

「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」増補版 - スタートアップの成長に資するガバナンス設計と投資契約実務のアップデート -

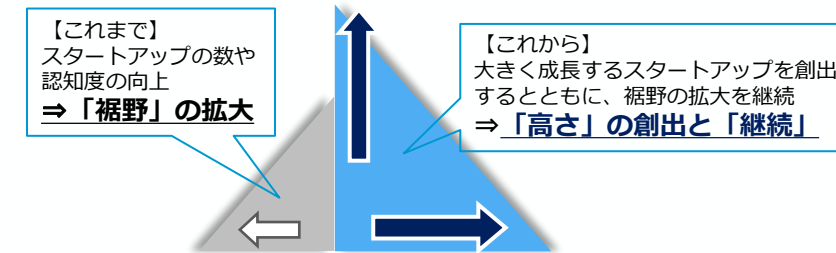
2025年9月

イノベーション・環境局 イノベーション創出新事業推進課
日本貿易振興機構（JETRO） スタートアップ課

増補版策定の目的

「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」増補版（以下「増補版」という）は、日本のスタートアップ・エコシステムのさらなる発展に向け、スタートアップの成長に資するガバナンス設計とそれを踏まえた投資契約実務のアップデートを行うものである。

- 日本のスタートアップ・エコシステムは、資金供給者であるVC、スタートアップ、人材面の三者が、相乗効果をもたらしながら、ここ10年で大きく成長した。スタートアップの「裾野」は格段に広がり、グローバルに大きな成長を遂げているスタートアップも誕生し始めている。今後は、ユニコーン企業等の大きく成長するスタートアップの創出を中心に据え、更なる「高さ」の創出と「継続」に向けて注力していくことが重要である。
- そこで、「高さ」の創出と「継続」を目的として、「我が国における健全なベンチャー投資に係る留意事項」（令和4年3月経済産業省改訂）を、増補版という形でアップデートすることとした。なお、政府が掲げた「スタートアップ育成5か年計画」及び「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」（2024年、ベンチャーキャピタルに関する有識者会議）でも、スタートアップの投資契約について言及されている*。
- 上記目的のもと、海外投資家やグローバルトップ人材が活動しやすい環境を整備するという観点においては、日本の投資契約実務と米国等のグローバルスタンダードとの差異を比較した検討をすることが重要である。但し、その検討にあたっては、単に投資契約の内容の差異だけを比較するのではなく、その背景となる会社法制、上場制度等の制度面、個々のスタートアップの体制（ガバナンス）等の差異についても比較する必要がある。
- 以上を踏まえて、増補版では、スタートアップの「高さ」を生み出す成長に資するガバナンス設計とそれを踏まえた投資契約実務のアップデートを示す。これが、スタートアップ・エコシステムを支える関係者によって活用されることで、「高さ」のあるスタートアップが生まれ、またスタートアップの裾野の拡大が「継続」するスタートアップ・エコシステムへと成長することを期待する。



※「スタートアップ育成5か年計画」では「海外投資家の実務の実態も踏まえながら、グローバルスタンダードに沿ったモデル契約書の作成・周知を行うなど、海外投資家と国内外のグローバルトップ人材が我が国のスタートアップ・エコシステムで活動しやすい世界クラスの環境の整備を進める。」と、「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」では「投資先企業のガバナンス体制・水準も考慮しつつ、事後の資金調達ラウンドでの円滑な資金調達（海外投資家の呼び込みも含む）や事業活動の展開に過度な制約とならないか、経営者による事業拡大・挑戦に向けたインセンティブ・意欲を適切に引き出すものとなっているかといった視点から、投資先企業と十分に意思疎通を図ることが期待される。」等とそれぞれ言及されている。

増補版の概要と活用にあたっての留意点

増補版は、その策定の目的を踏まえ、グローバルな成長を含めてより「高さ」のある成長を目指すスタートアップと、その経営者及び投資家等を活用のメインターゲットとして、以下のとおり「我が国における健全なベンチャー投資に係る留意事項」（令和4年3月経済産業省改訂、以下「留意事項」という）のアップデートを行うものである。

目的

- 日本のスタートアップの更なる「高さ」の創出
- 日本のスタートアップの裾野の拡大の「継続」

向かうべき方向性

- スタートアップの成長は、経営者・投資家を中心とするスタートアップ・エコシステムの各プレイヤーの共創により促進されることから、**スタートアップの企業価値向上に資する体制（ガバナンス）の在り方、重要性及びこれを構築するにあたっての各プレイヤーの役割等を提示する**
- **経営者（創業者）と投資家の間に投資実務に関する情報の非対称性が存在することから、これを是正し、合理的な投資契約の交渉を可能とする**
- 特にミドル・レイター期の成長に必要な**大規模な資金提供が可能な投資家が限定的で、海外投資家からの資金提供も少ないことから、海外投資家がスムーズに投資参入するためのスタートアップの体制や投資環境を整備する**
- 米国と比較して、一般的に日本のスタートアップはExitの方法としてIPOを志向することが多いといわれており、結果として**スモールIPOも生じやすい状況になっていることから、M&AによるExitの選択肢にも配慮した実務を周知する**

アップデートの概要

- 「高さ」のある成長を目指すスタートアップにおけるガバナンス体制と、その実現のためのスタートアップ・エコシステムの各プレイヤーによる共創の在り方の提示
- ガバナンス体制の成長を前提とした「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」（令和4年3月経済産業省改訂）における投資契約の内容のアップデート

目次

1. スタートアップの成長のためのガバナンス体制の共創	P. 5
2. 「高さ」のあるスタートアップにおけるガバナンスの変遷の例	P. 9
3. ガバナンスの向上に向けて取締役会・関係者に期待される役割	P. 11
4. ガバナンス体制の成長に応じた投資契約のアップデート	P. 13
5. 各契約条項の内容と位置づけ	P. 14
6. 各契約条項	
① 事前承認事項	P. 15
② 株式買取請求権	P. 18
③ 表明保証の主体	P. 23
④ 補償責任の主体	P. 25
⑤ 優先残余財産分配	P. 26
⑥ 上場に伴う優先株式の転換	P. 31
⑦ Exit協力義務（上場努力義務等）	P. 37

1. スタートアップの成長のためのガバナンス体制の共創

スタートアップの更なる「高さ」の創出を実現するためには、経営者・投資家を中心とするスタートアップ・エコシステムの各プレイヤーが、投資の受け手であるスタートアップの成長に資するガバナンス体制を協力して構築していくことが重要である。

- 「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」は、スタートアップ投資に係る契約実務について解説するものであるが、契約実務のアップデートを図るにあたっては、投資の受け手である**スタートアップ自体の成長もセットで必要**である。
- 特に、グローバルに「高さ」のある成長を目指し、海外投資家からの投資を受けることを見据える場合には、スタートアップにおいて、グローバルスタンダードに引けを取らない体制を構築することが重要となる。そして、そのような**体制構築にあたっては、経営者・投資家を中心とする各プレイヤーによる共創が必要不可欠**である。
- 日本においても、海外投資家からの投資も受けて、グローバルに「高さ」のある成長を遂げている又はこれを目指すスタートアップが誕生してきている。このようなスタートアップのガバナンス体制とその変遷、各プレイヤーの果たしている役割は、「高さ」のある成長を目指すにあたり大いに参考になる。
- 以下では、具体事例も交えて、「高さ」のある成長を目指すスタートアップにおけるガバナンス体制の在り方と、その**実現のためのスタートアップ・エコシステムの各プレイヤーによる共創**について示す。これが、スタートアップエコシステムの関係者によって活用されることで、それぞれの関係者が成長し、ひいてはスタートアップが更なる「高さ」のある成長を遂げていくことを期待する。

1. スタートアップの成長のためのガバナンス体制の共創（日米比較）

日本と米国のスタートアップの間には、ガバナンスの成熟度に違いが存在するという指摘がある*

※倉林 陽「日本のスタートアップにおけるコーポレートガバナンス上の課題」旬刊商事法務 2373号（2024）

	 日本	 米国
経営者	創業者が経営者を継続する傾向が強い。2022年以降にIPOを果たしたスタートアップの87%は、企業設立時の経営者がIPO申請時も経営者を継続している ¹⁾ 。	創業者がCEOを務めている比率はシリーズB調達時に62%、シリーズC調達時に48%、シリーズD調達時は39%と、企業の成長・資金調達のシリーズが進むにつれ、経営者が交代する ²⁾ 。IPO時に49%の創業者しかCEOに残っていないという推計 ³⁾ もある。
経営株主の持株比率	創業時普通株主がミドルステージまで過半数以上、上場時でも3分の1以上の持株比率を有するケースが大半で、経営に対する影響の大きさが持続。2023年に東証グロース市場に上場した企業のうち、創業時普通株主が過半数の議決権を維持している割合は36%、3分の1以上は59% ⁴⁾ 。	企業の成長・資金調達のシリーズが進むと、経営株主の持株比率が大きく減少。SaaS上場企業では15%程度であるとの試算 ⁵⁾ もある。
取締役会の役割	監督機能と執行機能の双方を担う傾向 取締役会の構成比率は、その過半数を創業者CEOら発行会社メンバーが占めることも多い。	監督機能を重視：経営の監督と執行が明確に分離しており、経営者は執行役（Officer）として、取締役（Director）とは分離して経営を行う。 取締役会の構成比率は過半数を社外取締役が占めることが多い。 シリーズA後 創業者側34%：社外取締役59% シリーズB後 創業者側21%：社外取締役72% という推計 ²⁾ も。
取締役会の影響力	取締役会設置会社であっても定款に規定すれば取締役会決議事項を株主総会で決議することができ、株主総会の決議事項の範囲が広い。取締役会よりも、株主総会における経営者（創業者）の高い持株比率が経営のコントロールに強く影響。	CEOの選定・解職を含め、経営の意思決定に対する影響力が大きい。

出所) 倉林 陽「日本のスタートアップにおけるコーポレートガバナンス上の課題」旬刊商事法務 2373号（2024）、有識者ヒアリングに基づき作成
1) 各社「上場申請のための有価証券報告書」より 2) Wasserman “The Founder's Dilemmas” (2012) p343 3) Feld et al, “Startup Boards Second Edition 150” (2020)
4) ディスクロージャー実務研究会編「株式公開白書 2024年版（2023年1月～12月）」（2024）、5) Lemkin, “At the Top SaaS Companies, Founder CEOs Own -15% at IPO”

1. スタートアップの成長のためのガバナンス体制の共創

ガバナンスとは：ガバナンス体制を整備することの意義

ガバナンス
とは何か？

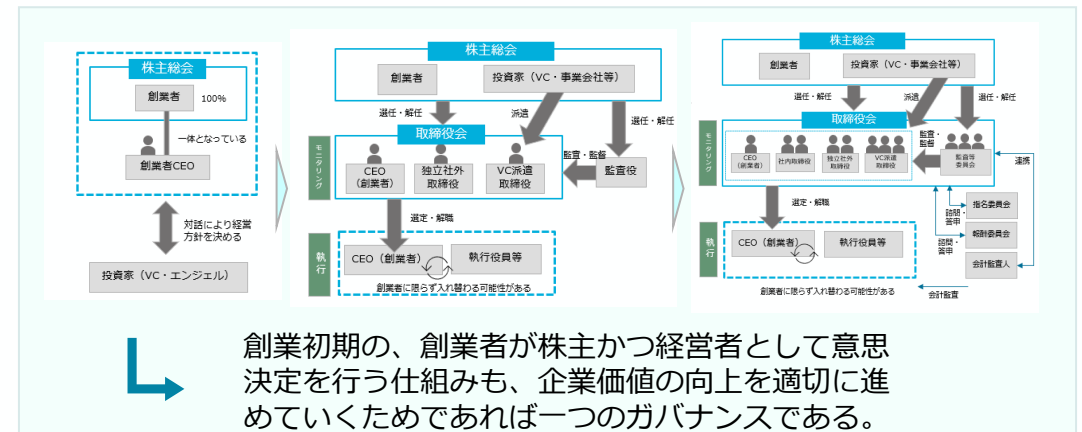
よくある誤解...

↳ ガバナンスとは、上場要件を満たすため・不祥事を防止することだけを目的とした形式的な会社体制である。✕

➡ ガバナンスとは、**持続的な成長と中長期的な企業価値の向上**を究極的な目的とした、会社が、**透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み**である*。

ポイント

- ・「企業価値の向上」を目的とした仕組み
- ・創業時から普遍的に必要なもの
- ・会社毎、フェーズ毎に様々な形態が存在



ガバナンス構築の 基本的な考え方

所有と経営の分離

会社の所有者



株主

経営者



CEO・
取締役

- ・会社の所有者たる株主が**経営者**に**会社の経営を委任**することで、**会社経営の効率化を図る仕組み**
- ・株式会社法が前提とする形態

監督と執行の分離

監督機関



取締役会

執行機関



CEO・
執行役員等

- ・監督機関がCEOを含む執行者の選任・解任を行うことにより、**執行機関を強化することで、企業価値の向上を実現する仕組み**

1. スタートアップの成長のためのガバナンス体制の共創

スタートアップの特徴にあったガバナンスの構築

- 爆発的な成長が期待されており、初期段階では経営と所有が重なり合っていて動的に変化
- ステージが進むにつれて多様な投資家が参入し、資本構成が複雑化



フェーズによって最適なガバナンスを構築

事業計画・資本構成のロードマップに沿って、自社にとって最適なガバナンスを検討

創業者による株主かつ経営者としての大胆かつ迅速な意思決定

ガバナンスの変遷

企業価値の向上

Exit戦略はIPO?M&A?

事業計画・資本構成のロードマップ

取締役会設置&独立社外取締役も加え、監督と執行が分離されたボードガバナンスを構築

社内取締役・VC指名取締役等*を増員

海外展開に適した人材を取締役に加える

M&Aによる展開に適した人材を取締役に加える

M&Aによる事業拡大

A事業の海外展開

海外投資家からの出資を含む大規模調達

A事業に加えB事業を開始

VCからの資金調達(優先株式)

シード

アーリー
(シリーズA~B)

ミドル
(シリーズB~C)

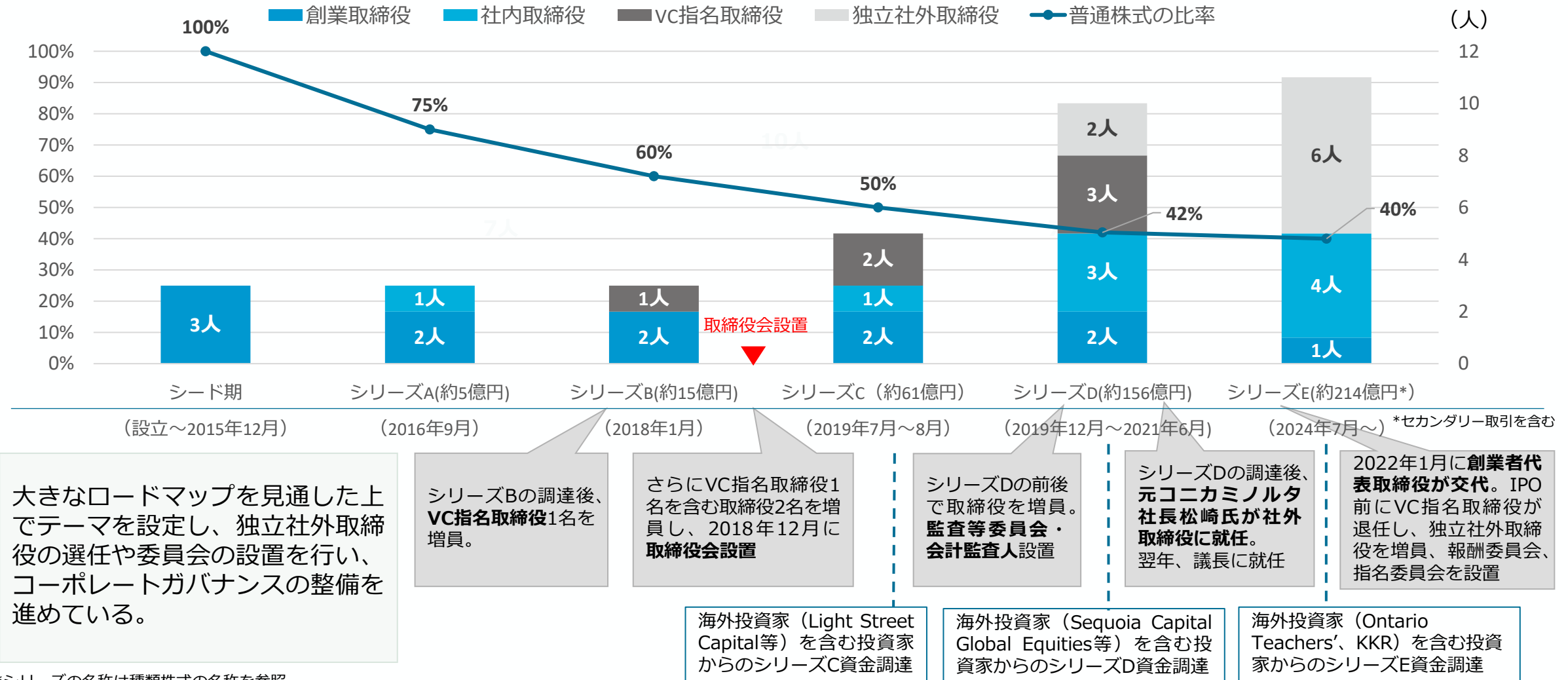
レイター
(シリーズC~D以降)

※VC指名取締役：発行会社に対して、VC等の投資家が指名して派遣する取締役

2. 「高さ」のあるスタートアップにおけるガバナンスの変遷の例

海外投資家を含めたミドル・レイター期の大きな資金調達の後で、取締役を増員する等によりガバナンス体制を強化している。

株式会社SmartHR（クラウドサービススタートアップ）の場合

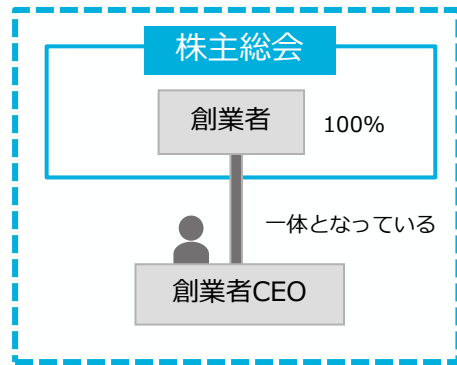


*シリーズの名称は種類株式の名称を参照

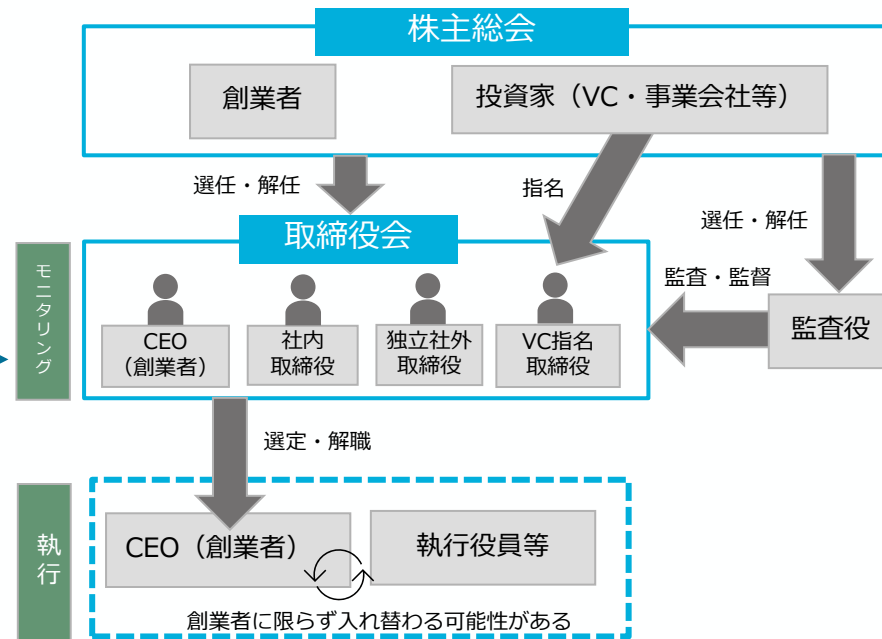
2. 「高さ」のあるスタートアップにおけるガバナンスの変遷の例

「高さ」の創出を目指すスタートアップにおけるフェーズ毎のガバナンスの一例（イメージ）

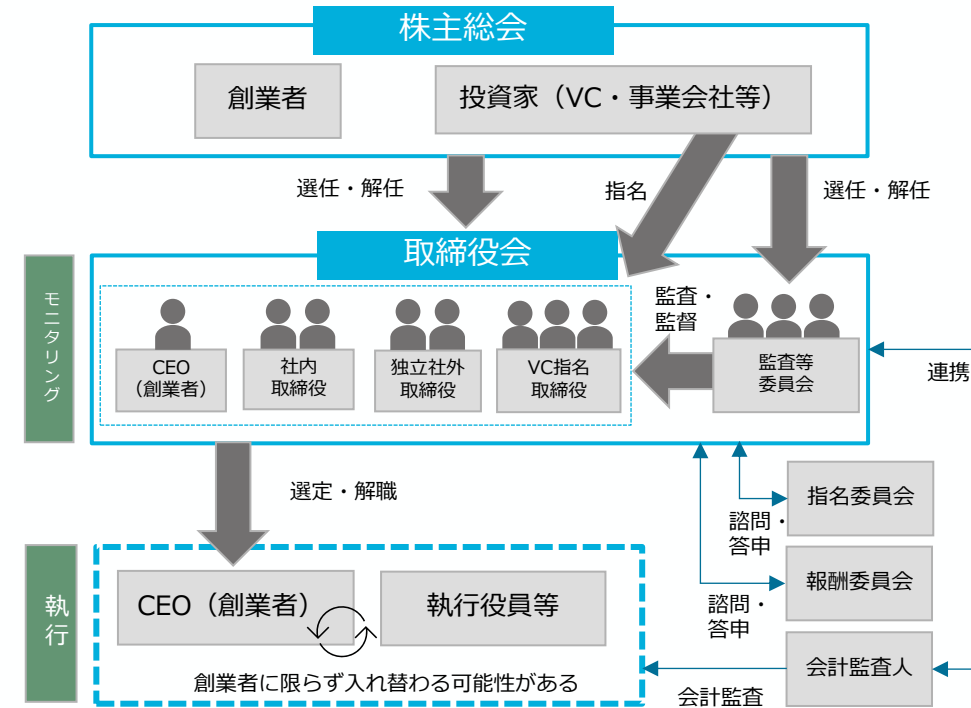
①所有と経営・監督と執行が分離していない初期のフェーズ



②取締役会を設置し、ボードガバナンスを構築していくフェーズ



③ガバナンスを高度化していくフェーズ（SmartHRの事例を参考）



上記の取締役会の構成は一例であり、まずは右記のような構成とすることも考えられる。
成長に伴い、特定の株主との直接の利害関係を有しない独立社外取締役の設置を検討することも重要である。



※上記は監査等委員会設置会社の例
会社のフェーズに応じて、監査等委員会設置会社や監査役会設置会社としたり、取締役会の構成員を強化したりする等によって、ガバナンスを高度化していく。

3. ガバナンスの向上に向けて取締役会・関係者に期待される役割

「高さ」のある成長を目指すスタートアップにとっては、取締役会を中心としたガバナンスの構造を検討することが重要。取締役会の役割は、CEOの選定・解職を含めた執行体制の監督により、スタートアップの成長を支えることにある。

取締役会の役割と構成

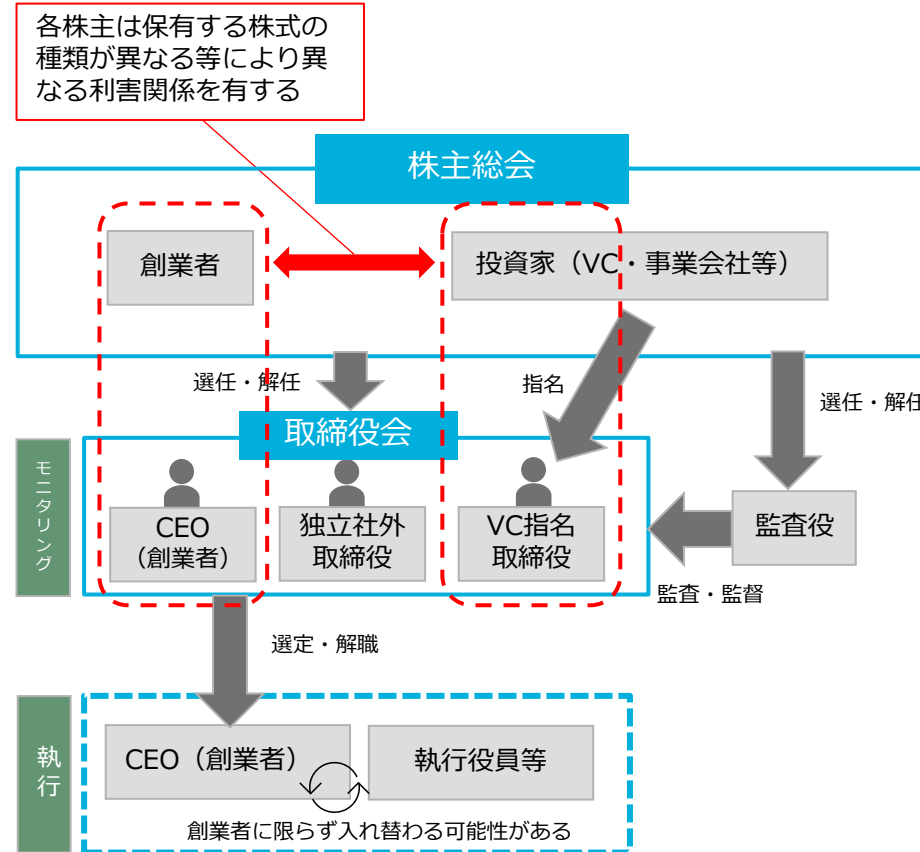
■「高さ」の創出のために取締役会に期待されること

- 「高さ」のある成長を目指す場合、成長のフェーズに応じて経営環境の複雑性や多様性が増す。そのため、CEO個人の能力のみに頼った経営ではなく、**様々な能力の外部人材を擁するチームによる経営が必要**であり、その構造としては、**監督と執行の分離を前提とした、取締役会を監督機関に据えるボードガバナンス（モニタリングモデル）**が考えられる。
- その場合、取締役会は、将来ビジョンや経営戦略といった会社の大きな方向性を示し、執行機関の中心であるCEOの意思決定をときに後押しし、ときにけん制しながら、**CEOの選定・解職を含めて、経営環境の変化に応じた執行体制の監督（モニタリング）***をすることで、スタートアップの持続的な成長を支える役割を担うことが期待される。

*監督（モニタリング）の在り方も、スタートアップの成長フェーズや執行機関の体制によって異なるものであり、一定の場合には、マイクロマネジメントにならないように留意しつつも、個別の執行に対する助言を行うことも想定される。

■取締役会の構成員についての留意点

- 取締役の配置にあたっては、自社の**事業計画・資本構成のロードマップに沿って、適時に適切な人材を配置することが重要**となる。成長フェーズに応じて、経営者としての知見・経験を有する者や、一定の業界や特定分野に専門性を有する者、その有する知見・経験をもとにガバナンスの観点からの貢献が可能な者等を配置するといったことが考えられる。
- 取締役が株主としての側面を有する場合、取締役間で利益相反が生じることがある。この場合においても、各取締役は、スタートアップに対して善管注意義務及び忠実義務を負うことを踏まえ、**企業価値の最大化のために取締役としての意見を述べることを徹底**する必要がある。利益相反が生じ得ることとの関係では、株主としての側面を有しない**独立社外取締役の設置を検討することも重要**となる。



3. ガバナンスの向上に向けて取締役会・関係者に期待される役割

「高さ」のある成長を目指すスタートアップにとっては、取締役会を中心としたガバナンスの構造を検討することが重要。取締役会の役割は、CEOの選定・解職を含めた執行体制の監督により、スタートアップの成長を支えることにある。

CEO（創業者）に期待される役割

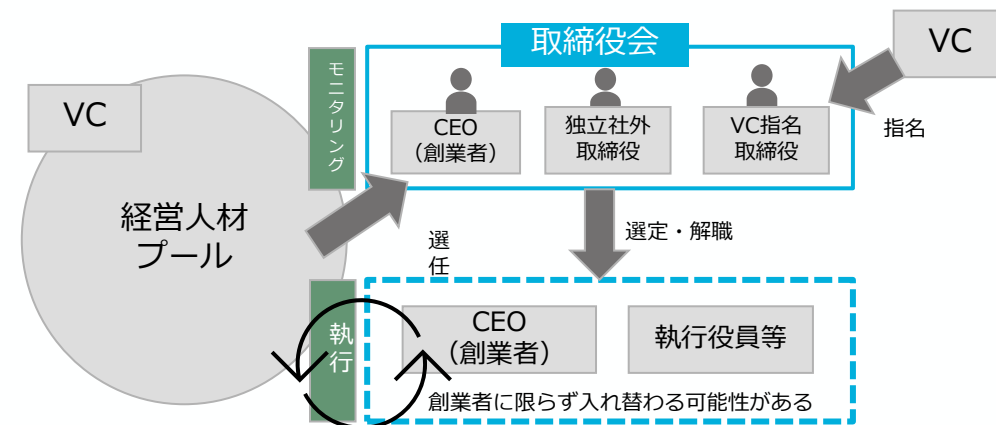
- 迅速かつ果断な意思決定による**事業の遂行とその前提となる取締役会との適切なコミュニケーション**（報告・議論）
- 会社のフェーズに応じてCEOに求められる能力が変化することを自ら理解すること
- 取締役会の一構成員として、会社（株主）全体の利益のために自らを含めた取締役の構成・執行体制について果断な判断をすること

VCに期待される役割

- 会社の**企業価値を最大化すべく、各投資家が最適な支援**を提供すること。例えば、リード投資家としてハンズオン支援が期待されるVCにおいては、人材の紹介、ビジネスマッチング、ノウハウの提供・コーチング、M&Aの支援等の各種経営支援等を行うこと
- 経営課題の変化に応じて経営体制の変更をするにあたって、取締役として指名することが可能な事業経験のあるキャピタリストを含め、適切な人材を適時に配置できるような**人材プールを確保**すること
- 自社の人員に限らず、スタートアップのフェーズに応じて、**業界の知見を有する等の適切な能力を有する取締役を指名**すること
- VC指名取締役を含む投資家からの指名に基づきスタートアップの取締役に選任される者は、指名者ではなく、**スタートアップに対して善管注意義務及び忠実義務を負う**ことを認識し、経営及びその監督に参画すること

独立社外取締役に期待される役割

- 独立社外取締役は、当該スタートアップの経営陣から独立し、また、特定の株主の意向にも左右されることのない重要なポジションとして、その経営等の経験・知見を活かし、**客観的かつ俯瞰的に、会社全体の利益のために**、取締役会の意思決定に関与すること



※会議の場としての取締役会を実効的なものにするための留意点

- 取締役会を執行側の報告を行うだけの場とするのではなく、**多角的な議論を通じた執行側の意思決定のクオリティ向上に意義があることを理解した上で、各取締役が踏み込んだ議論をすることが重要**である。その前提として、執行側以外の取締役との十分な協議を踏まえた事前のアジェンダ設定も重要である。
- 会議の場としての取締役会において、**取締役としての責任のないオブザーバーが多数出席することも本来望ましいものではない**。

4. ガバナンス体制の成長に応じた投資契約のアップデート

投資契約の内容について、グローバルな成長を含めて「高さ」のある成長を目指し、それを前提としたガバナンスを構築するスタートアップとの関係においては、既存の投資契約実務からのアップデートを図ることが適当である。

- 「我が国における健全なベンチャー投資に係る留意事項」（令和4年3月経済産業省改訂）は、日本の投資契約実務について解説するものであるところ、その内容自体も、また実際の日本の投資契約実務についても、米国等のグローバルスタンダードと一部差異があり、その点についてしばしば批判の対象となる。
- 投資契約の内容について、「高さ」のある成長のために海外投資家を含む多様な投資家からの投資を受けることを見据えると、グローバルスタンダードとの差異をなくすことも重要と考えられるが、**投資契約実務の差異は、投資契約の前提となる制度やガバナンス等の差異にも起因するものであるから、単に投資契約実務にグローバルスタンダードとの差異があること自体を批判の対象とすることは適当ではない。**
- 日本においても、海外投資家からの投資を受けてグローバルに「高さ」のある成長を遂げている又はこれを目指すスタートアップが誕生してきており、**海外投資家を含む多様な投資家からの投資を受けることを見据えた投資契約実務のアップデート**が図られている。また、このような変化の中で、日本のvcにおいても従来の投資契約に係るスタンスを変更し公表する例も出てきているところである。
- そこで、増補版では、このようなスタートアップ・エコシステムの状況の変化を加味して、特に、**スタートアップの成長に応じた投資契約の内容の例及び考え方を提示**することにより、既存の投資契約実務のアップデートを図る。
- なお、投資契約自体は、契約当事者間の関係性、市況やその他背景事情を前提として、私人間の交渉の結果として形成されるものであることには留意されたい。

5. 各契約条項の内容と位置づけ

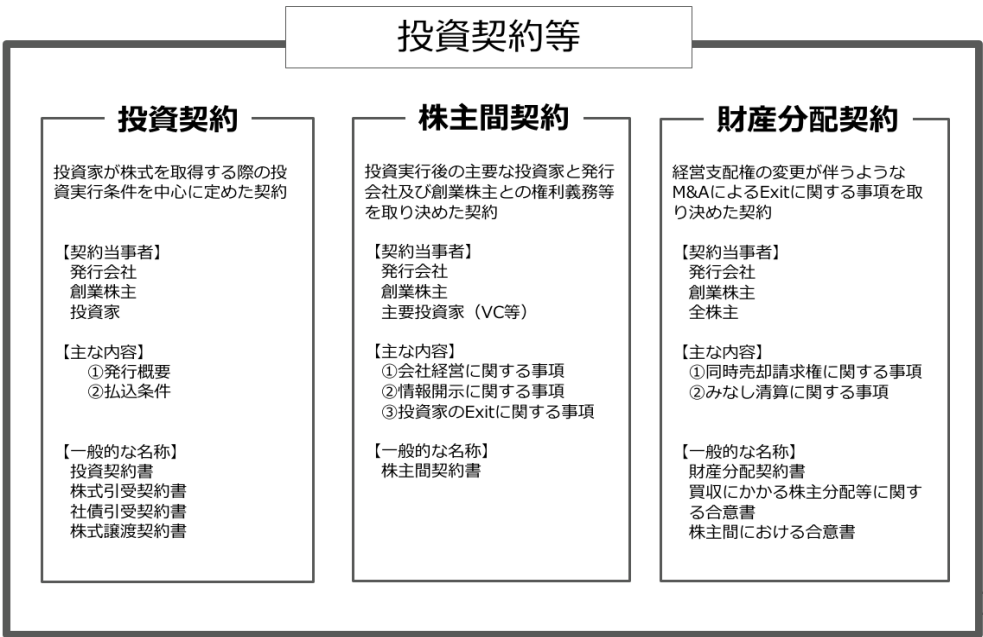
	規定	内容	規定箇所	留意事項
①	事前承認事項	発行会社とその運営に関して一定の事項を行う場合に、投資家の事前の同意を必要とする旨の定め	株主間契約	株主間契約3 (留意事項37頁)
②	株式買取請求権	発行会社（又は経営株主）が契約上の義務に違反した場合に、投資家が発行会社（又は経営株主）に対して当該投資家の株式の買取を請求できる旨の定め	投資契約 株主間契約	投資契約22 (留意事項31頁)
③	表明保証	投資契約において、発行会社（及び経営株主）が一定時点における一定の事項が真実かつ正確であることを表明し、その表明した内容を保証する旨の定め	投資契約	投資契約19・20 (留意事項29頁)
④	補償責任	発行会社（又は経営株主）が契約上の義務に違反した場合に、投資家が発行会社（又は経営株主）に対して損害の賠償又は損失の補償を請求できる旨の定め	投資契約 株主間契約	投資契約22 (留意事項31頁)
⑤	優先残余財産分配*	発行会社が清算される際に、優先株式を有する投資家が他の株主（特に普通株主）に先立って残余財産の分配を受けることができる旨の株式の内容。	定款 (投資契約) (財産分配契約)	投資契約12 (留意事項23頁)
⑥	上場に伴う優先株式の転換	上場に伴い発行会社が投資家の保有する種類株式を普通株式に転換することができる旨の株式の内容	定款 (投資契約)	規定なし
⑦	Exit協力義務（上場努力義務等）	上場時期を設定し、発行会社及び経営株主に対して、当該時期までに上場を行うための努力義務を課す旨の定め（上場努力義務） 等	株主間契約 (投資契約)	株主間契約7 (留意事項43頁)

※M&Aが生じた際にも、優先株式が金銭等の財産に換価されることから、通常これを会社の清算と同視したうえで、優先残余財産分配に関する規定が財産分配契約等において準用される。

投資契約等の構成について

ベンチャー投資に関する主な契約は、以下の図1の通り①投資契約、②株主間契約、③財産分配契約に分けることができる。ベンチャー投資に際し、必ずしも3種類の契約書が存在するとは限られないものの、以下は、投資契約等に定められる契約内容に着目し、契約内容の機能と契約当事者の違いから分類したものである（留意事項11頁参照）。次頁以降で述べるように、契約当事者や各契約条項の適用対象はそれぞれの契約における契約交渉の過程を通じて変わりうるものである。契約交渉にあたっては、左表の各条項の契約上の位置づけを踏まえて、契約当事者となる者や各契約条項の適用対象についても留意することが重要である。

図1 ベンチャー投資に関する契約の構造



① 事前承認事項

定款

投資契約

株主間契約

財産分配契約

定めの内容

会社がその運営に関して一定の事項を行う場合に、投資家の事前の同意を必要とする旨の定め。
投資家が一定の事項について拒否できるため、拒否権条項とも呼ばれる。

日米の差異



留意事項タームシート

契約において事前承認事項として拒否権を規定（株主間契約3）
（事前通知事項の規定あり）



VLFモデル

契約において事前承認事項として拒否権を規定（株主間契約2.3）
（事前通知事項の規定あり）



NVCAモデル

定款において重要事項についての拒否権を規定（COI 2,4,B,3.3）

事前承認事項の
交渉における
考え方

- 事前承認事項の設定は、**投資家の権利・利益を保護する機能**を有するが、事前承認事項が多岐にわたる場合、**発行会社の迅速な意思決定による運営の妨げ**となるおそれがあり、また**スタートアップと投資家の双方の事務上の負担が増える**ため、**各項目の必要性について経営者・投資家間で十分に吟味した上で事前承認事項を設定すべき**である。
- 事前承認事項を設定する場合、個々の投資家を承認権者とするのではなく、いわゆる「多数優先株主」「多数投資家」（特定の種類株式を保有する投資家の総議決権のうち一定割合以上等と定義される）を承認権者とする等、事前承認権の主体についても検討するべきである。また、事前承認事項ではなく、取締役会の決議事項とした上で、決議要件として一定の社外取締役の賛成を要するとする等の工夫も考えられる。
- 事前承認事項の設定においては、アーリーステージ等で広範に設定した項目をミドル・レイターステージ以降でも踏襲する例が散見されるが、**会社の事業の性質やガバナンスの成熟段階、投資家（株主）の増加に伴う資本構成の複雑化によって事前承認事項とすべき事項が変わり得ることから、スタートアップのフェーズに応じて適時その範囲について見直しを図ることが適切**である。
- 個々の投資家が固有の利益に基づいて事前承認権を設定・行使することになるが、**スタートアップの企業価値向上（株主共同の利益）と整合しない場合があり得る**ため、この点に留意して事前承認事項を設定する必要がある。

① 事前承認事項

方向性

事前承認事項は、**会社の性質、ガバナンスや事業の進捗等に応じて、経営者・投資家間の対話を通じて適時に調整・決定されるべき**。例えば、社外取締役を含む取締役会が設置される等、**発行会社のガバナンスが一定向上したフェーズでは、事前承認事項を、持株比率維持や発行会社の存続にかかる事項等の特に重要な事項に限定すること等が想定される**。

主にアーリーステージにおける事前承認事項として散見される条項例

1. 定款変更
2. 合併、株式交換、株式移転若しくは会社分割、又は事業譲渡
3. 解散又は破産、民事再生、会社更正若しくは特別清算の申立ての決定
4. 自己株式の取得、又は株式の分割若しくは併合
5. 剰余金の配当その他の処分
6. 株式又は新株予約権の発行又は処分（但し、発行済株式総数の [] %に相当するストックオプションの発行を除く）
7. 資本金・資本準備金の減少
8. 役員の選任又は解任、代表取締役の選定又は解職
9. 役員の報酬の決定又は変更
10. 経営株主による発行会社の株式又は潜在株式等の譲渡又は取得
11. 支店の設置、子会社若しくは関係会社の設立、又は他の会社の株式若しくは持分の過半数の取得
12. 新規事業の開始、事業内容の変更、既存事業の全部若しくは重要な一部の中止又は終了、業務上の提携又は解消
13. 発行会社に係る投資に関する契約の締結、変更又は解除
14. 株式上場に関する公開予定時期、公開予定市場、引受主幹事証券会社、監査法人の決定又は変更
15. 事業計画、設備投資計画、又は収支計画の策定又は大幅な変更
16. 1,000万円以上の資産の取得、譲渡、賃貸、放棄その他の処分
17. 発行会社の資産への抵当権、質権、留置権、譲渡担保権その他の担保の設定
18. 経営株主と発行会社の間の契約の締結、変更、解除又は終了
19. 1,000万円以上の貸付、又は借入その他一切の債務負担行為
20. 重要な契約の締結、変更、解除又は終了
21. 前各号を行うことを内容とする契約の締結、変更又は解除

会社の性質、
ガバナンスや
事業の進捗等
に応じて調整

経営者・投資家間の対話を通じて調整された事前承認事項の条項例

1. 定款変更（商号、目的、本店所在地及び公告方法の変更等発行会社に重要な影響を及ぼさないものを除く）
2. 合併、株式交換、株式移転若しくは会社分割、又は事業譲渡
3. 解散又は破産、民事再生、会社更正若しくは特別清算の申立ての決定
4. 自己株式の取得、又は株式の分割若しくは併合
5. 剰余金の配当その他の処分
6. 株式又は新株予約権の発行又は処分（但し、発行済株式総数の [] %に相当するストックオプションの発行を除く）
- ~~7. 資本金・資本準備金の減少~~
8. 役員の選任又は解任、代表取締役の選定又は解職
- ~~9. 役員の報酬の決定又は変更~~
10. 経営株主による発行会社の株式又は潜在株式等の譲渡又は取得
11. 支店の設置、子会社若しくは関係会社の設立、又は他の会社の株式若しくは持分の過半数の取得
12. 新規事業の開始、事業内容の変更、既存事業の全部若しくは重要な一部の中止又は終了、業務上の提携又は解消
13. 発行会社に係る投資に関する契約の締結、変更又は解除
14. 株式上場に関する公開予定時期、公開予定市場、引受主幹事証券会社、監査法人の決定又は変更
- ~~15. 事業計画、設備投資計画、又は収支計画の策定又は大幅な変更~~
- ~~16. 1,000万円以上の資産の取得、譲渡、賃貸、放棄その他の処分~~
- ~~17. 発行会社の資産への抵当権、質権、留置権、譲渡担保権その他の担保の設定~~
- ~~18. 経営株主と発行会社の間の契約の締結、変更、解除又は終了~~
- ~~19. 1,000万円以上の貸付、又は借入その他一切の債務負担行為~~
- ~~20. 重要な契約の締結、変更、解除又は終了~~
- ~~21. 前各号を行うことを内容とする契約の締結、変更又は解除~~

ポイント①
→次頁参照

ポイント②
→次頁参照

ポイント③
→次頁参照

① 事前承認事項

方向性

事前承認事項は、**会社の性質、ガバナンスや事業の進捗等に応じて、経営者・投資家間の対話を通じて適時に調整・決定されるべき**。例えば、社外取締役を含む取締役会が設置される等、**発行会社のガバナンスが一定向上したフェーズでは、事前承認事項を、持株比率維持や発行会社の存続にかかる事項等の特に重要な事項に限定すること等が想定される**。

経営者・投資家間の対話を通じて調整された事前承認事項の条項例

1. 定款変更（商号、目的、本店所在地及び公告方法の変更等発行会社に**重要な影響を及ぼさないものを除く**）
2. 合併、株式交換、株式移転若しくは会社分割、又は事業譲渡
3. 解散又は破産、民事再生、会社更正若しくは特別清算の申立ての決定
4. 自己株式の取得、又は株式の分割若しくは併合
5. 剰余金の配当その他の処分
6. 株式又は新株予約権の発行又は処分（但し、発行済株式総数の [] %に相当するストックオプションの発行を除く）
7. 資本金・資本準備金の減少
8. 役員の選任又は解任、代表取締役の選定又は解職
9. 役員の報酬の決定又は変更
10. 経営株主による発行会社の株式又は潜在株式等の譲渡又は取得
11. 支店の設置、子会社若しくは関係会社の設立、又は他の会社の株式若しくは持分の過半数の取得
12. 新規事業の開始、事業内容の変更、既存事業の全部若しくは重要な一部の中止又は終了、業務上の提携又は解消
13. 発行会社に係る投資に関する契約の締結、変更又は解除
14. 株式上場に関する公開予定時期、公開予定市場、引受主幹事証券会社、監査法人の決定又は変更
15. 事業計画、設備投資計画、又は収支計画の策定又は大幅な変更
16. 1,000万円以上の資産の取得、譲渡、賃貸、放棄その他の処分
17. 発行会社の資産への抵当権、質権、留置権、譲渡担保権その他の担保の設定
18. 経営株主と発行会社の間の契約の締結、変更、解除又は終了
19. 1,000万円以上の貸付、又は借入その他一切の債務負担行為
20. 重要な契約の締結、変更、解除又は終了
21. 前各号を行うことを内容とする契約の締結、変更又は解除

ポイント ① 持株比率・経営体制等に大きく影響するコーポレートアクションに限定

- 事前承認事項が過度に広範にならないよう、スタートアップのガバナンス体制の構築状況や当該事前承認の必要性を勘案し、経営者・投資家間で調整を行う必要がある。例えば、**ガバナンスが一定向上したフェーズでは、持株比率維持や取締役の選解任に直接影響しないコーポレートアクションについては事前承認事項から外すことも検討すべきである**。
- 但し、持株比率維持や取締役の選解任に直接影響しない事項についても、どの事項を残すことが適切か、経営者・投資家間で十分に対話すべきである。

ポイント ② 投資の前提となった事業に大きく影響する経営事項に限定

- 例えば、**取締役会を中心としたガバナンス体制が成熟した段階では、取締役会を通じて経営のリスクをコントロールできるため、経営に関する事項を株主の事前承認事項として規定する必要性は乏しい**。
- 特に、**事業の性質・フェーズに応じて資産の取得や担保設定等の通常の業務の範囲で起きうるアクションについては、スタートアップの迅速かつ柔軟な意思決定を阻害しない観点からも、株主の事前承認事項から除外する、又はこれら事項については取締役会決議事項と位置付ける等の工夫も検討すべきである**。
- また、株式上場に関する事項など、**株主の利害に大きく影響するものの必ずしも個別の株主の事前承認事項とすることが適切ではないと考えられる場合には、一定数・一定割合の優先株主の承認を得ることと足りるとすること等の工夫も検討すべきである**。

ポイント ③ 曖昧な事前承認事項の削除・具体化

- いわゆるバスケット条項は、**特定のアクションが事前承認事項に該当するかが不明確であり、会社として、本来必要な範囲を超えて事前承認を取らざるを得ない状況に陥りやすい**。そのような状況は発行会社の運営上の妨げとなるだけでなく、**投資家の立場としても不必要に事務上の負担が増えることから、削除することも検討すべきである**。
- 例えば、重要な契約の解除等を事前承認事項としたい場合には、「〇〇にかかるライセンス契約」と明記する等、**極力具体化するべきである**。

② 株式買取請求権

定款

投資契約

株主間契約

財産分配契約

定めの内容

発行会社（又は経営株主）が契約上の義務に違反した場合に、投資家が発行会社（又は経営株主）に対して当該投資家の株式の買取を請求できる旨の定め。

日米の差異



留意事項タームシート

規定あり
(投資契約22、株主間契約9)

対象は発行会社



VLFモデル

規定あり
(株式引受契約6.1、株主間契約5.2)

対象は発行会社・経営株主双方



NVCAモデル

規定なし

株式買取請求権 の交渉における 考え方

- **株式買取請求権の要否については**、発行会社側の経営・事業遂行の体制等により当事者間で交渉・調整されるのが原則である。
- 但し、株式買取請求権は、**発行会社側に対して多額の負担を強い、かつ、他の投資家に対する影響も大きい**ため、**安易な行使は望ましくなく**、基本的にその設定・内容については抑制的に考えるべきである。
- また、**経営株主と会社は別人格**であり、特に**会社の進捗に応じて経営株主がCEO（経営）から退くべき場合もあることから、会社の経営上の責任を経営株主個人に負担（連帯）させるべきではない**。経営株主個人による重大な背信行為をけん制する趣旨で、その範囲において経営株主に対する株式買取請求権を設定することは実務上散見されるが、この場合であっても、投資家は株式買取請求権を濫用してはならない。

②-1 株式買取請求権（設定の有無）

方向性

株式買取請求権を設定しない。

ポイント ① 契約違反との関係

- 株式買取請求権を設定しない場合、発行会社において、重大な契約違反を起こさないガバナンスとして、例えばvc指名取締役や独立社外取締役を含む取締役会を中心とした、**契約違反を防止するためのモニタリングが可能な体制**を構築していくことが重要となる。
- 上記ガバナンス体制の構築を前提として、投資家にとって重要な事項（持株比率の希釈化や会社の事業経営に大きな影響を与える事項）についての拒否権付種類株式を発行する場合*、投資家は当該事項に係る会社の行動を実効的にコントロールすることができるため、株式買取請求権を背景にした契約上のコントロールは特に不要と考えることもできる。

※会社が拒否権付種類株式に係る拒否権の対象事項を実行しようとする場合、当該種類株式に係る種類株主総会の承認決議が必要となり、当該承認決議を欠いて実行された場合には有効性に影響を与えるため、契約上のコントロールよりも実効的といえる。但し、種類株主総会に係る手続きが必要となること及び会社の行為の有効性に影響を与えることから、拒否権の対象事項は限定し、かつ明確にすることが重要である。なお、拒否権付種類株式については、日本の会社法上（種類）株主総会における書面決議の要件が米国デラウェア州・英国と異なり厳格であることから、活用が限定的になっているという指摘がある（参考資料 17頁参照）。

ポイント ② 表明保証違反との関係

- 表明保証の目的は、投資家が投資判断のために実施するデューデリジェンス（DD）により判明しなかった事項によるリスクを発行会社が補完する点にあり、ここでいう投資判断には、「投資実行の判断」と「投資実行を前提としたバリュエーション評価」が含まれる。そして、**表明保証違反を理由とする株式買取請求権の目的は、DDにより発見することができなかった事項が投資実行後に明らかになり、それにより「投資実行の判断」の前提を欠いていたことが判明した場合に、投資実行前の状態に巻き戻す点**にある。
- **そもそも「投資実行の判断」の前提となる事項は、DDを通じて明確に確認されるべき**である。他方で、完全なDDの実施が困難である中で、発行会社や経営株主の詐術行為によって「投資実行の判断」の前提となる**重要な事項が隠蔽された場合等**においては、当該事項の表明保証違反に対する救済方法として、株式買取請求を行うことが合理的な場合もある。
- そこで、表明保証違反を理由とする株式買取請求権の設定の有無、その範囲については、**発行会社の体制や事業の性質、DDの実施方法や発行会社側の協力状況等に応じて調整**されと考えられる。
- なお、米国では発行会社が一定の金額を上限としてリーガルフィーを負担することが標準とされており（NVCAモデルSPA(6.8)）、これにより投資家がDDを徹底することができる面もあると考えられるので、DDコストの負担が上記調整にあたっての一要素となり得るといえる。

②-2【投資契約】 株式買取請求権（トリガー）

方向性

投資契約において株式買取請求権を設定する場合、株式買取請求権のトリガーとなる重大な契約違反や表明保証違反を明確化して規定する。

【条項例】

投資家は、以下のいずれかの事由が生じた場合、発行会社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。

- 本契約〔 〕条、〔 〕条、〔 〕条について重大な違反（粉飾決算、事業目的外の資金流用、反社会的勢力との関係、重大な法令違反等）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（過大な簿外債務の存在、事業上不可欠な資産の架空計上、反社会的勢力との関係、重大な法令違反等）

ポイント ① 株式買取請求権の主な役割

- 投資契約における株式買取請求権の主な役割は、**投資実行後に発行会社側の帰責性を理由に投資の重要な前提を欠くことが判明した場合に、投資前の状態に巻き戻す点**にあると考えられる。

ポイント ② 契約違反との関係

- 投資前の状態に巻き戻す必要がある程度に重大な契約違反として想定されるのは、左記の場合等に限定されることが考えられ、**発行会社や経営株主による事後的な治癒が可能な違反や、努力義務の違反はトリガーとされるべきではない。**

ポイント ③ 表明保証違反との関係

- 表明保証の目的は、投資家による投資判断のためのDDを補完する点にあるところ（留意事項30頁）、**投資家はDDを通じて確認された事項を前提にバリュエーション評価をして投資判断をすることになる。**
- DDにより確認される事項についてはバリュエーションに反映されるはずであるから、買取請求のトリガーとなる表明保証違反については、**DDを実施したとしても問題の発見が著しく困難で、かつ投資前の状態に巻き戻す必要があるほどに重大な事項に限定**されることが考えられる。仮に存在が把握されていたとしてもディールブレイクとならない事項であれば、当該事項に関する表明保証違反はトリガーとされるべきではない。

②-3 【株主間契約】 株式買取請求権（トリガー）

方向性

株主間契約に株式買取請求権を設定する場合、株式買取請求権のトリガーとなる重大な契約違反を明確化して規定する。

【条項例】

投資家は、以下のいずれかの事由が生じた場合、発行会社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。

- 本契約〔 〕条、〔 〕条、〔 〕条について重大な違反（粉飾決算、事業目的外の資金流用、反社会的勢力との関係、重大な法令違反等）をした場合

ポイント ① 株式買取請求権の主な役割とトリガーの範囲

- 株主間契約における株式買取請求権の主な役割は、**発行会社側の帰責性により投資家との信頼関係が破壊され投資継続が著しく困難になった場合の投資関係の解消**にあるとされる。
- そのためトリガーとなる事由としては、投資継続が著しく困難となるほどに発行会社と投資家との信頼関係が破壊される事由に限られるべきであり、発行会社又は経営株主により事後的な治癒が可能な違反や、努力義務の違反、**投資関係の解消以外の代替手段により調整や救済が可能な事由については、一般的にトリガーの事由とされるべきではない**。また、萎縮効果を生まないようにトリガーは**具体的かつ明確**に定められるべきである。

②-4 株式買取請求権（経営株主個人の責任）

方向性

株式買取請求の対象から経営株主個人を除く。

ポイント ① 法人と個人の分離

- 留意事項では、以下の点から「買取請求の対象は発行会社に限定し、創業株主等の個人を除いていくことが望ましい」としている（留意事項2,32頁参照）。
 - 創業株主への買取請求権など個人に発行会社との連帯責任を求める慣行は、グローバルな観点からはあまり例が無く、起業や企業経営へのインセンティブを阻害すると考えられる。
 - 融資に関しては、「経営者保証に関するガイドライン」（平成25年12月 経営者保証に関するガイドライン研究会）で、経営者の個人保証について、「法人と個人が明確に分離されている場合などに、経営者の個人保証を求めない」ことを示し、融資慣行として浸透・定着しているところである。
- 「経営者保証に関するガイドライン」では、法人と個人の明確な分離について、「業務、経理、資産所有等に関し、法人と経営者の関係を明確に区分・分離し、法人と経営者の間の資金のやりとり（役員報酬・賞与、配当、オーナーへの貸付等（略））を、社会通念上適切な範囲を超えないものとする体制を整備する」ことが重要であるとしている。したがって、株式買取請求についても、融資と同様の考え方に基づき、このような体制が整備される等により**法人と個人が明確に分離されている場合には、経営株主を責任主体から除くことを基本とすべき**である。

ポイント ② 経営株主を株式買取請求の対象とする場合

- ポイント①の考え方を基本とすべきであるが、実務上、経営株主の投資家に対する詐欺・横領等の重大な背信行為をけん制する趣旨で、発行会社ではなく経営株主個人に対して責任を負わせるべく、経営株主を株式買取請求の対象とするケースも存在する。
- 上記趣旨に鑑みれば、経営株主を株式買取請求の対象とする場合でも、発行会社と連帯責任を負わせるべきではなく、発行会社と経営株主とで**別々にトリガーを設定すべき**である。
- また、株式買取請求権は経営株主に過度に萎縮効果を生む可能性のある強力な権利であることから、トリガーの内容について**上記趣旨を逸脱しない限定的な設定とすべきあり**、かつ「重大な契約違反」といった幅広く解釈される余地のある記載ではなく、**具体的かつ明確な記載とすべき**である。

③ 表明保証の主体

定めの内容

投資契約において、発行会社（及び経営株主）が一定時点における一定の事項が真実かつ正確であることを表明し、その表明した内容を保証する旨の定め。

日米の差異



留意事項タームシート

発行会社に加えて、各経営株主による表明保証が規定
(投資契約19・20)



VLFモデル

発行会社に加えて、各経営株主による表明保証が規定
(株式引受契約3.1)



NVCAモデル

The Company（発行会社）による表明保証のみ規定（SPA 2）
∴経営株主個人はSPA契約当事者に含まれていない

表明保証の交渉における考え方

- 投資契約における**表明保証の目的は、投資家による投資判断のためのDDを補完する点**にあり、投資家はDDを通じて確認された事項を前提に会社のバリュエーションを評価して投資判断をすることになるため、基本的には、**発行会社が自社に関する事項について表明保証をしていれば足りる**と考えられる。
- もっとも、スタートアップについては会社の基盤が経営株主個人と密接に関係している場合もあるので、表明保証の主体については、**会社の体制や事業の性質及びそれに基づく経営株主の位置づけに応じて、交渉・調整されるべき**である。

③ 表明保証の主体（経営株主個人の責任）

方向性

表明保証の主体（投資契約の当事者）から経営株主個人を除く。

留意点

- 現在の実務では、経営株主が投資契約の当事者に含まれることが多いが、そもそも、**投資契約は会社の資金調達のための契約であり、経営株主個人の資金調達のための契約ではない**。投資家は投資契約を締結して投資実行する前提として、デューデリジェンス（DD）を実施し、DDを通じて確認された事項を前提に会社のバリュエーションを評価して投資実行の判断をすることになるが、**投資契約における表明保証は、投資家による会社に対する投資判断のためのDDを補完する点において機能する**。
- 初期段階のスタートアップについては、従業員もおらず、株主も経営者も創業者（経営株主）のみで、事業が経営株主個人の能力に依存している等、法人と個人の分離が明確ではない場合もあるが、そうでない場合には、**投資家が会社を評価するためのDDを補完するという表明保証の目的は、会社が自社に関する事項について表明保証をしていれば達成されると考えられる**。
- 但し、例えば反社会的勢力との関係等、経営株主個人の重要な事項については、投資契約の当事者としてことなく別途サイドレター等を締結し、その中で経営株主個人に表明保証させることには合理性があるといえる。

④ 補償責任の主体

定款

投資契約

株主間契約

財産分配契約

定めの内容

発行会社（又は経営株主）が契約上の義務に違反した場合に、投資家が発行会社（又は経営株主）に対して損害の賠償又は損失の補償を請求できる旨の定め。

日米の差異



留意事項タームシート

各当事者（経営株主、投資家及び発行会社）による補償が規定
（投資契約22、株主間契約9）



VLFモデル

各当事者（経営株主、投資家及び発行会社）による補償が規定
（株式引受契約7.1、株主間契約5.1）



NVCAモデル

規定なし

なお、表明保証違反については、州によって取扱いが異なる可能性があるものの、米
国法の一般原則として、表明保証に黙示の
補償義務が含まれると解されている*

補償責任の交渉
における考え方

- 経営株主が取締役を務める場合、会社に対して善管注意義務及び忠実義務を負い、これらの義務に違反した場合には当然損害賠償責任を負うため、その範囲において経営株主に補償責任を負わせる意義は乏しい。また、経営株主個人の業務執行とは無関係に行われる投資家に対する背信的な行為に対しては、当然不法行為責任を追及することも可能である。他方で、法令等によって当然責任が発生する場合でも、契約上明確にその責任を課すこと自体は、投資契約に限らず見られるところであるため、経営株主個人に対する同人による行為に関する補償責任の設定自体が著しく不合理というわけではないと考えられる。
- しかし、**発行会社が契約上の義務に違反した場合に、経営株主個人に連帯責任を課すケースも実務上散見されるところ（参考資料18頁参照）、これ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べきではない。**契約上連帯責任を課さない場合であっても、当該違反行為を経営株主個人の契約違反として整理することができる場合や、法令の根拠に基づき、経営株主個人に責任を追及することは可能である。

⑤ 優先残余財産分配

定めの内容

発行会社が清算される際に、優先株式を有する投資家が他の株主（特に普通株主）に先立って残余財産の分配を受け
ることができる旨の株式の内容。
M&Aが生じた際にも、保有株式が金銭等の財産に換価されることから、通常、これを会社の清算と同視したうえで、
優先残余財産分配に関する規定が財産分配契約等において準用される。

日米の差異

● 留意事項タームシート

参加型と非参加型の選択式
(投資契約12)

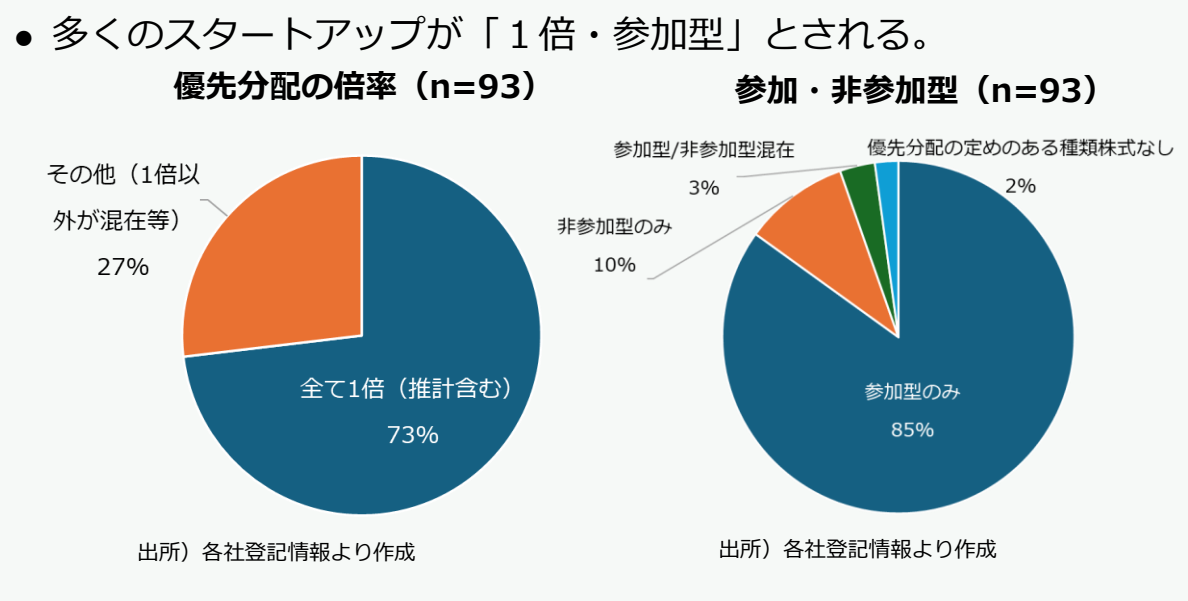
● VLFモデル

参加型が規定
(株式引受契約別紙4.1（定款変更案） / 優先株式発行要項9)

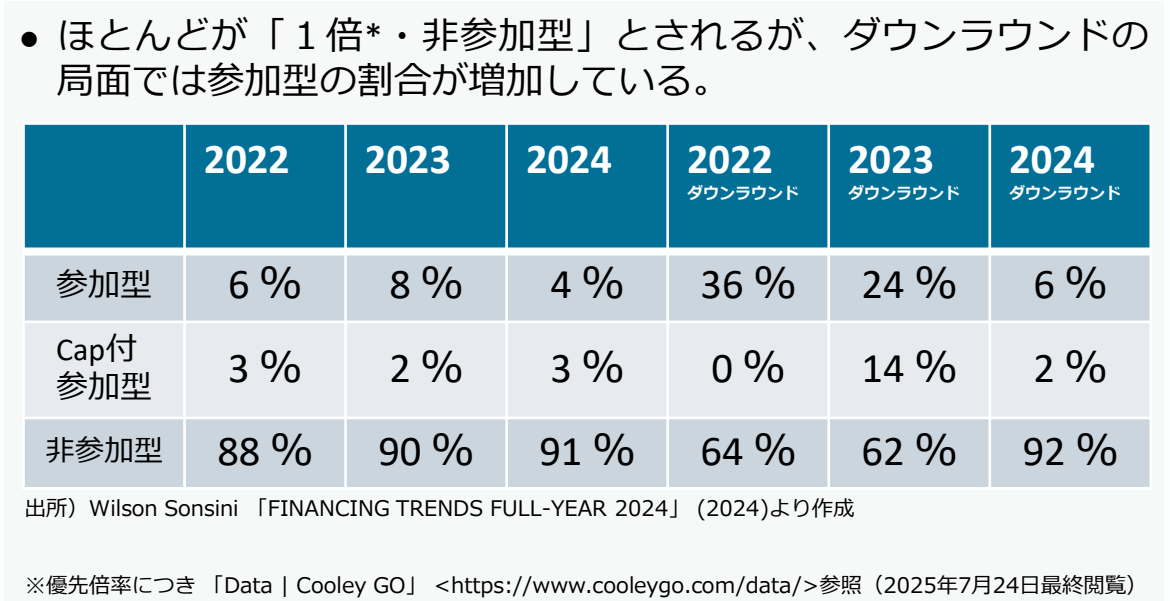
NVCAモデル

参加型と非参加型の選択式
(COI 2,4,B,2)

日本



米国



⑤ 優先残余財産分配

残余財産分配の 交渉における 考え方

【参加型・非参加型は交渉により決定】

- 優先残余財産分配の内容を参加型・非参加型のいずれにするかについては、参加型・非参加型のIPO・M&AによるExitの想定シナリオに応じた帰結・留意点（次頁以降参照）、ガバナンスやドラッグ・アロング・ライトの設計等を踏まえ、**契約当事者間で交渉され、決定されるべきものである。**
- 現在の投資契約実務においては、参加型を当然の前提としてバリュエーション評価がされ、タームシートの交渉に移るケースも散見されるが、参加型と非参加型ではバリュエーションも異なるはずであるから、このような実務は健全な交渉を阻害するため望ましくない。

【参加型・非参加型の違い】

- 参加型・非参加型の差異は、優先株主が優先分配される金額を受領後、さらに残余の分配可能額（買収金額）から追加して分配を受け取ることができるか（参加型）、できないか（非参加型）という点にあるが、**非参加型であっても普通株式に転換し、優先分配される金額以上の分配を受けることは可能**である。なお、両者の分配額に与える影響の差異は、Exit金額が投資額を大きく上回る場合には相対的に小さくなり、Exit金額が一定規模にとどまる場合に顕著なものになる。
- 現在我が国で主流となっている参加型は、M&AによるExitの場合とIPOによるExitの場合とで、買収価格・時価総額が同じであってもリターンに差異を生み、Exitの方法についての意思決定にバイアスを生じさせる可能性がある。例えば、経営株主（普通株主）にとっては、IPOによるExitの方がリターンが増加するため、事業の性質上M&AによるExitの方が成長に資する場合であっても、IPOを選択するインセンティブがある。
- Exitの手段に優劣が生じる状況は好ましくないため、優先残余財産分配の内容については、バリュエーション、契約条件等を含めて総合的な交渉が行われることが期待**される。各ラウンドで、その状況に応じて優先残余財産分配の内容を調整することも想定されるが、先行して発行された優先株式の内容が参加型である場合、後続の投資家として先行する投資家と異なる条件を受け入れることは困難であると考えられ、その後も同様に参加型となる可能性が高いことには留意が必要である。
- 例えば、（優先株式を初めて発行する）アーリーステージにおいては1倍・非参加型とし、以降のステージでダウンラウンドとなる等の状況に応じて参加型やcap付参加型を活用するといった対応も合理的なものとして考えられる。

⑤-1 優先残余財産分配（参加型の場合）

参加型

優先株主が優先分配される金額を受領後、さらに残余の分配可能額（買収金額）から追加して分配を受け取ることができる方法。

【条項例】

1. 当会社は、残余財産を分配するときは、A種優先株式の保有者（以下「A種優先株主」という。）又はA種優先株式の登録株式質権者（A種優先株主とあわせて、以下「A種優先株主等」という。）に対し、普通株式の保有者（以下「普通株主」という。）又は普通株式の登録株式質権者（普通株主とあわせて、以下「普通株主等」という。）に先立ち、A種優先株式1株につき、金[]円の1倍に相当する金額（以下「A種優先分配額」という。）を支払う。
2. 前項による分配の後なお残余財産がある場合には、普通株主等、A種優先株主等に対して分配を行う。この場合、当会社は、A種優先株主等に対しては、前項の分配額に加え、A種優先株式1株につき、普通株主等に対して普通株式1株につき分配する残余財産に下記II（普通株式と引換えにする取得請求権）に定めるA種取得比率を乗じた額と同額の残余財産を分配する。

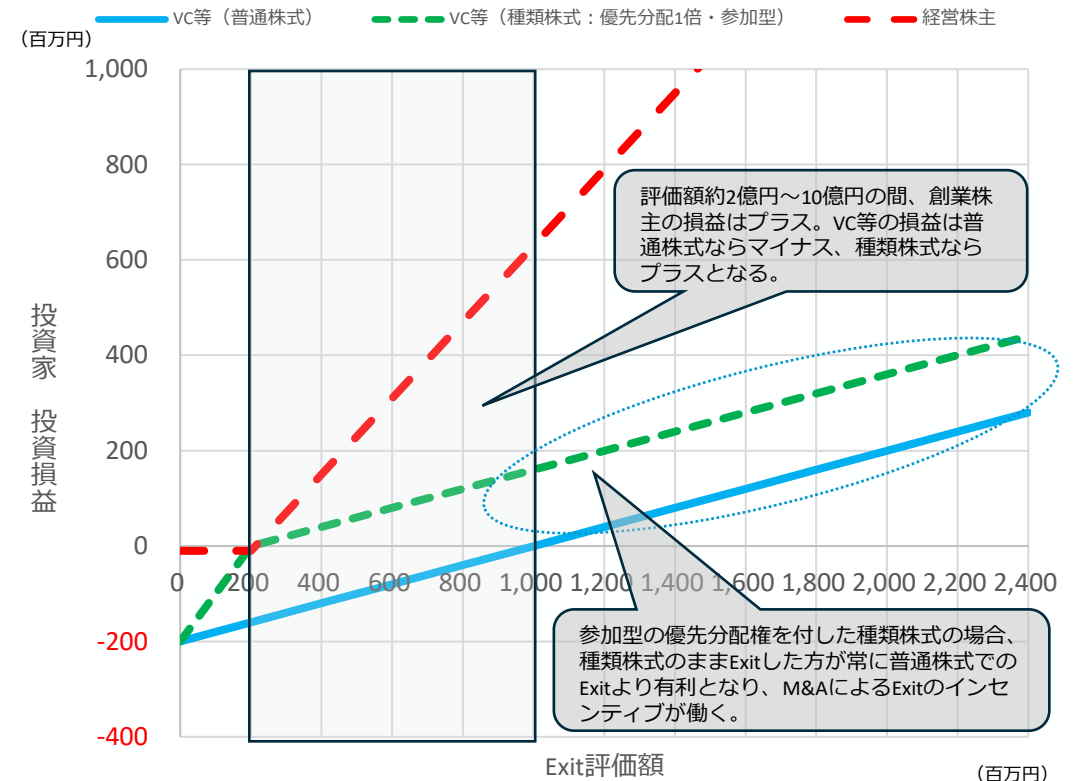
（以下略）

留意点

- 参加型のリターンの帰結は右記のとおり。優先株主は、ダウンサイドリスクを担保しながら、それに加えてアップサイドも確保することができる。
- 参加型は、M&AによるExitにおけるリターンが優先分配の分だけ非参加型よりも大きくなるため、その他諸条件次第ではあるが、非参加型を定める場合に比べ当該優先株式の株式価値は高くなる。
- 買収価格・時価総額が同じである場合、優先株主にとってはM&Aの方が、普通株主にとってはIPOの方がリターンが大きくなるため、Exit方法に優劣が生じ、その選択について株主間で利害対立が生じる。

	経営株主	投資家（vc等）
持株比率	80%	20%
投資額	1,000万円	2億円

優先分配（参加型）を用いた際の投資家損益シミュレーション例



注：投資家の種類株式の優先分配は投資額と同額を優先受領できる参加型とする。

⑤-2 優先残余財産分配（非参加型の場合）

非参加型

優先株主が優先分配される金額を受領後、残余の分配可能額（買収金額）があった場合でも、追加して分配を受け取ることができない方法。

【条項例】

- （略）
- 前項による分配の後なお残余財産がある場合には、A種優先株主等に対しては分配は行わず、普通株主等に対してのみ分配される。

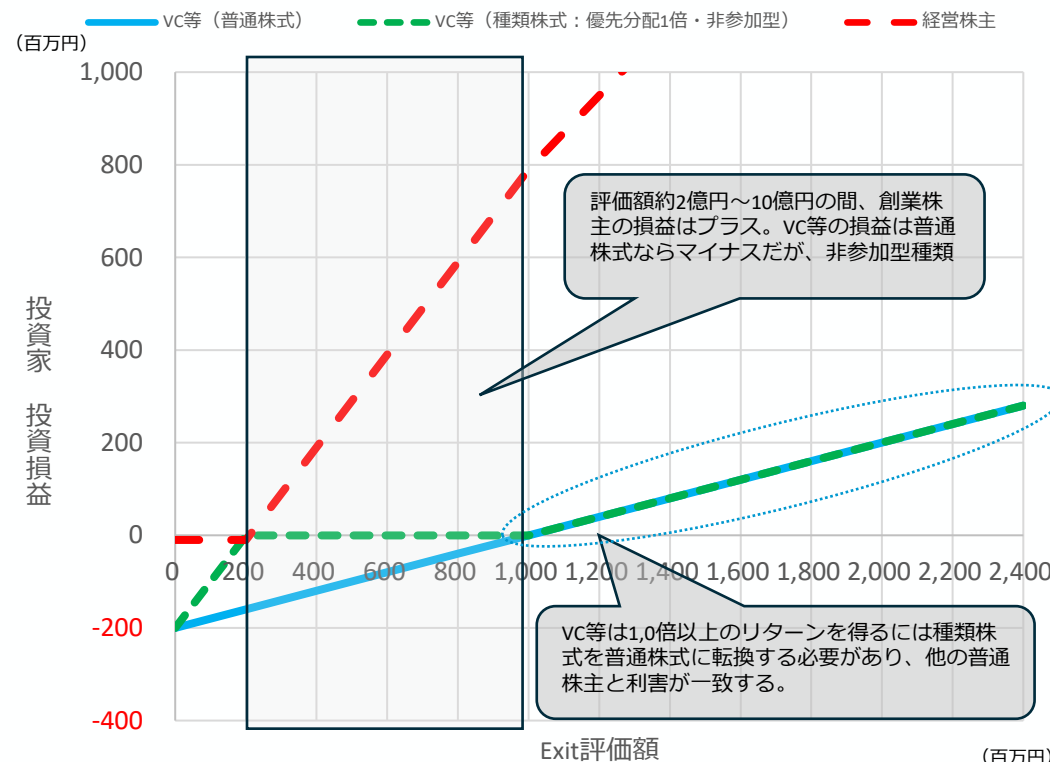
（以下略）

留意点

- 非参加型のリターンの帰結は右記のとおり。優先株主はダウンサイドリスクのみを担保するが、普通株式に転換することでアップサイドを確保することができる（通常、優先株式はいつでも普通株式に転換することができるため、普通株式の方が分配額が多い場合、普通株式に転換することでリターンを最大化することができる）。
- 非参加型は、M&AによるEXITにおけるリターンが参加型よりも小さくなるため、その他諸条件次第ではあるが、参加型を定める場合に比べ当該優先株式の株式価値は低くなる。
- 買い手から提案される買収金額が小さい場合、非参加型においては一定額まではExit評価額が上昇しても優先株主の投資損益が変わらない。したがって、その局面においては、例えば優先株主（vc）が取締役を指名している場合、当該取締役としては、買収価格の引上交渉（＝時間とコストを要しdeal breakのリスクを伴う交渉）を継続するよりも、早期クローリングに向けたインセンティブを持ちやすく、vc指名取締役と普通株主間で利益相反が生じることとなる。
- 非参加型は、優先株式の種類（シニア・パリパス等）やその数や買収金額の支払方法等によって、分配が複雑になることがある点に留意が必要である。

	経営株主	投資家（vc等）
持株比率	80%	20%
投資額	1,000万円	2億円

優先分配（非参加型）を用いた際の投資家損益シミュレーション例



注：投資家の種類株式の優先分配は投資額と同額を優先受領できる非参加型とする。

⑤-3 優先残余財産分配（Cap付参加型の場合）

Cap付参加型

優先株主が優先分配される金額を受領後、さらに残余の分配可能額（買収金額）から追加して分配を受け取ることができるが、分配を受けることができる金額に上限を設定する方法。

【条項例】

- （略）
- 前項による分配の後なお残余財産がある場合には、普通株主等、A種優先株主等に対して分配を行う。この場合、当会社は、A種優先株主等に対しては、前項の分配額に加え、A種優先株式1株につき、普通株主等に対して普通株式1株につき分配する残余財産に下記II（普通株式と引換えにする取得請求権）に定めるA種取得比率を乗じた額と同額の残余財産を分配する。
但し、A種優先株式1株につきに分配される金額の総額は、A種優先分配額の[]倍に相当する金額を上限とする。

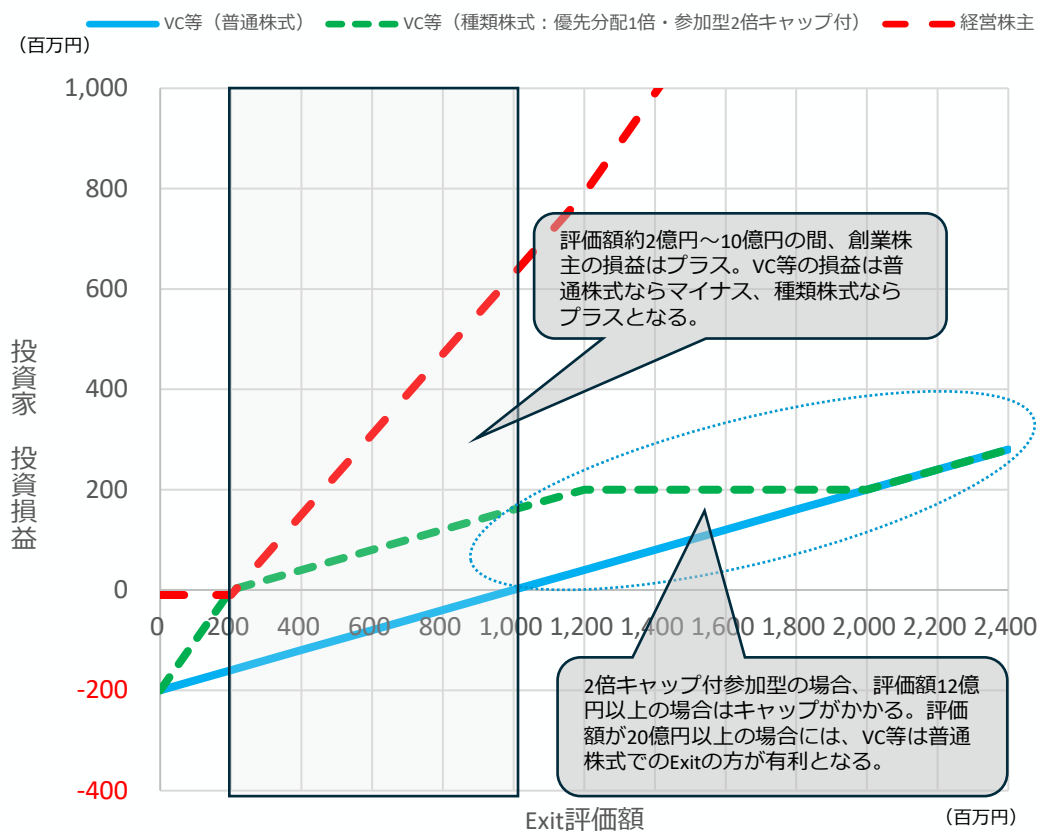
（以下略）

留意点

- 参加型と非参加型の折衷案としてCap付参加型の活用も想定される。優先分配後の追加分配に上限が設定されるため、優先株主はダウンサイドリスクの担保に加えて一定のアップサイドを確保することができるが、それ以上のアップサイドを確保するには普通株式への転換が必要になる（通常、優先株式はいつでも普通株式に転換することができるため、普通株式の方が分配額が多い場合、普通株式に転換することでリターンを最大化することができる）。
- Cap付参加型のリターンは、非参加型よりも大きく、通常の参加型よりも小さくなるため、その他諸条件次第ではあるが、当該優先株式の株式価値も中間的な値になる。
- Cap付参加型は、優先株主に一定のアップサイドを確保しつつ、それを超えて、より大きな会社へと成長を目指すフェーズにおいては、株主間で利害が一致することになる。そのため、優先株主（vc）が取締役を指名している場合でも、普通株主（経営株主）と共通の利益を追求すべく、M&Aの交渉に臨むことができる。

	経営株主	投資家（vc等）
持株比率	80%	20%
投資額	1,000万円	2億円

優先分配（キャップ付参加型）を用いた際の投資家損益シミュレーション例



注：投資家の種類株式の優先分配は投資額と同額を優先受領できる参加型（2倍キャップ付）とする。

⑥ 上場に伴う優先株式の転換（取得条項）

定款

投資契約

株主間契約

財産分配契約

定めの内容

上場に伴い発行会社が投資家の保有する種類株式を普通株式に転換することができる旨の株式の内容。

日米の差異



日本



米国

転換時期に関する実務

上場申請前後で転換する実務が定着

上場時に自動的に転換される

適格IPOによる強制転換条項*

留意事項・VLFモデルにおいて規定なし

NVCAモデルにおいて規定あり（COI 2,4,B,5）

IPOラチェット条項*

上場申請前後での転換を前提とする疑似IPOラチェットが活用された例がある

上場日に転換されることを前提としたIPOラチェットが活用される場合もある

上場に伴う
優先株式の転換
時期について

- 日本では、上場申請前後に優先株式を普通株式に転換し上場することが実務として定着しているため、適格IPOによる強制転換条項やIPOラチェット条項が米国と同様に活用することができない状況にある。
- 上場時ではなく上場申請前後に転換する実務は、上場が中止された場合に、普通株式を転換前の優先株式に戻すための株主総会までのタイムラグが生じることに加えて、優先株主の当事者が転換前の優先株式に戻す処理に協力する契約上の義務を定めるだけでは従前と同一優先株式に戻すことに不確実性が伴う点で、投資家にとってリスクとなる。
- 上場に伴う取得条項について、上場日に転換するように活用することも検討することも想定される。

* 適格IPOによる強制転換条項：IPO時の公開価格等が一定の金額以上であること（「適格IPO」等ということがある）をトリガーとした取得条項

* IPOラチェット条項：IPO時の公開価格等が投資時の設定した目標した金額よりも低い場合に、普通株式に転換する転換価額を調整する旨の定め

⑥ 上場に伴う優先株式の転換

株式転換時期に関する実務上の差異



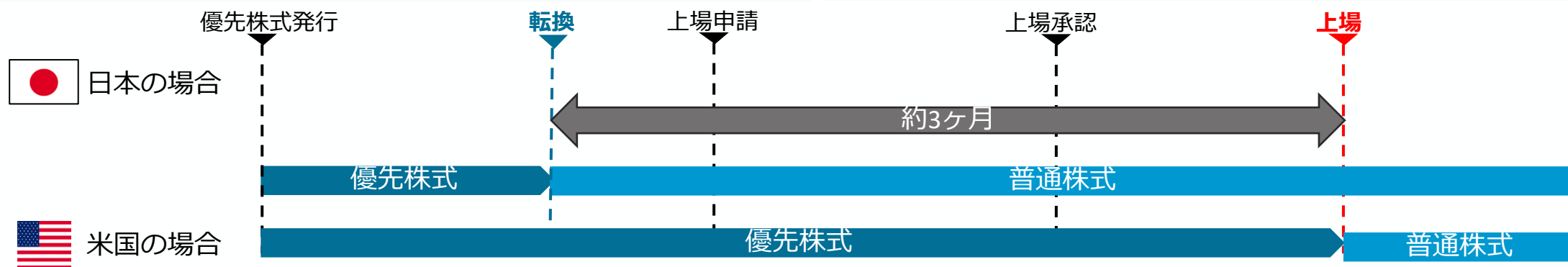
日本

- 日本のスタートアップの上場実務上、通常、**上場申請前後で優先株式を普通株式に転換。**
(そのような取得条項が設定されているケースが一般的)
- 普通株式に転換後に上場が中止された場合、転換前の優先株式に戻すために、定款変更のための**株主総会特別決議**に加え、内容変更に応じる個々の**株主と会社との合意**及び株式の内容の変更に応じる株主と**同一種類に属する他の株主全員（普通株主の全員＝全株主）の同意**も必要と解されている*。



米国

- 米国においては、**転換条項により上場時に自動的に転換。**
- Form S-1におけるFS注記、“CAPITALIZATION”や“DILUTION”の項において、転換方法や希釈化について一定の開示がなされる等、上場時に自動的に転換される前提の実務が構築。



【日本の上場実務における投資家のリスク】

上場が中止された場合に、普通株式を転換前の優先株式に戻すための**株主総会までのタイムラグ**が生じることに加えて、優先株主の**当事者**が転換前の優先株式に戻す処理に協力する契約上の義務を定めるだけでは従前と同一優先株式に戻すことに不確実性が伴う。

⑥ 上場に伴う優先株式の転換

方向性

優先株式の転換時期を上場日とする。

【条項例】 (VLFモデルより抜粋)

当社は、A種優先株式の発行以降、当社の株式のいずれかの金融商品取引所への上場（以下「株式公開」という。）の申請を行うことが取締役会（取締役会設置会社でない場合には株主総会。以下同じ。）で承認され、かつ株式公開に関する主幹事の金融商品取引業者から要請を受けた場合には、**取締役会の定める日**をもって、発行済のA種優先株式の全部を取得し、引換えにA種優先株主に当社の普通株式を交付することができる。

かかる場合に交付すべき普通株式の内容、数その他の条件については、上記Ⅲ（普通株式と引換えにする取得請求権）及びⅣ（取得価額等の調整）の定めを準用する。なお、A種優先株主に交付される普通株式の数に1株に満たない端数が発生した場合の処理については、会社法第234条に従うものとする。

ポイント ① 優先株式の転換時期を上場日とする

- 「取締役会の定める日」を「株式公開」の日として、株式公開をすることで、上場日に転換する。

ポイント ② 上場審査との関係

- 優先株式を上場日に転換することは上場審査上可能。
- 上場日に転換数が確定するIPOラチェット条項が付されている優先株式も上場審査上否定されるものではないが、優先株式の内容が投資者保護の観点で問題ないこと、有価証券届出書等によってその内容が開示されること、転換による希薄化リスク等が大きい場合にはそのリスク情報が開示されることが重要。
- IPOラチェット条項について、投資者保護の観点から慎重な審査を要する場合として想定されるのは、たとえば、その転換により、（大株主ではなかった株主が大株主となる等）株主構成を大きく変動させ、会社のガバナンスに影響を与える可能性がある場合など。
- 普通株式への転換比率が明確である種類株式については、状況次第での株主構成の変動による会社のガバナンスへの影響の可能性という観点での問題は基本的に生じ得ない。

ポイント ③ 開示との関係

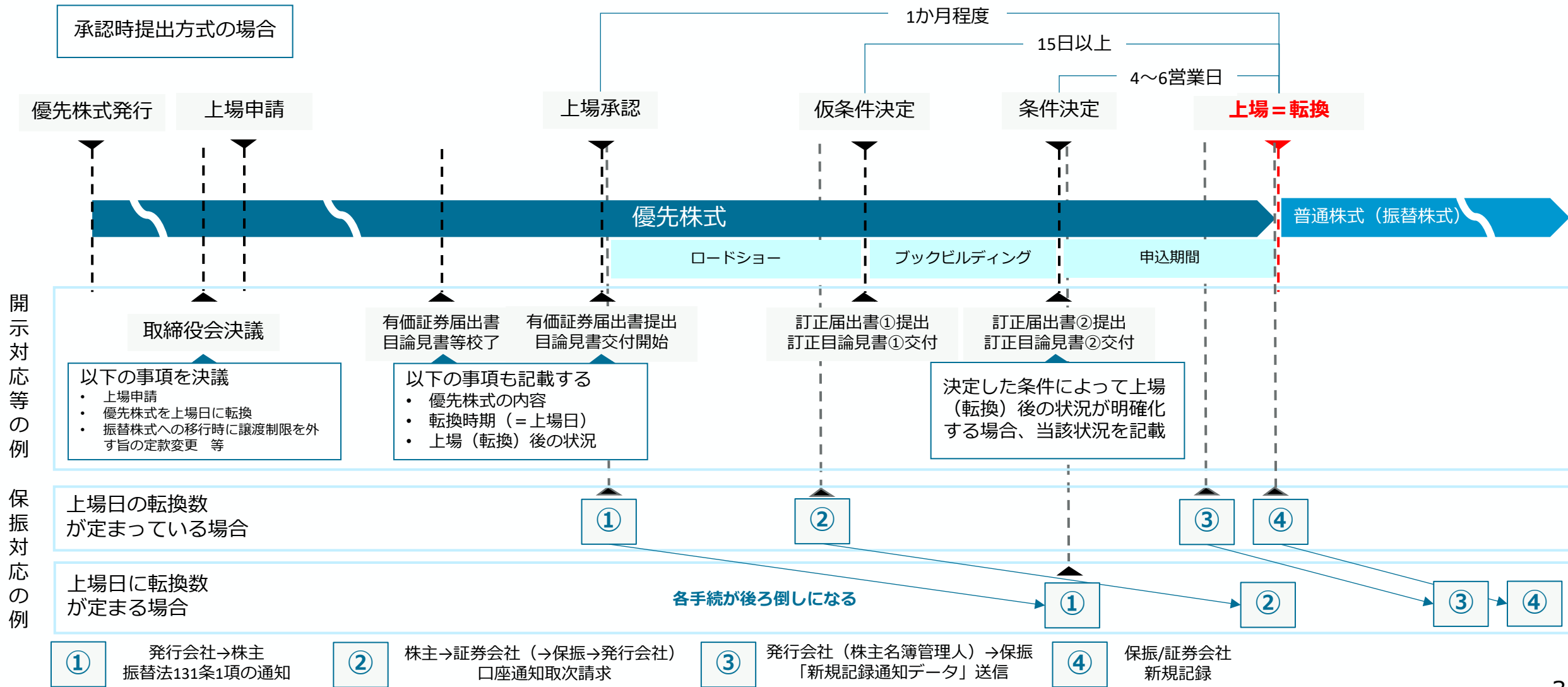
- 転換時期を上場日としても現行の開示府令において対応可能。
- 有価証券届出書等に複数の種類株式の内容（転換時期や転換後の情報）を記載することが想定されるため、投資家の分かりやすさという観点での適正な開示方法とするための調整が必要。
- 有価証券届出書提出後、上場と同時に優先株式が転換された場合、当該有価証券届出書に転換時期や転換後の情報が記載されていることが前提で、訂正届出書の提出等は不要。

ポイント ④ 証券保管振替機構との関係

- 優先株式が上場日に転換される場合、新規記録（優先株主の口座への残高の記録）の時期が上場日より後になる可能性がある。

⑥ 上場に伴う優先株式の転換

株式転換時期を上場日とする場合に想定されるフロー（例）



※上記は一例であり、上場時に優先株式を転換させる場合、有価証券届出書の調整等を含む各種対応が必要となるため、主幹事証券会社と連携の上、東証・財務局・保振・株主名簿管理人等とも相談をしながら、丁寧に手続きを進める必要がある。

⑥ 上場に伴う優先株式の転換

関係者の声①



- 上場に伴う種類株式（優先株式）の転換の時期について、取引所として一律に制約をかけているわけではない。
- 上場申請前後のタイミングで転換しなければならないわけではなく、**上場日に転換することも可能**（上場後に転換することも可能）。
 - 上場審査上、種類株式の一内容として転換時期を確認するところ、上場日に転換する場合には、種類株式の内容としての転換条項に基づき上場日に転換されることについて、取締役会議事録等の適切な資料（場合によってはヒアリング）により確認する。
- 種類株式の内容として、**上場日に転換数が確定するIPOラチェット条項**についても、取引所として一律に制約をかけているわけではない。但し、種類株式の内容が投資者保護の観点で問題ないこと、有価証券届出書等によってその内容が開示されること、転換による希薄化リスク等が大きい場合にはそのリスク情報が開示されることが重要と考えられる。
 - IPOラチェット条項付きの種類株式の内容について、投資者保護の観点から慎重な審査を要する場合として想定されるのは、たとえば、その転換により、**（大株主ではなかった株主が大株主となる等）株主構成を大きく変動させ、会社のガバナンスに影響を与える可能性がある場合**などである。
 - IPOラチェット条項が付いておらず普通株式への転換比率が明確である種類株式については、状況次第での株主構成の変動による会社のガバナンスへの影響の可能性という観点での問題は基本的に生じ得ない。



- 上場と同時に優先株式から普通株式に転換する場合の新規上場のための有価証券届出書の開示について、**現行の開示府令において対応可能**。但し、有価証券届出書等に複数の種類株式の内容（転換時期や転換後の情報）を記載することが想定されるため、投資家の分かりやすさという観点での**適正な開示方法について検討が必要**。
- 有価証券届出書提出後、上場と同時に優先株式が転換された場合**には、当該有価証券届出書に転換時期や転換後の情報が記載されていることが前提であるが、**当該有価証券届出書の効力はすでに発生しているから、訂正届出書の提出等は不要**と考えられる。なお、発行体の側で要否を検討の上で訂正届出書を提出することは妨げられるものではない。

⑥ 上場に伴う優先株式の転換

関係者の声②



証券保管振替機構

- 優先株式が上場日に転換される場合でも、振替株式への移行及び新規記録（優先株主の口座への残高の記録）は可能であるが、新規記録の時期が上場日よりも後になる可能性がある。
- 振替法131条1項の通知（会社が株主等の口座を知ることができない場合に関する手続）を行う場合、（全部取得の決議と振替法の通知を同日に行う前提で、）実務上、全部取得の決議から新規記録までの期間は、最短で15日+9営業日を要する。
- 公開価格により転換比率が定まるIPOラチェットの活用を前提とする場合、公開価格決定日以降に振替法131条1項の通知を行うことが考えられるが、その場合、上場日から優先株主の新規記録日までは、（公開価格決定日から上場日までの期間にもよるが、）2~3週間程度の期間を要することが想定される。
- 会社が株主等の口座を知ることができ、振替法131条1項の通知を省略する場合は、上記「15日+9営業日」の制約を受けないため、新規記録に必要な事務処理の方法について、関係者（発行会社・優先株主・株主名簿管理人・優先株主が口座を開設する証券会社（主幹事証券会社を想定））間で事前調整・合意形成をすることで、上場日（に近い日付）での新規記録を行うことも想定できる*。

※振替株式の新規記録は、株主名簿管理人が保振宛に送信する「新規記録通知データ」が起点となり、その2営業日後に行われる。株主名簿管理人が「新規記録通知データ」の送信に必要な情報には、銘柄コード・株式数・株主が普通株式の記録を受ける口座（加入者口座コード）等の情報が含まれ、株主名簿管理人がこれらの情報を把握する方法としては、①「口座通知取次ぎ」（株主からの依頼を受けた証券会社が、保振を通じて株主名簿管理人へ情報を系統的に連絡する仕組み）による方法、②発行会社が株主名簿管理人へ直接連絡する方法がある。

①②のいずれを選択するかによって、株主名簿管理人が「新規記録通知データ」の送信に必要な情報を把握するまでに要する期間や、情報を把握してから「新規記録通知データ」を送信するまでに要する期間が異なる。



証券会社

- 証券会社の立場からは、**転換時期を遅らせることに違和感はない。**
- 有価証券届出書等に、転換数の算定方法を含めた種類株式の内容を明確に記載すれば投資家において転換後の状況は判断可能なのではないかと。

⑦ Exit協力義務（上場努力義務等）

定款

投資契約

株主間契約

財産分配契約

定めの内容

上場時期を設定し、発行会社及び経営株主に対して、当該時期までに上場を行うための努力義務を課す旨の定め（上場努力義務）。

ファンドの期限を明記し、発行会社及び経営株主に対して、当該期限を理由とした株式の売却について協力義務を課す旨の定め等。

日米の差異



留意事項タムシート

規定あり
（株主間契約7）



VLFモデル

規定あり
（株主間契約3.4）



NVCAモデル

規定なし

Exit協力義務の 交渉における 考え方

- Exit協力義務の目的は、投資家、特にVCが一定期間（ファンド期限）内に投資の成果を確定しファンドの出資者にその成果を分配しなければならないことから、発行会社及び経営株主もこれを認識し、投資家とそのExitに向け互いに協力し合うことを定める点にある。Exitの可能性は市況を含めた外部的な事情に影響されるため、「努力」義務として課されることが一般的かつ合理的であり、その意味で**主たる目的は、発行会社及び経営株主がVCのファンド期限を認識する点にあると考えられる。**
- 上場努力義務のように、**投資家のExitの一方法である上場のみに言及したExit協力義務を規定する例も散見されるが、M&AやセカンダリーというExitの方法も合理的な選択肢であり、発行会社の成長にとってもその方法が望ましい場合も十分に想定される。**特に、Exit協力義務に係る定めはNVCAモデルには規定されておらず、海外投資家にとっては見慣れない条項である場合もあり、Exit手段が上場のみに限定されているかのように誤解される可能性もある点に注意が必要である。
- Exitには、発行会社及び経営株主はもちろん、投資家の協力も重要なものとして期待されることから、**契約の当事者全員が一丸となってExitに向けて協力することが重要である。**

⑦ Exit協力義務（上場努力義務等）

方向性

- ① Exit協力義務を定めない。
- ② Exit協力義務を定める場合、Exitの内容として、上場に限定するのではなく、M&A等の選択肢も含めるようにする。

【②の条項例】（留意事項 株主間契約7より抜粋）

1. 発行会社及び経営株主は、[] 年 [] 月末日までに、金融商品取引所への上場、M&Aその他の合理的な方法により、投資家の保有する発行会社の株式についてExitの機会を確保するよう努力義務を負うものとし、他の本契約の当事者はこれに協力するものとする。
2. 発行会社及び経営株主は、投資家が期限満了等により発行会社株式を売却せざるを得ない場合には、協力すべき義務を負う。

ポイント ① 上場に限定せず、M&A等の選択肢を含める

- 上場努力義務は、その法的拘束力について訓示的規定にすぎないという裁判例がある一方で、NVCAモデルに規定がなく、海外投資家から違和感を持たれたケースがあったとの指摘もあることから、**規定自体の必要性について十分に吟味**する必要がある。
- 上場努力義務を規定する場合でも、**Exitの内容についてはM&A等の選択肢もある**ことから、これらを含めたExitへの努力義務と規定する方が望ましい。
- Exitに対しては、発行会社及び経営株主の努力だけでなく、**投資家における上場やM&A等の支援が不可欠**であることから、**契約の当事者全員が一丸となってExitに向けて協力**することが重要である。

ポイント ② 発行会社と経営株主の協力義務を定める

- 発行会社の株式は通常定款により譲渡制限が付されていることから、ファンド満期までの投資家による株式の売却について、発行会社及び経営株主の協力義務を定める条項である（第1項と異なり努力義務ではない点に留意）。

スタートアップ・エコシステムの発展に係る検討会

ー ガバナンスや近時の実態等も踏まえた投資のプラクティスについて ー

<検討会委員> (五十音順・敬称略) ※座長

飯谷 武士		サウスゲイト法律事務所・外国法共同事業	弁護士
岡橋 寛明		一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	理事
穴戸 善一	※	武蔵野大学法学部教授	一橋大学名誉教授 弁護士
砂川 大		一般社団法人スタートアップ協会	代表理事
水島 淳		西村あさひ法律事務所・外国法共同事業	パートナー
宮下 和昌		日本取締役協会	会長補佐

検討会の各委員は、3回（1回2時間程度）の検討会において、限られた時間の中で、意見を求められた点について意見を述べたものであり、また、本資料に対して全体的な監修はしておらず、本書の内容は、各委員の意見と必ずしも一致しているものではありません。また、本資料は、各委員個人及び各委員が所属する組織の意見を必ずしも反映したものではありません。