イノベーション法務 Vol.5

Miura&Partners

2025 年スタートアップ投資契約実務のアップデート【後編（投資契約実務）①】
～「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～

2025 年 12 月 9 日

弁護士 所 悠人
弁護士 岩崎 啓太

本稿では、前回の「イノベーション法務 Vol.4：2025 年スタートアップ投資契約実務のアップデート【前編（概要・ガバナンス体制）】」に続き、2025 年 9 月 30 日に経済産業省から公表された「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」増補版（以下「本増補版」といいます。）を踏まえ、スタートアップの投資契約実務について解説します。

改めて、本増補版は、大きく分けて、以下の 2 つの内容から構成されています。

① スタートアップの成長に資するガバナンス体制の構築（本増補版 5～12 頁）
② ガバナンス体制の成長に応じた投資契約の在り方（本増補版 13～38 頁）

このうち本稿においては、②ガバナンス体制の成長に応じた投資契約の在り方のうち前半部分について、筆者らの経験も踏まえながら解説をします。

本増補版の概要と①スタートアップの成長に資するガバナンス体制の構築については、前回の「イノベーション法務 Vol.4：2025 年スタートアップ投資契約実務のアップデート【前編（概要・ガバナンス体制）】」において解説をしています。

目次

総論：②ガバナンス体制の成長に応じた投資契約の在り方
1. 事前承認事項
2. 株式買取請求権
(1) 設定の有無
(2) 株式買取請求権のトリガー
(3) 経営株主個人の責任

総論：②ガバナンス体制の成長に応じた投資契約の在り方

②ガバナンス体制の成長に応じた投資契約の在り方について、本増補版では、日本の投資契約実務においても、海外投資家も含む多様な投資家から投資を受けることを見据え、投資契約実務のアップデートが図られてきていることを踏まえて、スタートアップの成長に応じた投資関連契約の内容の例や考え方が提示されています。

©Miura & Partners. All rights reserved.

なお、本増補版で前提とされている投資関連契約の構成、各契約の当事者・概要は、以下のとおりです。

	投資契約	株主間契約	財産分配契約
契約当事者	• 発行会社 • 経営株主 • 投資家	• 発行会社 • 経営株主 • 主要投資家（VC 等）	• 発行会社 • 経営株主 • 全株主
主な内容	• 発行概要 • 払込条件（前提条件、表明保証、誓約等） • 株式買取請求権	• 会社経営に関する事項（取締役指名権、事前承諾事項、経営株主の専念義務等） • 情報開示に関する事項 • 株式の取扱いに関する事項（優先引受権、先買権、共同売却請求権等） • 株式買取請求権 • 投資家の Exit に関する事項（Exit 協力義務等）	• 同時売却請求権 • みなし清算

そして、本増補版においてあるべき内容の例や考え方が提示されている事項の一覧は、以下のとおりです。

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	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。

©Miura & Partners. All rights reserved.

（本増補版 14 頁。なお、表中の「留意事項」において、2022 年 3 月に経済産業省から公表された「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」（以下「留意事項（2022 年）」といいます。）の参照頁が記載されています。）

上記①～⑦の事項に従い、本増補版で提示されたポイントについて説明します。

1. 事前承認事項

事前承認事項とは、会社が行う一定の事項について、投資家の事前の同意を必要とする条項であり、拒否権条項とも呼ばれます。

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しますが、必要以上に広範な内容になると、発行会社の迅速な意思決定を妨げるだけでなく、投資家にとっても手続上の負担が増えるため、各項目の必要性を十分に吟味して設定する必要がある旨指摘されています（本増補版 15 頁）。

【ポイント】

- 承認権者に関し、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を有する単独又は複数の投資家等と定義される。）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。
- 事前承認事項に関し、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。

具体的には、ガバナンスが一定向上したフェーズでは、（i）持分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を事前承認事項から外すことや、（ii）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、経営に関する事項を株主の事前承認事項とする必要性は乏しいため、特に通常の業務の範囲内のアクションは取締役会決議事項と位置付ける等の工夫をすることについて検討するべきと指摘されています（本増補版 17 頁）。

実際の実務においても、多くの場合、事前承認事項の設定は主要な交渉の事項の 1 つとなります。広範かつ抽象的な事前承認事項の設定によるマイクロマネジメントが、必ずしもスタートアップ・投資家双方の利益に適うわけでもないことから、本増補版が実務慣行の見直し促進の起爆剤となることが期待されます。

なお、本増補版 16～17 頁では、具体的な事前承認事項の絞り込みの例も記載されているため、事前承認事項について検討する際の参考になります。

©Miura & Partners. All rights reserved.

2. 株式買取請求権

株式買取請求権は、発行会社又は経営株主に表明保証違反や契約上の義務違反が生じた場合に、投資家が発行会社又は経営株主に対し、当該投資家が保有する株式の買取りを請求できる条項です。

株式買取請求権は、発行会社側に多額の負担を強い、かつ他の投資家への影響も大きいため、基本的にその設定・内容については謙抑的に考えるべきと指摘されており、（i）そもそもの設定の有無、（ii）株式買取請求権のトリガー、（iii）経営株主個人の責任という 3 つの視点から検討がされています（本増補版 18 頁）。

(1) 設定の有無

現状の投資契約実務においては、株式買取請求権が設定されることは極めて一般的ですが、本増補版では、そもそも株式買取請求権を設定しないことも一つの方向性であることが示されています。

【ポイント】

- 株式買取請求権を設定しない。

他方で、特に表明保証違反との関係において、違反があった場合の救済方法としての合理性にも一定の理解を示しており、スタートアップに対するデューデリジェンスの実施方法やスタートアップ側の協力状況等に応じて、株式買取請求権の設定の有無等について調整されると述べられています（本増補版 19 頁）。

株式買取請求権は、投資をなかったことにすることにより、エクイティ性投資でありながら投資家のリスクを発行会社又は経営株主に転嫁する性質を有し、また、米国の実務においては採用されることが稀であることから、その是非については従前議論があったところです。もっとも、本増補版はその是非について強く踏み込んだ見解を述べたわけではないこと、また、実効性のあるサンクションとしての意義（契約違反に対するサンクションとしての損害賠償は、投資家にとって損害立証の困難さやスタートアップ側の資力の問題もあり、実効性に欠ける可能性がある。）に変わりはないことから、本増補版をきっかけに、今後、株式買取請求権を設定しない方向に実務が大きく動いていくかは、不透明なように思われます。

(2) 株式買取請求権のトリガー

株式買取請求権を定めるとしても、その趣旨に立ち返り、トリガーとなる事由は限定する必要がある旨指摘されています（本増補版 20～21 頁）。

【ポイント】

- 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に定める。
- 投資契約との関係では、事後的な治癒が可能な契約違反や努力義務の違反はトリガーとされるべきではなく、また、ディールブレイクにならない程度の表明保証違反はトリガーとされるべきではない。
- 株主間契約との関係でも、事後的な治癒が可能な契約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は、トリガーとされるべきではない。

©Miura & Partners. All rights reserved.

投資契約においては、株式買取請求権は、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ことを目的とすることから、トリガーは重大な契約違反（例えば、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）や、重要な内容に係る表明保証違反（例えば、過大な簿外債務の存在、事業場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）に限定されるべきといえます（本増補版 20 頁）。

株主間契約においては、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を目的とすることから、トリガーは投資継続が著しく困難になるほどに発行会社と投資家の信頼関係が破壊される重大な違反等（例えば、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）に限定されるべきといえます（本増補版 21 頁）。

(3) 経営株主個人の責任

【ポイント】

- 株式買取請求権の対象から経営株主個人を除く。
- 経営株主の投資家に対する重大な背信行為を牽制するため、経営株主個人を株式買取請求の対象とする場合でも、発行会社と経営株主とで別々のトリガーを設定すべきである。

株式買取りの主体については、従前、発行会社と経営株主の双方とされることが一般的でした。これは、発行会社に株式を買い取らせようとしても、自己株式取得として分配可能額規制がかかること、また、自己株式取得に際し他の株主も売主追加請求権を有し、当該請求権が行使された場合には、買い取ってもらえる株式は取得請求株式に応じたプロラタでの割合分にとどまることから、発行会社に対する株式買取請求権のみでは実効性に欠けると考えられてきたことが理由と思われます。

他方で、経営株主個人に対し株式買取義務という過大な負担を負わせることは、企業へのインセンティブ、ひいてはスタートアップ・エコシステムの構築を阻害することになり、買取りの主体から経営株主個人を除くことが望ましい点は、留意事項（2022 年）でも指摘されていたところです（留意事項（2022 年）32 頁）。実際近年においては、買取りの主体から経営株主個人を除く VC も複数登場していました。

本増補版は、融資に関する「経営者保証に関するガイドライン」において、法人と経営者の関係を明確に区分・分離し、法人と経営者間の資金のやりとりを、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とされている点を参考に、株式買取請求権についても融資と同様に、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が基本であることを明確にしました（本増補版 22 頁）。

本増補版により、株式買取りの主体から経営株主個人を除く傾向がさらに加速することが期待されます。

©Miura & Partners. All rights reserved.

「3. 表明保証の主体」～「7. Exit 協力義務（上場努力義務等）」については、次回「イノベーション法務 Vol.6：2025 年スタートアップ投資契約実務のアップデート【後編（投資契約実務）②】」において解説いたします。

本ニュースレターは、法務等に関するアドバイスの提供を目的とするものではありません。
具体的な案件に関するご相談は、弁護士等の専門家へ必ずご相談いただきますよう、お願いいたします。
また、本ニュースレターの見解は執筆者個人の見解であり、当事務所の見解ではありません。

©Miura ＆ Partners. All rights reserved.