

参考資料

「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 -

参考資料 目次

参考1 調査結果

- | | |
|----------------------------------|-------|
| 1.1 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. 3 |
| 1.2 「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. 5 |
| 1.3 投資契約において日米間で差異がある条項 | P. 10 |
| 1.4 各契約条項 | P. 11 |
| 1.5 調査方法 | P. 26 |

参考2 既存の条項	P. 27
-----------	-------

1.1 スタートアップ・経営者・投資家の関係やガバナンス等の実情

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”

1.1 スタートアップ・経営者・投資家の関係やガバナンス等の実情

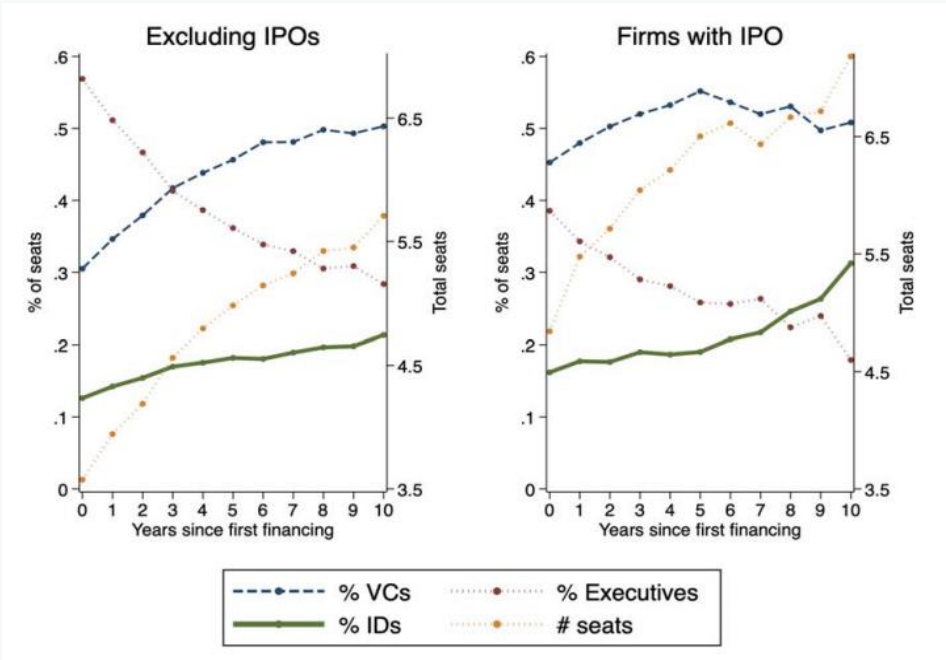
米国スタートアップでは、そのライフサイクルに応じて、社外取締役を増員する等によりガバナンスを構築している

- 最初の資金調達ラウンドでは業務執行取締役（≡創業者）が取締役会の56%を占めるが、第2ラウンド以降で新たなVC指名取締役と独立社外取締役が追加され、その後の調達ラウンドでVC指名取締役の割合が徐々に増加し、第4ラウンドではVC指名取締役が取締役会の53%を占める。¹⁾
- IPOを果たした企業は他の企業と比較して、IPOに近づくにつれて取締役会の規模が大幅に増加しており、平均の取締役会の規模はIPO企業が7人、その他の場合は5.5人である。IPO企業はより多くの独立社外取締役を追加しており、他の企業の1人のみと比較して、後期の段階で2人の独立社外取締役を有している。ただし、これは上場企業に対して過半数の独立社外取締役を有することとする規制上の要件が影響している可能性もある。¹⁾

資金調達ラウンド別の取締役会の構成

Boards at financing # 1						
	Obs	Mean	25th	Median	75th	Std dev
Board size	7,780	3.621	2.000	3.000	5.000	1.770
# VC directors	7,780	1.299	0.000	1.000	2.000	1.216
# executive directors	7,780	1.722	1.000	2.000	2.000	0.821
# independent directors	7,780	0.600	0.000	0.000	1.000	0.967
% VC directors	7,780	0.311	0.000	0.333	0.500	0.250
% executive directors	7,780	0.562	0.333	0.500	0.750	0.281
% independent directors	7,780	0.127	0.000	0.000	0.250	0.192
Has ID	7,780	0.369	0.000	0.000	1.000	0.483
Boards at financing # 2						
	Obs	Mean	25th	Median	75th	Std dev
Board size	4,915	4.573	3.000	5.000	6.000	1.826
# VC directors	4,915	2.010	1.000	2.000	3.000	1.399
# executive directors	4,915	1.725	1.000	2.000	2.000	0.789
# independent directors	4,915	0.838	0.000	1.000	1.000	1.069
% VC directors	4,915	0.410	0.250	0.429	0.571	0.229
% executive directors	4,915	0.430	0.250	0.400	0.500	0.233
% independent directors	4,915	0.160	0.000	0.125	0.250	0.188
Has ID	4,915	0.512	0.000	1.000	1.000	0.500
Boards at financing # 3						
	Obs	Mean	25th	Median	75th	Std dev
Board size	2,794	5.272	4.000	5.000	6.000	1.835
# VC directors	2,794	2.628	2.000	2.500	4.000	1.490
# executive directors	2,794	1.641	1.000	2.000	2.000	0.769
# independent directors	2,794	1.004	0.000	1.000	2.000	1.100
% VC directors	2,794	0.483	0.333	0.500	0.625	0.210
% executive directors	2,794	0.342	0.200	0.333	0.400	0.188
% independent directors	2,794	0.175	0.000	0.167	0.286	0.182
Has ID	2,794	0.599	0.000	1.000	1.000	0.490
Boards at financing # 4						
	Obs	Mean	25th	Median	75th	Std dev
Board size	1,478	5.830	5.000	6.000	7.000	1.838
# VC directors	1,478	3.124	2.000	3.000	4.000	1.581
# executive directors	1,478	1.586	1.000	1.000	2.000	0.744
# independent directors	1,478	1.120	0.000	1.000	2.000	1.159
% VC directors	1,478	0.526	0.400	0.500	0.667	0.195
% executive directors	1,478	0.294	0.167	0.250	0.400	0.158
% independent directors	1,478	0.180	0.000	0.167	0.286	0.175
Has ID	1,478	0.647	0.000	1.000	1.000	0.478

Exitの違いによる取締役会の構成

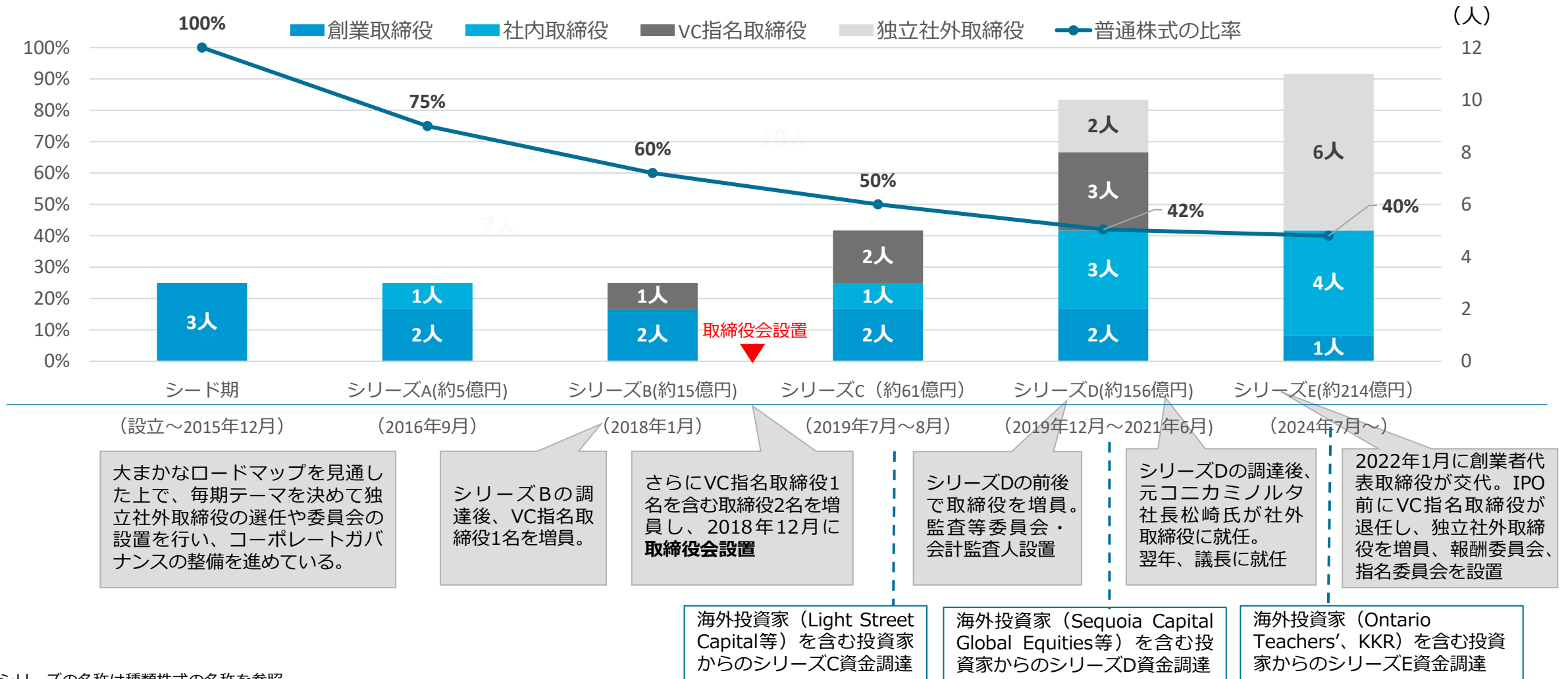


1) Ewens and Malenko 「BOARD DYNAMICS OVER THE STARTUP LIFE CYCLE」 NBER WORKING PAPER SERIES (2020)

1.2 「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前後で、取締役を増員する等によりガバナンス体制を強化する場合がある

SmartHR（クラウドサービススタートアップ）の場合

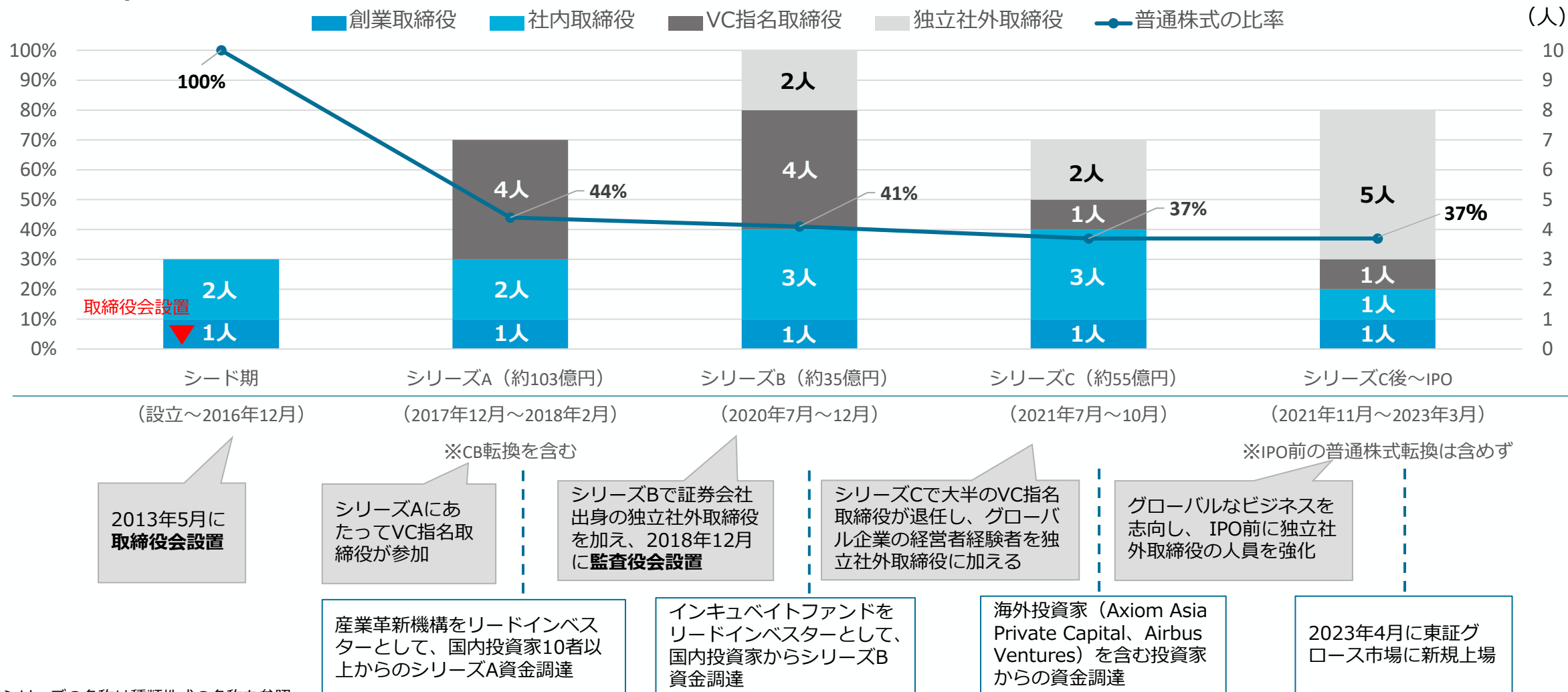


*シリーズの名称は種類株式の名称を参照

1.2 「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

ディープテックスタートアップでは、当初より開発等のための大規模な資金需要があり、アーリー期から大幅なダイリューションが発生することに伴い、早期に取締役を増員しガバナンス体制を強化する場合がある

株式会社ispace（ディープテック上場企業）の場合

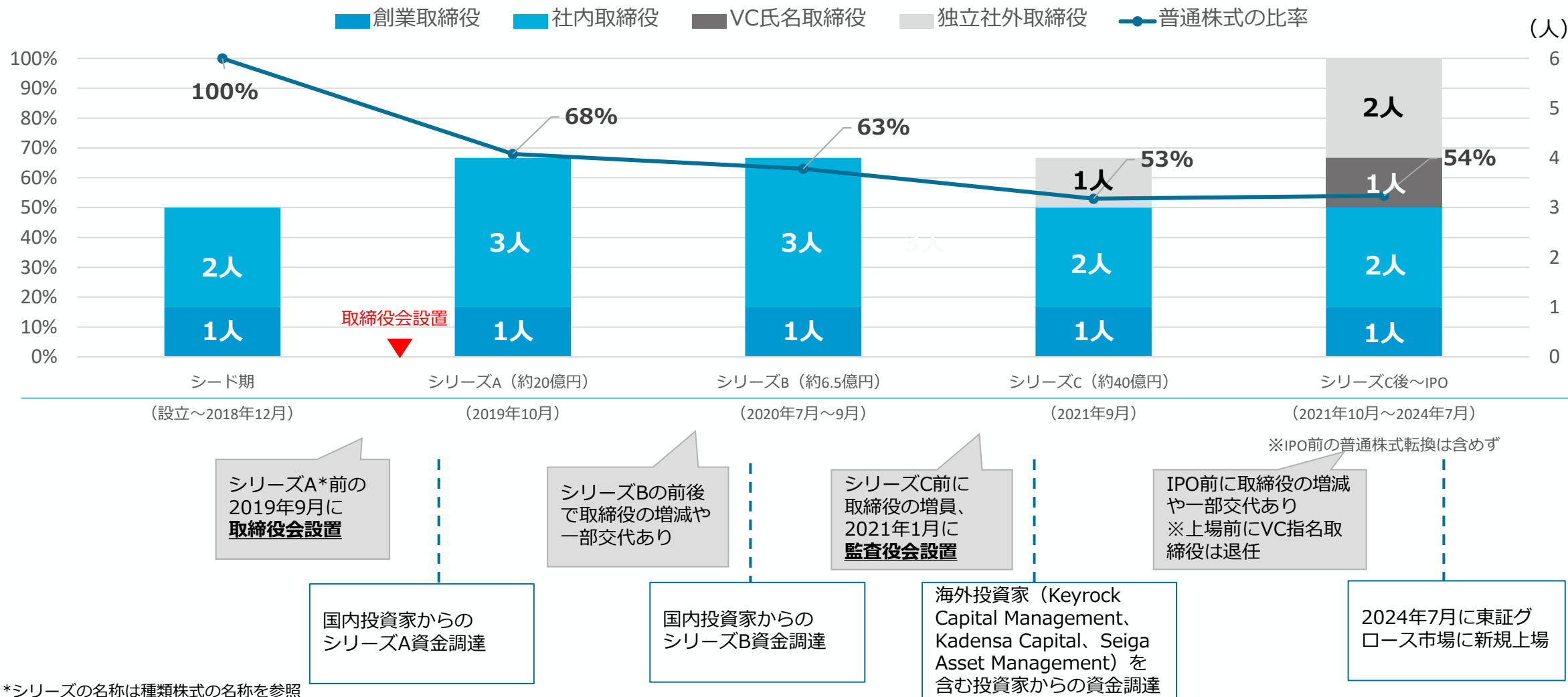


*シリーズの名称は種類株式の名称を参照

1.2 「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

HRテックスタートアップでは、レイトー期の海外投資家から資金調達の後で社外取締役を設置し、上場に向けて取締役を増員する等によってガバナンス体制を強化していく場合がある

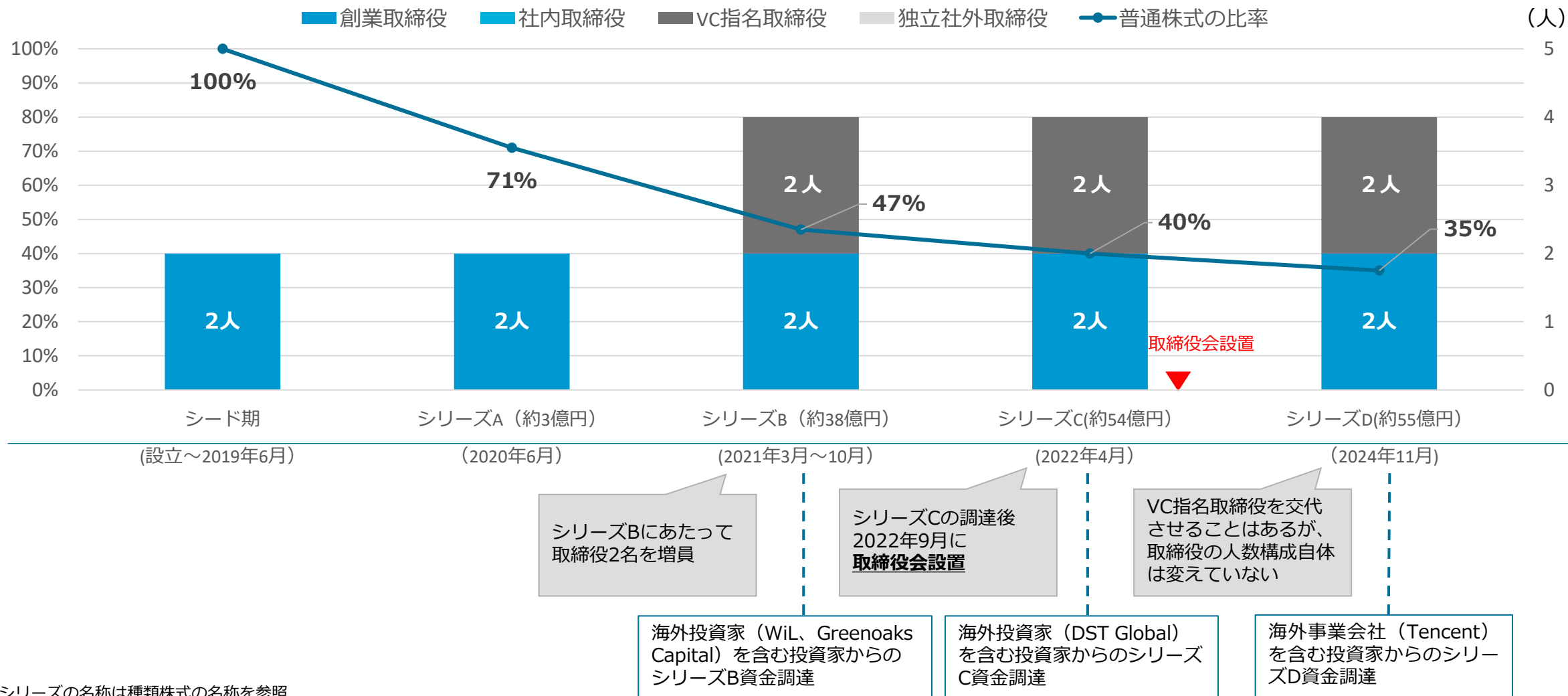
株式会社タイミー（HRテック上場企業）の場合



1.2 「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

Fintechスタートアップでは、大規模な資金調達以降で取締役を増員しガバナンス体制の強化を図っていく場合がある

株式会社UPSIDER（Fintechスタートアップ）の場合

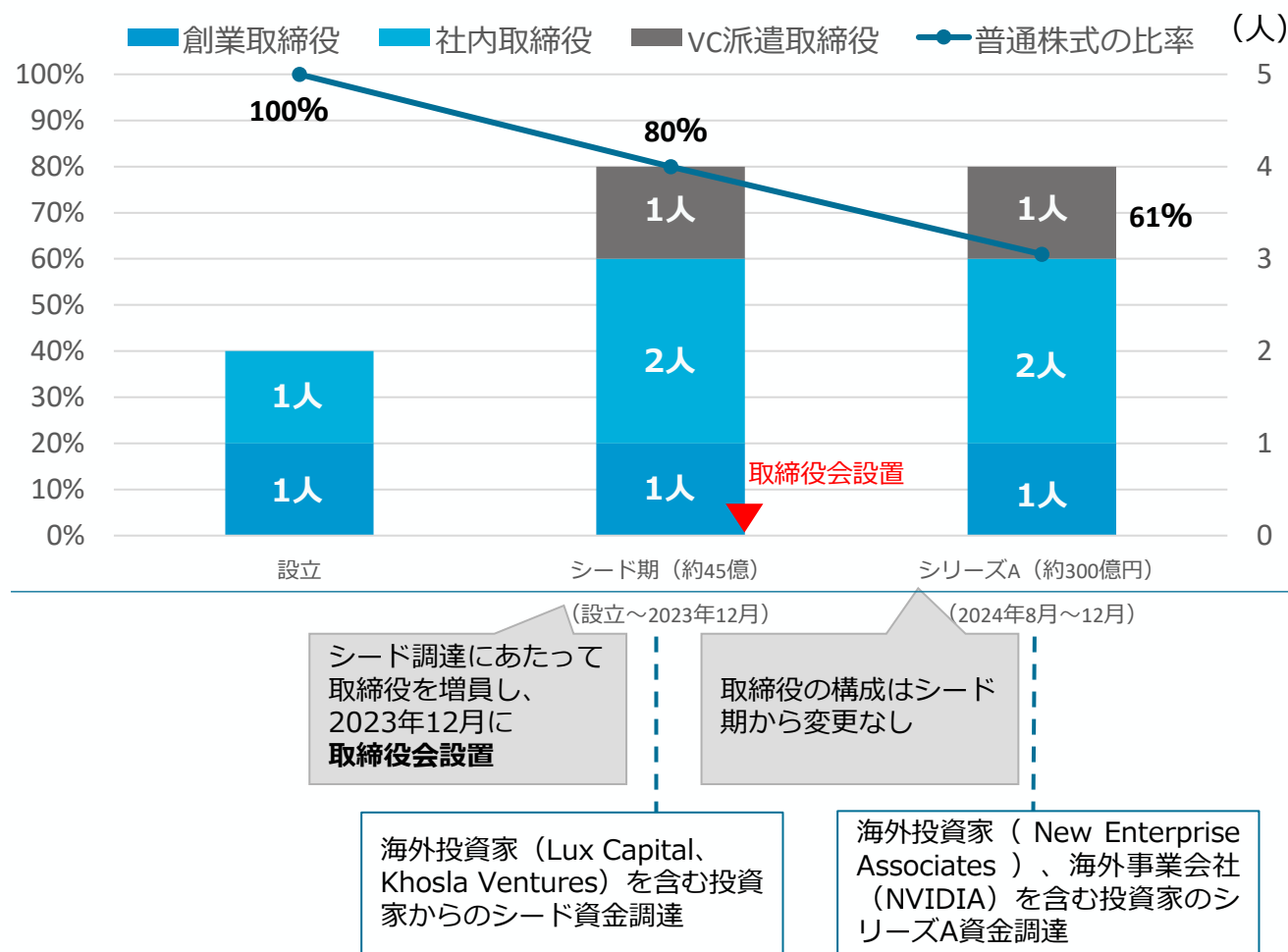


*シリーズの名称は種類株式の名称を参照

1.2 「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

シード調達から海外投資家からの投資を受け、シリーズAでは300億円の大型調達を実現しているケースであるが、早期から取締役会を設置しているものの、この時点で取締役の人数を顕著に増員するといった対応まではしていない

Sakana AI（AIスタートアップ）の場合



1.3 投資契約において日米間で差異がある条項

日米で差異のある条項		条項の内容	
		VLFモデル(#)	NVCAモデル(#)
株主引受契約(SPA)	当事者	経営株主を含む	経営株主を含まない(投資家と対象会社のみ)
	表明及び保証	対象会社に加えて、各経営株主による表明保証が規定(3)	The Company(対象会社)による表明保証のみ規定(2)
	誓約事項	コベンツの規定あり(4)	コベンツの規定なし
	株式買取請求	規定あり(6.1)	規定なし
	補償	各当事者(経営株主、投資家及び対象会社)による補償が規定(7.1)	規定なし
	契約の終了	規定あり(8)	規定なし
	費用	株式発行にかかる費用を除く諸費用については各当事者がそれぞれ自ら負担する旨を規定(9.8)	リード投資家のリーガルフィーを一定の金額を上限として発行会社が負担する旨を規定(6.8)
	配当	参加型・非累積型(8)	選択式(2, 4, B, 1)
優先株(COI)発行要項	残余財産の分配	参加型が規定(9(3))	参加型と非参加型の選択式(2, 4, B, 2)
	株主総会の議決権	優先株式1株につき1個の議決権を有する旨を規定(10)	普通株式転換後に相当する議決権を有する旨を規定(2, 4, B, 3.1)
	普通株式を対価とする取得条項(強制転換)	転換請求権の対象とするIPOの条件の規定なし(13)	発行総額、売価等について一定の条件を満たしたIPOのみを転換請求権の対象とすること旨を規定(2, 4, B, 5.1)
	譲渡制限	株式譲渡による取得には取締役会の承認が必要との規定あり(15)	株式譲渡による取得には取締役会承認が必要との規定なし
	株式の分割、併合等	株式分割・株式併合や無償割当てを行う場合には普通株式と優先株式について同時に同一の条件で行うべき旨を規定(17)	株式分割・株式併合や無償割当てを行う場合には普通株式と優先株式について同時に同一の条件で行うべき旨の規定なし
株主間契約(VA, IRA, COI)	取締役指名権	取締役指名投資家という名称で具体的な投資家名が規定(2.1-2)	具体的な投資家名が記載されるが、一定の株式数又は持分割合が当該投資家の取締役指名権の閾値として規定(VA1.2)
	オブザーバー権	取締役会へのオブザーバー指名権の規定あり(2.1-5)	取締役会へのオブザーバー指名権は選択式として規定(IRA3.3)
	事前承認事項	事前承認事項として実質的な拒否権を規定(2.3)	事前承認事項の規定なし。但し、定款において拒否権を規定(COI2, 4, B, 3.3)
	通知事項	通知事項を規定(2.4)	通知事項の規定なし
	財務情報の提供	全ての投資家に対して財務情報の受領権を付与(2.5-1)	Major Investorに対してのみ会社の財務情報の受領権を付与(IRA3.1)
	経営株主の経営責任(キーマン条項)	職務継続義務、競業禁止義務を規定(3.1-2, 3)	職務継続義務、競業禁止義務の規定なし
	株式上場努力義務	発行会社の株式公開を目指す努力義務を規定(3.4)	発行会社の株式公開を目指す努力義務の規定なし
	新株発行等における優先引受権	全ての投資家に対して優先引受権を付与(4.1)	Major Investorに対してのみ優先引受権を付与(但し、括弧書き。全投資家に認められることもある。)(IRA4.1)
VA*1	一斉売却請求権	過半数投資家及び創業者が同意した場合に権利が認められると規定(4.5)	一定割合の優先株主の同意に加え、取締役会及び過半数の普通株主の同意がある場合(選択式)に権利が認められると規定(VA3.2)
	事業売却のための施策提案権	一定の株主が賛成した場合、会社に対して、会社又は事業の売却を進めることを請求できる権利であるSale Rightsの規定なし	Sale Rightsを規定(但し、NVCAモデル契約書においてもADDENDUMとして規定)

1.4 各契約条項 ① 事前承認事項

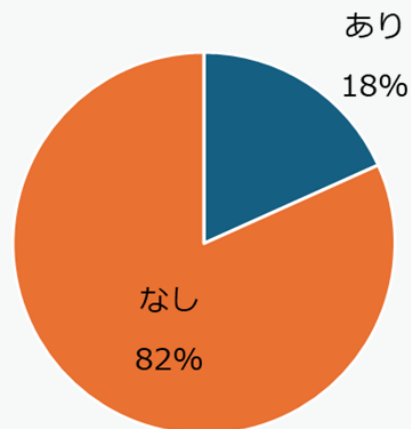
日米間の差異の現状



日本

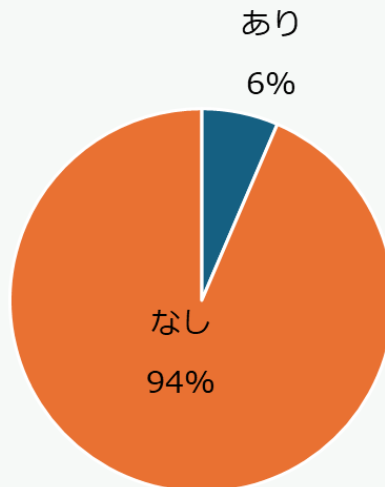
- 株主間契約に投資家の事前承認事項（投資家の拒否権）が広く定められており、拒否権付種類株式や役員選任権付種類株式の利用は少ない。

拒否権付種類株式の設定（n=93）



出所) 各社登記情報より作成

役員選任権付種類株式の設定（n=93）



出所) 各社登記情報より作成



米国

- 米国においては、会社定款に基本的な事項についての優先株主の拒否権が規定されるほか、NVCAフォームにおいて、投資家指名取締役の拒否権がオプションに規定されている。取締役会で議論されるよりビジネス的な決定事項に対して、株主の拒否権を広範に規定することはあまり多くはないとされる。



米国弁護士

- ベンチャー支援を受けたすべての企業では、会社定款に優先株主の拒否権が規定されている。会社定款に記載される拒否権は、比較的基本的なものが多い。
- NVCAのフォームでは、優先株主指名の取締役（優先取締役）による拒否権をオプションとして提供しており、これはより幅広くオペレーショナルな事項をカバーする。
- 最初の資金調達ラウンドで、契約により記載される優先取締役の拒否権が設定されるのは、おそらく全体の25%以下ではないか。Tier 1のVCでは、これらの拒否権を設定しない。

- 次のシリーズで投資するにあたり、以前のシリーズの事前承認事項について、会社側のリクエストにより、承認の基準を引き上げ（緩和）に応じたことがある。
- レイター期の投資家の提案により、承認をとらなければならない投資家の範囲を狭める等の形で簡素化することもある。



米国CVC

出所) ヒアリング調査結果より作成

1.4 各契約条項 ① 事前承認事項

日米間の差異の背景



日本

- 経営株主が長期間にわたり過半数の持株比率を保持することが多い。投資家株主としては、実務上種々の理由で拒否権付種類株式及び役員選任権付種類株式が普及しておらず、他方で、経営株主による経営のリスクをコントロールしたいという要請も強いこと等から、契約で広範な事前承認事項（拒否権）が定められていると考えられる。
- 投資家はリスクのコントロールのために、投資先スタートアップに対して取締役を指名することでその経営に関与する選択肢もあるが、投資家指名の取締役が取締役会において少数派であり、必ずしも取締役会を通じて経営のリスクをコントロールしにくいいため、その代わりに株主の事前承認事項によりコントロールしようとする傾向にある。



日本VC

- 日本は取締役の不当な行為に対する訴訟を起こしにくいいため、本条項でコントロールしたいという要因がありそうである。
- 米国では取締役の不当な行為に対して、すぐに訴訟につながるという緊張感がある。

出所) ヒアリング調査結果より作成



米国

- 経営株主の株式保有比率が低く、創業初期から社外取締役の比率が高いため、投資家も含めた取締役によるガバナンスが効いている傾向にあり、取締役会を通じて経営のリスクをコントロールしやすい状況にある。
- 投資家はあくまで所有者（株主）であり、経営に関しては取締役会に委任をすべきという発想があるため（所有と経営の分離の徹底）、株主の拒否権についても非常に重要な事項に限定されるべきという発想があると指摘される。



日本/米国弁護士

- VCが優先株投資を行うタイミングで、ボードに取締役を派遣する。
- ラウンドを重ねるたびにプレイヤーが増えていき、シリーズAやBの段階で投資家側が半数・過半数になる例が多くなってきている。



米国VC

- 米国でも、昨今はシリーズAの段階では取締役会がない会社も多く、取締役指名権を持つもののその時点では取締役会がないこともある。
- シリーズC・Dと進むにつれて、投資家はフォーマルな取締役会を求めていく。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1.4 各契約条項 ② 株式買取請求権

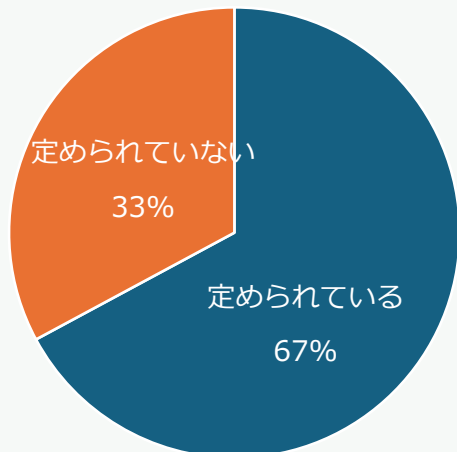
日米間の差異の現状



日本

- 株式買取請求権が定められている割合は67%、定められていない割合は33%である。
- 株式買取請求権のトリガーは「契約違反」が最も多く、「表明保証違反」が次いでおり、重大な契約違反や重大な表明保証違反に限定している企業も一定数ある。

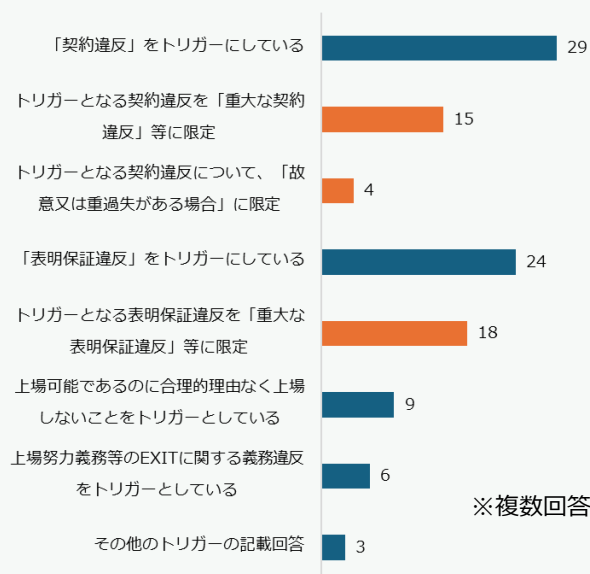
株式買取請求権の定め (n=69)



※不明・未回答を除く

出所) アンケート調査結果より作成

株式買取請求権のトリガー (n=46)



※複数回答

出所) アンケート調査結果より作成



米国

- 投資関連契約違反に対する救済方法として、株式買取請求権の定めが規定されることはないとする。
- 発行会社に契約違反があった場合の救済手段は、契約当事者である会社に対する損害賠償請求等を通じてなされる。



米国VC

- 米国では、買取請求は使用しない。会社に対し、表明保証違反に基づく損害賠償請求を行う。
- 他方、詐欺、法令違反などの場合には、創業者に対して訴訟を行う。

※なお、米国の東海岸やシンガポール等における投資関連契約では、株式買取請求権に類似する条項が設定されているケースもみられる。



日本VC

- 米国の東海岸の契約書やシンガポールの契約書で、株式買取請求権に類似する条項が含まれているケースもある。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1.4 各契約条項 ② 株式買取請求権

日米間の差異の背景



日本

- 日本では、経営株主の持株比率の高さが維持され、経営株主の交代が起こりづらい傾向にあるから、投資家は契約を通じて会社の経営に関与し、会社又は経営株主の契約違反に対して株式買取請求権を設定することで、契約による関与の実効性を高めるというニーズがあったと思われる。



日本VC

株式買取請求が規定されている背景には、日本は経営株主が変わらず、ずっと残り続けるという要因も大きい。

- 契約違反に対して投資家が訴訟を起こすハードルが高く、契約違反への手当として株式買取請求権が定着していると思われる。



日本VC

コストやレピュテーションの面で訴訟提起が難しい。

出所) ヒアリング調査結果より作成



米国

- 米国の投資家は、取締役を指名する等により経営に直接関与することで経営リスクをコントロールする傾向にあり、契約による経営への関与を強めるというニーズが比較的小さいと思われる。



米国VC

- 米国では、買取請求は使用しない。
- シリーズAで投資家サイドが加わり、その後シリーズB、Cと進むにつれて投資家サイドの取締役が増えていく。

- 米国の投資家は、詐欺的な事例が発生した場合には、契約責任を追求するよりも不法行為責任を追及する。また、DDの実施を徹底している。



米国VC

詐欺的な事例では、契約責任よりも不法行為責任を追及することが多い。その意味では、投資は高リスクの信用取引であるため、徹底したDDを行っている。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1.4 各契約条項 ② 株式買取請求権

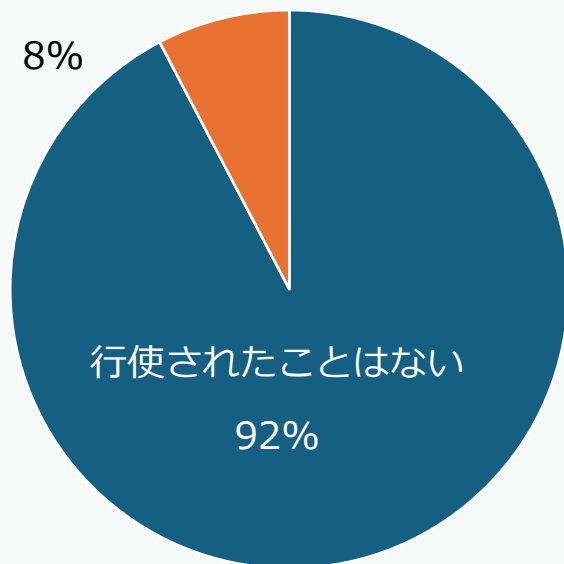
株式買取請求の行使に関する日本の現状

- スタートアップが投資家によって実際に株式買取請求権を行使されたことのある割合は8%である。

株式買取請求権の行使 (n=51)

行使されたことがある

8%



行使されたことはない

92%

※未回答を除く

出所) アンケート調査結果より作成

株式買取権を行使された事例



日本SU

- 上場努力義務期間の満了を一つの理由として、株式買取請求をされたことがある。自社での買取ができなかったため、個人で対応せざるを得なかった。

株式買取権を行使した頻度・理由



日本VC

- 株式買取請求権を行使したケースは、これまでに1～2件である。
- 詐欺的な行為が理由であり、相手に資力があつたため行使に踏み切った



日本VC

- 株式買取請求権を行使したケースは、約120社の投資のうち1件程度である。
- 明らかに創業者が会社の金銭を私的に流用しているケースに対して行使した。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1.4 各契約条項 ② 株式買取請求権

株式買取請求の行使に関する日本の現状

- 株式買取請求権は、詐欺的な行為や金銭の私的流用等の重大なモラルハザードに対してのみ行使されているとの指摘（再掲）



日本VC

- 株式買取請求権を行使したケースは、これまでに1～2件である。
- 詐欺的な行為が理由であり、相手に資力があつたため行使に踏み切ったが、基本的には抜かない刀。



日本VC

- 株式買取請求権を行使したケースは、約120社の投資のうち1件程度である。
- 明らかに創業者が会社の金銭を私的に流用しているケースに対して行使した。

- 投資家は損害賠償の請求を行うことが可能であるが、買取請求権の行使のほうが実務のハードルが低いとの指摘



日本VC

- ペナルティに関して、株式買取請求で対応するか、損害賠償とするかを検討する。
- モラルハザード事例に対しては、善管注意義務違反を問えなくもないが、株式買取請求権の行使のほうが実務上対応しやすいことがある。

- 他の投資家に行使されることにより弊害が生じることがリスクであるとの指摘



日本VC

- 株式買取請求権を他の投資家が行使して困るケースの方が多い。
- エンジェルの場合は資金不足、CVCの場合は事業撤退等、VCと利害関係が異なり、VCは株式買取請求権を行使することによるレピュテーションリスクが他の投資家よりも大きい。



日本・米国弁護士

- 投資家でもVCと事業会社では利害関係が異なり、特定の投資家が無理に買取請求を行使するというケースも想定しうる。
- 例えば、複数株主が同意しないと株式買取請求権を行使できないという方向性はあると思う。

- 株式買取請求権による買取価額の設定について留意が必要であるとの指摘



日本弁護士

- 株式買取請求権の買取義務者に、株式売却に係る配当課税相当額を負担させたり、株式を第三者に売却したうえで当該売却価額と直近の株式発行価額との差額を負担させたりする内容の契約書を見たことがあるが、不合理である。
- 表明保証違反を理由とする株式買取請求権の目的（投資実行前の状態に巻き戻す点）からすれば、表明保証違反の場合の株式の買取価額は当該株式の発行価額と考えるのが自然ではないか。

1.4 各契約条項 ② 株式買取請求権（株主総会の書面決議の要件）

書面決議

株主の全員が株主総会議案について書面等により同意の意思表示をした場合は、当該議案について株主総会の決議があったものとみなし、実際に株主総会を開催することを要しないとする制度

日本と諸外国との差異



日本

- 日本では、書面決議を行うために**株主全員の同意**が必要



日本弁護士

- 拒否権付種類株式が使いにくく、契約上の事前承諾義務だけでは、必ずしも違反行為の有効性をブロックできないことから、最終手段としての株式買取請求権が、けん制効果を含め規定されている可能性がある。
- 書面決議が株主全員の同意がないと使えないこととなっているため、種類株主総会の開催がボトルネックとなっており、拒否権付種類株式が普及していないということがあり得ると考えられる。



米国（デラウェア州）

- 米国（デラウェア州）では、株主全員の同意がなくとも**当該議案の可決要件となる議決権を有する株主の同意**があれば、書面決議を行うことが可能である。



英国

- 英国でも、非公開会社に限定されているものの、株主全員の同意がなくとも**当該議案の可決要件となる議決権を有する株主の同意**があれば、書面決議を行うことが可能である。

出所）公益社団法人商事法務研究会「主要先進国における会社法制のデジタル化に関する調査研究報告書」（令和5年3月）

1.4 各契約条項 ②③④ 経営株主個人の責任

日米間の差異の現状

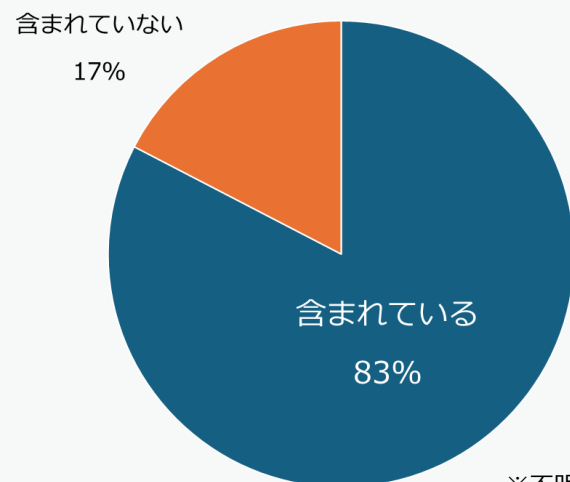


日本

※米国に関する記述は次頁

- 表明保証の主体に、発行会社だけではなく、投資契約において経営株主（個人）が含まれている割合は83%である。
- 投資家に対して補償責任を負う主体に、経営株主（個人）が含まれている割合は72%である。
- 補償責任ついて、会社と経営株主の連帯責任とされている割合は67%である。

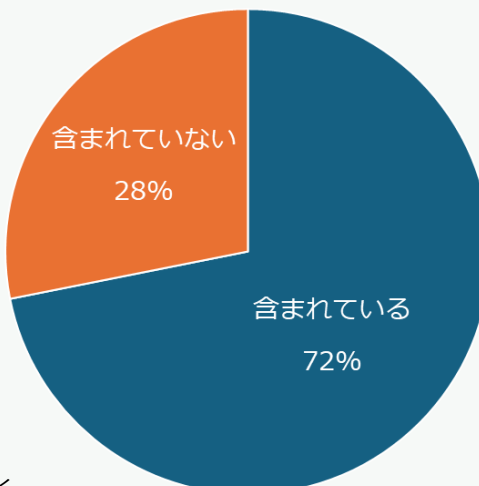
経営株主が表明保証の
主体に含まれる割合（n=69）



※不明・未回答・重複を除く

出所) アンケート調査結果より作成

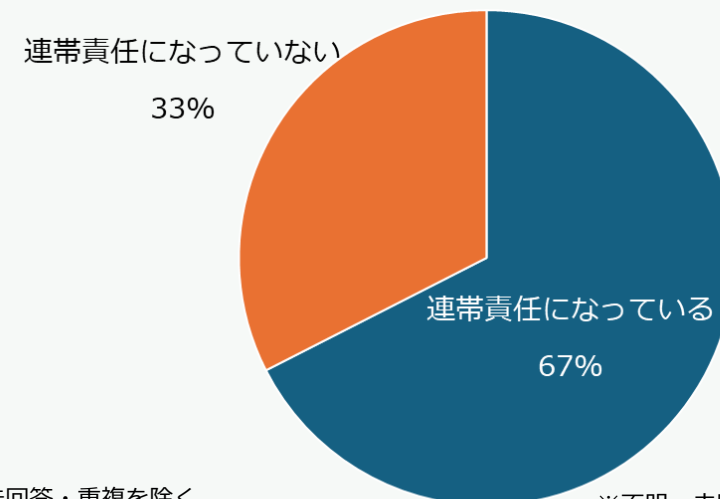
経営株主が補償（損害賠償）
主体に含まれる割合（n=64）



※不明・未回答・重複を除く

出所) アンケート調査結果より作成

会社と経営株主の補償（損害賠償）の連
帯責任とされている割合（n=40）



※不明・未回答・重複を除く

出所) アンケート調査結果より作成

1.4 各契約条項 ②③④ 経営株主個人の責任

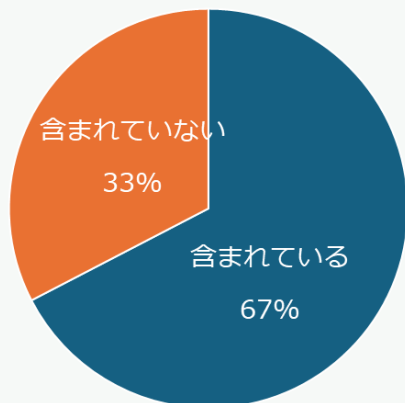
日米間の差異の現状（つづき）



日本

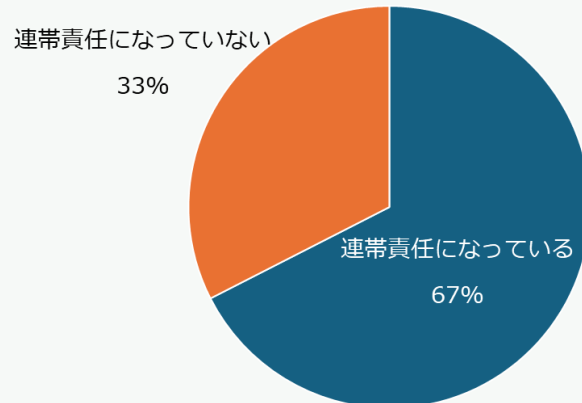
- 株式買取請求権の定めがあるスタートアップのうち、株式買取請求権の対象に、経営株主が含まれる割合は67%である。
- 経営株主が株式買取請求権の対象に含まれるスタートアップのうち、買取責任が会社と経営株主の連帯責任とされている割合は67%である。

経営株主が株式買取請求権の対象に含まれる割合（n=46）



出所) アンケート調査結果より作成

買取責任が会社と経営株主の連帯責任とされている割合（n=40）



出所) アンケート調査結果より作成



米国

- 経営株主は、表明保証及び補償責任の主体とならないことが多い。



- NVCAモデルを使う場合、創業者は契約当事者ではなく、会社だけが契約当事者になる。
- 創業者個人への責任追及は、善管注意義務違反や不法行為を追及する形で行われる。



- NVCAのドキュメントは主にボストンを中心とした投資家側の人間によって作成され、10年ほど前までは投資家寄りの内容が多かったが、今は調整されている。
- 例えば、創業者が会社の表明保証を行わなければならないというような、不合理な規定が当時は含まれていた。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1.4 各契約条項 ②③④ 経営株主個人の責任

日米間の差異の背景



日本

- 日本のスタートアップは創業者が経営者を継続している傾向が強く、経営株主の持株比率も高い割合が維持され続け、創業者の経営に対する影響の度合いが大きい（参考資料3頁）。



日本VC

- 日本は経営株主がずっと残り続けるという要因が大きい。
- 米国は経営者を容易に変えられる点が日本とは異なる。

出所) ヒアリング調査結果より作成

- 業務、経理、資産所有等に関する企業と経営者との関係が明確に区分・分離されておらず、実質的に一体となっている中小企業について、経営者に個人保証を求めることが融資において慣行化していたこと¹⁾が、スタートアップに対する投資実務にも影響している可能性がある。
※ 但し、中小企業に対する融資について、「経営者保証に関するガイドライン」により、個人保証は是正の方向性が示されている。



米国

- 米国のスタートアップは資金調達のシリーズが進むと取締役会の指名により経営者が交代することが多い（参考資料3~4頁参照）ため、経営株主の経営に対する影響の度合いが小さいと考えられる。



米国VC

- 米国では、シリーズAで投資家から取締役が派遣される。
- 創業者はシリーズA、Bなどのかなり早い段階で50%超の持分を失うことが多い。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1) 中小企業庁「中小企業における個人保証等の在り方研究会 報告書」（2013）

1.4 各契約条項 ⑤ 残余財産分配

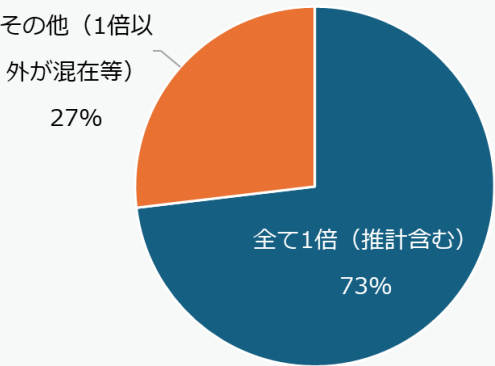
日米間の差異の現状

 日本

参加型/非参加型

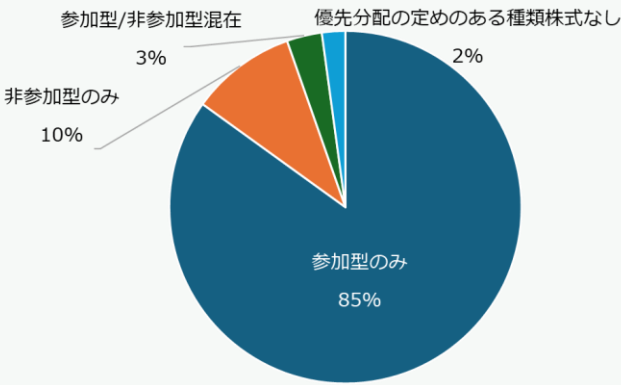
- 多くのスタートアップが「1倍・参加型」とされる。

優先分配の倍率 (n=93)



出所) 各社登記情報より作成

参加・非参加型 (n=93)



出所) 各社登記情報より作成

 米国

参加型/非参加型

- ほとんどが「1倍*・非参加型」とされるが、ダウンラウンドの局面では参加型の割合が増加している。

*優先倍率につき「Data | Cooley GO」 <<https://www.cooleygo.com/data/>>参照 (2025年7月24日最終閲覧)

	2022	2023	2024	2022 ダウンラウンド	2023 ダウンラウンド	2023 ダウンラウンド
参加型	6 %	8 %	4 %	36 %	24 %	6 %
Cap付参加型	3 %	2 %	3 %	0 %	14 %	2 %
非参加型	88 %	90 %	91 %	64 %	62 %	92 %

出所) Wilson Sonsini 「FINANCING TRENDS FOR Q3 2024」 (2024)より作成



米国CVC

- 米国では非参加型が多いが、日本では参加型が多いので、そのまま受け入れている。
- その他の条項についても、投資家有利なことが多い。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1.4 各契約条項 ⑤ 残余財産分配

日米間の差異の現状

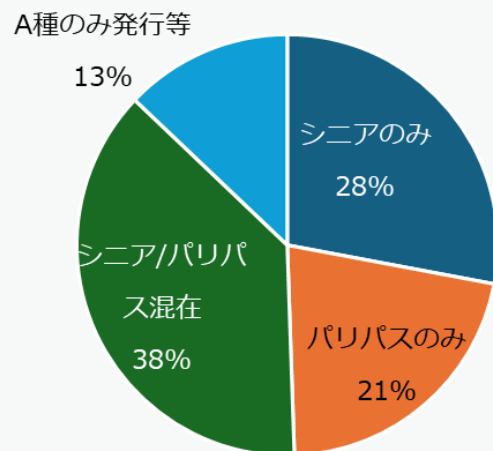


日本

パリパス/シニア

- 各投資家間での優先残余財産分配権の優劣について、日本では後続ラウンドで投資を行った投資家から優先的に配分するシニア方式が比較的多いという指摘がある¹⁾。

パリパス/シニア配分 (n=93)



出所) 各社登記情報より作成



米国

パリパス/シニア

- 各投資家間での優先残余財産分配権の優劣について、米国では全ての投資家を同順位として比例的に配分するパリパス方式が比較的多いとされる。但し、ダウンラウンドの局面ではシニア方式の割合が増加している。

シリーズ B以降	2022	2023	2024	2022 ダウンラウンド	2023 ダウンラウンド	2024 ダウンラウンド
シニア	30 %	26 %	29 %	64 %	38 %	63 %
パリパス	70 %	74 %	71 %	36 %	62 %	35 %
ジュニア	0 %	0 %	1 %	0 %	0 %	2 %

出所) Wilson Sonsini 「FINANCING TRENDS FOR Q3 2024」 (2024)より作成



日本VC

- 米国が日本と明確に違うのは「非参加・パリパス」である。米国の投資家は、後半のラウンドに入ってもメリットが少ないので、アーリーに入らなければいけないという意識が強い傾向があると感じる。
- レイターの場合は投資時の株価が高く、その後のリターンに関してはシビアな状況になることがあるため、状況に応じて、負けを少しでも少なくするためにシニア配分を要求する場合があるのではないかと。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1) 村松 亮 「スタートアップ投資契約における優先残余財産分配権の定め方」 (2020)

1.4 各契約条項 ⑤ 残余財産分配

日米間の差異の背景



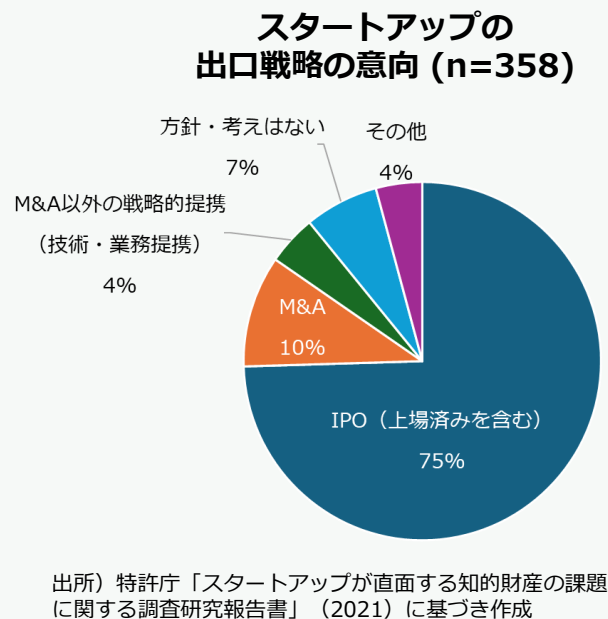
日本

参加型/非参加型

- 参加型が主流である背景には、IPO志向の高さ、M&Aの規模の小ささ等に要因があると考えられる。M&AによるExitは、米国においては9割程度であるのに対して日本は6割にも満たず¹⁾、その金額規模も小さいことから、「参加型」とすることで投資家の利益を確保しようとしている可能性がある。
- 日本においては、バリュエーションが定まった後にタームシートが提示されることから、参加型・非参加型について交渉する余地が小さく、従って選択の余地が少ないという可能性がある。

パリパス/シニア

- 日本では、後続ラウンドのシニア方式が定着しており、これまで優先株式を保有する投資家間での優劣は大きく問題となつてこなかった。



米国

参加型/非参加型

- 「参加型」の方が、投資家にとっては有利であるにもかかわらず、米国で「1倍・非参加型」とされるのは、「成功した投資先」のエグジットを通じてのみアップサイド・リターンを得ることで、ファンドのリターンとしては十分であり、優先分配についてはダウンサイドのリスクヘッジ機能に過ぎないということが基本的な発想としてあることが考えられる。



米国VC

- 15～20年ほど前は米国においても参加型が用いられていたが、その後の投資家からの資金供給が増大し投資家間の競争が起こる中で、1倍・非参加型が定着していった。

出所）ヒアリング調査結果より作成

パリパス/シニア

- VC間の水平的対立の過程で、好景気時にアーリーステージのVCの力が増した事により、その後のラウンドに参加するVCがパリパスを受け入れてきた背景があると考えられるとの指摘がある²⁾。

1.4 各契約条項 ⑥ 上場に伴う優先株式の転換

日米間の差異の現状



日本

日本のスタートアップの事例

- 日本では、上場前に、優先株式を普通株式に転換させる実務が定着している。
- 上場申請の前に、証券会社が上場想定時価総額を算定して提示し、その算定価格を基準として、一定のターゲット時価総額を下回る場合には、転換価格を調整することにより交付株式数を調整するという仕組み（疑似IPOラチェット）が用いられる事例が一部存在する。



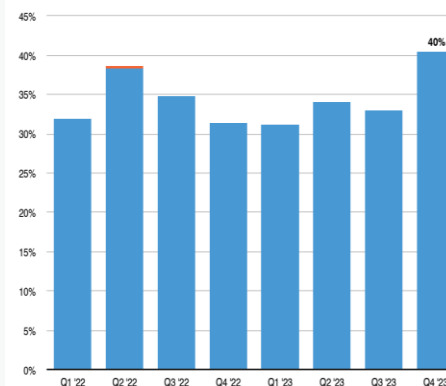
米国

IPO時の投資家プロテクション条項の浸透度

(左：Fenwick, “Silicon Valley Venture Capital Survey Fourth Quarter 2023”より)

(右：Will Gornall and Ilya A. Strebulaev 2019, “Squaring Venture Capital Valuations with Reality” p49 Table 4より)

IPO DOWNSIDE PROTECTIONS—PERCENTAGE OF FINANCINGS THAT INCLUDED IPO DOWNSIDE PROTECTIONS (INCLUDES ALL ROUNDS SERIES A THROUGH E+)



■ Ratchet: Investors receive additional shares if IPO price is less than financing price or, in some cases, the financing price plus a premium

■ Blocking Right: IPO price must be at least as high as financing price

	Code	Count	Mean	Q ₁	Median	Q ₃
Number of unicorns		135				
Preferences given to latest investors						
Percent of shares new investors senior to			0.64	0.46	0.60	0.87
Senior to all investors		64	0.48			
Senior to some investors	s	41	0.30			
Liquidation multiple > 1	m	9	0.07			
Participation	p	16	0.12			
Cumulative dividends	d	9	0.07			
For those, level			0.07	0.06	0.08	0.08
IPO ratchet	r	20	0.15			
For those, level			1.15	1.00	1.00	1.33
Any major protection		75	0.56			
Preferences given to at least one investor						
Seniority	s	64	0.47			
Liquidation multiple > 1	m	21	0.16			
Participation	p	27	0.20			
Cumulative dividends	d	14	0.10			
For those, level			0.08	0.06	0.08	0.08
IPO ratchet	r	23	0.17			
For those, level			1.32	1.00	1.25	1.63
Any major protection		92	0.68			
Automatic conversion exemptions						
Any exemption		92	0.68			
For those, valuation needed (\$m)		912	200	400	1,225	
For those, valuation / PMV		0.53	0.11	0.25	0.87	
Require valuation		37	0.27			
For those, valuation needed (\$m)		1,806	750	1,590	2,235	
For those, valuation / PMV		1.06	0.57	1.00	1.50	
Require proceeds		90	0.67			
For those, proceeds needed (\$m)		87	50	50	100	
For those, proceeds / PMV		0.05	0.03	0.04	0.06	
Exemption binds in <0.5X IPOs	o	32	0.24			

- 上記によると、追加の株式発行で補填するRatchetではなく投資額以上のIPO価格にのみ自動転換を認める規定(Blocking right, Automatic conversion exemption)が多いとされている。

1.4 各契約条項 ⑦ Exit協力義務（上場努力義務）

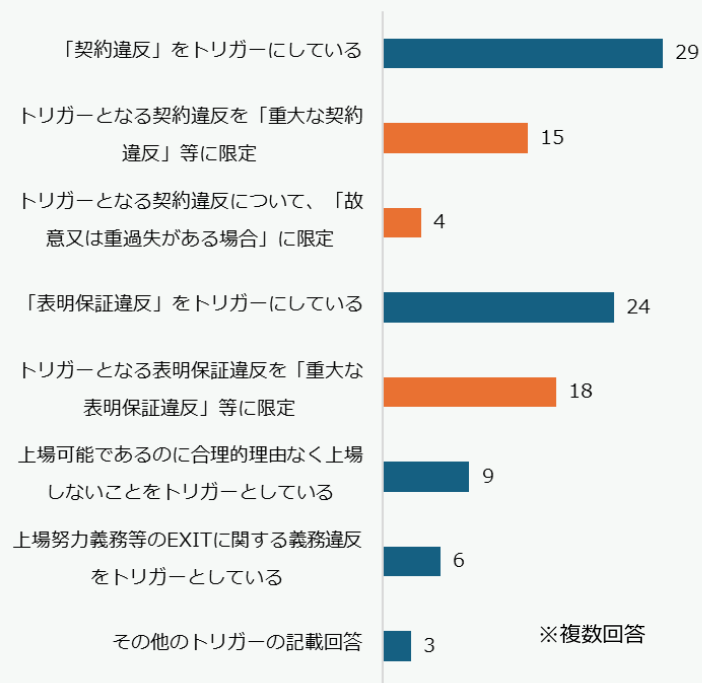
日米間の差異の現状



日本

- 一部のスタートアップにおいて、上場努力義務等のExitに関する義務違反が株式買取請求権のトリガーとされている。

株式買取請求権のトリガー（n=46）※再掲



出所) アンケート調査結果より作成



米国

- 米国のNVCAモデルには、上場努力義務等を課す規定はない。



米国VC

- 米国での投資においては、上場努力義務に関する規定をみることはなく、日本での投資を始めた当初は違和感を感じた。
- 過去には、2期連続で黒字化できなかった場合や、期限までにIPOできなかった場合を株式買取請求のトリガーとする契約をみたことがある。現在は、そのような規定が入っている場合には、それらを削除するようにしている。

出所) ヒアリング調査結果より作成

1.5 調査方法

① アンケート調査

区分	回答数	調査方法
未上場	62社	① 設立年月日が2010年以降であり、総資金調達額が50億円以上のスタートアップに回答を依頼 ② J-Startupに採択されたスタートアップ等に回答を依頼
上場	9社	① 設立年月日が2010年以降であり、2022年以降に上場したスタートアップに回答を依頼

② 登記情報の調査

区分	抽出数	調査対象数	調査対象の抽出条件	調査方法
未上場	137社	93社	総資金調達額 50億円以上 設立年月日 2010年以降	① 抽出したスタートアップ137社のうち、倒産済を除き、登記情報が取得可能な93社を対象 ② 各社の情報について、登記情報より情報収集・整理

① 事前承認事項



留意事項タムシート

株主間契約3. 事前承認/事前通知（※うち事前承認のみ抜粋）

発行会社及び創業株主は、投資家に対し、以下の事項については決定を行う〔 〕日前に通知し、多数優先株主の書面又は電子メールによる承認を得るものとする。但し、発行会社より通知を受けてから〔 〕日経過しても承認をするか否かの旨を通知しない投資家については承認したものとみなす。

(1)定款の変更

(2)発行会社株式等の発行又は処分。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

(3)合併、株式交換、株式移転、会社分割、事業譲渡又は事業譲受

(4)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

(5)創業株主の保有する発行会社株式等の譲渡、担保の設定、その他の処分

(6)資金使途の変更

(7)役員の選任又は解任

(8)投資に関する契約の締結、変更又は解除

(9)発行会社の株式等の譲渡等に対する承認

(10)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

〈その他、投資家、発行会社及び創業株主にて調整して設定すること〉

① 事前承認事項



VLFモデル

株主間契約第2.3条（投資家の事前承認事項）

1. 対象会社が以下の各号の取引又は行為を行う場合においては、対象会社の株主総会特別決議のほか、取締役派遣投資家の事前の承認又は取締役派遣投資家指名取締役の賛成を含む対象会社の取締役会による議案の承認決議があることを要する。

- (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) 資本金の減少
- (4) 自己株式の取得、又は株式の分割若しくは併合
- (5) 募集株式又は募集新株予約権（新株予約権付社債を含む。）の発行又は処分（但し、第3.2条に基づく許容ストックオプションの発行は除く。）
- (6) 解散

2. 対象会社が以下の各号の取引又は行為を行う場合においては、対象会社の株主総会普通決議のほか、取締役派遣投資家の事前の承認又は取締役派遣投資家指名取締役の賛成を含む対象会社の取締役会による議案の承認決議があることを要する。

- (1) 剰余金の配当その他の処分
- (2) 法定準備金の減少
- (3) 取締役又は監査役の選任又は解任
- (4) 取締役又は監査役の報酬の決定又は変更

3. 対象会社が以下の各号の取引又は行為を行う場合においては、取締役派遣投資家指名取締役の賛成を含む対象会社の取締役会による承認決議があることを要する。

- (1) 取締役会規程その他対象会社の重要な規程の制定、変更又は廃止
- (2) 経営株主又は対象会社の取締役若しくは監査役による対象会社の株式又は潜在株式等の譲渡又は取得
- (3) 代表取締役の選定又は解職
- (4) 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
- (5) 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
- (6) 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（当初の計画の実現に変化を及ぼす事項の決定を含む。）
- (7) 1,000万円以上の資産の取得、譲渡、賃貸、放棄その他の処分
- (8) 対象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
- (9) 重要な契約の締結、変更、解除又は終了
- (10) 経営株主と対象会社の間の契約の締結、変更、解除又は終了
- (11) 1,000万円以上の借入、債務保証その他一切の債務負担行為
- (12) 1,000万円以上の貸付
- (13) 投資契約（その名称を問わず、対象会社の事業、運営、統治等又は対象会社の株式の譲渡、買取等に関し、一定の事項を定める契約を含む。）の締結、変更又は解除
- (14) 株式市場への上場若しくは登録の予定時期、上場予定市場又は幹事証券会社の決定又は変更
- (15) 対象会社の破産手続開始、会社更生手続開始、民事再生手続開始、特別清算開始、又はその他の倒産手続開始の申立て
- (16) 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

① 事前承認事項



NVCAモデル

CERTIFICATE OF INCORPORATION^{2,4,B,3.3}

3.3 Preferred Stock Protective Provisions. At any time when at least [____] shares of Preferred Stock [(subject to appropriate adjustment in the event of any stock dividend, stock split, combination or other similar recapitalization with respect to the Preferred Stock)] are outstanding, the Corporation shall not, either directly or indirectly by amendment, merger, consolidation, domestication, transfer, continuance, reorganization, recapitalization, reclassification, waiver, statutory conversion, or otherwise, effect any of the following acts or transactions without (in addition to any other vote required by law or this Certificate of Incorporation) the written consent or affirmative vote of the Requisite Holders, [and any such act or transaction that has not been approved by such consent or vote prior to such act or transaction being effected shall be null and void ab initio, and of no force or effect].

3.3.1 liquidate, dissolve or wind-up the business and affairs of the Corporation or effect any Deemed Liquidation Event;

3.3.2 amend, alter or repeal any provision of this Certificate of Incorporation or Bylaws of the Corporation [in a manner that adversely affects the special rights, powers and preferences of the Preferred Stock (or any series thereof)];

3.3.3 [effect any merger, consolidation, reorganization, statutory conversion, transfer, domestication, or continuance pursuant to which the holders of the Corporation's Preferred Stock immediately prior to such transaction are issued securities in such transaction in lieu of such shares of Preferred Stock that have special rights, powers and preferences that are materially less favorable than the special rights, powers and preferences of such Preferred Stock immediately prior to such transaction];

3.3.4 create any capital stock unless the same ranks junior to [or pari passu with] the Preferred Stock with respect to its special rights, powers and preferences;

3.3.5 increase [or decrease] the authorized number of shares of Common Stock, Preferred Stock, or any series thereof;

3.3.6 [sell, issue, sponsor, create or distribute, or cause or permit any of its subsidiaries to sell, issue, sponsor, create or distribute, any digital tokens, cryptocurrency or other blockchain-based assets (collectively, "Tokens"), including through a pre-sale, initial coin offering, token distribution event or crowdfunding, or through the issuance of any instrument convertible into or exchangeable for Tokens;]

3.3.7 purchase or redeem (or permit any subsidiary to purchase or redeem) or pay or declare any dividend or make any distribution on, any shares of capital stock of the Corporation other than (i) redemptions of or dividends or distributions on the Preferred Stock as expressly authorized herein, (ii) dividends or other distributions payable on the Common Stock solely in the form of additional shares of Common Stock, (iii) repurchases of stock from former employees, officers, directors, consultants or other persons who performed services for the Corporation or any subsidiary in connection with the cessation of such employment or service at no greater than the original purchase price thereof and (iv) redemptions, dividends or repurchases approved by the Requisite Directors;

3.3.8 create, or hold capital stock in, any subsidiary that is not wholly owned (either directly or through one or more other subsidiaries) by the Corporation (or substantially wholly owned other than de minimis holdings of a second holder required by non-U.S. law), or permit any subsidiary to create, or issue or obligate itself to issue, any shares of any class or series of capital stock, or sell, transfer or otherwise dispose of any capital stock of any direct or indirect subsidiary of the Corporation, or permit any direct or indirect subsidiary to sell, lease, transfer, exclusively license or otherwise dispose (in a single transaction or series of related transactions) of all or substantially all of the assets of such subsidiary; [or]

3.3.9 [increase or decrease the authorized number of directors constituting the Board of Directors, or change the number of votes entitled to be cast by any director or directors on any matter [; or][.].

① 事前承認事項



NVCAモデル

CERTIFICATE OF INCORPORATION 2,4,B,3.3

3.3.10 [unless otherwise approved by the Requisite Directors :

(a) [unless the aggregate indebtedness of the Corporation and its subsidiaries for borrowed money following such action would not exceed \$[_____] / already included in the annual budget approved by the Requisite Directors and] other than equipment leases, bank lines of credit or trade payables incurred in the ordinary course of business, create, or issue, any debt security, create any lien or security interest (except for purchase money liens or statutory liens of landlords, mechanics, materialmen, workmen, warehousemen and other similar persons arising or incurred in the ordinary course of business), or incur other indebtedness for borrowed money, including but not limited to obligations and contingent obligations under guarantees, or permit any subsidiary to take any such action with respect to any debt security lien, security interest or other indebtedness for borrowed money;]

(b) [(i) create or adopt, any equity (or equity-linked) compensation plan; [or] (ii) amend any such plan to increase the number of shares authorized for issuance thereunder;]

(c) [unless already included in the annual budget approved by the Requisite Directors, make, or permit any subsidiary to make, any loan or advance to any entity or individual, including, without limitation, any employee or director of the Corporation or any subsidiary, except advances and similar expenditures in the ordinary course of business;]

(d) [guarantee, directly or indirectly, or permit any subsidiary to guarantee, directly or indirectly, any indebtedness except for trade accounts of the Corporation or any subsidiary arising in the ordinary course of business;]

(e) [hire, terminate, or change the compensation of, approve or amend any stock or option awards to, or enter into any non-employment related transaction with, the Chief Executive Officer, any individual reporting directly to the Board of Directors, or executive-level individual reporting directly to the Chief Executive Officer, or any immediate family member of any such individual;]

(f) [approve the annual operating budget or any amendment to the annual budget;]

(g) [approve any equity grant to any employee who holds at least 1% of the capital stock of the Corporation (on an as-converted basis) that (i) vests other than on a 4 year schedule with a one-year cliff; (ii) provides for acceleration of vesting; or (iii) is not subject to a right of first refusal in favor of the Corporation;]

(h) [enter into any commercial contract outside the ordinary course of business involving the payment, contribution, or assignment by the Corporation of money or assets having a value (as determined by the Board of Directors in a manner consistent with the agreements governing such relationship) greater than \$[_____]]; [or]

(i) [enter into a real estate lease having a term longer than, or extend a real estate lease to result in a term longer than, three years, unless [either (i)] the aggregate annual cost to the Corporation is less than \$[_____] [or (ii) it is included in an annual operating budget or any amendment to the annual budget approved in accordance with Section 3.3.10([f]) above].]

① 事前承認事項



NVCAモデル（翻訳）

CERTIFICATE OF INCORPORATION 2.4.B.3.3

3.3 優先株式保護条項 少なくとも[]株の優先株式[（優先株式に関する株式配当、株式分割、結合その他類似の資本再構成の際に適切に調整されるもの）]が発行されている場合、当社は、（法律またはこの基本定款で要求されるその他の投票に加えて）必要数を満たす株主の書面による同意または賛成票を得ることなく、直接的または間接的に、改正、合併、統合、ドメスティケーション（会社の国内法人化）、移転、存続、組織再編、資本再構成、再分類、放棄、法定転換その他の方法により、以下のいずれかの行為または取引を行うことはできない[また、かかる同意または投票を得ることなく実施された行為または取引は、初めから無効とされ、法的効力を持たないものとする]。

3.3.1 当社の事業および業務を清算、解散もしくは終了させること、またはみなし清算イベントを行うこと

3.3.2 この基本定款または当社の付属定款の規定を、[優先株式（またはそのシリーズ）の特別な権利、権限および優先権に悪影響を与える形で]修正、変更または廃止すること

3.3.3 [合併、統合、組織再編、法定転換、移転、ドメスティケーション（会社の国内法人化）または存続で、当該取引において、当該取引の直前の当社の優先株式の保有者が、その特別な権利、権限および優先権のある優先株式の代わりに、当該取引の直前の優先株式の特別な権利、権限および優先権よりも実質的に不利な特別な権利、権限および優先権となる証券を発行されるような取引を行うこと]

3.3.4 株式を新たに作成すること。ただし、当該優先株式に対して特別な権利、権限および優先権において劣後する[または同順位となる]ものを除く

3.3.5 普通株式、優先株式、またはそのシリーズの株式の発行可能株式数を増加[または減少]すること

3.3.6 [デジタルトークン、暗号通貨またはその他のブロックチェーンベースの資産（以下「トークン」と総称する）を販売、発行、出資、作成もしくは配布し、または子会社に販売、発行、出資、作成もしくは配布させもしくは許可すること（プレセール、イニシャルコインオフアリング、トークン配布イベントもしくはクラウドファンディング、またはトークンに転換可能もしくは交換可能ないかなる証券の発行を通じたものを含む）]

3.3.7 当社の株式の購入もしくは償還（または子会社への購入もしくは償還の許可）、または配当の支払もしくは承認もしくは分配を行うこと。ただし、(i) 本契約で明示的に認められた優先株式の償還、配当または分配、(ii) 普通株式への配当またはその他の分配が追加の普通株式の形態でのみ行われる場合、(iii) 元従業員、役員、取締役、コンサルタントまたはその他当社もしくはその子会社のためにサービスを提供した者から、雇用またはサービス終了に関連して当初購入価格を超えない価格で株式を買戻す場合、および(iv) 必要な要件を満たす取締役によって承認された償還、配当または買戻しを除く

3.3.8 当社が（直接または他の子会社を通じてのいずれを問わず）完全保有（または米国以外の法律により要求される第二の保有者による僅少な保有を除き実質的に完全保有）していない子会社を設立しまたは株式を保有すること、または子会社にあらゆるクラスまたはシリーズの株式を作成、発行または発行義務を負うことを許可すること、または当社が直接または間接に保有する子会社の株式を売却、移転またはその他の処分をすること、または直接または間接保有の子会社に、（単一の取引または関連する一連の取引において）その子会社のすべてまたは実質的にすべての資産を売却、リース、移転、排他的なライセンス供与またはその他の処分をすることを許可すること

3.3.9 [取締役会を構成する取締役の定数を増加または減少させること、いかなる事項についても取締役または取締役らの投票権の数を変更すること[、または]。]

① 事前承認事項



NVCAモデル（翻訳）

CERTIFICATE OF INCORPORATION 2,4,B,3.3

3.3.10 必要な要件を満たす取締役が別途承認される場合を除き、

- (a) [当該行為後の当社およびその子会社の借入金による負債総額が _____ ドルを超えない場合、必要な要件を満たす取締役により承認された年次予算にあらかじめ含まれている場合、ならびに] 通常の業務過程で発生する設備リース、銀行の信用枠または買掛金を除き、債務証券を作成もしくは発行すること、優先弁済権もしくは担保権を作成すること（ただし、購入資金の優先弁済権または土地所有者、機械工、材料提供者、作業員、倉庫業者その他類似の者による通常業務における法定担保権を除く）、借入金に関するその他の債務を負担すること（保証に基づく債務および偶発債務を含むがこれに限定されない）、または子会社に借入金に関する債務証券、優先弁済権、担保権またはその他の債務に関してこれらの行為を許可すること
- (b) [(i) 株式（または株式連動型）報酬プランを作成または採用すること]、または [(ii) そこでの株式発行に向けて発行可能株式数を増加させるためにそのようなプランを修正すること]
- (c) [必要な要件を満たす取締役により承認された年次予算にあらかじめ含まれていない限り、通常の業務過程における前払いおよび類似の支出を除き、当社もしくは子会社の従業員もしくは取締役を含むがこれに限定されないあらゆる事業体または個人に対して、貸付けまたは前払いを行いまたは子会社に行うことを許可すること]
- (d) [通常の業務過程で発生する当社または子会社の売買勘定を除き、負債を直接もしくは間接に保証し、または子会社に直接もしくは間接に保証することを許可すること]

(e) [CEO、取締役会に直接報告する個人、またはCEOに直接報告する役員レベルの個人、またはこれらの個人の近親者に対する雇用、雇用の終了、報酬の変更、株式もしくはオプション報酬の承認もしくは改訂、または雇用に関連しない取引を行うこと]

(f) [年次営業予算を承認または年次予算の補正を承認すること]

(g) [当社の株式の少なくとも1%（転換ベース）を保有する従業員に対して、(i) 1年クリフ、4年ベスティングのスケジュール以外でのベスティングする株式、(ii) ベスティングの早期化を定める株式、または (iii) 当社の先買権の対象ではない株式の付与を承認すること]

(h) [通常の業務過程の範囲外で、[_____]ドルを超える価値(当該関係を規律する合意と一貫する方法で取締役会により決定される)の金銭または資産の当社による支払、出資または譲渡を伴う商業上の契約を締結すること] [または]

(i) [[(i)] 当社の年間総費用が[_____]ドル未満である場合 [または] [(ii) 上記3.3.10(f) に従って承認された年次営業予算または年次予算の補正に含まれている場合] を除き、3年よりも長い期間の不動産リース契約を締結する、または3年よりも長い期間となるような不動産リース契約の延長を行うこと]

② 株式買取請求権



留意事項タムシート

投資契約22. 契約違反時の取り扱い

…（中略）

(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が合意する算定方法による金額とする

…（中略）

買取請求がされるほどの重大な表明保証違反や契約違反としては、以下のような内容が一例として挙げられる。

- ① 粉飾決算（多額の架空売上の計上、債務の隠蔽等）
- ② 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、他者への投融資、創業株主らによる私的利用等）
- ③ 反社会的勢力との関係が明らかとなった場合
- ④ 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）
- ⑤ 重大な法令違反が生じた場合



VLFモデル

株式引受契約第6.1条（対象会社及び経営株主による株式の買い取り）

1. 各投資家は、本件株式払込の実行後、次の各号に掲げる事由が生じた場合、その保有する対象会社の株式の全部又は一部を買い取るよう、対象会社に対して請求する権利を有し、当該投資家から対象会社に対して請求があった場合、対象会社及び経営株主は、当該投資家の保有する対象会社の株式の全部又は一部を、法令等の範囲内で自ら買い取り、又は第三者をして買い取らせる義務を負うものとし、かかる経営株主及び対象会社の債務は連帯債務とする。

- (1)対象会社又は経営株主が本契約に基づく義務に重要な点において違反し、当該違反の治癒を求める投資家からの通知を受領後30日以内にかかる違反が治癒されなかった場合
- (2)本契約における対象会社又は経営株主の表明及び保証が重要な点において真実又は正確でなかった場合

2. 前項に基づく買い取りにおける1株当たりの譲渡金額は、(i)当該投資家が対象会社の株式を取得した際の1株当たりの払込金額（但し、対象会社の株式の分割、併合又はその他株式持株比率を変動させない株数の変動があったときは、適切に調整されるものとする。）、(ii)対象会社の直近の貸借対照表（監査役設置会社においては監査役による監査済みのものとし、会計監査人設置会社においては監査役及び会計監査人による監査済みのものとする。以下、計算書類及びその附属明細書において同様とする。）上の簿価純資産に基づく対象会社の1株当たりの純資産価額、(iii)当該投資家及び対象会社が共同で選任した第三者評価人の評価による対象会社の株式の1株当たりの公正な価格のうち、当該投資家が選択する金額とする。

③ 表明保証の主体



留意事項タムシート

投資契約19. 表明保証【発行会社】

- ・発行会社は投資契約の締結及び新株発行をするための権利能力及び行為能力を有すること
- ・発行会社の株式等の発行状況
- ・本発行について発行会社は適切な機関決定を経ていること
- ・法令等の違反及び訴訟が存在しないこと
- ・許認可、知的財産権の取得がされていること
- ・貸借対照表及び損益計算書が適正であること

投資契約20. 表明保証【創業株主】

- ・創業株主は投資契約を締結し、履行するために必要な権利能力及び行為能力を有すること
- ・他の法人又は団体における兼職、兼任がないこと
- ・法令等の違反が存在しないこと
- ・反社会的勢力等との関係がないこと
- ・必要資料の提出が適正に行われたこと
- 〈その他、創業株主の状況に応じて設定〉



VLFモデル

株式引受契約第6.1条（表明及び保証）

1. 対象会社は、各投資家に対し、本契約締結日及び本件株式払込期日において（但し、特段の記載がある場合は当該時点において）、別紙3.1-①に記載された事項が真実かつ正確であることを表明しかつ保証する。但し、第2.2条により追加された投資家との関係では、別途、対象会社が当該投資家に対して当該投資家が本契約の当事者に追加された日の前日時点及び当該投資家についての株式払込期日前日時点の対象会社の定款、株主名簿及び新株予約権原簿を交付するものとし、別紙3.1-①(7)①及び⑤記載の事項に代えて、かかる定款、株主名簿及び新株予約権原簿の内容が真実かつ正確であることが本項の表明及び保証の一部を構成するものとする。

…（中略）

3. 各経営株主は、各投資家に対し、本契約締結日及び各投資家に係る本件株式払込期日において（但し、特段の記載がある場合は当該時点において）、自らに関して別紙3.1-③に記載された事項が真実かつ正確であることを表明しかつ保証する。

③ 表明保証の主体



NVCAモデル

SERIES A PREFERRED STOCK PURCHASE AGREEMENT

2. Representations and Warranties of the Company. The Company hereby represents and warrants to each Purchaser that, except as set forth on the Disclosure Schedule attached as Exhibit C to this Agreement, which exceptions shall be deemed to be part of the representations and warranties made hereunder, the following representations are true and complete as of the date of the [Initial][applicable] Closing, except as otherwise indicated. The Disclosure Schedule shall be arranged in sections corresponding to the numbered and lettered sections contained in this Section 2, and the disclosures in any section of the Disclosure Schedule shall qualify other sections in this Section 2 only to the extent it is readily apparent from a reading of the disclosure that such disclosure is applicable to such other sections.

(Omitted below)



NVCAモデル（翻訳）

シリーズA優先株式譲渡契約

2. 対象会社の表明保証： 対象会社は、本契約の付属書Cとして添付された別紙開示事項（Disclosure Schedule）に規定された場合を除き（但しそれらの例外は表明及び保証の一部とみなされるものとする）、以下の表明が別途示される場合を除き[最初の][適用]クロージング日現在で真実かつ完全であることを譲受人に対して表明し保証する。別紙開示事項（Disclosure Schedule）は、本第2条に含まれる条項の番号及び表題が付された条項に対応して整理されるものとし、別紙開示事項（Disclosure Schedule）のいずれかの部分における開示が本第2条のその他の条項に適用されることが開示から一見して明らかである範囲においてのみ、本第2条のその他の条項にも適用されるものとする。

（以下省略）

④ 補償責任の主体



留意事項タムシート

投資契約22. 契約違反時の取り扱い

…（中略）

(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



VLFモデル

株式引受契約第7.1条（補償）

各当事者は、本契約に基づく自らの義務の不履行又は表明及び保証が真実又は正確でなかったことに起因又は関連して、他の当事者が、請求、損失、損害、責任、義務、費用及び支出（合理的な弁護士及び公認会計士の費用を含む。以下「損害等」という。）を被った場合、当該他の当事者に対し、各々個別に、かかる損害等を賠償又は補償するものとする。

株主間契約第5.1条（補償）

各当事者は、本契約に基づく自らの義務の不履行に起因又は関連して、他の当事者が、請求、損失、損害、責任、義務、費用及び支出（合理的な弁護士及び会計士の費用を含む。以下「損害等」という。）を被った場合、当該他の当事者に対し、各々個別に、かかる損害等を賠償又は補償するものとする。

⑤ 優先残余財産分配



留意事項タームシート

投資契約12. 残余財産分配の優先

1株当たり [] 円（1株当たり払込金額に対し [] %）普通株式に優先、[] 種優先株式に対して [同列/優先] とし、[参加型/非参加型] とする



VLFモデル

株式引受契約別紙4.1（定款変更案、第○条の3（残余財産の分配））/ 優先株式発行要項9. 残余財産の分配

(1) 当社は、残余財産の分配をする場合、A種優先株主又はA種優先登録株式質権者に対し、普通株主又は普通登録株式質権者に先立ち、A種優先株式1株当たり、次項に定めるA種払込金額に相当する額（以下「A種優先残余財産分配額」という。）を分配する。但し、当社が残余財産を分配する時点でのA種払込金額にA種優先株式の発行済株式数（「発行済株式数」とは、ある種類の株式について発行済の当該種類の株式の総数から当社が保有する当該種類の株式の数を除いた数をいう。以下同じ。）を乗じた金額が残余財産の総額を超える場合、A種優先残余財産分配額は、残余財産の総額をA種優先株式の発行済株式数で除した額（なお、計算の結果、1円未満の端数が生じた場合、1円未満の端数は切り捨てる。）とする。

…（中略）

(3) A種優先株主又はA種優先登録株式質権者に対して、第1項に従い残余財産の分配をした後になお残余財産がある場合、当社はA種優先株主又はA種優先登録株式質権者に対し、普通株主及び普通登録株式質権者と同順位にて、A種優先株式1株につき、普通株式1株当たりの残余財産分配額にA種転換比率を乗じた額の残余財産の分配をする。

⑥ 上場に伴う優先株式の転換（取得条項）



留意事項タムシート

投資契約14. 取得条項

- ・ 金融商品取引所に対し上場申請を行うことを取締役会において決議した場合に取得可能
- ・ [] 種優先株式 1 株に対して交付される普通株式の数は取得請求権の内容と同様とする



VLモデル

株式引受契約別紙4.1（定款変更案、第○条の7（普通株式を対価とする取得条項）） / 優先株式発行要項13. 普通株式を対価とする取得条項（強制転換）

(1) 当社が当社の普通株式の上場のため金融商品取引所（日本国外におけるものも含む。）に対し当該上場の申請を行う旨の機関決定を行った場合で、かつ、当該上場に関する主幹事証券会社からA種優先株式を転換すべき旨の要請を受けた場合には、当社は取締役会決議により定める日をもってA種優先株式の全てを当社の普通株式に転換することができるものとする。かかる転換によりA種優先株主に対して交付すべき普通株式の数その他の条件については、第○条の5の定めを準用する。

⑥ 上場に伴う優先株式の転換（取得条項）



NVCAモデル

5. Mandatory Conversion.

5.1 Trigger Events. All outstanding shares of Preferred Stock shall automatically be converted into shares of Common Stock, at the then effective conversion rate as calculated pursuant to Sections 4.1.1 and 4.2, upon the earliest to occur of (the time of such conversion is referred to herein as the “Mandatory Conversion Time”):

(a) [(i)] immediately prior to the closing of the sale of shares of Common Stock to the public [at a price of at least \$[_____] per share (subject to appropriate adjustment in the event of any stock dividend, stock split, combination or other similar recapitalization with respect to the Common Stock)], in a firm-commitment underwritten public offering pursuant to an effective registration statement under the Securities Act of 1933, as amended, resulting in at least \$[_____] of [gross] proceeds[, net of the underwriting discount and commissions,] to the Corporation and in connection with such offering the shares of Common Stock are listed for trading on the Nasdaq Stock Market, the New York Stock Exchange or another exchange or marketplace approved by the [Requisite Directors] (a “Qualified IPO”);

[(ii)] immediately prior to the effectiveness of the registration statement in connection with the initial listing of the Common Stock (or other equity securities of the Corporation) on the Nasdaq Stock Market, New York Stock Exchange or another exchange or marketplace approved by the [Requisite Directors] by means of an effective registration statement filed by the Corporation with the Securities and Exchange Commission, without a related underwritten offering of such Common Stock (or other equity securities)[, for which the Board of Directors, in its sole discretion, determines that the Corporation is expected to have a market capitalization equal to or greater than \$[_____] at any time on the first day of trading] (a “Qualified Direct Listing”);] and

(b) the date and time, or upon the occurrence of an event, specified by vote or written consent of the Requisite Holders.



NVCAモデル（翻訳）

5. 強制転換

5.1 トリガーイベント。すべての発行済優先株式は、以下のいずれが最も早く発生した時点で、第4.1.1条および第4.2条に従って計算されたその時点で有効な転換比率で、自動的に普通株式に転換されるものとする(そのような転換時点を本書面において「強制転換時点」という)。

(a) [(i)]1933年証券法(改正を含む)に基づく有効な登録届出書に従ってファーム・コミットメント(確定数量の引受け)による公募で、当社に対して最低[_____]ドルの[総]調達額[、引受ディスカウントおよび手数料控除後]がもたらされ、当該公募に関連して、普通株式が、ナスダック株式市場、ニューヨーク証券取引所または[必要な要件を満たす取締役]により承認された他の取引所もしくは市場での取引のために上場される、一般への普通株式の売出し[1株当たり最低[_____]ドルの価格(普通株式に関する株式配当、株式分割、結合その他類似の資本再構成の際に適切に調整されるもの)が完了する直前(「適格IPO」)]

[(ii)]当社が証券取引委員会(SEC)に提出した有効な登録届出書による、当社の普通株式(またはその他の持分証券)の、それらに関する引受による募集を行わない、ナスダック株式市場、ニューヨーク証券取引所または[必要な要件を満たす取締役]により承認されたその他の取引所もしくは市場への新規上場[で、取締役会がその独自の裁量により、当社が取引初日を通じて[_____]ドル以上の時価総額を有すると見込まれると決定したもの]に関連する登録届出書の効力発生直前(「適格直接上場」)、および

(b) 必要数を満たす株主の投票もしくは書面による同意により特定された日時または事由が発生したとき

⑦ Exit協力義務（上場努力義務等）



留意事項タムシート

株主間契約7. Exit協力義務

- ・発行会社及び創業株主は、[] 年 [] 月末日までに金融商品取引所に上場をする努力義務を負う
- ・発行会社及び創業株主は、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



VLモデル

株主間契約第3.4条（株式上場）

対象会社及び経営株主は、○年○月末日を目処に、過半数投資家の同意する金融商品取引所へ対象会社の株式を上場すべく、最善の努力を尽くすものとする。