

# ベンチャーキャピタルにおいて 推奨・期待される事項

ー内外機関投資家からの資金供給の拡大と  
スタートアップエコシステムの発展に向けてー

(案)

ベンチャーキャピタルに関する有識者会議

2024年10月17日 策定

2026年●月●日 改訂【P】

「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」メンバー名簿

20264年 6 10月 1817日現在

|      |                             |   |
|------|-----------------------------|---|
| 座長   | 幸田 博人                       | 京都大学経営管理大学院特別教授   |
| メンバー | 片岡 正史                       | <u>株式会社第一ライフグループ 専門役員 オルタナティブ投資ユニット長</u> <u>第一生命保険株式会社 オルタナティブ投資部長</u>  |
|      | 片田江 舞子                      | <u>Red Capital 株式会社 代表取締役 マネージングパートナー</u> <u>CORE Partners 合同会社 CEO</u> |
|      | 佐村 礼二郎                      | エー・アイ・キャピタル株式会社 <u>代表取締役社長</u> 代表取締役                                    |
|      | <u>関 啓介</u>                 | <u>株式会社日本政策投資銀行 企業投資第2部 担当部長</u>  |
|      | 田中 光江                       | 森・濱田松本法律事務所 <u>外国法共同事業</u> パートナー弁護士                                     |
|      | 玉木 諒                        | <u>株式会社 LINEA イノベーション CFO</u> <u>株式会社 SmartHR 取締役常勤監査等委員</u>            |
|      | 藤本 貴子                       | 有限責任監査法人トーマツ パートナー（日本公認会計士協会 副会長）                                       |
|      | 増田 徹                        | <u>三井住友トラスト・インベストメント株式会社 代表取締役</u> <u>会長</u> <u>三井住友信託銀行株式会社 執行役員</u>   |
|      | 村田 祐介                       | インキュベイトファンド <u>株式会社</u> 代表パートナー   |
|      | <del>山口 好生</del>            | <del>株式会社日本政策投資銀行 担当部長</del>  |
| 渡辺 大 | 株式会社デライト・ベンチャーズ マネージングパートナー |   |

（敬称略・五十音順）

オブザーバー 信託協会 スタートアップエコシステム協会 生命保険協会  
全国銀行協会 日本取締役協会 日本取引所グループ  
日本ベンチャーキャピタル協会 Fintech 協会

※ ベンチャーキャピタルに関する有識者会議は、金融庁及び経済産業省の共催として、事務局は金融庁が担当



## 経緯及び背景

「経済財政運営と改革の基本方針 2023」及び「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023 改訂版」では、成長と分配の好循環の実現に向け、「機関投資家として家計金融資産等の運用を行う、資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化を強力に推進するべく、資産運用立国の実現に向けた取組を行う」こととされた。これを受け、金融審議会市場制度ワーキング・グループにおいて、資産運用に関する制度的な枠組み等の専門的な検討を行うため、「資産運用に関するタスクフォース」が設置された。

資産運用に関するタスクフォースでは、家計の安定的な資産形成を進めていくには、家計の資金が資産運用会社による投資を通じて、成長企業への資金供給や我が国企業の価値向上につながり、その成長の果実が家計に還元されるといったインベストメント・チェーンの流れが重要であるとされ、その一環として、スタートアップ等への成長資金を供給する主要な役割を担うベンチャーキャピタル（VC）の課題等についても審議が行われた。そして、VC 業界の発展を後押しする取組みも盛り込まれた市場制度ワーキング・グループとの合同報告書が、2023 年 12 月 12 日に取りまとめられた。当該報告書においては、以下の提言等が示されたところである。

- 一 スタートアップ企業への資金供給を円滑化するためには、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ことが重要である。そのためには、VC の公正価値評価の促進に加え、国内の VC の運営について、海外 VC と同等のガバナンスや情報提供等が確保されていく必要があることが指摘されている。
- 一 長期運用に資するアセットクラスとしての VC の魅力を高め、VC 業界の発展を後押しし、ひいてはスタートアップ企業への資金供給を活性化するため、我が国スタートアップ企業を取り巻く状況やグローバルな実務等を踏まえたベンチャーキャピタル・プリンシプル（仮称）を策定し、広く機関投資家から調達を行う VC 全体のガバナンス等の水準の向上を図ることが適当である。

また、「資産運用立国実現プラン」（2023 年 12 月 13 日 新しい資本主義実現会議資産運用立国分科会取りまとめ）においても、「ベンチャー投資の促進に向けた環境整備を図るため、ベンチャーキャピタル向けのプリンシプルを策定する」こととされた。

上記提言を踏まえ、金融庁及び経済産業省の共催により「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」が開催され、2024 年 4 月から計 3 回にわたり議論が行われた。その議論等を踏まえ、2024 年 7 月 4 日、本有識者会議において、「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」（案）をとりまとめた。そして、広く一般に対する意見募集を経て、2024 年 10 月 17 日、「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」（以下「本推奨・期待される事項」）として最終化した<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> 広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC において、その VC の実態に応じ、LP 及び GP の間での意思疎通により柔軟に活用されることが狙いであるため、原則として対応が求められるニュアンスのある「プリンシプル」ではなく、「推奨・期待される事項」とした。

その後、本推奨・期待される事項のフォローアップ・見直しを行うため、2026年6月18日、本有識者会議が開催され、VCに対する内外機関投資家からの資金供給を更に促進していく観点から、2026年●月●日、本推奨・期待される事項を改訂した。【P】

### **本推奨・期待される事項の目的**

本推奨・期待される事項は、長期運用に資するアセットクラスとしての VC の魅力を高め、VC 業界の発展を後押しするべく、広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC について、ファンドへの投資者（リミテッドパートナー（LP））及びファンド運営管理者（ゼネラルパートナー（GP））における推奨・期待される事項を定めるものである。

VC のマーケットサイズは、この十数年で急速に拡大しており、VC には、スタートアップエコシステムの中で、代表的な資金供給主体として、ますます重要な役割を果たすことが期待される。他方、我が国の VC のファンド規模については、米国等のそれと比べると相対的に小さいとの指摘もある。現在、日本の VC への資金供給額としては、事業法人等が多くを占めているが、本推奨・期待される事項が、国際的なプラクティスや、日本の商慣習・市場特性、各 VC の特性等を踏まえつつ、VC における資金調達・運用に係る実務において必要に応じて柔軟に参照されることにより、VC のガバナンス等が向上することで、VC の新設や多様性を阻害することなく、国内外の機関投資家の資金が更に VC に円滑に供給され、VC の投資対象ステージ等の戦略を踏まえたファンド規模の拡大等を通じ、レイター・ステージを含む全般的な出資機能の強化に寄与し、メガスタートアップ等が生まれ育つ世界有数のスタートアップエコシステムへ進化していくこととなることが期待される。

### **本推奨・期待される事項の採用するアプローチ**

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<sup>2</sup>、広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC について、LP 及び GP における推奨・期待される事項を示すことで、LP が投資判断をするに当たって自己の判断で本推奨・期待される事項を考慮し、また、GP 自身の判断により本推奨・期待される事項を意識した運営がなされることによって、VC の資金調達・運用に係る実務において活用されることが期待される。

---

<sup>2</sup> 多くの VC は金融商品取引法上の適格機関投資家等特例業者又は投資運用業者として、投資事業有限責任組合によりファンドを運営しているが、本推奨・期待される事項は VC に対する監督上の目線を示すものではない。

## 本推奨・期待される事項の対象

本推奨・期待される事項は、広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC において、その VC の実態に応じ、LP 及び GP により活用されることが想定される<sup>3</sup>。VC は、自らの規模や特性等を考慮のうえ、一部の本推奨・期待される事項を実施しないこともあり得る。その場合、そうした判断を行った合理的な理由や将来展望等について、LP と GP の間で意思疎通されることが期待される。

また、広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC 以外の VC は、

- ・ 1つ又は少数の事業会社等の LP とともに設立されるコーポレート・ベンチャーキャピタル (CVC)、及び金融機関や大学がその本業との関係で戦略的に設立した金融系・大学系 VC においては、ガバナンスの在り方等について特殊性があり得ることに留意する必要がある。一方、その LP の意向等に応じて、GP による本推奨・期待される事項を意識したファンド運営が期待される場合等には、必要に応じて参照されることが期待される<sup>4</sup>。
- ・ 初期段階の VC においては、VC の規模や資金調達状況に応じた運営体制をとることが想定される。一方、将来的に広く内外機関投資家からの資金調達を視野に入れている場合には、LP 及び GP において、将来的に本推奨・期待される事項を満たすよう体制の構築を図っていくことを視野に入れる等、必要に応じて参照されることが期待される。

一方、機関投資家である LP の他、機関投資家以外の LP (事業会社、戦略投資を行う金融機関等) においても、その投資目的に照らし、本推奨・期待される事項が必要に応じて参照されることが期待される<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> 金融商品取引法上の参入規制等の形態やファンドの法的位置づけ (投資事業有限責任組合や匿名組合、合同会社等) にかかわらず、その実態に応じて、投資者が投資判断するに当たって本推奨・期待される事項が考慮され、また、運営管理者により本推奨・期待される事項を意識した運営がなされることによって活用されることが期待される。

<sup>4</sup> CVC 等について本推奨・期待される事項が参照される際には、CVC 等の特性に応じた形で本推奨・期待される事項が活用されることが考えられる。例えば、CVC のガバナンスについては、事業会社の事業戦略の遂行の観点から、LP と GP でどのように確保していくか議論することが適しているとの指摘があった。一方、CVC の運営については、LP がファンドの業務運営に過度に関与する場合には LP の有限責任性に疑義が生じ得る場合があるとの指摘や、その運営方法によっては構造的に利益相反が生じ得る場合もあり、そうした場合には、その投資先に対する他の VC からの投資に影響が生じ得るとの指摘もあった。

<sup>5</sup> 金融庁においては、「資産運用立国実現プラン」(2023年12月公表)の下、新興運用業者促進プログラム(日本版EMP)として、官民連携して新興運用業者に対する資金供給の円滑化を図ることで、新興運用業者にとってシードマネー獲得のチャンスが拡大していく流れを広げるとともに、新興運用業者による運用成果を通じて、金融機関も自社の運用力の向上や将来的な顧客向け商品の委託先の開拓につながるよう、金融機関に対して、新興運用業者を積極的に活用した運用を行うことや、新興運用業者について単に業歴が短いということのみによって排除しないことを要請している。日本版EMPの取組を進める金融機関等のLPにおいては、新興運用業者であるGPが運用するVCに投資を行う場合には、その新興運用業者の成長が将来的に自社のリターン最大化にもつながることを踏まえ、ファンドの規模・体制等の実情に応じて本推奨・期待される事項を参照することが期待される。

## 本推奨・期待される事項の構成

本推奨・期待される事項は、

- ① 広く内外機関投資家から資金調達を目指す VC として備えることが「推奨される事項」
- ② スタートアップエコシステムの発展に寄与し、LP の中長期的なリターンを向上させるものとして、VC に一般的に「期待される事項」

の二段構成とする<sup>6</sup>。

「推奨される事項」については、VC がアセットクラスとして内外機関投資家の投資対象となるために、LP に対する受託者責任<sup>7</sup>を踏まえ、VC として備えておくことが推奨されるものを示している。

「期待される事項」については、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が、一般的には、LP の中長期的リターンの向上を通じて GP が受託者責任を果たしていくことにつながるとの視点から、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する必要がある。また、GP は LP に対する受託者責任（とりわけ中長期的なリターンの向上）を果たすことが優先されるところ、GP はリターンの向上に資する範囲でスタートアップを育成するという重要な役割を担っていることにも留意しつつ、LP と GP 間で「期待される事項」に関する十分な意思疎通が行われることが期待される。

なお、本推奨・期待される事項は、本有識者会議として推奨し、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、各 LP 及び GP の自己判断に委ねられる。本推奨・期待される事項は、個別の VC において推奨・期待に応じた対応がなされているか否かを当該 VC の資金調達・運用に係る実務の関係者以外の者が評価するものではないことに留意する。

## 本推奨・期待される事項のフォローアップ

本推奨・期待される事項は、現状の実務における機関投資家の視点を踏まえつつ、我が国のスタートアップエコシステムの発展を見据えた視点から策定したものである。今後も、国内外の市場環境の変化に応じて VC をとりまく慣行や望ましい姿についても視点の変化が生じ得るものであり、本推奨・期待される事項を策定した後においても、業界団体を含めた関係者において、内外機関投資家からの資金調達状況も含めた実態調査等を行い、必要に応じ、本有識者会議において、フォローアップ・見直しの検討を行うものとする。

---

<sup>6</sup> 本推奨・期待される事項の各事項については、必要に応じ、注記にて実務等を踏まえた具体的な内容を補足することで、実務において活用しやすい内容としている。

<sup>7</sup> 受託者責任には様々な解釈があり得るが、本推奨・期待される事項においては、投資家の信認に応えるべく、投資家から拠出を受けた資金の受託者として負うべき幅広い様々な役割・責任をいう。

## 推奨される事項

### 受託者責任・ガバナンス

#### 【受託者責任】

1. GP は LP に対する受託者責任を果たすために、投資先企業の企業価値最大化を通じ、LP の持分価値の最大化に向けて、VC を運営していくことが求められていることを十分に認識し、必要な説明責任を果たすことが推奨される。

LP と GP の意思疎通を促進する観点から、LP と GP 間で利益相反事項のほかファンド運営に関する重要な事項等が議論されるよう、LP の代表又は LP の指名を受けた者により構成される諮問委員会（LPAC）を設置する等、LP の意見が十分に反映されることが推奨される。

（注1）多くの VC は金融商品取引法上の適格機関投資家等特例業者又は投資運用業者として投資運用を行っているが、同事業者に対しても、金融商品取引法上、顧客等に対する忠実義務・善管注意義務が適用されるほか、2023年に成立した金融商品取引法等の一部を改正する法律により、金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律の規定で、顧客の最善利益を勘案しつつ誠実公正に業務を遂行する義務が課されることとなった。

（注2）GP は LP に対する受託者責任を果たすために、キーパーソンを含むファンドの役職員に対し、受託者責任の意識の浸透を図るとともに、その構築する経営体制や、コンプライアンス管理、利益相反管理等の体制について、LP に説明を行い、理解を得ることも重要である。

（注3）GP は投資先企業の企業価値の毀損を通じて、LP に不測の損失が生じることがないように、投資先企業の選定時及び投資実行後において、スタートアップのコンプライアンスも含めた経営状況（例：会計基準に準拠した会計処理、法令遵守、反社会的勢力との関係排除、企業の成熟度に応じたサイバーセキュリティを含むBCP対応）について十分に把握することが推奨される。そうした観点から、GP は投資先企業の選定時に、必要に応じて、外部の知見も借りながら、会計・財務・法務等に関するデューデリジェンスを実施することが考えられる。また、その際に必要に応じてスタートアップの取引先に対するヒアリングを実施する等、第三者目線を踏まえて検証することも有益と考えられる。

## 【持続可能な経営体制の構築】

2. GPはLPに対する受託者責任を果たす観点から、やむを得ない事情がある場合や、ファンド運営に支障や利益相反が生じるおそれがない場合を除き、キーパーソンがファンド運営に専念する体制を整備することが推奨される。また、短期間でのキーパーソンの離反は、基本的には起きてはならない事象であるとの認識を持ち、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が可能とされることが推奨される。

VCのファンドとしての継続性を高める観点から、複数の投資担当者やミドル・バックオフィス業務の担当者を備える等、持続可能な体制が構築されることが推奨される。

(注1) キーパーソンについては、ファンド運営期間中に短期で離反し、別のVCで同様の投資を行うことがないよう、ファンド運営に専念する重要性について認識を徹底することが推奨される。

(注2) ファンドのミドル・バックオフィス業務等に関しては、外部事業者への業務委託を行い、GPとしてその業務品質をモニタリングしていくことで、持続可能なミドル・バックオフィス業務体制を構築することも考えられる。なお、2024年に成立した金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律により、コンプライアンスや計理に関するミドル・バックオフィス業務の受託業者について、業務品質を確保する観点等から任意の登録制度が創設されることとなった。

## 【コンプライアンス管理】

3. 関連法令、ファンドに関する契約等を遵守するため、LPの要求水準に応じた適切な範囲において、コンプライアンス管理の責任者の明確化や非公表情報の取扱い、GP内及び投資先企業へのハラスメント防止その他業務運営に必要な規程を整備し、コンプライアンス管理の体制を確保することが推奨される。

(注1) コンプライアンス管理の責任者に関しては、ファンド規模等に応じて、専属の担当者を置くのではなく、他の管理部門等との兼務とすることも考えられる。

(注2) コンプライアンス管理に当たっては、定期的な研修や講習の受講等を通じて、GP内の役職員の意識啓発が継続的に図られることが重要である。

(注3) ハラスメント防止に関しては、ステークホルダー(役職員や投資先企業を含む)が、安心して相談ができるよう、GP内の独立窓口や第三者機関による相談窓口を設置することが考えられる。

## 【LPの権利の透明性確保】

4. LP間の公平性の観点から、一部のLPが認識しないうちに不利益を被ることがないように、特定のLPに対し、他のLPに重大な悪影響を及ぼし得る個別権利の付与を行う場合には、他のLPにも情報提供が行われる等の透明性が確保されることが推奨される。また、特定のLPに個別権利の付与を行う場合には、ファンド規模や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。

(注) 他のLPに重大な悪影響を及ぼし得る個別権利か否かについては、個別事例に即して判断されるものであるが、例えば、反社会的勢力が関与する事案等への投資回避といった社会通念上一般的なものを超えて、GPが特定のLPに対して特定の投資行為についての拒否権(※)を与える場合等が想定される。

(※) なお、LPに適用される法令等や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。

## 利益相反管理等

### 【利益相反管理】

5. GPはLPに対する受託者責任を果たす観点から、ファンド組成時において、利益相反が生じ得る事項の特定とその管理体制に関する検討を行い、LPに十分に説明することが推奨される。また、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、利益相反のおそれに対処することが推奨される。

特に、GPが他事業との兼任・兼業や複数ファンドの運営を行う場合は、GPは利益相反が生じやすい運営構造にあることを認識し、利益相反のおそれがな  
いか広く検証を行った上で、利益相反管理を徹底することが推奨される。他事業との兼任・兼業については、GP内のリソース配分やファンド運用との関係を明確にした上で、ファンドの運営に影響があり得る場合には、投資先企業の価値向上につながるもの等、LPのリターン向上に資するものに限定することが推奨される。また、複数ファンドの運営については、ファンド間の利益相反に関する明確な管理体制(GP内のリソース、投資機会、エグジット時期等)を整備することが推奨される。

(注) 利益相反事項については、LPACに諮問を求める方法のほか、各LPに説明の上、一定数以上のLPの同意を得るといった対処方法等も考えられる。

## 【LP と GP の利害の一致に向けた対応】

6. GP によるファンドに対する適切な出資コミットメントが行われる等、LP と GP の利益を一致させるための対応を講じることが推奨される。

GP は、投資先ごとの投資額に対するリターンよりも、LP の出資コミットメント額に対するリターンを最大化することが重要であることを意識することが推奨される。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。

(注1) ファンド運営管理者個人が非上場企業への投資を行う場合には、ファンド運営との利益相反のおそれがある投資は避け、その運用するファンドへの出資を通じて投資することが推奨される。

(注2) 非上場株式投資を行う LP のために設立された国際的な非営利団体である ILPA (Institutional Limited Partners Association) により、非上場株式投資におけるベスト・プラクティスとして、LP と GP の対話及び議論を促すことを目的に、Private Equity Principles が策定されている (2009 年 9 月に公表。2011 年及び 2019 年に改訂)。

## 情報提供

### 【保有資産の公正価値評価】

7. ファンドの資産の状況を算定するにあたり、保有する非上場企業の株式について公正価値評価を行った上で、LP に情報提供することが推奨される。また、公正価値評価における評価手法等についても情報提供することが推奨される。

(注) ファンドの投資期間が長期化する傾向の中で公正価値評価の重要性が増していることも指摘されており、我が国において公正価値評価に関する評価実務の蓄積が重要である。GP においては、海外の実務や LP の要求水準を踏まえ、ファンド規模等に応じた評価体制や評価フローを構築することが推奨される。

## 【情報提供の頻度・内容】

8. 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。また、年次報告においては、ファンドの投資戦略の実現状況及び今後の方針を提供することが推奨される。

(注1) 年次報告等において、GP は、LP に対する受託者責任を果たすために、その構築する経営体制やコンプライアンス管理等の体制、及び利益相反管理等の体制や実施状況に変更があった場合には、LP に対して報告を行うことが考えられる。

(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。

## 【投資方針】

9. GP は、LP が他のアセットクラスと比較して、より高いアップサイドのリターン獲得を期待していることを意識し、自らの強みや特徴を踏まえた他のアセットクラスや VC ファンドとの差別化戦略、リスク・リターン設計を明確にした投資方針（主たる投資対象とする領域・成長ステージ、有望な投資先を見つけるためのソーシング戦略、投資後の経営支援を通じた企業価値向上の戦略やリターン実現に向けた出口戦略の考え方等）を策定し、LP に対して分かりやすく説明を行うことが推奨される。

また、GP は、運用期間中において、投資環境の大きな変動等、当初想定していたシナリオから変化が生じた場合には、必要に応じて、LP のリターン最大化の観点を踏まえ、当初の投資方針を見直すとともに、見直しに至った合理的な理由について、LP に説明を行うことが考えられる。

## 期待される事項

### 投資先企業の価値向上

#### 【スタートアップとの投資契約】

10-9. スタートアップとの投資契約については、エクイティ出資者として、業績のアップサイドを共有することでリターンを獲得するため、投資先企業のガバナンス体制・水準も考慮しつつ、事後の資金調達ラウンドでの円滑な資金調達（海外投資家の呼び込みも含む）や事業活動の展開に過度な制約とならないか、経営者による事業拡大・挑戦に向けたインセンティブ・意欲を適切に引き出すものとなっているかといった視点から、投資先企業と十分に意思疎通を図ることが期待される。

(注) スタートアップとの投資契約については、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、かえって投資先企業の成長を阻害してしまうこととなると、中長期的なLPのリターン最大化に沿わないことになることに留意する必要がある。

また、投資先企業の価値向上に資するガバナンス設計を促進し、LPのリターン最大化を図る観点から、投資先企業の取締役構成のほか成長フェーズやガバナンスの成熟度といった個社の事情等を踏まえつつ、「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9月、経済産業省公表）を参考にすることが考えられる。

#### 【投資先の経営支援】

1140. 投資先企業の成長がVCのリターン獲得にとって重要であるため、VCの戦略や投資先企業の意向に応じて、投資先企業への資金供給に加え、投資先企業との建設的な対話・関係構築を通じ、投資先企業の事業目的達成を支援するべく、人材の紹介、ビジネスマッチング、ノウハウの提供・コーチング、M&Aの支援、経営体制の構築支援、海外展開の支援等の各種経営支援を提供することが期待される。

VCから取締役を派遣する場合においては、投資先企業の実業取締役として当該企業の価値最大化のために、ガバナンス向上や事業拡大等に資する行動を行うことが期待される。

(注1) VCは投資先企業に対して、適切な資金管理やコンプライアンス管理を行う体制を構築することを含めたサポートを行うことも考えられる。

(注2) 投資先のニーズ等に応じた必要な各種経営支援を提供するに当たっては、投資先企業に対する支援機能をより強化するために、例えば人材紹介やビジネスマッチング等を担う専門チームの配置や、海外展開支援に係る海外人材の採

用や現地 VC との協業といった外部ネットワークとの連携等、体系的な支援体制を構築することも考えられる。

(注 3-2) VC から取締役を派遣する場合には、派遣元の VC と投資先企業との間で利益相反が生じることがあり得るが、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いることに留意する必要がある。

### 【投資先の資本政策支援】

1244. 投資を行った資金調達ラウンド以降においても、当該企業の成長に向けた資金調達に必要な協力を行うことが期待される。その際、VC の戦略や投資先企業の意向に応じ、LP のリターン最大化を図る観点から投資先企業の成長を支えることが適当な場合等、必要性・合理性が認められる場面においては、フォローオン投資の実施や他の投資家の紹介、投資契約の修正等の相談にも応じることが期待される。

また、ファンドの存続期間が課題となる場合もあり得るが、LP のリターン最大化を図る観点から、投資先企業の価値向上等のためにファンドの存続期間を延長することや、既存株主又は新規投資家への譲渡といったセカンダリー取引（ダイレクトセカンダリー等）の活用について、LP と GP において十分に意思疎通を図ることが期待される。

投資先企業のエグジットについては、LP のリターン最大化を図る観点から、上場だけでなく、M&A や戦略的パートナー（事業会社等）との資本業務提携を通じた譲渡といった複数の出口戦略のシナリオを計画的に検討した上で、投資先企業の成長段階に即した適切な株主構成の形成にも資するようも含めた、最適なエグジットの方法・タイミングについて投資先企業と早期から対話を行いを検討し、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る。

(注 1) フォローオン投資については、ファンドの投資余力を一定程度残しておき、その範囲の中で、投資先企業の成長や投資条件を踏まえた投資判断が行われることになるところ、予めその実施の要否や運営方法に関して LP と GP において意思疎通を行うことが期待される。

また、VC の戦略において、特定の事業ステージに投資を集中する等、VC として自ら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る。

(注 2) 投資契約に関して、投資先企業のガバナンス水準や事業ステージ等の成長状況を踏まえ、例えば、事業活動の展開に過度な制約となっているものや、経営者による事業拡大・挑戦に向けたインセンティブ・意欲を適切に引き出すことの妨げとなっているもの、海外投資家を含む後続の投資家の資金拠出の妨げとなっているものについて、その投資契約（株主間契約を含む）の修正を行うことで、投資先企業の資金調達や成長の可能性を拡大させ、もって LP のリタ

ーン最大化につながるものが想定される場合には、投資契約の修正の相談に応じる必要性・合理性があると考えられる。

(注3) ファンドの存続期間の延長に関しては、スタートアップの非上場段階での成長期間が長期化する傾向が指摘されており、投資先企業の価値向上によるLPのリターンを最大化するためにも、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。なお、VCの戦略によっては、LPの意向も踏まえ、ファンドの存続期間の延長ではなく、利益相反について十分に留意したうえで後継ファンドに引き継ぐことやセカンダリーファンド等へ売却すること等も考えられる。

(注4) 上場によるエグジットに関しては、投資先企業のビジネスモデルの確立が十分ではない等、投資先企業が未成熟の段階で時価総額が小さいまま上場することにより、結果的にLPが期待するリターンにつながらないことも考えられる。このため、GPはLPのリターン最大化を図る観点から、投資先企業の成熟度に応じた最適なタイミングに上場を行えるよう、そのサポートを行うことが期待される。

(注5) M&Aによるエグジットに関しては、最適な手段・方法により、投資先企業がM&Aを行うことを支援するため、GP自体において予めM&Aに関するノウハウの蓄積や体制整備を図ることが期待される。なお、M&A支援は、出口戦略の多様化に限らず、投資先企業がM&Aを活用した成長を図る上でも重要であり、当該支援を行うに当たっては、「スタートアップM&Aガイドンス」(2026年5月、経済産業省公表)を、必要に応じて参考にすることが考えられる。

## 【投資先の上場後の対応】

**1312.** 投資先企業が株式を上場した後、VCが保有株式を売却する場合には、その売却価値が最大となるよう、売却時期や手法について、十分に検討することが期待される。

VCの戦略や投資先企業の意向によって適切な場合には、情報管理を含め必要な体制を整備したうえで、投資先企業が株式を上場した後も、ガバナンスを支え、更なる成長の果実を共有するために一定程度株式を保有し続ける(クロスオーバー投資)ことを検討することが期待される。

(注1) VCの保有株式の売却は、その手法等によって株価や投資先企業の経営へ影響を与えるものであり、例えば、個別のケースでは一斉売却によりLPのリターンが確保されたとしても、そうした慣行が広がれば、全体として売り急ぎが生じ、中長期的なLPのリターンにもマイナスとなりかねないことに留意することが必要である。このため、保有株式の売却に当たっては、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、投資先企業を含め、関係者による十分な意思疎通が図られることが重要であると考えられる。

(注2) 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られる。一方、VCがクロスオーバー投資を行う場合は、非上場株式と上場株式では投資戦略やリスク管理が異なることから、GPとしても情報管理を含め十分な体制整備やLPとの意思疎通が必要と考えられる。

## その他

### 【ESG・ダイバーシティ】

**1413.** 機関投資家をはじめとしたステークホルダーにおける ESG への関心の高まりを踏まえ、VCにおいても、LPとGPの意思疎通に応じて適切な場合には、VCの戦略により、ESGを意識したファンド運営を行うことも検討することが期待される。また、その場合には、その運営状況についてLPに適切に報告することが期待される。

特に、スタートアップにおいて、新たな価値の創造とイノベーションを実現するには多様な個人が活躍するダイバーシティの実現が重要であることを踏まえ、ダイバーシティを意識したファンド運営を行うことが期待される。

(注)VCを含むスタートアップエコシステムの発展に向け、エコシステム全体でESGに関する意識について浸透及び進展が図られることが期待される。それは中長期的なVCのリターン向上にもつながり得ると考えられる。

これに加えて、VCは、多様な人材の採用、育成を行うほか、評価や意思決定プロセスの中に潜在する無意識の偏見への対応を行うこと等が期待される。

こうした観点から、LPの意向等に応じて、中長期的なVCのリターン向上を図るにあたり、ESG・ダイバーシティを意識したファンド運営を行う意義について、LPとGP間で意思疎通することも期待される(※)。

(※) 一方、VCのファンド運営においては、ESG・ダイバーシティが形式的・画一的に組み込まれることで、ファンド運営の柔軟性が損なわれることのないよう留意することも期待される。

以 上