

スタートアップを対象としたインパクト投資に関する契約条項の検討

企業法務ニュースレター

2023年12月19日号

執筆者:

[山本 晃久](#)a.yamamoto@nishimura.com[渡邊 貴久](#)t.watanabe@nishimura.com

*本ニュースレターは、2023年12月18日現在の情報に基づいています。

1. はじめに

2023年6月16日に内閣官房新しい資本主義実現会議が公表した「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」においてインパクト投資の普及促進が政策目標として明記され、また、金融庁がインパクト投資の基本的な考え方やプロセスを取りまとめる目的で、「インパクト投資に関する基本的指針（案）」を策定しパブリックコメントを募集する¹など、我が国においてもインパクト投資に関する期待が高まっている。特に我が国においては、経済産業省がJ-Startup Impactを創設したり、インパクトスタートアップにより構成される一般社団法人インパクトスタートアップ協会が発足し、新公益連盟及び経済同友会との連携を公表するなど、未上場のスタートアップ企業が投資対象として重要な役割を担うことが期待される。

このようなスタートアップを投資対象としてインパクト投資に関する契約関係に着目すると、例えば、VCやPEファンドがインパクト投資ファンドを組成する場合に必要なLP契約²や、インパクト投資に関する出資契約やローン契約、既存株主との間の株主間契約等が必要となると考えられる。

これらの契約自体は通常の投資とも共通する部分もあるが、「インパクト」の実現が投資の副次的効果であるESG投資等と違い、「インパクト」の実現自体を投資の目的とするインパクト投資においては、それに資するインパクト投資特有の条項を検討すべきニーズが投資家・会社（発行体）のいずれにも存する場合が少なくないと思われる。

この点、諸外国においては、インパクト投資に関してどのような契約条項を定めるかは、それぞれの投資家の属性・目的（非営利団体等のインパクト・ファーストの投資家か、リターンも重視する投資家であるか、どの程度のリターンを求める投資家等）、投資対象となる企業の成熟性、投資対象となる業界の特性等も含めて個別の投資家や案件ごとに検討が行われており、現時点で確立した共通のプラクティスは存在しないと認識している。もっとも、近時、欧米を中心とする弁護士等から組成される有志の団体により、インパ

¹ 意見募集期間は、2023年6月30日～2023年10月10日となっている。

² なお、本ニュースレターにおいてはインパクト投資家と発行体との間の投資契約を中心に検討するが、インパクト投資ファンドのLP契約においても、LP投資家に向けてインパクトレポートの開示や報告を行うことや、GPの成功報酬を、最終投資家と事前に合意したインパクト目標の達成度に応じて決定するといった設計をする等の工夫が考えられる。インパクト投資家側におけるストラクチャリングについては、Susan H. Mac Cormac, Jesse Finrock, Benjamin Fox, 「Impact Investing」, 『The Lawyer's Corporate Social Responsibility Deskbook: Practical Guidance for Corporate Counsel and Law Firms』(American Bar Association, 2019年), 237ページ以下も参照。.

クト投資における契約条項のタームシートなどが公表され³、議論の促進を図るための取り組みが行われ始めていることは興味深い。

現状、我が国のインパクト投資の実務においては、インパクト投資家が契約に関する交渉力のあるリード投資家としての立ち位置で出資をするケースはまれであることなどもあり、インパクト投資特有の契約条項が検討・採用される例もまだ限定的であると認識している。もっとも、上記のような諸外国での動向も踏まえて、日本における今後のベストプラクティスの形成の観点からも、特に日本で期待されるインパクトスタートアップに対して株式でインパクト投資をする場合を想定し、投資契約（サイドレター形式での合意を含む。）において規定することが考えられる契約条項の例を以下に紹介する。

2. 目的・ミッションの明確化

(1) 会社の目的とミッション、投資の目的についての認識の共通化

インパクト投資においては、「インパクト」の実現自体を投資の目的とすることから、発行体の目的及びミッションを明確に定義し、実現するインパクトについての認識を共通化することは、投資の実施判断における重要な前提となるとともに、投資を受けた発行体の取締役の経営判断における基本的な拠り所を明確にするという観点から重要である。

すなわち、インパクト投資においては、発行体自体が一定の社会課題の解決という目的を有しており、そのための事業運営を目指す一方、投資家サイドにおいても、当該投資によりインパクトを実現する意図を有しており、双方においてどのような意図で投資を受けるのか/投資が行われるのかの認識を明確化し、共通化することが重要になる。

このような会社の目的とミッションや投資の目的についての認識の共通化においては、投資がどのような過程を通じ社会・環境的効果を生み出すかという、変化を実現する仕組みを具体的に言語化することが重要であり、Theory of Change と呼ばれる理論に基づき整理することが有用であると考えられている⁴。国内のインパクト投資家でも、投資に際しては自身のファンドの Theory of Change との整合性の確認がなされることも多いと認識しており、また、海外ではサステナブルインパクトファンドについて、ファンドの Theory of Change の開示が議論されているケースもあることから⁵、Theory of Change を共通言語として認識の共有を図ることはこのような観点からも合理的であると考えられる。

(2) 会社の目的・ミッションの明文化

上記のような発行体の目的・ミッションの明確化は、投資契約の交渉・締結前（ソーシング段階や DD の段階等）において実施され、そこで認識の共通化もなされるのが通常であると考えられる。もっとも特に、インパクト・ファーストの投資家においてはインパクトの実現こそが投資の第一の目的であり、また、

³ LISI (Legal Innovation for Sustainable Investments) による Impact Term Sheet 2.0 や The Impact Terms Project による Term Sheets & Case Studies (<https://www.impactterms.org/case-studies-term-sheets/>) など。

⁴ Theory of Change については、GIIN のウェブサイト (<https://iris.thegiin.org/glossary/#theory-of-change>) や、UN Sustainable Development Group のガイダンス (<https://unsdg.un.org/resources/undaf-guidance-theory-change>) など参照。

⁵ 例えば、イギリスの FCA で現在議論がされている新たな反グリーンウォッシングルール (Sustainability Disclosure Requirements) においては、サステナブル・インパクト投資については Theory of Change の開示を求めることが議論されている。

インパクト投資においては、後述するミッションドリフトの判断等の様々な条項において、発行体の目的・ミッションや投資の目的との整合性の判断が求められることから、投資契約の目的条項においてその点について明確に定義をして明文化しておくことが望ましいと考えられる⁶。

なお、日本法上、投資契約においてこのような目的条項を定めること自体が、契約当事者間の直接の権利義務を直ちに発生させることにはならない。もっとも、インパクト投資においては、発行体の目的・ミッションに沿う形でステークホルダーの利害のバランスを図ることが重要となるとともに、我が国の契約書の解釈に係る裁判実務においては、契約当事者の合理的意思を踏まえて、個々の文言の意味内容を合理的に解釈するという手法がとられるところ、目的条項は、当該契約書の各条項を解釈する際の基準となるという点での意義も有する。

3. ミッションドリフトを防ぐための規定

発行体と投資家の間で目的及びミッションについての認識を共通化することに加えて、そこで確認された発行体の目的・ミッションから実際の企業運営が乖離してしまう事態（ミッションドリフト）を防ぐことはインパクト投資において重要となる。例えば、インパクト・ファーストの投資家であり、ローンや助成金等の形式でインパクトを重視して資金が提供される場合には、会社の目的・ミッションに関する誓約事項に違反時に、金利の水準を変更したり、当該債務不履行をもって直ちに資金を引き上げることを可能にしたりするといった仕組みがとられることもある⁷。

もっとも、一般的な日本のスタートアップへの株式投資に関与する投資家としては、特定の投資家による強力な権利の確保や行使によって発行体の事業の運営・継続性やその後の資金調達に影響が生じることは避けるべきとの考えも強い。また、特にインパクト投資においては、事業内容がピボットしやすい事業の初期の段階での投資が行われることも多く、円滑な事業運営が阻害され発行体の健全な成長の足かせとなることは避けるべきであり、むしろミッションの達成に向けた事業運営について企業にある程度の柔軟性をもたせるべきであるという考え方もありうる。

したがって、以下では、あくまでも個別の案件やプラクティスに応じて利用の程度に差が生じることを

⁶ このような投資契約の目的条項の中で、投資家側の役割や、投資家が有する意図について言及することも考えられる。近時、ESG 投資やインパクト投資を行う投資家側の規制についても議論が進んできており、例えば当該投資が、SFDR（Sustainable Finance Disclosure Regulation）で定義された持続可能な投資（sustainable investment）のポートフォリオに含めるという理由で行う場合には、SFDR の持続可能な投資の定義に合致していることや、それにとまなう報告要件・ガバナンス要件などを充足する必要があり、発行体及び投資家の双方にとって、当該投資がそのような規制に準拠した投資に該当することを意図しているかの判断が重要になる可能性がある。したがって、投資家が一定の基準への適合性等を期待している場合には、そのような規制に準拠した投資を意図して当該投資を行うという点について、投資契約における目的条項においてそのような前提を明らかにすることも考えられる。また、このような規制に準拠することの確認に必要な DD 対応や投資後の情報提供等について、費用を含めて責任をどのように配分するかについて、契約書上規定することも考えられる（このような議論については LISI の Regulatory Module Impact Term Sheet 2.0 も参照。）。また、米国の民間財団が実施しているインパクト投資の一形態である「プログラム関連投資（program-related investment:PRI）」など、税制優遇措置の対象となる投資を意図している場合なども、その要件の充足の観点から必要な条項に違いが生じうる。

⁷ Impact terms: Loan Financing from a Foundation with Impact-triggered Default (<https://www.impactterms.org/download/loan-financing-from-a-foundation-with-impact-triggered-default/>) において、このような場面を想定したローン契約のタームシートの例が公開されている。

前提に、ミッションドリフトを防ぐための仕組みとして考えられる条項・対応例を紹介する⁸。

(1) 定款・ミッションステートメントへの目的・ミッションの反映

まず、投資契約で明確に定義された発行体の目的及びミッションを会社法が要求する法的文書である定款や会社が任意に定めるミッションステートメント等に反映していく（反映することを契約上約束する）ことが考えられる。日本法上、取締役は、定款に記載された事項及び株主総会の決議事項を遵守すべき義務を負っている（会社法 355 条）ことから、定款において一定の目的・ミッションやステークホルダーの配慮に関する規定を設け、これを株主総会の決議で承認した場合、当該目的及びミッションに従った事業運営を行わせる法的義務を（抽象的ではあるものの）発行体の取締役に負わせることが可能になる^{9 10}。

その上で、発行体の目的・ミッションを変更することは、インパクト投資を行った前提に関わる重大事項であることから、会社法上必要となる通常取締役会の決議や定款変更のために必要となる株主総会の決議要件を加重することの他、会社内の独立した諮問委員会の承認、特定株主（インパクト投資家が想定される。）に対する投資契約上の拒否権の付与を含め、通常取締役会や株主総会での承認とは別途の特別な手続を実施することを定めることも検討に値する。これは目的・ミッションを単純な資本多数決によって修正できないようにすることで、一度定めた目的・ミッションへのコミットメントを法的に担保するための工夫である。

(2) 資金使途の制限・ネガティブコベナンツ等

通常の出資契約や融資契約等においても、提供された資金についてその使途を事業の発展等の一定の使途に限定する合意がなされることがあるが、インパクト投資においも、当該資金が当初想定したインパクトの実現以外に使用されることを防ぐ観点から、具体的な計画や目的に基づく事業・地域等のために利用することを義務付けることが考えられる。また、一般的な投資案件と同様に、一定の事業上の重要事項に関する事前同意事項・ネガティブ・コベナンツ（一定の事項についての不作為義務）を定めることが考えられる。

なお、ミッションからの逸脱を防止するための強力なメカニズムとして、会社法上の拒否権付種類株式（会社法 108 条 1 項 8 号）を利用することも考えられる。具体的には、諸外国で利用がなされているような創業者や財団・信託等に対して拒否権付株式（いわゆる黄金株）の発行を行うことが考えられる。黄金株は強力な権利であることから、その利用場面は限定的であることが想定され、また、その範囲もあくまでも会社の目的・ミッションの実現・維持のために必要最小限の範囲である場合が多いであろう。拒否権の範囲としては、定款の目的条項の変更等に加えて、会社の目的・ミッションに反する M&A や事業・資産の譲渡、

⁸ なお、このような条項については企図された事項が投資の実行時に実施されていることを担保する観点から、クローリング前の発行体の義務や投資家による投資実行の前提条件等として規定する場合もあれば、投資実行後に投資家と発行体が二人三脚で実行していくことを前提にクローリング後の義務として規定する場合もあると考えられる。

⁹ 定款の規定を遵守しない取締役がいた場合には、理論的には会社法 355 条を根拠に、当該取締役の個人的責任を追求することや、会社法 360 条 1 項を根拠に、当該定款に記載したミッションに反する行為の差止請求をすることが考えられるが、インパクト投資を想定した実際の場面において、どのような場合に取締役の個人責任や差止めが認められるかについては今後の議論の積み重ねが必要である。

¹⁰ なお、下記の通り、インパクトスタートアップと B Corp 認証には一定の親和性があると考えられるが、このような定款の目的規定の明確化を行うことは、B Corp 認証の取得審査に際しても有益となる可能性がある。

重要な役員の選解任といった事項が考えられる¹¹。

(3) ガバナンスシステムを通じたモニタリング

上記(2)のような直接的な権利によらずとも、会社のガバナンスシステムを通じてモニタリングを行う考え方もありうる。例えば、会社の目的・ミッションに関するモニタリング機関として、近年インパクトスタートアップ企業においても設置する例がみられる社内のインパクト・コミッティといった名称の、経営陣から一定の独立性を有する任意の社内機関の設置・運営について合意をすることが考えられる。これらの機関に期待される役割としては様々なものが考えられるが、基本的には取締役会に対する任意の諮問機関としての位置付けになるであろう。その上で、多様なステークホルダー間の利害調整や、会社における目的・ミッションを特定、それに対する戦略の目標や施策の策定、自社の目的・ミッションに沿った事業運営が行われているかのモニタリングといった役割を担うことが想定される¹²。

また、そのような機関までは設置しないまでも、一般的な投資案件と同様に、投資家から一定の役員等を指名・派遣する権利や、役員等の指名・派遣までは必要としない場合であっても、例えば、取締役会へのオブザーバーの派遣等を通じて、通常の事業運営の中で緩やかなモニタリングを行うことも考えられる。

さらに、逆の発想として、事業運営を行う役職員の報酬・給与の決定方法として、一定程度会社の目的やインパクトに関する KPI の達成に連動する報酬体系を取り入れることで、インパクトの達成についてのインセンティブを設けることにより、インパクトの実現を積極的に図ることが考えられる。もっとも、実際に事業運営をするのは役職員であり、当該 KPI の達成を過度に重視したために本来企図した事業運営や成長が犠牲になる可能性も存在し、業種や企業のステータスによっては、どのような KPI・インセンティブを設定するか協議・交渉が難航することも想定される。

(4) ミッション・ドリフトに対するセーフガード

上記のような具体的なガバナンスシステムとは別に、発行体の目的・ミッションを維持するためのセーフガードとして、(その国において該当する法人形態がある場合には) ベネフィットコーポレーションといった通常の営利法人とは異なる法人形態への組織変更について合意することや、B Corp 認証の取得・維持について合意しておくことも考えられる。ベネフィットコーポレーションの場合は、究極的には会社法上必要となる手続を踏めば通常の株式会社に戻ることもできるし、B Corp 認証も3年に一度の更新をしなければ認証未取得の状態に戻るだけではあるが、そのような事業方針の変更は企業の事業戦略上も不利益に働く可能性もあり、一定の心理的・実態的なハードルとなることが期待できる。インパクトスタートアップ企業への投資に際しては、インパクトに関する事項がガバナンスに組み込まれるような仕組みとして B Corp 認証を利

¹¹ このような拒否権付株式(いわゆる黄金株)を発行するに際しては、他の投資家の予測可能性を担保する観点から、拒否権の行使の基準についても定めることが考えられる。例えば、日本の上場企業における唯一の黄金株の発行例である株式会社 INPEX においては経済産業省告示において拒否権の行使の基準が定められている(主に日本向けエネルギーの安定供給の効率的な実現という観点から拒否権の行使が判断される)。もっとも、証券取引所は原則として上場会社による黄金株の発行を認めておらず(上場規程 601 条 1 項 17 号、上場施行規則 601 条 14 項 3 号・4 号等参照)、上場を見据えるスタートアップにおいては、このような黄金株を発行する場合には、上場申請前に処理する必要等があることに留意すべきである。

¹² 例えば、海外においては、メンタルヘルス・スタートアップの Togetherall は、投資家のエグジット後もインパクトを維持するための仕組みとして組織の社会的使命との整合性を監督するガーディアン・カウンシルを設置している。また、ユニリーバは、ベン&ジェリーズを買収した際、ミッション維持の観点から独立した取締役会を設置することに同意している。

用することが有用な場合もあると考えられており¹³、我が国のようにベネフィットコーポレーションに類似する法人形態は存在しない場合には特にインパクトスタートアップ企業における積極的な利用が期待される。

また、上記に加えて、ミッションドリフトが生じた場合の強い法的効果（サンクション）を定めることは、経営者にミッションドリフトにつながる事業運営を行わないインセンティブを与えるという観点から有効である。例えば、ミッションドリフトが生じた場合には、インパクト投資家が発行体の株式を売却してエグジットできるようにする（当該エグジットには Drag Along のオプションをつける）ことや、より強力な方法として、投資家の保有する株式を経営者株主や発行体に売却する権利（プットオプション）を生じさせたり、取得請求権付き種類株式の取得事由として設計したり、新株予約権や優先株式の場合には行使価格・転換価格を投資家に有利に変更させるといった方法が考えられる。

このような条項を定める場合には、どのような場合にミッションドリフトが生じたと判断するか（トリガー事由の設定と該当性）について困難が伴うことが想定される。そこで、ミッションドリフトの判断を上記の独立性を有するガバナンス機関によって判断をさせる仕組みや、事前に合意した外部の第三者機関（仲裁人等）の判断に委ねる旨の合意をすることが考えられる。また、設定されたインパクト KPI の達成状況が著しく悪い場合、当該事由をもってミッションドリフトとみなすといった形で極力ミッションドリフトをトリガーする場合を客観化するよう試みることも考えられる。

もっとも、上記の通り、このような強い効果を有する条項を投資契約に規定することで、発行体の事業の運営・継続性やその後の資金調達に影響を生じさせることを防ぐべきという考えも強い。すなわち、このような条項が存在すること又は発動される場合が不透明であることなどを理由に、インパクト投資家以外の一般の投資家がそのような企業への投資を回避した結果、かえって資金調達の足かせとなる可能性もあり、導入に際しては慎重な検討が必要である。

4. 報告・情報開示

インパクトの創出に向けた取り組み状況に関する透明性を確保する観点から、通常の財務状況に関する報告とは別に、一定期間ごとに、インパクトに関する報告を求めることは、多くのインパクト投資において実施されている。投資契約において、事前に設定したインパクトに関する KPI の達成状況等を一定期間ごとに報告することや、投資家が満足する所定の内容を盛り込んだインパクトレポートの作成・公表について定めることが考えられる。インパクト KPI を定める場合には、事業内容、組織の規模や複雑さ等に応じて、適切かつ管理可能なものである必要があることから、当該 KPI をどのようなものにするかについてのインパクト投資家と発行体との議論を通じて、発行体における目的・ミッションやその実現に向けた事業運営のあり方についての理解が促進される効果も期待される。

当該報告の対象は発行体が企図するインパクトに関する事項のみならず、投資家の投資の目的によっても左右されうる（例えば、上記のような投資家による投資の目的、投資家に適用されるレギュレーション等によっても異なりうる）。特に、複数の投資家から投資を受ける場合には、それぞれの投資家から要求されるインパクトに関する情報開示のフォーマットや要求される情報の内容が統一されていない結果、発行体において投資家に対するインパクトについての情報開示についての対応負担が大きくなっているとの声も聞かれる。したがって、契約書において、どのような内容の情報を開示するか（例えば、IRIS の手法及び指標に

¹³ Big Society Capital “What determines a successful exit for an impact startup?” (<https://bigsocietycapital.com/latest/what-determines-a-successful-exit-for-an-impact-startup/>) 参照。

準拠する、報告すべき指標の内容を特定するなど）、どの程度の報告頻度で報告を行うのか、データ収集プロセスをどのようにするのかといった投資家に提供する情報提供のありかたについて整理を行うことが、発行体の負担減の観点からも重要となる。

また、報告する情報の対象のみならず、インパクトレポートや報告に関して専門知識を有する第三者の監査や外部の評価・認証を求めるか、その場合の費用負担をどのように定めるかといった報告の質の担保・検証についても論点になりうる。特に、国外の投資からインパクト投資を受けるといったシーンにおいては、第三者の評価・認証を受けることを要請されることもあると考えられるが、そのような認証・評価のために必要となる費用負担や時間について、事業の遂行の妨げにならないように事前に取り決めをしておくことが肝要になる。

5. エグジット時の対応

インパクトスタートアップが M&A をされインパクト投資家がエグジットをする場合には、投資家のエグジット後にも、当初企図されていた発行体の目的・ミッションが引き続き追求され、インパクトがきちんと継続的に実現されることが肝要になる。特に、インパクト投資家においては、通常の VC などによる投資とエグジットの想定期間や許容度が異なることもあり、また、インパクト投資家がエグジットすることが発行体に与える影響は、通常の VC などがエグジットする場合とは異なる可能性があることから、投資契約においても、M&A やエグジットについて通常の投資契約と別途の考慮が必要になる。

例えば、インパクト投資家がエグジットをする場合には、インパクトを志向しない株主が参加してくるのを防ぐという観点から、まず他の株主、経営者、発行体に対して先買権（既存関係者が第三者に先だって株式を取得する権利）を付与することも考えられる。また、株式の売却等については、当会社と協力してその目的及び使命を達成することにコミットしている投資家のみ行うことができる（そして当該判断は上記の独立したガバナンス機関において慎重に審査をした上で行う）といった点を合意することも考えられる。

さらに、通常の VC との契約との間でも設定される Drag Along や Tag Along についてもその行使条件や効果について、インパクト投資特有の工夫の余地がある。

もっとも、投資家のエグジットの制限をする方向での合意については、経済的に魅力的な買収者の出現を阻害することとなる可能性もあり、投資家からの受け入れのハードルも高いことが想定され、導入に際しては慎重な検討が必要になる。

なお、特に我が国におけるスタートアップ投資においては IPO が重要なエグジット手法であるが、IPO が実施される場合には、基本的に既存株主との間の合意は解消されるとともに、資本構成も大きく変更されるため、いかにして IPO 後のインパクト企業が開かれた資本市場の中でインパクトを適切に創出し続けるかについては難しい論点が存在する。この点については、2023 年 7 月 28 日に発足し、今後公表されることが見込まれる GSG 国内諮問委員会が主催するインパクト IPO のワーキンググループにおける検討結果等も注目したい。

6. おわりに

本稿においては、諸外国での議論も踏まえながら、スタートアップを対象としたインパクト投資に関して検討することが考えられる条項を紹介した。本稿は主にインパクト投資を行う投資家の視点を中心に整理しているが、投資を受ける発行体の立場から積極的に取り入れるべきものも紹介している。インパクトスタートアップの資金調達に際しては、どのような投資家からどのような条件で資金を調達するかが、その後

の会社の成長・発展の方向性にも大きく影響する可能性もあるため、慎重な検討が必要になる。

本稿で紹介した条項が我が国の実務において直ちに利用されることにはならないと思われるものの、実務において参考にされることで、我が国のインパクト投資のエコシステム形成への一助となれば幸いである。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜に合ったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイスを目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切なアドバイスを求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 広報課 newsletter@nishimura.com