

2019 年秋学期

事例研究（金融資本市場論）

提出レポート

日本におけるスタートアップガバナンス

2020 年 2 月 10 日

東京大学公共政策大学院

学籍番号 51-188001 法政策コース 2 年 久門将也

学籍番号 51-198048 経済政策コース 1 年 喬萌珂

学籍番号 51-198048 経済政策コース 1 年 孫悦

目次

0. はじめに	3
1. 日本におけるスタートアップの状況	3
A. スタートアップとベンチャー・キャピタルの定義	3
B. 日本におけるベンチャーキャピタルの課題	4
2. スタートアップにおいてガバナンスが問題になった具体例	5
A. THERANOS	5
B. OFO	6
C. WEWORK	6
D. UBER	6
3. スタートアップ・ガバナンス	7
A. 従来のコーポレート・ガバナンスとの差異	7
B. 垂直的 (VERTICAL) な関係	8
C. 水平的 (HORIZONTAL) な関係	9
4. ガバナンスにおける制度上の問題	10
A. DUAL-CLASS STRUCTURE	10
<i>i</i> 定義	10
<i>ii</i> アメリカにおける制度運用	11
<i>iii</i> 中国における制度運用	11
<i>iv</i> 日本の課題	12
B. 株式買取請求権	13
<i>i</i> 定義	13
<i>ii</i> アメリカにおける制度運用	13
<i>iii</i> 日本の課題	14
C. 非公開株式の流動化	14
<i>i</i> 定義	14
<i>ii</i> アメリカにおける制度運用	15
<i>iii</i> 日本の課題	15
5. おわりに	17

0. はじめに

2018年、日本のスタートアップ資金調達総額は4,211億円に達し¹、2009年738億円の約5倍に成長してきた。同年、資金調達社数は1,760社になり、2009年の2倍近くに増加した。1社あたりの資金調達額傾向を見ると、2019年上半期の平均値は3.028億円で、中央値は1.005億円に到達し、それぞれ2009年の約3倍と6倍に成長した。2018年にはユニコーンであるメルカリが上場し、より一層スタートアップに対する世間の注目が集まった。一方で、日本では大企業における不正会計等の不祥事からコーポレート・ガバナンスに対する注目が集まっており、近年では会社法改正、コーポレート・ガバナンス・コードなどの導入によってガバナンス向上に向けた取り組みがなされている。しかし、この2つの潮流の中、スタートアップのガバナンスについて特に論じられてはいない。スタートアップにおけるガバナンス上の問題は既にアメリカにおいてUber・WeWorkなどのユニコーン企業でも問題となり、日本においても予防的な議論がなされるべきである。

本レポートにおいては、スタートアップにおけるガバナンスがどのようなものであり、公共政策的にどのような改善策が考えられるかについて焦点を当てる。1章ではまず、日本におけるスタートアップの状況を概観し、スタートアップとその資金の担い手であるベンチャー・キャピタルの理解を促す。2章においては、近年のスタートアップ・ガバナンスにおける問題について取り上げ、なぜスタートアップのガバナンスが問題になるかについて説明する。3章においては、(Pollman: 2019)の議論をもとにスタートアップのガバナンスについて整理する。4章においては、特に議決権種類株式、買取請求権、非公開株式の流動化といったガバナンスに関わる制度上の問題について日米中の比較の中でより良い制度について述べる。

1. 日本におけるスタートアップの状況

この章においては、日本におけるスタートアップの状況を概観し、スタートアップとその資金の担い手であるベンチャー・キャピタルの理解を促す。

a. スタートアップとベンチャー・キャピタルの定義

スタートアップの定義については多くのものが存在するが、通常「短中期での急成長を目指す組織」とされている²。新しいビジネスモデルを模索しながら成長するという特徴を有するため、長く赤字が続き、それ以後に一気に黒字化して急成長するようなビジネスになっている。この特徴は、「Jカーブ」と呼ばれる。

スタートアップの赤字が長く、またキャッシュ・フローも安定しないため、従来の銀行融資などを主とする資金調達方法では相性が悪く、ハイリスク・ハイリターンを求める資金提

¹ Entrepedia, “Japan Startup Finance Report 2019H1”, 2019, <https://initial.inc/enterprise/report/japan-startup-finance-2019h1/> (最終アクセス: 2020年2月10日)

² 馬田隆明「逆説のスタートアップ思考」(中公新書ラクレ、2017)。

供者としての投資家が必要になる。これらの投資家の中、ベンチャー・キャピタル (Venture Capital、以下、VC) が重要な役割を果たしている。ベンチャーキャピタルは、巨大なお金を投資家から集め、それをスタートアップに投資する投資集団のことを指す。主にスタートアップに投資するファンドは、ベンチャーキャピタルファンド (以下、VC ファンド) と呼ばれる。VC ファンドは、スタートアップに投資をし、そのスタートアップのエクイティを持ってすることにより、スタートアップと共にリスクをとり、そのスタートアップをバリュアップさせるために、事業・人事等について助言を行う。そして、VC ファンドはイグジット (一般に、M&A で買収されること、あるいは IPO すること) を目指し、ファンドが所有するエクイティを現金化することによって収益を手に入れるというビジネスモデルを取っている。

ベンチャーキャピタルの運用資金は、他の投資先から調達しているため、イグジットにより発生した 2 割を成功報酬としてもらい、8 割を元の投資家に分配するといわれる。そして、ファンド総額の 2% を毎年、管理報酬としてベンチャーキャピタルの給料や、オフィスの賃貸料、その他経費として当てるという 2-20 モデルが採用されている (two-twenty rule)。通常、VC ファンドに機関投資家などが VC に期待している運用利回りは、原資の 3~5 倍と高くなっている³。

このようなエクイティを持って、イグジットの時現金化することでリターンを得るといふ、VC ファンドのビジネスモデルは、後述するスタートアップのガバナンスのインセンティブになるといえる。

また、スタートアップの株主である VC ファンドにおいては、ファンド自身の規模とスタートアップに投資するタイミングによって、所有する株の種類も異なる。投資においては、とりわけ初期は投資家とスタートアップの経営者との間の交渉で企業価値 (バリュエーション) が決まり、最初の投資を受けることになる。一般的には、最初のプレシード・シードの段階では、バリュエーションの 5~20% ほどのエクイティを投資家に渡し、その対価として 1~5 億円ほど投資を受けるのが一般的であるといわれる⁴。

b. 日本におけるベンチャーキャピタルの課題

以下では、後述するガバナンス上の問題を引き起こす日本における VC ファンドの問題点について言及する。

³ 実際には、95% の VC が原資の 3 倍以上のリターンを出せていないことが明らかになっており、また VC が実際に 3 倍以上のリターンを生み出すためには、一社のユニコーンを生み出さなければならない。TechCrunch 「95% の VC が目標未達—投資エコシステムの現在とこれから」 (2017)

<https://jp.techcrunch.com/2017/06/08/20170601the-meeting-that-showed-me-the-truth-about-vcs/>
(最終アクセス: 2020 年 2 月 10 日)

⁴ なお、各シリーズにおける資金調達額、バリュエーション、残余財産分配権、希薄化率、各ラウンド時点でのストックオプション比率については以下の調査が詳しい。Coral Capital 「調査レポート: 186 社の登記簿から分かったスタートアップの資金調達の『相場』」 (2017) <https://coralcap.co/2017/06/deal-terms/> (最終アクセス: 2020 年 2 月 10 日)

1 つ目は、国際的比較において日本ベンチャーキャピタルの規模が小さいことである。2018 年、日本におけるスタートアップ企業資金調達規模は 4211 億円まで成長し、特に FinTech、ヘルスケア、AI などのエリアに投資が増えつつあり、同時に VC 投資額は約 2,500 億円に達し、ベンチャー資金調達総額の半分以上を構成した。VC 投資が格段に成長したとはいえ、国際的に比べれば、日本における VC 投資額は全体的に小さくなっている。2018 年の世界の VC 投資額は約 2,500 億ドル（約 27 兆 5000 億円）であるが、日本は約 2500 億円で世界のわずか 1%にすぎない。また、アメリカと中国と比べると日本の投資金額・件数は少ないといえる。2017 年、アメリカの 9.5 兆円、中国の 3.4 兆円といった VC 投資規模になっており、日本はわずか 2000 億のみである。つまり、中国は日本の 17 倍、アメリカは日本の 47.5 倍ぐらい VC 投資を行っている。また、2013-2017 年の推移を見ても、日本における VC 投資規模は 1-2 千億円近くと安定している⁵。

2 つ目は、出資者は国内中心・金融機関中心となっているところである。日米における VC ファンドの構成を比較すると、アメリカでは機関投資家が半数以上を占めているが、日本では金融機関がメインで 45%を占め、年金基金と運用ファンド等の機関投資家が少なくなっている。また、海外投資家が占める割合を見ると、アメリカは 3 割近く、日本はまだ 12% となっており、比較的になくなってきている。ただし、最近、日本における海外 VC 投資が急増する傾向にある。2018 年、日本向け海外 VC 投資額は 186 億円と 13 年の 4 倍に膨らみ、米のノウハウを活用した新ファンドの設立も相次いでいるといわれる⁶。

3 つ目は、過度な IPO 志向になっていることである。アメリカでは M&A が多くなってきているが、日本は小粒な IPO が多くなっている。ベンチャー企業のイグジットとして、日本では IPO が 2 割、M&A が 1 割で、つまりポジティブなイグジットが 3 割となっている⁷。このような過度な IPO 志向が後述する買取請求権の問題などにも繋がる。

2. スタートアップにおいてガバナンスが問題になった具体例

以下では 4 つの具体的なスタートアップにおける不祥事について見ることで、スタートアップにおけるガバナンスの必要性について概観する。

a. Theranos

血液 1 滴から数多くの病気の検査ができる技術を開発するとしていた 2003 年創業の米ベ

⁵第 5 回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」

「イノベーションとベンチャーファイナンスの現状と課題」月刊資本市場 410 号（2019）。

⁶日経新聞電子版「外資 VC、投資額 5 年で 4 倍 日本で存在感」（2019）

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO43991980Q9A420C1FFR000/>（最終アクセス：2020 年 2 月 10 日）

⁷経済産業省、平成 30 年度産業経済研究委託事業「経済産業政策・第四次産業革命関係調査事業費-大企業とベンチャー企業の経営統合の在り方に係る調査研究」（2019）

https://www.meti.go.jp/medi_lib/report/H30FY/000123.pdf（最終アクセス：2020 年 2 月 10 日）

ンチャー「Theranos」は、投資家から 14 億ドルの資金調達を行い、ピーク時の時価総額は 100 億ドルとユニコーン企業としての成功を確実視されていた企業であった。しかし、2015 年に医療専門家からそのテクノロジーに会議が集まり、SEC が調査を進めることになった。結果的には SEC により 7 億トドルの資金を不正に調達したとして詐欺罪などで提訴されることになり、2018 年 9 月には同社は解散した⁸。この事件から、経営者への適切な監視体制としての取締役会との関係性や、過度な IPO 志向といった市場によるプレッシャーの問題などが考えられる。

b. ofo

co-founder である朱氏が ofo から離れた後、取締役会の構成は ofo のメンバーが 5 人 (CEO 戴威が 1 人で、そして全ての投票権を持つ、滴滴が 2 人、アリババが 1 人、経緯が 1 人) となっており、各陣営が拒否権を有している状況であった。2017 年秋、当時シェア拡大のため消耗戦を続けてきた ofo とモバイクは、共倒れの危険を感じ、ofo の最大株主である滴滴と、モバイクの最大株主であるテンセントが主導する形で、ofo とモバイクの合併交渉が始まったが、CEO 戴威が合併後の自身の発言権の低下を懸念し、拒否権を発動したため、合併の話は破断した。その後も、経営を立て直すために滴滴が関与を深めようとしたが、CEO の拒否権の行使により、かなわず結果として倒産の危機に陥っている⁹。このケースにおいては、取締役会と創業者の対立がみられ、適切な議決権行使のための制度設計が必要となる。

c. WeWork

共同創業者 Adam Neumann(アダム・ニューマン)CEO はニューマン氏のドラッグ使用や、イスラエルの首相になるという願望が報道されると、多額を投資しているソフトバンクが、WeWork が予定している IPO を前に CEO 職を辞任するようニューマン氏に促し、実際に同氏は同社を去ることになった¹⁰。このケースにおいては、株主が創業者に対して実質上の解雇を宣言すると言った対立がみられ、また不法行為に対する会社の監査体制なども問題となった。

d. Uber

CEO であるトラビス・カラニックはセクハラや差別の放置など不祥事が続いたことを受

⁸ Business Insider 「シリコンバレーの「詐欺」と「破壊」の一線—あるスタートアップの栄光と没落から考える」(2018) <https://www.businessinsider.jp/post-175575> (最終アクセス: 2020 年 2 月 10 日)

⁹ Business Insider 「中国シェア自転車 ofo の“本当の敗因”、テンセント CEO が指摘し話題に」(2018) <https://www.businessinsider.jp/post-182229> (最終アクセス: 2020 年 2 月 10 日)

¹⁰ Huffingtonpost 「WeWork の共同創業者アダム・ニューマン氏が CEO 辞任を発表 非常勤の会長職に」(2019) https://www.huffingtonpost.jp/entry/we-work-adam-neumann_jp_5d8ad25be4b0c6d0cef376d1 (最終アクセス: 2020 年 2 月 10 日)

け、投資家からの圧力で退任を強いられ、実際に同社を去った。現在は、組織改革のため、女性幹部を次々にスカウトしており、巨大ベンチャーで組織文化を入れ替える異例の試みが進んでいる¹¹。Uber においても、WeWork と同様のガバナンス上の問題が浮き彫りになる形になった。

3. スタートアップ・ガバナンス

この章においては、上記のケースで浮き彫りになった、ガバナンス上の問題について、抽象化した上で、従来のコーポレートガバナンスとのスタートアップ・ガバナンスの差異について見た後に、(Pollman : 2019) の議論をもとにスタートアップのガバナンスについて整理する。

a. 従来のコーポレート・ガバナンスとの差異

コーポレートガバナンスについては、会社における所有と経営の分離の性格から株主をプリンシパル (principal)、経営者をエージェント (agent) と見た契約関係において、エージェントがプリンシパルの利益を最大化させるための効率的な仕組み作りといったエージェント問題として捉えられてきた¹²。エージェント問題における、主要なコストは3つに分類され、それぞれ①報酬制度の設計などに見られるようなプリンシパルによるエージェントの監視費用といったモニタリングコスト (monitoring cost) ②役員の派遣・監査などに見られるようなエージェントがプリンシパルに損害を与えないようにするためのプリンシパルが払う保証費用に当たるボンディングコスト (bonding cost) ③プリンシパルがエージェントと同じだけの情報量を持っていたならば行う意思決定と異なる意思決定をエージェントが行った場合におけるプリンシパルの損害である残余損失(residual loss)であり、これらのコストを最小化することなどが、近年の会社法改正やコーポレートガバナンスコードの設定が目指すところである。しかし、これらの理論は株主と経営者を階層的で均質的 (homogeneous) な見方によって捉えたものであり、必ずしも所有と経営が初期の段階では分離しておらずかつ多様な利害関係者ファイナンスを追うごとに増え、多層化し、結果として多様な株式を持ち、株主の属性的な性格が不均質 (heterogeneous) になるスタートアップでは必ずしも妥当しない¹³。ここでは、(Pollman : 2019) の整理に従って、スタートアッ

¹¹ 日本経済新聞電子版「Uber CEO が辞任 不祥事で投資家が圧力」 (2017) https://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ21HG4_R20C17A6000000/ (最終アクセス：2020年2月10日)

¹² Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

¹³ Pollman, Elizabeth, *Startup Governance* (2019). University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, p. 155, 2019.; Loyola Law School, Los Angeles Legal Studies Research Paper No. 2019-18; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-06. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3352203> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3352203>

プのガバナンスに関わる利害関係者について垂直的 (vertical) な関係と水平的 (horizontal) な関係について述べる。

b. 垂直的 (vertical) な関係

スタートアップにおいては、創業者、執行役、投資家、従業員などの利害関係者がおり、それぞれがそれぞれにデザインされた株式を持つことで、スタートアップをエグジットに導くという観点では共通の目的を持つものの、種々の状況下において立場上の対立の可能性が考えられる。

1つ目に、株主と取締役会の間での対立がある。まだ投資を受けていない状態でのスタートアップは、VC から投資を受けることによって会社としての形が精緻化していき徐々にガバナンスが強化されていく¹⁴。特に、VC との投資契約の際には取締役派遣条項などの追加により、VC がスタートアップとの情報交換を密にすることで監視効果を高めることなどが行われる。取締役会においては議席や議決権などの配分により、VC 以外の取締役と VC 間の力関係が問題となるため¹⁵、議決権に関して異なる種類株式を使用することにより VC 以外の取締役の意思決定を強める工夫などもなされる (なお、種類株式や dual-class については後述)。しかし、段階的なファイナンスにより希釈化が起こることによって徐々に VC 側に議決権は偏っていくと言える¹⁶。

2つ目に、取締役会と創業者または役員との間での対立がある。特にこの対立は取締役会によって創業者を解雇するという場面で見受けられる。アメリカにおいては上場時に創業者で CEO であったのは 50%以下であり¹⁷、初期に創業者であった CEO が会社の規模が大

¹⁴ 初期のスタートアップにおいては、迅速な意思決定のために上場企業に求められるような複雑な会社構成をとることはなく、取締役会すら設置しないことも考えられる。通常、VC からの投資を受けた段階では VC からの取締役派遣条項によって取締役会によって意思決定を行うのが普通であるので、一般的には株主総会・取締役会・監査役といった組織形態をとる場合が多い。なお、資本金が 5 億円以上になると会社法上の大会社に該当するため、会計監査人の設置が義務付けられ (会社法 328 条)、同じタイミングで上場を見据えて監査役会を設置することもある。このように、スタートアップにおける組織形態はファイナンスを伴って徐々に移行する。AZX 法律事務所後藤ほか編『ベンチャー企業の法務 AtoZ-起業から IPO まで』40-42、363-364 頁 (中央経済社、2016)。

¹⁵ なお、制度上は議決権上の問題が出てくるが実際上社内政治において誰が力を持っているかについてソフトな面から観察した場合、筆者が VC にいたときに行った調査によれば、「誰が社内政治において権力を持っているか」という問いに対して役員が 86%、投資家が 7%、従業員が 7%と回答しており、必ずしも法律上の議席権が社内政治に直接に結びついていないのも興味深い。Coral Capital 「平成最後にスタートアップシーンを振り返る、起業家調査アンケート『Japan Startup Landscape -2019SPRING-』を公開」(2019) <https://coralcap.co/2019/04/japan-startup-landscape-2019/> (最終アクセス: 2020 年 2 月 10 日)

¹⁶ 上場時における経営陣(創業者、共同創業者含め)の株式持分は資本政策によって異なるが、日本の場合は、大方 40~60%が多いように思われる。2018 年に上場したメルカリにおいては共同創業者も含め約 40%の持株比率であった。

¹⁷ Kaplan, Steven Neil and Sensoy, Berk A. and Stromberg, Per, Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies (August 2007). CRSP Working Paper No. 603. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=657721> or

きくなるにつれ、必要な経営のスキルを得ていない場合に容赦無く CEO の立場を剥奪されることを意味している。これは、VC が上述したとおりファンドの集団投資スキーム持分の保持者たる投資家に対しての受託者責任を果たす上で必要なことであり、VC が投資家とスタートアップに対する 2 重の受託者責任 (dual-fiduciaries) を負っていることにも起因する¹⁸。

3 つ目に、株主と創業者または役員の間での対立である。代表的には Exit の等において問題になる (特に買取請求などの問題について後述)。また、VC が行うステージドファイナンス (staged-finance) またはマイルストーン投資によって VC 側がエイジェンシーコストを下げることによる対立もある。ステージドファイナンスにおいてはスタートアップが一定の経営指標を達成したときに追加の投資を行うことによって、スタートアップ側からの情報提供や経営に対するコミットメントを求めるものである。ここでは、スタートアップ側が自分の使える資金を使い切ってしまう前に、投資家に対する種々の説明責任がなされ得るという点で効果的である。

以上のように、まずは垂直的な問題を概観した。實際上、前述したようにスタートアップにおいては所有と経営の未分化により利害関係者が重複する場面があり、必ずしも以上のような分類が完全に独立の事象とは言えないが、大方 VC と経営者との対立関係が資金調達の段階によって変化するという点で理解できる。

c. 水平的(horizontal)な関係

水平的な関係においては、各ステイクホルダーが持つ株式によってその対立が規定される。具体的には、普通株式と優先株式の 2 種類による 3 つの組み合わせからその対立構造を見ることとする。

1 つ目は、優先株主と普通株主の間における対立関係である。優先株式は、資金調達において多額の資金を投資するというリスクに対して、その他の契約条項によってそのリスクをヘッジするものである。普通株式との間ではイグジットに対する態度の違いが対立の問題構造の基底にある。特に、スタートアップがバーンアウトしそうなときにおいては、優先株主はもしそのスタートアップに対して将来性を感じ得ないとき、優先分配権を行使し、損害を最小限にするというインセンティブが働く一方で、普通株主においては優先配当原資がなくなった場合に自分たちが受け取る残余財産がなくなってしまうため、ブリッジファイナンスなどの手法を用いて資金調達を行う可能性がある¹⁹。このような対立は、M&A におけるドラッグ・アロング・ライト (Drag Along Right) やみなし清算条項などとも深く

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.657721>

¹⁸ この点につき、以下の文献が詳しい。 Sahlman, William, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations (1990). Journal of Financial Economics, Vol. 27, Issue 2, p. 473-521 1990. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1505891>

¹⁹ 上掲注 13、31 頁。

関わる問題である²⁰。

2つ目は、優先株主と優先株主との間の対立である。VCによるステージ毎のファイナンスは結果的に、ステージ毎の種類株式を発行することになるため、その内容の差によってVC間で対立が起こることになる。特に、それは種類株式の内容差による希釈化防止条項における争いが最たる例である。また、CVCなどの投資家が自社とのシナジーを投資効果よりも重視している場合に、それ以前に優先株式によって投資していた独立系のVCとの間に利害関係が生じる場合もあるだろう。

3つ目は、普通株主と普通株主との間の対立の問題である。これは、主に、従業員に発行されるストック・オプションの行使時期や行使条件が問題となる。特に、ストックオプションの行使条件として上場まで行使できないといった行使条件を定めているときに、M&Aによってイグジットした際などには、M&Aに関する特約がない場合、ストックオプションの価値が実質的になくなってしまうため、従業員とスタートアップの間での深刻な対立が生じ得る。また、共同創業者間の株式に関する対立も普通株主間の対立としては深刻なものである²¹。

以上のように、水平的な関係においては株式の種類による違いによる利害関係者の対立と整理でき、これらの対立は上述した垂直的關係と関係し合いながらガバナンス上の問題として認識される。

4. ガバナンスにおける制度上の問題

以下では、以上で見たようなスタートアップ・ガバナンスについて特に、日本の制度上改正の余地があるものについて、米・中との比較を通して見ることによって、スタートアップ・ガバナンスを高めるための政策を提言することを目的とする。

a. Dual-class Structure

i 定義

議決権種類株式は、株主総会において議決権を行使できる株式である。これは、大きく2つを分けられる。1つ目は議決事項の全部または一部を制限する「議決権制限株式」であり、

²⁰ 前提として、日本においてはシード・アーリーにおける投資契約においては、以下のドラッグ・アロング・ライト等についての記載が少なく、ミドル・アーリー以降の優先株式における調達の際に契約条項として付される場合が多いため優先株式と普通株式との間の対立問題と規定している。投資家はドラッグ・アロング・ライトやみなし清算条項を用いることで、自身の投資の回収をはかり再分配することによって効果的な投資を行うインセンティブが存在する。仕組みなどの詳しい解説については、磯崎哲也『起業のエクイティー・ファイナンス』100-146頁（ダイヤモンド社、2014）

²¹ 共同創業者間の争いについては、特に共同創業者間の最初の持分比率と議決権に関する問題と、共同創業者がスタートアップを退職した場合の株式に関する問題が存在する。創業者間においては、株主関係に基づいて、議決権を設定したり、リバース・ベスティング条項を用いることなどにより他の創業者が株式を買い取ることができるようにしたりすることで解決することが可能である。詳しくは、Coral Capital「創業者間で、株式を分ける際に検討すべきこと」(2017) <https://coralcap.co/2017/10/what-to-think-about-when-splitting-equity-among-co-founders/>（最終アクセス：2020年2月10日）

一切の議決権が認められない完全無議決権と重要な事項のみを制限する株式を含む。2つ目は議決権の数について差を設ける「複数議決権方式」であり、一株につき1議決権の原則があるが、複数議決権方式で同じ株式数あたりの議決権数に差を設けることができる。例えば、東証の規則においては、A種株式の方で1株あたりの議決権数が他より少なく、B種株式の方で1株あたりの議決権が他より多いということになる²²。現在、東証の有価証券上場規則においては、議決権付株式を1種類のみ発行する株式、複数種類の議決権付株式を発行する議決権が少ない株式と無議決権株式という3種類の株式が認められている。

ii アメリカにおける制度運用

NYSEとナスダックにおいては、議決権種類株式の発行につき、既存の上場会社においては禁止されているが、新規の上場会社の場合禁止していない。例えば、議決権制限構造を持つアリババは、香港証券取引所に上場を拒否され、2014年にNYSEで上場した。多くのアメリカのIT企業によって議決権種類株式を発行され、その後に高い成長力を示した。例えば、アルファベット、バークシャー・ハサウェイ、フェイスブック、ビザなどの高成長を遂げた会社は議決権種類株式で上場した後に、株価が大きく上昇している。特にフェイスブック、ジンガ、ボックス、ゴープロ、スナップなどのITセクターを中心に、議決権種類株式のIPOが目立っている。議決権種類株式の導入によるメリットとしては、敵対的買収などを防止する効果があり、また経営者の利益と株主の利益を制約することができることである。一方で、外部株主に対する説明責任と取締役会や株主に対する監視機能が弱まっているとの声もある²³。例えば、2017年3月にアメリカのsnapのIPOでは議決権種類株式を使用して、一般投資家からの議決権を完全に排除したがこれは大きな議論を引き起こした²⁴。

iii 中国における制度運用

2000年から、議決権種類株式に関する中国で厳しい基準（3年間の収益性など）の下で、Baidu、JD.com、Alibaba、その他多数の中国のユニコーン企業は、米国で上場することを選

²² 吉井一浩「議決権種類株式上場制度の活用について」13-14頁、月刊資本市場 347号（2014）
https://www.amt-law.com/asset/res/news_2014_pdf/140723_3908.pdf#search=%27

²³ 実証的な議決権種類株式の効果を表す実証研究として、Taylor and Whittred（1998）は、「second board」という市場を通じて、オーストラリアに上場する53社をサンプルとして調査を行った。「second board」市場は、主に小規模の初期の地域企業向けの特別なオーストラリア市場であるが、多くの初期企業は会社を設立した株主の人的資本を保持するために、議決権種類株式を発行していると結論づけた。この理由は、資産の中で普通株式を発行する企業より無形資産が多く含まれていたためというものである。しかし、他の研究で、議決権種類株式が長期利益を保障するわけではないとの考えもある。投下資本利益率（ROIC）との統計的な関係を見ると、複数議決権を発行していた会社の利益が高いとも低いとも言えないとの結論づけがなされた。Taylor, S., Whittred, G. (1998) Security design and the allocation of voting rights: evidence from the Australian IPO market. *Journal of Corporate Finance* 4, 107-13

択した²⁵。当時は、米国の投資家と中国のユニコーン企業にとって、両方も有利な状況のようだったが、2014年から、この「Win-Win」の共生関係が崩壊し始めた。2016年7月に上場した Qihoo 360 を例にとると、Qihoo360 は株主からの投票権による「民営化」取引を決定し、その後中国で A 株上場を完了した。この結果として、Qihoo360 の founder は、1 株当たり 77 ドルで米国の株主を締め出すこととなった。これに伴い、上場企業の資源を獲得するために、シンガポール証券取引所と香港証券取引所はそれぞれ 2017 年に上場規則を修正し、上場企業が議決権種類株式を採用できるように認められた。

中国の IT 企業が議決権種類株式を使う理由は以下の通りである。IT 企業は資金調達額に対して高い要求を持っているが、数回の資金調達による希薄化効果により創業者の発言力を損なわないために、議決権種類株式構造の使用をするというものである。またこれは、創業者による人材戦略などの長期的なビジョンと独自のアイデアを長く反映させるために、役立つと考えられている。議決権種類株式構造を採用することで、企業の管理者はより効率的な経営戦略をすることができる²⁶。

vi 日本の課題

改正された日本の会社法は 2005 年にすでに、会社の株式種類に規制を緩和し、議決権種類株式を発行できるようにした。議決権種類株式は、資本市場の変動から経営政策の決定の安定性を保ち、経営者が長期発展に資する計画を策定する可能性が高まっている。

東京証券取引所は、ベンチャー企業などの資金調達の一環として、株式を公開していない企業が議決権のない株の上場できる新しい制度を設ける方針を決めた。現在、東証証券取引所の基準は、株式を公開していない企業が議決権のない株式を上場することは認められていない。しかし、経済界から資金調達の多様化や買収防衛策の一環として、制度の見直しを求める声が高まっていた。このため、東証で、非公開企業が議決権のない株式や議決権の少ない株だけを上場し、普通株と同時に上場することを可能にする内容を盛り込んだ提言をまとめた。東証では、この制度が導入されればベンチャー企業などが創業者の経営支配圏を維持したままでの資金調達に活用すると見込んでいて、株主保護策などについて検討した。

海外で議決権種類株式を発行することに長い歴史があり、さらに先進国の資本市場と規制の成熟は、議決権種類株式を発行するための優れたプラットフォームを提供したと考えられている。一方で、市場が十分に成熟していない場合、議決権種類株式の確立は、モラルハザードなど多くの市場問題をもたらす可能性がある。成熟していない市場規則の下で、投資家が自分の権利と利益を正當的に保護できなくなる。東証は 2008 年に上場基準を調整し

²⁵ 米国市場自体、現在議決権種類株式を持つ上場企業の価値は 5 兆ドル以上で、2015 年に米国取引所に上場した 133 社の中で 14%以上がこの構造を採用していた。2005 年には、この割合はわずか 1%しかなかったため大きな変化と言える。《独角兽的艰辛回归之路：对科创板“对双重股权结构”的思考》.[中国法律评论]. CN10-1210/D. 2019. 2. 18. <http://www.yidianzixun.com/article/0LJIGP82>

²⁶ 李夏, 司文政. 《影响双重股权结构实践的边界条件和行业因素分析》. [经营管理者]. 2016 年 11 月上期. P4

て、議決権種類株式の上場を認めることになったが、2017年8月末まで、議決権種類株式を上場しているのは1社（CYBERDYNE 株式会社）しか存在しない。この議決権種類株式の上場が低迷している理由としては、マーケティング不足だと考えられている。日本の経営者市場、経営者心理や投資者心理の問題などのため、議決権種類株式に対して価値評価が難しいことになり、価格比較可能性が低い議決権種類株式より、普通株式の方が投資者に選択される。また、日銀が長期的な金利抑制政策を実施されていることで、支配権に影響がない社債発行または銀行からの借入れによる資金調達の方を選ぶのも原因の一つであろう²⁷。

b. 株式買取請求権

i 定義

株式買取請求権（Redemption Rights）とは、株主総会において合併や会社分割、事業譲渡、株式譲渡制限など、株主に重大な影響を及ぼす特別決議事項がある場合、それに反対する株主が、その召集通知を受け取ったのち総会開催前に書面にて会社に反対の意思表示をしておくことで、それらの事項が可決された後に会社に対して自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求できる権利のこと（会社法 116 条 1 項）を指す²⁸。近年、MBO や親子会社間の非公開化案件が増加したことに伴い、裁判所に申し立てられる手続き数も急増しており、少数株主の保護のための手段として注目されている²⁹。スタートアップ企業の場合、投資契約における株式買取請求権とは通常、投資契約において何か条件をつけ、その条件を破った場合は投資家がスタートアップに株式を買い取るように請求して元本を回収する権利である。株式買取請求権の発動条件の1つに「上場できるのに上場しない場合」が発動事由として定められることがある。

ii アメリカにおける制度運用

アメリカにおいて、M&A や IPO のほかに、株式買取請求権は、ベンチャーキャピタリストが使用するイグジット戦略の一つである。通常、会社再編の一部として使用されるが、M&A や IPO ほど収益率が高くないため、一般的に好まれないといえる。買取請求権は、他に実行可能な代替手段がない場合の最後の手段として使用されることが多いという指摘がある³⁰。

²⁷ 酒井太郎「日本における議決権種類株式（class shares on voting rights）の上場」5-8、12-14、17-18 頁、Hitotsubashi University Repository（2017）
<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/28856/1/0501700301.pdf#search=%27>（最終アクセス：2020年2月10日）

²⁸ 投資用語集「株式買取請求権」<https://www.glossary.jp/sec/stock/rights/claim-for-repurchase-of-shares.php>（最終アクセス：2020年2月10日）

²⁹ シティユーワ法律事務所、株式買取請求権、http://www.city-yuwa.com/explain/ex_glossary/detail/kaitoriseikyu.html（最終アクセス：2020年2月10日）

³⁰ Mark J. P. Anson, (2008) “Handbook of Alternative Assets”, John Wiley & Sons, pp.397-398

iii 日本の課題

日本の VC による投資では、一定期間内に IPO ができない場合、買取請求が発動できるという内容の投資契約等が少なからず存在した³¹。しかし、一定期間 IPO できなかったというだけで、発行会社及び創業株主に買取請求を行うことは好ましくなく、このような条項を設けることは避けるべきだとの指摘がある。

株式買取請求権の背後に、VC ファンドの受託者責任(Fiduciary Duties)が関わってくる。VC ファンドは大体 10 年間の存続期間の中、最初の 5 年ほどが投資期間であり、その後の 3~5 年間でイグジットを想定することが多い。また、LP が VC ファンドに期待している利回りは原資の 3~5 倍と高くなっており、VC ファンドへのプレッシャーが強い。そこで、スタートアップにとって、VC ファンドに株式買取請求権が存在するため、IPO できる場合は早期上場化を促される。このように、株式買取請求権は LP と VC ファンドの間のエージェンシー問題、VC ファンドとスタートアップの間のエージェンシー問題が発生し、ここにガバナンス上の問題が指摘される可能性がある。

また、スタートアップが促されて IPO に成功しても、その後に問題も発生し続ける。市場の目線からいうと、日本においては、上場審査においてスタートアップに黒字を求められるが、上場後は、株式市場は赤字を許さないというのは事実である。つまり、日本では IPO は活発だが、上場後短期間で流動性が失われ、追加の資金調達も難しくなりやすいと言える。こうして、IPO の後にスタートアップ企業にとって長期的な成長が困難である。

すなわち、株式買取請求権のような強力な権利を行使することを最後の手段として、イグジット協力義務に対して重大な契約違反が生じたと判断できる場合に限定すべきである。

c. 非公開株式の流動化

i 定義

非公開株とは、証券取引所に上場（公開）していない企業の株式のことである。非公開株は、上場していないので証券取引所を通じて売買することはできないが、譲渡価格など条件面で合意さえすれば、当事者間で売買することは可能である。非公開株式の流通に関して、日本証券業協会では、2015 年 5 月に非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的に、株主コミュニティを創設した。なお、上場廃止になった銘柄を売買できるフェニックス銘柄制度も 2008 年 3 月から始まったが、2016 年 6 月 30 日以降、指定されている銘柄はない（2019 年 2 月末現在）。さらに、非上場会社の株式等を売買できるグリーンシート市場を 1997 年に開設したが、2018 年 3 月末に廃止した。

³¹ 経済産業省、「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」（2018）
<https://www.meti.go.jp/press/2018/04/20180402006/20180402006-1.pdf>（最終アクセス：2020 年 2 月 10 日）

ii アメリカにおける制度運用

アメリカでは、自主規制機関 FINRA が運営し、日本のグリーンシートに相当するとも言える OTC ブリテンボード (OTCBB) が存在し、民間会社が運営する非上場株の取引システムである OTC マーケッツ (OTC Markets) もある。更に、近年 IPO の件数が減少する一方で、アメリカではユニコーンのような大規模に成長した未公開ベンチャー企業が増加し、また、IPO や M&A によるイグジットまでに要する年数も長期化している。これを背景に、未公開企業の新たなイグジット手段として、未公開株式に一定の流動性を提供する取引プラットフォームの利用が進んでいる。2008 年開設のセカンド・マーケット (Second Market) や、2009 年創業のシェアズ・ポスト (Share Post) をはじめ、非上場株式売買の仕組みが登場した。ナスダックは 2013 年、ナスダック・プライベート・マーケット (Nasdaq Private Market、以下、NPM) を創設し、2015 年にはセカンド・マーケットを買収した。NPM は、これまでに、85 社のユニコーンを含む 230 社の民間企業に 240 億ドルの取引価値が生み出され、37,000 人の株主が取引に参加した³²。2019 年の貿易総額は 480 億ドルに達し、2018 年総額の 120 億ドルから飛躍している³³。SharePost と NPM は両方とも、ブローカー・ディーラー及び ATS として登録されている。

要するに、アメリカでは、証券取引所の運営する上場市場、未公開株式の取引の場として歴史がある OTC 市場、そしてそのさらに外側で、登録免除条件の利用も可能なシェアーズポスト等の取引プラットフォームが補完する多様で多層的な構造となっている。情報開示や内部統制といった規制コストを負担して株式市場で広く公開するか、流通範囲は限定的とするが規制コストを軽減するかといった選択肢が発行体企業に用意されている。このように発達した資本市場が新興成長企業の創出と成長を促し、経済の活性化や高度化につながっているといえる³⁴。

iii 日本の課題

1 つ目の課題としては有価証券取引の規制緩和が必要であることである。日本において、非公開株式の流動化について金融商品取引法上は禁止されていないが、日本証券業協会 (日証協) の店頭有価証券規則 (3 条) で証券会社は原則として非上場株式の投資勧誘ができないとされている。また、適格機関投資家向け投資勧誘 (4 条)、適格機関投資家以外に向ける場合には、日証協に届け出た上で日証協が適当と認めたものに限定 (6 条) されている。一方、

³² Yahoo Finance, “Nasdaq Private Market Sets New Annual Transaction Record in 2019” (2020) <https://finance.yahoo.com/news/nasdaq-private-market-sets-annual-150210689.html> (最終アクセス：2020 年 2 月 10 日)

³³ Nasdaq, “Nasdaq Private Market Facilitates a Record \$12 Billion in Transaction Volume in 2018”, 2019, <https://www.nasdaq.com/about/press-center/nasdaq-private-market-facilitates-record-12-billion-transaction-volume-2018> (最終アクセス：2020 年 2 月 10 日)

³⁴ 齋藤芳充ほか「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」, (野村資本市場クォータリ, 2018) <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2018/2018spr09.pdf> (最終アクセス：2020 年 2 月 10 日)

アメリカの1933年証券法（以下、証券法）では、同じく有価証券の勧誘・募集・販売を行う際には、当該有価証券をSECに登録することが義務付けられているが、これには条件付きで免除規定が設けられている。この免除規定を用いてSECに未登録の状態で行われた有価証券は、基本的に制限付有価証券（restricted securities）となり、これを売却する際も発行時と同様に、証券登録の免除規定を用いる必要があるが、証券登録によるコスト負担を避けたい新興成長企業の利用が進んでいる。

非上場株式のセカンダリー市場を活性化できればIPOまでの非上場期間を長期化できる可能性があり、また初期投資家にイグジット機会を提供できる。しかし、日本で非上場株式を原則として投資勧誘ができないため、日本の非上場株式のセカンダリー市場における流動性提供が遅れており、IPOの長期化と初期投資家のイグジットに不利という状況にある。初期投資家が株式を流動化し、他のスタートアップに再投資できないことは、スタートアップの段階的ファイナンスにおいて、後から投資する投資家との間での利益対立が起これ、ガバナンス上の問題が指摘される可能性が高まる。また、非公開株式の売買そのものが現在日本で禁止されているように、情報開示などのモニターリングが必要とする制度である。流動性とリスクのバランスを保つために、アメリカの法整備を参考して日本の規制緩和を見つめ直していくべきである。

2つ目は、インターネットでのマッチングであるSharePostとNPMのように、アメリカでは非上場株式への流動性提供はインターネット方式を用いたマッチング方式（PTS、ATS方式）が採用されてきたが、日本は遅れている。それは、インターネットを用いた株式のセカンダリー取引機会の提供は、多くの場合私設取引市場（PTS）の規制を受けるからである。前述したように、金商法上の制限はないが、日証協の自主規制「店頭有価証券に関する規則」（3条）によって、インターネットによるセカンダリー市場は実質不可能となっている。今後、未公開株式がエンジェル投資家や新興成長企業の従業員等の間で保有される状況が拡大すれば、流通制度に対するニーズも増加すると考えられ、日本においてもシェアーズポストやNPMのような存在が注目される可能性がある。

現在の日本では、グリーンシート銘柄制度や株主コミュニティ制度という未公開株式の流通制度が存在するが、前者は2018年3月末の廃止が決定しており、後者はこれから利用拡大が期待されている段階である。また、特定投資家に制限して発行体の情報開示負担を軽減するプロ向け市場として、TOKYO PRO Marketもあるが、個人が特定投資家となるには、3億円以上の純資産・投資性金融資産の保有が必要であり、米国の自衛力認定投資家よりも厳しい条件となっている。結果として、日本の流通制度は上場市場に偏った構造になっている。

以上、日本において、非上場かつ法定情報開示義務を負わない形での資金調達手段を多様化する制度改革の提案が期待される。また、クラウドファンディングと株主コミュニティを結び付けるといった活用法や、非上場のまま成長を続け、社員株主などの保有株換金を容易

にする仕組みを設けるなどが考えられる³⁵。

5. おわりに

日本においても、仮想通貨業を営むコインチェック社の NEM 不正流出などが報じられ³⁶、スタートアップにおけるガバナンス体制の脆弱さの一端が垣間見える結果となり、この点からもスタートアップに対するコーポレートガバナンスについての議論は盛んになるべきである。以上で見たような、スタートアップ・ガバナンスにおける一般的な理解や、日本における制度上の問題について、会社法改正やコーポレート・ガバナンス・コードの導入と同列で議論されることを期待する。

³⁵ 大崎貞和「非上場株式制度の現状と展望」(野村総合研究所、2017)

http://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/forum/04_siryoku.pdf (最終アクセス：2020年2月10日)

³⁶ TechCrunch「コインチェックが580億円のNEM不正流出について説明、補償や取引再開のめどは立たず」(2018) <https://jp.techcrunch.com/2018/01/27/coincheck-xem/> (最終アクセス：2020年2月10日)