

「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（案）」に係る
寄せられた御意見の概要及び有識者会議の考え方について

凡例

本寄せられた御意見の概要及び有識者会議の考え方においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略称
ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項	本推奨・期待される事項
ベンチャーキャピタルに関する有識者会議	有識者会議
ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（案）	推奨・期待される事項（案）
ベンチャーキャピタル	VC
リミテッドパートナー（ファンドへの投資者）	LP
ゼネラルパートナー（ファンド運営管理者）	GP

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
全体に対して			
1	—	<p>VC には、これまで金融庁の監視の目が行き届いていなかったからか、以下のような VC が散見される。</p> <ul style="list-style-type: none"> - 全損の可能性のあるエクイティ・ファイナンスであるにもかかわらず、株式買取請求権を多用する（ファイナンスの知識が不足している若い起業家を中心に、買取請求権を行使されている） - 転換社債での出資で、創業者に連帯保証をつける - 自社でシード、アーリー期に出資したスタートアップに、VC 業務を受託している CVC から追加出資する <p>これらの行為は違法ではないかもしれないが、起業家や資金の提供者である大企業の活動を萎縮させかねないため、推奨・期待に留めず、スタートアップの活動を萎縮させるような行動はしてはならない、という禁止事項も設けた方がいいと思う。</p>	<p>本推奨・期待される事項は、画一的に遵守を義務づけるルールベース・アプローチではなく、LP 及び GP の間での意思疎通により、VC の資金調達・運用に係る実務において柔軟に活用されるものとして作成しているため、ご指摘の禁止事項を設けることは適当ではないと考えます。</p> <p>ご指摘のような行為については、【スタートアップとの投資契約】や【利益相反管理】等に基づき、適切な取り組みが行われることが、期待・推奨されます。</p>
2	—	<p>この度の議論をとりまとめた事務局の皆様、有識者の皆様には敬意を表する。一方で、ヒアリングを受けた VC の数が少なく、一般公開されている政策形成プロセスは拙速過ぎる印象も受けている。</p> <p>今後のフォローアップにおいては、より多くの VC や、実際に LP と日々向き合っている各社のファンドコントローラー（ファンド管理、投資家広報など）へのヒアリングも検討いただきたい。</p>	<p>貴重なご意見として今後の参考といたします。</p>
本推奨・期待される事項の対象			
3	83 行目	<p>「初期段階の VC」という表現を、「VC として独立し新たに VC ファンドを立ち上げる VC」のように明確化してはどうか。</p>	<p>広く国内外機関投資家から資金調達を目指す VC として、どのような VC が本推奨・期待される事項の対象となるかについては、LP 及び GP において議論され、意思疎通されることが期待されるものであるため、ご指摘のように限定することは適当ではないと考えます。</p>
推奨される事項			

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
1. 受託者責任			
4	128 行目 277 行目	<p>「LP の持分価値の最大化に向けて、VC を運営していく」などについて、「VC」と記述されている箇所のいくつかについては、「VC ファンド」と正確に記述すべきではないか。(例えば、128 行目、277 行目など)</p> <p>個別の VC の戦略は多様であり、さらには同じファンドの LP の中に機関投資家とそれ以外のプレイヤーが加入する場合も想定される。そのため VC ファンドごとに GP と各 LP 間で、取るべき対応に関しては相談協議などをすることを留意されたい。</p>	<p>ベンチャーキャピタルとして運用されるファンドのことを「VC」という表現に統一しております。</p> <p>広く国内外機関投資家から資金調達を目指す VC において、VC の実態に応じ、LP 及び GP により活用されるものとして、推奨又は期待する事項をまとめたものであり、当該推奨・期待に応じた対応をどのように行うかは、LP と GP の間で意思疎通されることが期待されます。</p>
5	—	<p>本主旨に賛同する。さらに、未上場投資ファンドの GP が説明責任を果たすうえで特に留意すべき点として、「LP と GP 間の情報の非対称性」がある。両者が得られる情報の量、質が大きく違う中で上手く意思疎通を行うためには、運用の透明性を確保し、LP と GP の信頼関係を保つことが求められる。ファンド財産に重大な影響を与える事象が生じた場合等は特に、速やかに報告する姿勢も重要と考える。一方で、LP が求める情報開示が過度に及び、投資先企業の成長やファンド運営に影響を及ぼしかねないといった弊害も懸念されている。そのため GP は、説明責任を十分に配慮したうえで、LP との間で提供する情報の範囲について予め合意しておくことが望ましい、と補記してはどうか。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、以下(下線部)のとおり追記いたします。</p> <p>【情報提供の頻度・内容】</p> <p><u>(注2) GP は、ファンドの財務や投資戦略に重大な影響を与え得る事象が生じた場合の LP に対する報告について、予め情報提供の具体的な対応のアウトラインに関し LP と GP において合意しておくことが推奨される。</u></p>
2. 持続可能な経営体制の構築			
6	—	<p>本主旨には基本的に賛同するものの、現状案ではキーパーソンの離反がファンドの新規投資の停止等に繋がるような書きぶりとなっている。キーパーソンが離反しても、適切な後任が速やかに選任される場合など、ファンド運営に大きな影響を与えない場合もありうる為、「キーパーソンの離反については、先ず GP より LP に対してその背景及び運用への影響を十分に説明することが重要。その上で、LP が適切に対応を判断出来るように、対応の方法について組合契約に予め具体的に定めておくことが推奨される。」等の表記に留めて頂きたい。</p>	<p>キーパーソンは LP が投資判断を行う上で極めて重要な要素であるため、万が一、キーパーソンが離反する場合には、ファンドの新規投資の停止や LP による出資コミットメントの再検討を行うことが LP として可能であるようにすることを推奨しており、キーパーソンの離反により必ず</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
			<p>しも新規投資が停止することを意図するものではありません。</p> <p>万が一、キーパーソンが離反した場合には、その対応について LP と GP の間で意思疎通が行われることが重要であると考えられます。</p>
3. コンプライアンス管理			
7	—	<p>①私用チャットツールによる投資先機密情報の流出について</p> <p>VC の情報管理体制について、日本ではいまだに Facebook メッセンジャーなどの個人用チャットツールを使って投資先と機密情報をやり取りする慣行が広がっている。その結果、VC の担当者が退職後も過去のチャット履歴にアクセスできてしまい、投資先の機密情報が競合他社に漏洩するケースが頻発している。投資先との機密情報が含まれるコミュニケーションに個人用チャットツールを使用することを禁止し、業務用チャットツールの使用を義務付けるべきではないだろうか。</p> <p>②LP を介した投資先機密情報の流出について</p> <p>スタートアップが VC に提供した機密情報は LP にも開示されることが暗黙の了解となっているが、本来の目的以外での使用、特に LP を介して競合他社に機密情報が流出するケースが発生している。VC と LP の情報管理体制を見直し、投資先の機密情報が競合他社に漏洩することのないよう、より厳格な管理を求めべきではないか。</p> <p>③VC メンバーによる投資先へのハラスメントについて</p> <p>VC におけるコンプライアンス管理について、昨今投資家によるスタートアップ（特に女性起業家）へのハラスメントが大きな問題となっている。最近公開された「スタートアップ・エコシステムにおけるセクシュアル・ハラスメント：予備調査」では、半数以上の女性起業家が被害に遭っていることが明らかとなった。</p>	<p>①②投資先企業の秘匿情報等も含めた非公表情報の取扱いについては、【コンプライアンス管理】に記載の通り、非公表情報の取扱いに関する管理体制を整備することが推奨されております。また、LP における情報管理については、本推奨・期待される事項の対象ではありませんが、組合契約における秘密保持条項等に基づいて、LP においても適切に情報管理がなされることが重要であると考えられます。</p> <p>③【コンプライアンス管理】における「コンプライアンス管理の体制を確保すること」には、投資先企業との関係においても、ハラスメント防止を含め、VC としてコンプライアンス管理の体制整備を行うことが含まれるものと考えております。</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		LPにとってVCが魅力的な投資対象となるためには、こうした投資先へのハラスメント発生を防止することが不可欠である。VCのコンプライアンス管理として、投資先へのハラスメントを禁ずる規定を必須とすべきではないか。	
4. LPの権利の透明性確保			
8	—	LPが各種法令・規制にもとづいて出資の除外を受ける権利を設定することは、【4. LPの権利の透明性確保】における(注)の(※)「LP自らが定める投資ガイドライン【等】に基づき、VCによる特定の投資行為について当該LPの出資が除外を受ける権利については、ここでの拒否権には該当しないものと考えられる。」という記載の【等】に含まれるか。含まれる場合は、本項に追記いただきたい。	ご指摘を踏まえ、以下(下線部)のとおり修正いたします。 【LPの権利の透明性確保】 (注)(省略) (※)なお、 <u>LPに適用される法令等</u> やLP自らが定める投資ガイドライン等に基づき、(後略)。
9	—	<p>ファンドへの出資を得る過程で、組合契約に定められた権利以外の追加的な権利の付与を求められることがあるが、他のLPに重大な悪影響を及ぼし得る個別権利の付与は、GPとして行うべきではない。例えば、特定LPからの求めを意識して投資対象を選別したり、M&AによるEXIT先を選定したりといったことがあれば、ファンドの収益機会を狭め、LP持分の最大化を妨げ、受託者責任上問題が生じる可能性がある。本件においては、透明性の確保以前に「受託者責任上、他のLPに重大な悪影響を及ぼし得る個別権利の付与は行うべきではない」ということを、まずご指摘願いたい。</p> <p>また、投資判断に直接的に影響しない場合でも、特定のLPから過度な情報開示を求められる場合、投資先やファンドの効率的な運営を妨げる可能性がある。こうしたLPの要求に対して、GPは受託者責任の観点から適切に処理することが必要であり、補記してはどうか。</p>	<p>本推奨・期待される事項は、画一的に遵守を義務づけるルールベース・アプローチではなく、LP及びGPの間での意思疎通により、VCの資金調達・運用に係る実務において柔軟に活用されるものとして作成されており、また、LPとGP間でどのような権利を設定するかについては私企業同士の取り決めであることから、当該個別権利の付与自体を否定することは適当ではないと考えます。他方で、他のLPが投資判断を行う上で、当該他のLPに重大な悪影響を及ぼし得る個別権利が特定のLPに対し付与されていることが認識されるよう、透明性が確保されることが重要であると考えます。</p> <p>また、項番5と同様に、ご指摘を踏まえ、以下(下線部)のとおり追記いたしま</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
			<p>す。</p> <p>【情報提供の頻度・内容】</p> <p><u>(注2) GPは、ファンドの財務や投資戦略に重大な影響を与え得る事象が生じた場合のLPに対する報告について、予め情報提供の具体的な対応のアウトラインに関しLPとGPにおいて合意しておくことが推奨される。</u></p>
10	184～186行目	<p>「特定のLPに個別権利の付与を行う場合には、ファンドサイズやLPの属性に応じ、LPは自身よりも出資コミットメント額が同等以下のLPに付与されている権利を求めることができるようにすることが推奨される」</p> <p>個別権利の付与に関しては原則として私企業同士の取引に基づく決定事項であるのだから、各LPがそれぞれ必要と考える待遇をGPと交渉する機会が公平に提供されれば足りるのではないか。例えば、ファンドレイズ期間の初期にコミットしたLPが得ている個別権利は、取っているリスクの大きさに適応したものである可能性も考えられる。該当箇所については、過度に結果の平等を提供することとなるため、削除すべきと考える。</p> <p>また、同一ファンドに様々な目的意識のあるLPが入る場合が想定される。その際、事業シナジーを最優先とする事業会社LPが個別権利を求めすぎることによって、GPの行動やファンド運営の制約となってしまうリスクがある。我が国において、広く海外機関投資家から資金を集めるVCを多数育成する第一歩として、まずは当面の間は主要なLPプレイヤーであろう事業会社LPのリテラシー向上も必要ではないか。本項のフォローアップとして、LPのGPに対する規律についても議論していただきたい。</p>	<p>【LPの権利の透明性確保】における「特定のLPに個別権利の付与を行う場合」については、組合契約ではなく、サイドレター等の個別のLPとの契約に基づき、他のLPが認識しないうちに権利を損なう可能性があることを踏まえると、他のLPに対しても出資コミットメント額に応じて当該権利を求める機会が提供されることが重要と考えます。ご指摘の個別権利の付与については、「ファンドサイズやLPの属性に応じ」ることとするとともに、出資コミットメント額に応じて当該権利を求めることができる機会の提供を推奨するものであり、結果の平等を求めるものではありません。</p> <p>また、国内事業会社のLPとしてのリテラシー向上については、本推奨・期待される事項の対象ではありませんが、本推奨・期待される事項が、VCにおける資金調達・運用に係る実務において活用され、国内</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
			<p>外の機関投資家の資金がVCに円滑に供給される実務が積み上がる中で、国内事業会社のLPとしてのリテラシーが向上していくことも期待されます。</p>
11	184～186 行目	<p>「特定の LP に個別権利の付与を行う場合には、ファンドサイズや LP の属性に応じ、LP は自身よりも出資コミットメント額が同等以下の LP に付与されている権利を求めることができるようにすることが推奨される」</p> <p>個別権利の付与について、特定の LP に対する権利の付与は、基本的に私企業同士の取引に基づくものであり、各 LP がそれぞれ必要と考える待遇を GP と交渉する機会が公平に提供されることが重要です。例えば、ファンドレイズの初期にコミットした LP が得る個別権利は、取っているリスクの大きさに応じたものである可能性があります。このため、該当箇所推奨されているような「結果の平等」を提供することは、過度であり、削除すべきと考えます。</p> <p>また、VC ファンドの戦略は多様であり、同様にそこに出資する LP の思惑も多様であり、同じファンド内には様々な目的を持つ LP が参加します。しかも、これらの LP は出資額が横並びになる傾向があります。それぞれの LP が個別の目的に基づいて多様な権利やレポートを要求することが多くあります。特に、事業シナジーを最優先とする LP が過度に個別権利を要求すると、GP の行動やファンド運営に制約を与えるリスクがあります。もし出資額が同等以下であれば権利を与えるというルールが導入されると、各社の個別要求をすべての LP に提供する必要が生じ、オペレーション上の手間が膨大になりかねません。このことは GP の時間を圧迫し、本来の目的である投資に集中できない状況を生む可能性があります。</p>	<p>【LP の権利の透明性確保】における「特定の LP に個別権利の付与を行う場合」については、組合契約ではなく、サイドレター等の個別の LP との契約に基づき、他の LP が認識しないうちに権利を損なう可能性があることを踏まえると、他の LP に対しても出資コミットメント額に応じて当該権利を求める機会が提供されることが重要と考えます。ご指摘の個別権利の付与については、「ファンドサイズや LP の属性に応じ」ることとするとともに、出資コミットメント額に応じて当該権利を求めることができる機会の提供を推奨するものであり、結果の平等を求めるものではありません。</p> <p>ご指摘のように LP によるサイドレター等の個別の LP との契約に基づく個別権利の要求が過度になることはファンド運営に支障が生じ、かえって中長期的な LP のリターン最大化に沿わない可能性があるものと考えられます。VC の資金調達・運用に係る実務においては、そうした点も含めて、LP と GP の間でサイドレター等の個別契約の取扱いについても意思疎通が</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
			行われることが望ましいと考えます。
5. 利益相反管理			
12	—	<p>特に複数ファンドを運用する GP は、特定のファンドが利益を得る、または不利益を被ることがないように対応すべきである。最も起こり得る利益相反は、投資機会および売却機会の配分に関するチェリーピッキングと考えるが、ファンドが複数並行して運用されている場合、どのファンドから投資を行うかの判断、複数ファンドにまたがって投資・売却を行う場合はその配分の方法について予めルールを定めて LP と合意することが、運用の透明性確保の観点からも推奨される。</p> <p>異なるファンドの投資先同士で買収が検討される場合など、予め想定していない間接的な利益相反が発生する可能性が生じた場合には、LP (LPAC) から助言を得ることが望ましい。ファンド間取引、ファンドと GP 間の取引は金商法上の規制があるが、それ以外の間接的な利益相反の可能性についても、記載された内容に限定されず GP は細心の注意を払うべきと考える。</p>	<p>【利益相反管理】に記載の通り、GP が複数ファンドの運営を行う場合は、利益相反管理を徹底することが推奨され、また、【受託者責任】にも記載の通り、LP と GP 間の利益相反事項については、LPAC に諮問を求める等、LP の意見が十分に反映されることが推奨されます。</p>
6. LP と GP の利害の一致に向けた対応			
13	217～224 行目 300～303 行目	<p>ファンドの存続期間の延長については、ファンド期間が長く必要なのであれば最初からそのように設計すべきであり、GP が投資戦略に基づいてファンド期間を設定したにも関わらず、存続期間の延長に応じることが望ましいとすることは違和感がある。「リターン最大化」には時間的概念も含まれるはずで、期間が長引けばより高いリターンが要求されるが、「リターン」「中長期的なリターン」という言葉が、投資倍率のみを指すような誤解を招くことを懸念する。従い、219～220 行目について、「LP の出資コミットメント額に対するリターンを、時間軸も考慮しつつ最大化する」と変更する、あるいは 300～301 行目について「時間軸も考慮した LP のリターン最大化を図る」とすることを提案する。</p>	<p>投資先企業の価値向上等を通じた LP のリターン最大化を図る観点から、ファンドの存続期間を延長することについて、LP と GP において十分に意思疎通を図ることが期待されますが、その際には、【投資先の資本政策支援】の(注3)に記載の通り、VC の戦略に応じて、当初の組合契約の締結時点から、LP 及び GP においてファンドの存続期間の考え方について、十分に意思疎通を行うことが期待されるものとしております。</p> <p>リターン最大化については、投資倍率のみではなく内部収益率 (IRR) 等も当然に考慮されるものと考えます。</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
14	221～224 行目	<p>「組合契約における利益分配構造等の主要な条件については、グローバルな機関投資家からの資金調達も見据え、ILPA Private Equity Principles 等のグローバル・スタンダードに配慮したものとすることが推奨される。」</p> <p>推奨事項とはいえ、個々の組合契約に関する内容が規定され過ぎることのないよう、例えば以下のような注記を追加してはどうか。</p> <p>【なお、あくまで「利益分配構造等」に関しては、設立運営を行う個々の VC ファンドの性質・特徴によって異なる、GP と LP 間の契約事項であるという点は留意すべきである。】</p>	<p>組合契約は LP と GP 間で個別に交渉されるものですが、広く国内外機関投資家から資金調達を目指す VC においては、グローバルな機関投資家からの資金調達も見据え、グローバル・スタンダードに「配慮」することを推奨するものです。</p> <p>推奨に応じた対応をどのように行うかは、LP と GP の間での意思疎通に基づき、各 LP 及び GP の自己判断に委ねられるものであることを明記しています（推奨・期待される事項（案）108～110 行目）。</p>
15	—	<p>利益分配の方法や、GP と LP 間の配分の順序などグローバル・スタンダードとされるものには多様なパターンがあり、なかには非常に複雑で LP にとって検証が難しいケースもある。GP より LP に対して十分な説明を行うことが、併せて重要と考える。</p>	<p>利益分配の方法等について、一般的に、GP は LP に対して十分な説明を行うことが重要であると考えられますが、LP と GP 間の経済条件に関するものであることから、本推奨・期待される事項に盛り込むことは適当ではないと考えます。</p>
7. 保有資産の公正価値評価			
16	237 行目	<p>公正価値評価の促進によって国内外の機関投資家の資金が VC を通じて国内のスタートアップ企業に供給される流れを拡大する趣旨については理解するものの、一定規模以下の出資約束金額のファンドにおいては、導入コストの負担が過剰になる。本項を推奨事項とする場合においては、「特に、●億円以上の出資コミットメントを期待するファンドにおいては」等、規模の区切りを入れていただきたい。</p> <p>さらに、足もとでは公正価値評価の導入を必須要件としていない国内機関投資家も少なくない。特に新興の VC は、国内外機関投資家の LP 出資を得るために実施すべき数々の事項に、現実的には優先順位をつけて段階的に取り組んでいく必要がある。現在は、公正価値評価導入の優先順位が高く位置づけられすぎている</p>	<p>国内外機関投資家から資金調達を目指す VC においては、ファンド資産の状況の算定について公正価値評価が導入されていくことが重要と考えます。</p> <p>初期段階の VC 等においては、公正価値評価を導入するコスト負担が大きいことはご指摘の通りであり、【保有資産の公正価値評価】の（注）に記載の通り、「ファンド規模等に応じた」評価体制等を構築することが推奨されます。</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>のではないか。</p>	<p>一方、本推奨・期待される事項においては、広く国内外機関投資家から資金調達を目指す VC について、VC の実態に応じ、推奨に応じた対応をどのように行うかは、LP と GP の間での意思疎通に基づき、各 LP 及び GP の自己判断に委ねられるものとしております。</p> <p>こうした観点から、ご指摘のようにファンドの出資約束金額等の規模で区切ることは適当ではないと考えます。</p>
17	—	<p>本主旨には賛同する。その上で、公正価値の評価手法について情報提供が必要な背景として、以下を注記欄に補記してはどうか。</p> <p>「公正価値評価の方法、アプローチは、現状では公正価値評価を実施しているファンドによって大きく異なっている。国際基準とされている IPEV のガイドラインには、複数の方法が提示されており、IPEV に準拠しているといえども評価方法は様々である。</p> <p>日本の VC ファンドにおける公正価値評価はスタートしたばかりで、評価してから売却に至るまでの実績が乏しく、比較検証（バックテスト）の蓄積が不十分である。加えて、国内 VC 投資における想定 EXIT が IPO に偏り、国内 IPO 市場のボラティリティが海外と比べても高いことが、公正価値評価を難しくしている。そうしたことから、評価方法については、各 GP が試行錯誤しながら取り組んでいるのが実態である。」</p>	<p>公正価値評価における評価手法について情報提供が必要な背景については、ご指摘の実態が含まれると考えておりますが、本推奨・期待される事項の背景を逐一解説することは、本推奨・期待される事項の簡潔性の観点から馴染まないと考えます。</p>
8. 情報提供の頻度・内容			
18	249 行目	<p>「ファンドの財務情報に関し、LP に四半期ごとに財務情報を提供することが推奨される」</p> <p>資産の公正価値評価に関しては投資先スタートアップ企業からの情報収集も必要となるため、会計年度が異なる複数のファンドでの四半期決算開示への対</p>	<p>広く国内外機関投資家から資金調達を目指す VC において、ファンドの財務情報の提供については、ファンドの財務情報の作成や作成後の LP への報告に向けた準備に要する期間により情報が陳腐化する</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>応は、GP にも投資先スタートアップ企業にも重い負荷となることが想定される。該当箇所については、VC のミドル・バックの体制整備の状況なども踏まえた上で「期待される事項」と位置づけを変更すべきである。</p>	<p>おそれがあることを踏まえると、ファンドの財務情報をLPに報告する頻度としては四半期ごととされることが重要であると考えます。ただし、ファンドの状況等に応じ、当該推奨に応じた対応をどのように行うかは、LP と GP の間での意思疎通に基づき、各 LP 及び GP の自己判断に委ねられるものと考えます。</p>
期待される事項			
19	—	<p>私自身は、さまざまな立場からスタートアップエコシステムに深く関わってきた。</p> <p>特に 2010 年代以降において、VC への資金流入が増えるとともに、ストックオプションや優先株式などの仕組みが積極活用されるようになり、日本でも未上場での大型の資金調達広がってきたことを実感している。</p> <p>VC に関するプリンシプル（推奨・期待される事項）の整備が進展することにより、機関投資家から VC への資金流入が増大して、その恩恵がスタートアップエコシステム全体に及んでいくこと、人材や資金の好循環が加速することを期待する。</p> <p>その一方で、今回の有識者会議の議事録や資料を拝見すると、VC への規範性を強めることに主眼が置かれており、スタートアップの健全な育成というよりは、LP 出資者の視点を取り入れることばかりに重きが置かれすぎているように感じている。</p> <p>その顕著な例が、「受託者責任・ガバナンス」「利益相反管理等」「(LP への) 情報提供」が「推奨される事項」に区分されているのに対して、スタートアップ企業が有識者会議に期待していた「投資先の企業価値向上」の各項目が「期待される事項」に位置づけられていることである。</p> <p>「期待される事項」の注記には「目指すべき全体的な方向性を示すものであり、個別の VC の戦略は多様であることに留意」とされており、「推奨される事項」よ</p>	<p>本推奨・期待される事項は、国内外の機関投資家の資金がVCに円滑に供給されるよう、広く国内外機関投資家から資金調達を目指す VC を対象とするものです。こうした趣旨から、国内外機関投資家が VC に投資を行うに当たって重視するポイントを中心としつつ、スタートアップエコシステムの発展にも資する観点を踏まえ、推奨・期待される事項として策定するものです。</p> <p>このため、VC がアセットクラスとして国内外機関投資家の投資対象となるために備えておくことが推奨される事項と、投資先企業の価値向上等を通じた、我が国のスタートアップエコシステムの発展の観点から目指すべき全体的な方向性を示すものとしての期待される事項の二段構成とすることが適当と考えます。</p> <p>なお、スタートアップと VC を含む投資</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>りも曖昧な整理になっていることが確認できる。</p> <p>金融庁・有識者会議事務局におかれましては、「投資先の企業価値向上」の各項目を「期待される事項」ではなく「推奨される事項」として位置づけていただくよう、再考をお願いする次第。</p> <p>具体的な内容でも、有識者会議での議論を経て、スタートアップの成長を支援するという観点が後退していることが確認できており、スタートアップエコシステムへの副作用・悪影響を懸念している。</p> <p>「スタートアップの成長に資する投資契約」の中身について、第1回有識者会議の事務局資料においては、「経営者保証、参加型の残余財産分配権、株式買取請求権、ストックオプションの発行等に関するVCの事前承諾権」などが論点として示されていたにもかかわらず、最終答申では具体的な記載が全て省略されて骨抜きにされてしまったことには、起業家の立場として大変落胆をした。</p> <p>「LPのリターン最大化」を重視するあまり、ガチガチの投資契約で「LPとVCのダウンサイドをプロテクト」している現状の実態が肯定されて、(結果的に)スタートアップエコシステムの健全な発展が阻害され続けていくことを懸念している。</p> <p>スタートアップエコシステムの健全な発展のために重要なことは、より多くの起業家がリスクテイクできる環境(=過度にリスクを負わされすぎない環境)を整えるとともに、スタートアップの企業価値を極大化させて、より大きな果実を多くのステークホルダー(起業家・スタートアップ社員・VC・LP投資家など)で適切に分配できるようにすることだと思ふ。</p> <p>スタートアップの投資契約の実態についてスタートアップ側への調査・ヒアリングを実施していただくとともに、「経営者保証、参加型の残余財産分配権、株式買取請求権、ストックオプションの発行等に関するVCの事前承諾権」についての具体的記載を「本推奨・期待される事項」に含めていただくことを検討いただきたく、改めて要望する。</p> <p>加えて、「スタートアップの成長に資する投資契約」「投資先の資本政策支援」の各項目において、「LPの投資リターン最大化を図る観点から」「LPのリターン</p>	<p>家との間の投資契約については、経済産業省において「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」が策定される(2022年4月改訂)等、その在り方について検討がなされています。</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>最大化に繋がることが想定される場合には」という限定の但し書きが数多く付されることになっているが、投資先のスタートアップの成長・価値最大化という観点が軽視されて、LP と GP の利益保護・投資家保護ばかり強調される構成になっていることを憂慮する。</p> <p>LP 視点偏重の記載を是正いただくとともに、投資先のスタートアップ群の成長・企業価値の最大化を（LP や GP の個別利益・リターンよりも）優先すること、（LP や GP の個別利益・リターンのために）起業家個人に過剰なリスクを負担させるものではないことなどを、各項目で明記いただくことを要望する。</p>	
9. スタートアップとの投資契約			
20	270～272 行目	<p>「VC の利益確保のために盛り込んだ契約内容が、投資先企業の事業展開において過度な制約となる等」</p> <p>留意点として記載されている内容が抽象的であり、投資活動を萎縮させるリスクがあると考え。有識者会議として特に問題と考える契約内容を例示すべきではないか。</p>	<p>投資先企業の経営に関する拒否権や株式の買取請求権、一定期間での上場努力義務等が該当する可能性があるものと考えられますが、過度な制約か否かについては個別事情において様々なケースが想定され、個別の契約内容を例示列挙することは適当ではないと考えます。スタートアップとの投資契約について、中長期的なLPのリターンに資するものとなっているか、LP と GP の間で十分に意思疎通が行われることが期待されます。</p>
10. 投資先の経営支援			
21	277～281 行目	<p>米国の VC と比べ、日本の GP はバリューアップに関与する人材を複数雇うなど人数が多く、高コスト体質であることが散見される。VC の経営支援能力には限界があり、各 GP が個別にその能力を持とうとすると高コスト化が避けられない。こうしたことは、管理報酬の獲得が目的化し AUM 拡大を志向することに繋がるため、本来目指すべき投資リターンが軽視されることを懸念する。経営支援を提供することで差別化を図るのはあくまで投資の一戦略に過ぎず、殊更強調されることに違和感があるため、削除すべきと考える。発行体に対して、必要な支援があ</p>	<p>様々な企業に対する投資経験やネットワークを有する VC が投資先企業の経営支援を行うことは、投資先企業の価値向上を図る上で、一般的に有用であると考えます。ただし、個別の VC の戦略は多様であることに留意する必要があることはご指摘の通りと考えます。</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		れば外注することを推奨し、その費用を負担し、その額を加味して出資するようなやり方も考えられる。	本推奨・期待される事項において、期待される事項は、投資先企業の価値向上等を通じた、我が国のスタートアップエコシステムの発展の観点から目指すべき全体的な方向性を示すものであることを明記しています（推奨・期待される事項（案）100～107行目）。
22	276行目	GP等が投資先のスタートアップから経営支援の対価（経営コンサルティングフィー等）を受領する可能性がある。一方、本項に記載の通り、投資先への経営支援はファンドのリターン獲得にとって重要なアクションであることから、「原則としてコンサルティングフィーを受領せずに行う」ことを、期待される事項に含めるべきではないか。	GPが投資先企業から経営支援の対価としてフィーを受領することは、LPとGP間の利益相反事項となり得るため、【利益相反管理】に記載の通り、利益相反管理を徹底することが推奨されます。
12. 投資先の上場後の対応			
23	—	VCは自分達だけでなく個人投資家の為にも上場企業に株価対策をするよう活動すべき。	御意見の趣旨は必ずしも明確ではありませんが、【投資先の上場後の対応】の（注2）に記載の通り、クロスオーバー投資は、スタートアップが上場後も投資家による経営支援を受けながら、更なる成長を続けるうえで重要な機能を担うものと考えます。
24	—	<p>注記に若干触れているが、クロスオーバー投資を行う理由には、VCの戦略や投資先企業の意向以上に、受託者として、LP出資者の意向が一番重要である。VCが上場後のマーケットリスクを負いながら運用し続けるのか、オルタナティブ投資家からは疑問であると思われる。</p> <p>投資先企業の意向が強いのであれば、GPプロパーが肩代わりすることを容易にするよう金融商品取引業等に関する内閣府令第128条の改正も必要であるとも考える。</p> <p>具体的には、同条第2号イ（1）の「権利の4分の3以上に当たる多数の同</p>	<p>【投資先の上場後の対応】の（注2）に記載の通り、クロスオーバー投資は、スタートアップが上場後も投資家による経営支援を受けながら、更なる成長を続けるうえで重要な機能を担うものと考えます。</p> <p>ご指摘のように、非上場株式と上場株式ではリスク管理が異なることから、GP</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>意」はハードルが高く、例えば、但書として、ファンドの存続期間の延長ができず、現物分配も認められず、運用財産の運用を終了させるために行う場合に限り、同号イに定める取引説明の中に投資先企業の上場後の保有に関する意向を盛り込んでいることおよび合意された基準日の市場価格を基準とした適正価格による取得であることを条件に、過半数に緩和することなどが考えられる。</p> <p>また、上場した後も株式を保有し続ける場合、上場前からの経営支援の経緯もあり、インサイダー情報を得やすい立場にある。このため、適切な情報管理・インサイダー取引を未然に防ぐ体制整備が望まれる。</p>	<p>として、インサイダー取引規制が適用されることも含めた情報管理に留意しつつ、十分な体制整備を行うことが重要であると考えます。そうした観点から、【投資先の上場後の対応】の（注1）（注2）を記載しています。</p> <p>金融商品取引業等に関する内閣府令については、本推奨・期待される事項の対象ではないため、参考として承ります。</p>
11.	投資先の資本政策支援		
12.	投資先の上場後の対応		
25	—	<p>今回公表された推奨・期待される事項（案）のうち、推奨される事項に関しては、概ねグローバルに VC 投資を行っている LP 投資家であれば、GP に対して期待・要求すると思われる内容となっており違和感はなく、且つ、その要求水準、受け入れの可否等は GP、LP 間の交渉事の範囲内と思われることから、これを明文化、公開することによって、GP、LP 間の意思疎通を促進したいという目的に一定の効果があるものと思料致します。</p> <p>一方、期待される事項に関しては、エコシステムの発展に資することを企図した内容とされており、推奨される事項のような GP と LP 投資家という、ある程度対等な立場で交渉が可能な関係性にある二者間のコミュニケーションを促進するツールというより、GP に対する行動指針的なニュアンスがややもすると含まれてしまうことから、期待される事項の公表を行うことによって GP の投資行動の多様性を意図せずして制限してしまう可能性がある点には留意が必要と思われました。</p> <p>そういった目線で改めて内容を拝見しますと、概ね、一般的に GP に期待されるような事項であると考えられるものの、フォローオン投資とクロスオーバー投資については正解がなく、VC に対して一般的に期待される類の投資行動かという点、必ずしもそうとも言い切れない部分もあり、「必要性・合理性が認められ</p>	<p>本推奨・期待される事項において、期待される事項は、投資先企業の価値向上等を通じた、我が国のスタートアップエコシステムの発展の観点から目指すべき全体的な方向性を示すものであり、また、期待に応じた対応をどのように行うかは、LP と GP の間での意思疎通に基づき、各 LP 及び GP の自己判断に委ねられるものであることを明記しています（推奨・期待される事項（案）100～110 行目）。</p> <p>VC の投資先企業がさらに成長する可能性を有していることを前提とすると、VC によるフォローオン投資は、投資先企業の成長に重要なその後の資金調達を円滑に行う上で一般的に望ましいものと考えられ、また、【投資先の資本政策支援】の（注1）に記載の通り、VC の戦略におい</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>るような場面において」や「適切な場合には」という限定を付して頂いているものの、そこまで踏み込んだ記載をするかどうかについては、今一度ご検討をされても良いのではないかと思料致します。</p>	<p>て、フォローオン投資を行わない場合等であっても、他の投資家を紹介する等の協力を行うことが期待されます。また、【投資先の上場後の対応】の(注2)に記載の通り、クロスオーバー投資は、スタートアップが上場後も投資家による経営支援を受けながら、更なる成長を続けるうえで重要な機能を担うものと考えます。</p> <p>いずれにせよご指摘のフォローオン投資やクロスオーバー投資といった投資手法の採否判断についても、LPとGP間の意思疎通の結果、VCの戦略として適切な場合には、取り組むことが期待されるものと考えます。</p>
13. ESG・ダイバーシティ			
26	—	<p>○VCの多様な価値観の尊重</p> <p>多様なVC(価値観や重要視する軸、優先度が全く異なるVC)がいることで、国内外の広範な社会的・環境的課題に対応するスタートアップを支援しやすくなる。そのために、ファンドの規模や対象ステージによる制限を設けても良いと思う。</p> <p>○視点の多様化を担保すること</p> <p>投資委員会に、多様な背景を持つ投資家が集まることで、様々な視点からの意見やアイデアが取り入れられ、より革新的なアプローチが可能。また、ジェンダー、文化、経歴の多様性が意思決定プロセスに組み込まれることを「推奨」するくらいは記載しても良いのではないか。</p> <p>○ESG、インパクト投資に向けた配慮</p> <p>その他の中に【ESG・ダイバーシティ】と記載しているのではなく、【ESG・ダイバーシティ】は独立して記載することは MUST でお願いする。その上で、</p>	<p>有識者会議における議論において、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家の ESG への関心が高まっていることを踏まえ、国内外機関投資家から資金調達を目指すVCにおいて ESG を意識したファンド運営が重要であること ・スタートアップにおけるイノベーションの実現等において、ダイバーシティの実現が重要であり、VCにおいてもダイバーシティを意識したファンド運営が重要であること ・ESG・ダイバーシティが形式的・画一的にファンド運営に組み込まれるこ

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>359 行目の「LP と GP の意思疎通に応じて適切な場合には」という弱腰な記載ではなく、「LP と GP の意思疎通の上、」と簡潔にすべきです。また、360 行目に、検討することが期待される。ではなく、期待される。のみではダメなのか。</p> <p>○その他に加えてほしい内容として</p> <p>インパクト投資をはじめ、ESG 投資、DE&I 等、宣言するファンドができてきている一方、何を成し遂げるファンドなのか、まったく分からないものが多く存在しており、それを確認する認証機関や審査する機関、あるいはフォーマットがなければならないフェースにきていると考える。</p>	<p>とで運営の柔軟性が損なわれることには留意が必要であること</p> <p>といった様々な意見があったことを踏まえ、当該記載としているものです。</p>
その他			
27	—	<p>・背景</p> <p>X 社は VC である A 社が運営する Y ファンドからの出資を受け、協力関係を築いてきた。A 社からは複数年に渡り、取締役が派遣されている。そのような中、A 社が X 社の競合他社へ出資を意思決定。</p> <p>・推奨・期待される事項（案）へのご提案</p> <p>VC の行動規範として、取締役を派遣している投資先の企業価値最大化を目指す立場にあり、投資先の事業に係る機密情報を扱う立場にありながら、競合他社へ出資をするという行為はガバナンス上適切ではなく、推奨・期待される事項（案）にて考慮すべき事象と考えている。具体的には、以下の事項に反していると考えられる。</p> <p>特に 2 点目に関しては、スタートアップエコシステムの発展へ向けて「期待される事項」に留まらず、ガバナンス上の課題として取り上げて頂くよう、ご提案申し上げます。</p> <p>1. 推奨される事項：受託者責任・ガバナンス 【受託者責任】</p> <p>A 社は A 社の運営する各ファンドの各出資者に対して、受託者責任を負っていると認識しております。X 社へ出資している A 社の運営する Y ファンドのパフォーマンスの最大化は、Y ファンドへの出資者に対する受託者責任があるは</p>	<p>VC が投資先の競合他社に投資を行うことが、受託者責任との関係で問題となるかについては、個別事情に応じ総合的に判断されるべきものと考えられます。なお、投資先企業の秘匿情報等も含めた非公表情報の取扱いについては、【コンプライアンス管理】に記載の通り、非公表情報の取扱いに関する管理体制を整備することが推奨されております。</p> <p>また、取締役は、会社法上、当該企業に対して善管注意義務及び忠実義務を負っており、VC から投資先企業に派遣された場合もこの点に留意する必要があることについては、【投資先の経営支援】の（注 2）に記載の通りです。</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>ずであり、それと競合他社への出資を行う他のファンドへの出資者に対する義務が抵触することはないのか。</p> <p>2. 期待される事項：投資先の価値向上【投資先の経営支援】</p> <p>A社からX社に取締役が派遣されている状態であり、X社に対して派遣された取締役は、善管注意義務を負っている。取締役としての行動が会社の利益に反しないこと、特に競合他社への出資とその育成は、X社の価値を明確に損なうものであることを十分にご認識いただく必要があると考える。</p>	
28	—	<p>実際に、以下のような事例で、複数の悩ましい事例を目にしたため、現場の意見として提出する。</p> <p>事例としては、あるVC(X社)が、投資先(A社。業種を仮に甲分野とする)に投資をし、X社はA社に社外取締役まで派遣していたところ、数年経って、X社が、同じ甲分野のスタートアップであるB社(※A社にとって甲分野のマーケット上の競業先)への投資を検討し、事前にA社に連絡をし、それに対しA社は、X社からB社への投資を止めて欲しいと懇願したが、結局、X社は、B社への投資を実行してしまった、というケース。</p> <p>法的な論点としては、(1)X社のB社への投資が投資契約上の禁止事項になっているか、(2)派遣取締役の善管注意義務違反や将来の秘密保持義務違反の可能性、(3)VC内でのファイアウォールの実効性、(4)VC内の投資ルールの是非、などがあると考えます。</p> <p>しかし、スタートアップ側(A社)からすれば、(1)については、アーリーステージにおいては交渉ポジションが悪く、ほぼVCの言いなりになっている実情がある、(2)については、取締役個人はB社案件に関与していないといわれればそれまで(関与の立証は不可能)、(3)(4)A社にとってX社内部のことはブラックボックスであって全くわからないため、事実上、言いなり、やられっぱなし、という実情がある。それまでの取締役会開示資料(重要情報)や、派遣取締役を通じた最新の秘密情報がどこまでB社に流れてしまうのか、大きな不安を抱える。とくに、X社が、B社のリードインベスターになるようなケースでは、その不安はかなり大きいといえる。</p>	<p>VCが投資先の競合他社に投資を行うことが、受託者責任との関係で問題となるかについては、個別事情に応じ総合的に判断されるべきものと考えられます。なお、投資先企業の秘匿情報等も含めた非公表情報の取扱いについては、【コンプライアンス管理】に記載の通り、非公表情報の取扱いに関する管理体制を整備することが推奨されております。</p> <p>また、取締役は、会社法上、当該企業に対して善管注意義務及び忠実義務を負っており、VCから投資先企業に派遣された場合もこの点に留意する必要があることについては、【投資先の経営支援】の(注2)に記載の通りです。</p> <p>本推奨・期待される事項が活用されていくことを期待します。</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>VC は利益を追求するため、自分たちのファイアウォールや内規といった不透明な理由を用いて、結局は投資を実現しがちである。</p> <p>この問題については、各 VC や、担当者の倫理感に委ねられているのが実情である。しかし、VC においては、投資ポリシーの変更も多く、また、人材の出入りも激しく、倫理感だけでは、どうにもならない。</p> <p>そこで、この問題について、横断的に対応できるように、ガイドラインや業界ポリシーの設定、海外における同種問題に関する対応状況、モデルケースを用いた専門家解説の周知などの対応・検討を期待する。</p>	
29	—	<p>一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会のホームページを拝見したところ、調達金額、件数等の規模に関する情報は公開されているが、投資収益率に関するデータは公開されていないようであった。</p> <p>個々のファンドの投資収益率の開示は難しいかもしれないが、全体の統計、例えば、ビンテージ、本数、IRR 最低、IRR 平均、IRR 最大のようなサマリー統計データの開示をしていただきたい。</p>	<p>本件は、本推奨・期待される事項の対象ではありませんので、回答を差し控えます。</p>
30	—	<p>OVG の運用実績を蓄積・公開するデータベースの構築</p> <p>LP にとって VC が魅力的なアセットクラスとなるためには、VC の保有資産の公正価値評価だけでなく、LP が適切なベンチマークと比較して VC の運用実績を評価できることが重要。そのためには、日本の VC の運用実績を蓄積・公開するデータベースを構築する取組みも進めるべきではないか。こうしたデータベースは、VC から投資を受けるスタートアップにとっても有益と考える。</p> <p>なお、米国では Cambridge Associates 社がファンドの運用実績を公開している。</p>	<p>本件は、本推奨・期待される事項の対象ではありませんので、回答を差し控えます。</p>
31	—	<p>海外の VC と比較した場合、国内最大の VC ファンドは 1,000 億円と海外最大級の VC ファンド (1.2 兆円) と比べ、規模面で大きく見劣りする状況と認識。とりわけ、市場の深さ、ファンド数 (1 兆円クラスのファンドが複数存在) という意味では米国と大きな差が存在。欧州、豪州、韓国にも劣後している状況。</p> <p>なぜこの状況なのかについては様々な要因が考えられるが、機関投資家、主に海外の機関投資家の立場から見て、仕組み上投資しやすくできる余地があるので</p>	<p>本推奨・期待される事項が、VC における資金調達・運用に係る実務において活用され、国内外の機関投資家の資金が VC に円滑に供給されることを期待します。</p> <p>ご指摘の組合契約の在り方等の観点については、本推奨・期待される事項の対象</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>はないか、という観点からコメントしたい。</p> <p>○海外機関投資家が投資に積極的になれない理由：</p> <p>日本法に基づき設立された組合は海外の機関投資家からすると投資しにくい。</p> <p>日本の法律についての理解度が当然低い中で、日本語の契約書を読み解かなければならないという心理的ハードルがそもそもあることに加え、投資事業有限責任組合（国内 LPS）で認められている有限責任組合員（LP）の権利は、一般的に外国籍に基づき設立されたりミテッドパートナーシップ（外国籍 LPS）との対比で制限されているのは大きな問題と認識。</p> <p>例えば、国内 LPS の場合、LP 諮問委員会の役割はまさに「諮問」に止まり、LP 諮問委員会が議決する権能を有さず、LP 諮問委員会に諮問が義務付けられる事項であっても無限責任組合員（GP）の決定については専権を有することが通常。</p> <p>他方、外国籍 LPS では GP の裁量は制限されており、その制限を超過する場合には LP 諮問委員会の承認や重大な契約変更の場合は LP の一定割合（50/75%等）以上の承認が必要、とされることが多い。</p> <p>国内 LPS は GP の裁量権が非常に強く LP の権利保護が外国籍 LPS 対比で弱いと言え、LP として外国籍 LPS では当然認められている権利が制限されることを嫌う海外機関投資家は国内 LPS をなるべく回避することになる。</p> <p>逆のケースにおいては、日本の機関投資家が海外 LPS に投資している場合、LP 諮問委員として海外 LPS の契約に従い権利行使をしたに過ぎないのにも関わらず、国内籍 LPS の法律上認められている LP の権限を超えて権利行使をしてしまっていると解された場合、日本の税法上は GP 業務を行っているものと看做すべしとの解釈が存在すると理解している。</p> <p>海外 LPS における LP 諮問委員として契約上認められた LP として当然の権利行使が GP 業務であると看做すべしといった議論は本邦以外では聞いたことが無い。しかしながら、この解釈があるが故に本来であれば自らの権利を守るためには LP 諮問委員会の委員になるのが望ましいのにも関わらず、上記のような解釈により GP と看做されるのを避ける必要があり、積極的に海外 LPS の LP 諮問委</p>	<p>ではないため、回答を差し控えます。</p>

項番	該当箇所	寄せられた御意見の概要	有識者会議の考え方
		<p>員になることを阻害する要因になっている。</p> <p>また、外国籍 LPS への投資についても当該 LPS のコミット総額の 25%超を 1 社でコミットしてしまい 5%以上の株式を処分してしまうと日本国内の Permanent Establishment 認定がされて日本国内で課税されてしまう。(但し租税条約などで公的年金は免税される場合もある)このため自分以外に複数(4社以上)の LPS に投資する LP の仲間が存在しないと日本国内に投資する LPS に投資することは税務上のデメリットが大きい場合が考えられ、海外からの投資を呼び込むことを阻害しかねない制度設計となっている。</p> <p>これらを見直すことでより多くの海外機関投資家を引き込めると考える。</p> <p>○その他付随的に気づいた事項：</p> <p>VC の LP は、日本の金融機関が大きな割合を占めている。特に銀行及び保険会社は、国内 LPS を通じた間接的な株式保有であっても独占禁止法等に基づき保有比率や期間に制限があると認識。このため、金融機関は、VC への出資比率を抑制又は、VC に対して 10 年超の保有を制限するよう要請するなど、VC の安定的な支援を制限する措置を講じざるを得ない。銀行の子会社について 10 年間の保有期間制限を解除する方向での改正が進んでいるが一般の LPS については引き続きこの独占禁止法等に基づく保有期間制限等が継続するとの理解である。子会社以上に競争を阻害することが困難な第三者が運用する LPS への投資については引き続き独占禁止法等に基づく保有期間制限等が適用されるというのは不合理であり是正が望ましいと考える。</p>	
32	—	<p>VC は大株主である事が多いと思うので物言う株主として投資先の企業に企業価値向上、株主還元の充実、従業員の待遇改善、設備投資の充実を行うよう意見表明すべき。</p> <p>これらが実現出来れば日本経済が上向きになる可能性があるので行うべき。</p>	<p>御意見の趣旨は必ずしも明確ではありませんが、VC は投資先企業の企業価値向上に向けた対応を行うことが期待されますが、その具体的方法については、VC の戦略や投資先企業の意向に応じて選択されるべきものと考えます。</p>