設定される場合がある。

スタートアップが取引において、最恵待遇を求められるような場面は、通常の交渉においてもみられるものであろう。しかし、このような行為が、スタートアップの今後の資金調達方向性を見越した利害調整の結果導入されるものではなく、単に出資者の利益確保の観点のみからなされる場合には、オープンイノベーションの推進を阻害する問題事例であり、注意が必要である。

解決の方向性としては、最恵待遇条件の設定に係る契約交渉に際して、スタートアップと出資者双方がスタートアップの今後の資金調達方向性を見越した、利害調整をした上でのオプションとして合理的に機能するものであるかの共通認識を持つことが重要である。

契約に最恵待遇条件を入れることにより、その後の他の出資者に対して有利な条件が設定されたときには、その有利な条件がそのまま契約先の出資者に適用されることとなる。そのため、受け入れる際には慎重に契約先の出資者との将来の関係を検討した上で決定すべきである。加えて、あらかじめ交渉の場において取引条件を明確にするとともに、対価に関する十分な協議を行うことが重要である。

2. 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

「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」（平成 30 年 3 月 経済産業省 日本ベンチャーキャピタル協会 みずほ情報総研(協力:リンクパートナーズ法律事務所)）について、記述を指針の記載事項にあわせて修正を行った。

スタートアップの海外展開が指向される中、出資契約においてもグローバルスタンダードに合わせることを求められる。また融資でも「経営者保証に関するガイドライン」において経営者個人保証を制限し、その実務が浸透している。経営株主に連帯責任を求める商慣行は、起業等のインセンティブを阻害する。このような点に鑑み、買取請求権は発行会社に限定し、個人を除くことが望ましい。また、種類株式によるガバナンスの多様化も必要となる。

なお、発行会社からの買戻しを確保するための減資プロセスへの創業株主の協力義務、創業株主が会社に損害を与えたことが明確な場合の株主代表訴訟プロセス、法人格否認の法理の適用の考え方など実務上の整理を進める必要がある。

具体的には図表 21 の通り、「第 5. タームシート 2. 解説及び留意事項 I. 投資契約（その他、引受に関する事項）22. 契約違反時の取り扱い」の（3）について、投資家が保有する株式を買い取るよう請求することができる対象より、創業株主を削除し、併せて（4）の記載からも創業株主を削除した。

第5. タームシート 2. 解説及び留意事項 I. 投資契約(その他、引受に関する事項)	
22. 契約違反時の取り扱い	
(1) 発行会社及び創業株主は、契約違反が生じた場合、誠意をもってその治癒にあたる義務を負うものとする	
(2) 投資家は、発行会社及び創業株主が投資契約に違反し、損害を被った場合、発行会社及び創業株主に対し損害賠償を請求できる	
(3) 投資家は、以下のいずれかの事由が生じた場合、発行会社及び創業株主に対して投資家が保有する株式を買い取るよう請求することができる	削除
・本契約[]条、[]条、[]条について重大な違反をした場合	
・表明保証した事項について真実又は正確ではないことが判明し、かつ、その内容が重要な場合	
(4) 上記(3)の買取請求により投資家の株式を買い取る場合の価格は投資家と発行会社及び創業株主が合意する算定方法による金額とする	

図表 21：「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」 改訂
の方向性

第6章 本業務の示唆

1. 本業務から得られる示唆

文献調査、ヒアリング調査、そして調査結果を踏まえた検討会を通じて整理された、「留意事項」の改訂及び「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」の作成に向けたポイントは以下の点である。

(1) 留意事項や「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」のあり方

ベンチャー投資に係るスタートアップと投資家との投資契約の実務においては、原則としては、個別の取引ごとに決めることが最適解であり、ガイドライン等が「独り歩き」をしてしまうことについては留意すべきである。

また、わが国においては、過去の取引慣行に引きずられて実務が非効率な均衡に陥って動けない、という傾向が強いと言われている。その点を踏まえると、ガイドラインという形で政府がより効率的な契約が結べる方向に背中を押すという活動は、極めて日本的ではあるものの、その活動には意義が認められるといえよう。株式の買取請求権等についても、過去においては経営株主への規律付けとして有効かつ必要であったことは認識をした上で、スタートアップと投資家のフェアな関係性の構築とスタートアップ・エコシステムの発展にとってより実態に即した情報を常にアップデートしていく、そしてその動きを政府及び、スタートアップ・エコシステムに関わるアクターがエンパワーメントしていくことが重要となる。

(2) スタートアップ・投資家双方のリテラシー向上に向けたアプローチ

「留意事項」や「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」が周知徹底され、投資家側がタームシートを提示する際の指針となっていくことは重要であるが、同時にスタートアップ側もリテラシー向上に向けた努力が必要である。

明らかな故意による表明保証違反については、我が国のみならず諸外国においても、詐欺として個人が責任を負うこともある。法的リテラシーが低いスタートアップを救済するという視点も必要であるが、一般のビジネス慣行としてしっかりと契約を確認、理解した上で交渉を行い、契約するというあたりまえの慣行が確立されることによって、スタートアップと投資家のフェアな関係性は構築しうるはずであり、スタートアップ側のリテラシー向上に向けた取り組み強化も重要な視点である。

(3) きめの細かい整理と継続的なアップデート

検討会では、委員から「我が国の成長という点からも起業家というリソースが貴重であり、これを投資家が潰してしまうとことにならないよう制度整備をしていくことが必要、ということが本検討会のマクロのメッセージである」との指摘があった。この視点を踏まえ、本検討会ではまず、スタートアップと投資家のフェアな関係性の構築の橋頭堡として株式の

買取請求権を取り上げた。今後も継続的に改訂に向けた検討を進めていくことが必要である。

また、スタートアップと投資家のフェアな関係性の構築といっても、対象が誰かによって契約のあるべき姿は異なる。例えば、投資家が VC であるか CVC であるか、共同 CG であるか、交渉相手側のリテラシーの高さや交渉相手の悪意の有無などによってあるべき対応は異なるものと想定される。よって、ガイドライン等が独り歩きしないよう、慎重に整理及び啓発を展開していくことが必要であるとともに、最新事例などが定期的にアップデートされ、常に実態に合わせて継続的にアップデートしていくようなきめの細かい対応が必要となる。

2. スタートアップと投資家のフェアな関係性の構築とスタートアップ・エコシステムの発展に向けた今後の論点

検討会等を通じて提示された、スタートアップと投資家のフェアな関係性の構築とスタートアップ・エコシステムの発展に向けた今後の論点は以下の通りである。

(1) スタートアップのガバナンス向上に向けたアプローチ

検討会においても、スタートアップ企業の成長を阻害しない最適なガバナンスの在り方を継続的に議論する必要が提起された。また、別の委員からは、アメリカにおける新しい形のボード（「ボード 3.0」）の議論についての紹介がされていたが、我が国においても、VC がスタートアップのガバナンスに社外取締役として正規の形で責任を持って関わり、法律上誤ったことをしていないかを監督するだけではなく、経営において有益な示唆を提示できる人を取締役に入れるといった、よりスタートアップの成長に資するガバナンスの枠組みを検討し啓発していく必要がある。

(2) 健全なスタートアップ・エコシステム形成に向けた制度整備の視点

検討会において、我が国のスタートアップ投資の環境では、一千億企業の規模のファンドがほとんど存在していないこともあり、日本は特にディープテックを中心とした企業にとっては非常に事業を興していくことが難しい、高い技術を保持していても、資金力で事業進捗が遅れ競争で不利な立場に立たされてしまうことも多いとの指摘があった。そのような中で、リスクマネーのボリューム確保という観点から大企業からのリスクマネーは我が国のスタートアップ投資市場にとって極めて重要な地位を占めているといえる。短期的にはガイドライン等がこれらのリスクマネー供給を委縮させてしまうことのないような整理が必要であるが、長期的には、我が国のスタートアップ投資市場におけるリスクマネーのボリューム確保に向けた政策検討は重要な論点である。

以上

参考文献

1.国内文献

- ・ 磯崎哲也 (2014) 『起業のエクイティ・ファイナンス』 ダイヤモンド社
- ・ 小川周哉・竹内信記編 (2019) 『スタートアップ投資ガイドブック』 日経 BP
- ・ 喜多野 恭夫 (2018) 『アメリカのベンチャー投資契約の特徴およびタームシートの機能』 BUSINESS LAWYERS HP (<https://www.businesslawyers.jp/practices/875> 最終閲覧日 2021 年 5 月 12 日)
- ・ 穴戸 善一=ベンチャー・ロー・フォーラム (VLF) 編 (2020) 『スタートアップ投資契約——モデル契約と解説』 商事法務
- ・ 穴戸善一= ベンチャー・ロー・フォーラム (VLF) 編 (2010) 『ベンチャー企業の法務・財務戦略』 商事法務
- ・ 穴戸善一 (2006) 『動機付けの仕組みとしての企業：インセンティブ・システムの法制度論』 有斐閣
- ・ 田中亘 (2021) 『会社・株主間契約の理論と実務』 有斐閣
- ・ 藤野洋 (2011) 『日米のベンチャー・キャピタル投資の「法と経済学(law & ecomomics)」的側面からの考察』 商工金融 (最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日,<https://www.shokosoken.or.jp/chousa/youshi/22nen/22-6.pdf>)
- ・ 本柳祐介 (2017) 『多様化するファンドへの投資の契約、交渉、デューディリジェンス論座』 (最終閲覧日 2022 年 2 月 19 日, <https://webronza.asahi.com/judiciary/articles/2717010500001.html>)

2.海外文献

- ・ Aumni (2020) 『NVCA&AUMNI, ENHANCED MODEL TERM SHEET, 2020』 Aumni HP (<https://www.aumni.fund/resources/enhanced-model-term-sheet> 最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日)
- ・ Ewens.M , Marx.M (2018) 『Founder Replacement and Startup Performance』 The Review of Financial Studies (<https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/31/4/1532/4604800> 最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日)
- ・ Gompers.P , Kovner.A , Lerner.J (2009) 『Specialization and Success: Evidence from Venture Capital』 Journal of Economics & Management Strategy (<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1530-9134.2009.00230.x> 最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日)

- Tian.X (2012) 『The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms』 Review of Finance
(<https://academic.oup.com/rof/article-abstract/16/1/245/1593316?redirectedFrom=fulltext> 最終閲覧日 2022 年 2 月 24 日)

