

## 事業会社・CVC による スタートアップ投資のポイント

梅田総合法律事務所 弁護士 西口 健太  
弁護士 佐藤 樹

### ▶ POINT

- ① オープンイノベーションの手段の一つとして、事業会社・CVC によるスタートアップ企業への投資が増加しています。
- ② スタートアップ投資の際には、投資の目的に応じて、将来の事業連携の方向性や、必要な情報の取得方法などについて協議し、その内容を適切に契約に落とし込む必要があります。
- ③ スタートアップの M&A が増加傾向にあり、そのこともふまえた出口戦略を立てる必要があります。

### 1 事業会社・CVC によるスタートアップ投資の意義

#### (1) オープンイノベーションの必要性

近年、テクノロジーの急速な発展等に伴い、各社の自前での研究開発には限界があることが認識され、オープンイノベーションの必要性が叫ばれています。オープンイノベーションとは、スタートアップ企業を含む外部の企業や大学等の知見、技術を探索、獲得することで社内のリソースを補うなどして社内のイノベーションを加速させるとともに、自社の技術等を外部に提供するなどしてイノベーションの外部活用を行っていくことであるなどと説明されます。以下でご説明するとおり、近年では、オープンイノベーションの手段の一つとして、事業会社や CVC(コーポレートベ

ンチャーキャピタル。事業会社の投資部門、投資子会社等)によるスタートアップ投資が行われる事例が増えています<sup>1</sup>。

## (2) オープンイノベーションの手法としてのスタートアップ投資

オープンイノベーションの手法としては、スタートアップ投資のほか、M&A や共同開発などのアライアンスが考えられます。

このうち、M&A によりスタートアップ企業を買収する手法は、当該スタートアップ企業の技術等を独占的に自社に取り込むことによって、自社の事業の成長を加速させようとするものであり、大きな効果がありうるものです。もっとも、対象企業の規模等にもよるものの、多額の資金が必要であるほか、企業文化の異なるスタートアップ企業と自社の文化のすり合わせ等の労力が必要となります。

また、共同開発などのアライアンスは、研究開発の外部化を可能とするものではありませんが、当該手法を採用するためには、対象企業が事業会社との共同開発等に耐えうるレベルにまで事業段階が成長している必要がありますし、事業会社がまったく知見のない分野ではアライアンスは行いにくいという面があります。

これらの手法に対し、スタートアップ企業にマイノリティ出資(支配権を獲得しないレベルの比較的少額の出資を行うこと)を行うスタートアップ投資は、比較的少額のコストで、新しい技術・市場に関する知見を獲得できるというメリットがあるとされています。また、スタートアップ投資は、投資先企業との関係性を深めて事業連携や M&A に繋げるという側面もあります。

米国では Google や Intel などのテクノロジー系の企業が長期にわたって活発にスタートアップ投資を行っており、それらの企業のイノベーション力の一要因になっているものと思われます。

## 2 デューデリジェンス、契約レビュー

### (1) デューデリジェンス

スタートアップ投資を行う際は、投資決定前に、デューデリジェンスと呼ばれる、ビジネス、財務、及び法務などの面からの対象企業の調査を行うことが一般的です。

CVC や事業会社は、独立系のベンチャーキャピタルなどのメインの投資家(リード投資家と呼ばれます)と共に投資をすることが多く(このような投資家をフォロー投資家といいます)、その場合、リード投資家ほど徹底的なデューデリジェンスは行わないことが多いかと思えます。

もっとも、事業会社やCVCは、スタートアップ企業に投資する際、純投資として財務的なリターンのみを求めることよりも、将来の事業連携などを目指して投資することが多いため、そのスタートアップ企業の技術にどれだけの魅力があるのか、自社の事業とのシナジーが見込めるのか等について十分に調査・検討する必要があると思われます。その過程で、投資までせずとも共同開発などのアライアンスで十分であるということが判明することもあります。

また、法務面でも、例えばスタートアップ企業のコア技術が他社からライセンスを受けており、そのライセンス契約がライセンサーから容易に解除されうるようなものだと、投資の前提が揺らぐ

---

<sup>1</sup> フォースタートアップス株式会社の調査によると(「2023年年間国内スタートアップ投資動向レポート」・17頁)、事業会社・CVCによるスタートアップ投資社数は市況にかかわらず上昇トレンドを続けています。

可能性もあります。M&A のときほどの時間と労力をかけないにしても、一定のデューデリジェンスを行うことは、リスクの低減のために有用です。さらに、スタートアップ企業に対し法務面の弱点などを指摘してあげることは、当該スタートアップ企業のためにもなりますので、法務面の改善に向けた建設的な対話の起点になることもあります(例えば、複数の創業者で株式を持ち合っている場合に、各創業者が会社を離れた場合の持株の取扱いに関する創業者間契約を締結すべき旨を指摘することなど)。

## (2) 契約レビュー

スタートアップ投資の際は、株式引受契約書、株主間契約書、財産分配合意書など、複数の契約書を締結することが一般的です。通常は、リード投資家がそれらの契約書のドラフトをしますので、CVC や事業会社などのフォロー投資家は、その契約書のレビューを行い、特に必要な点のみ契約交渉を行うこととなります。

もっとも、当事務所が CVC 側で支援した事例でも、リード投資家の作成したドラフトに問題があり CVC 側で大幅な修正を行ったケースや、そもそもの契約スキームに問題があることを発見しスキームの変更が必要になったケースなどがありました。リード投資家の属性や経験値などによっては、フォロー投資家であっても契約のドラフティングを主導しなければならない場合があります。ことには留意いただきたいと思います。

また、VC などの他の投資家が不在の場合には、(J-KISS など契約テンプレートが存在するスキームの場合を除き)一般的にはスタートアップ企業側に契約書のドラフトを行ってもらうことは期待できないため、事業会社・CVC であっても自ら契約書のドラフトを行う必要があるケースもあります。

## 3 協業

上述のとおり、事業会社・CVC がスタートアップ投資を行う場合、何らかの事業上の連携・協業を目的としていることが多いです。投資の際に既に協業の詳細が固まっていれば、投資に関する契約と併せて協業に関する契約も締結することができます。

他方で、投資の時点では詳細までは固まっていなかったり、投資後のスタートアップ企業の事業の進捗に応じて協業を検討することもあります。こうした場合であっても、投資の際に、サイドレター(覚書)のような簡潔な契約書を作成し、将来的にどのような協業を視野に入れており、それに向けてどのような協議・検討をしていくのか等を合意しておくことが考えられます。そうすることで、スタートアップ投資の目的が社内でも具体化し、スタートアップ企業との間でも認識のすり合わせをすることができます。

## 4 ガバナンス、モニタリング

事業会社・CVC がスタートアップ企業に投資する場合、当該スタートアップ企業に対しどのように影響力を及ぼすかについて関心があることがあります。

基本的には、事業会社・CVC は、持株比率に応じて株主として議決権を行使するということになります。契約において、当該スタートアップ企業が一定の事項を行う場合には事業会社・

CVC の事前承認を要するという取り決めを行うこともあります。

もっとも、このような事前承認権が与えられるのは、一定以上の金額を投資したときに限られるのが通常です。また、あまりに広範な事項について事業会社が事前承認権を得ると、承認を  
するかどうかの判断に時間がかかる場合には、スタートアップ企業の事業運営のスピード感に  
悪影響を及ぼすこともあります。そのため、一般論としては、スタートアップ企業よりも意思決定  
に時間を要してしまう事業会社としては、細かな日常業務に近い事項についてまで事前承認を  
要求しない方がよい場合が多いと思います。

他方で、スタートアップ企業の知見や技術の取得や、将来の M&A も含めた連携の模索等の  
観点から、スタートアップ企業から一定の情報を取得できるようにしておく必要もあります。その  
ためには、例えば、財務情報などに関する情報請求権や、一定の事項についての事前または  
事後の報告について、契約で規定することが考えられます。

そのほか、投資金額の規模によっては、取締役会等での議論状況を知り、その市場・技術へ  
の理解を深めるため、事業会社・CVC からスタートアップ企業の取締役会へオブザーバーを参  
加させることのできる権利を定める例や、定期的な株主報告会の開催について定める例なども  
あります。

いずれにしても、スタートアップ企業の経営を過度に縛り付けないように留意しつつ、スタート  
アップ投資の目的を達せられるようなガバナンスやモニタリングの権利について協議することが  
重要と思われます。

## 5 出口戦略

スタートアップ企業は、一般に、IPO や M&A による買収などを目指すことが多いです。これらは  
EXIT と呼ばれ、スタートアップ企業の株主へ経済的なリターンを与える機会となります。

純投資としてスタートアップ企業に投資する場合は、この EXIT により経済的なリターンを得ら  
れれば、それで投資の目的は達したことになります。もっとも、事業会社や CVC は、純投資では  
なく、事業上の連携等を通じた既存事業の成長や新規事業の立ち上げ、その他の戦略的なリタ  
ーンをも狙ってスタートアップ企業に投資することが多いです。このような戦略的なリターンを  
狙う場合、「何がこのスタートアップ投資のゴールなのか」を意識することが重要ではないかと思  
います。

この際、意識していただきたいのは、そのスタートアップ企業がどのような EXIT を迎えることが  
見込まれるかという点です。この点、日本では、元々は IPO の方が M&A よりも比率が高かつた  
のですが、近年は、オープンイノベーション促進税制などの国の施策もあり、M&A の比率が高ま  
ってきています<sup>2</sup>。すなわち、統計的に見れば、スタートアップ企業が他社に M&A で買収される可  
能性が国内においても高まってきていますので、出口戦略においても、そのことを念頭に置く必  
要があります。具体的には、スタートアップ企業の技術を最終的には自社で独占的に利用した

---

<sup>2</sup> フォースタートアップス株式会社の調査によると(「2023年年間国内スタートアップ投資動向レポ  
ート」・19頁)、2023年における国内のスタートアップ企業の EXIT の比率は、M&A が過去最高の69%  
に達したようです。また、CB インサイツ社の調査によると(「The State of Venture 2023 Report」・37  
頁)、世界全体では、M&A の比率はおよそ95%に達するとされています。

い場合は、スタートアップ企業が競合他社に買収される可能性があることも考慮し、自社の M&A 関連の部署とも連携するなどして、投資先のスタートアップ企業を買収することも出口戦略の一環として検討すべきではないかと思われます。そのためにも、M&A の可能性があるのであれば、スタートアップ投資後は、当該スタートアップ企業との間で相互理解と良好な関係の構築に努め、事業上のシナジーの見極めなどを行うことなどが必要になってくるものと思います。

本稿がオープンイノベーションを行おうとされている事業会社・CVC の皆さまにとって少しでも有用な情報となれば、これ以上ない幸いです。

※ 許可なく転載することはお控え下さい。

※ このニュースレターは郵送から PDF ファイルでのメール配信に変更できます。PDF ファイルは、貴社内で転送・共有いただいて差し支えありません。電話またはメール(newsletter@umedasogo-law.jp)でお気軽にお申し出ください。

## COLUMN

昨年12月より当事務所にて執務を開始いたしました、弁護士 三角一誠と申します。

出身地は福岡県八女市というところですが、八女市は、お茶・いちご・菊などが有名であり、自然に恵まれた地域で育ちました。同じ出身地の有名人は実業家の堀江貴文さんです。高校時代はテニス部に所属し、県大会に出場するなどしました。同じ地域の強豪校で柳川高校という高校がありましたが、この高校は、かの有名な松岡修造を輩出したテニスの名門校であり、無念にも毎年ボロボロにされていました。柳川高校には錦織圭選手も所属していた修造チャレンジに所属する異次元の選手が多く在籍していましたが、高校最後の大会では、それらの選手から3ゲームほど奪うことができ、今でも私の中で最大の誇りとなっています。スポーツの経験で培った忍耐力を生かし、弁護士としての活躍を通じて社会に貢献し、依頼者の方々の問題解決の手助けをしていきたいと思っています。 (弁護士 三角一誠)

## 梅田総合法律事務所

大阪事務所 〒530-0003 大阪市北区堂島1丁目1番5号 関電不動産梅田新道ビル12階

TEL : 06-6348-5566(代) FAX : 06-6348-5516

東京事務所 〒106-0032 東京都港区六本木6丁目8番28号 宮崎ビル3階

TEL : 03-6447-0979 FAX : 03-5410-1591

<https://www.umedasogo-law.jp>