

集

広がれ！未上場企業投資への道

特

スタートアップの価値創造を支える ガバナンスの在り方

形式から実質に転換を図るために
備えるべき目線

未上場段階にあるスタートアップ経営は、スピードと柔軟性を武器とする半面、ガバナンスや内部統制の脆弱さを抱えていることが多い。近年、スタートアップの不正事案が目立つなか、スタートアップがどのように「あるべきガバナンス」体制を構築していくかは、投資家と経営者だけでなく日本社会にとっても重要な課題といえる。本稿では、日本スタートアップ監査役等協会（JSASA）で行われた議論を踏まえ、価値創造を支えるためのガバナンスの役割と設計の方向性を示したい。

スタートアップにおける ガバナンスの役割

スタートアップは、その性質上、事業の成長性とこれに必要な経営のスピードが優先さ

れ、取締役会や監査役による監督機能の実効性確保は後回しになりやすい。しかし、会社・事業が成長するにつれて、ステークホルダーが多様化し、複雑な意思決定の機会や選択肢も広が

り、不正やコンプライアンス違反への対応が求められる局面も増えていく。それ故、透明性が高く、早期に客観的判断を下せる仕組みが必要になってくる。会社法は、取締役会の一員で

ある取締役に他の取締役への監督責務を、監査役や監査等委員に独立した監査責務を課している。こうした機関設計は、各社の実態に応じて選択でき、企業価値の最大化を目的として柔軟

日本スタートアップ監査役
等協会

理事長

江戸川 泰路

副理事長

芦澤 美智子

副理事長

松澤 香

に組み立てることが想定される。創業から上場まで一気に駆け上がることとなるスタートアップにおいては、ガバナンス機関の設計を画一的に捉えることなく会社の成長に合わせて適切に選択し、実効性のある運営体制を段階的に構築していくことが重要であるといえる。

早すぎる取締役会・監査役設置が生む弊害

ここで、日本のスタートアップ・ガバナンスに見られる構造的課題を二つ指摘したい。

一つ目は取締役会設置会社への移行に関する課題である。わが国では、ベンチャーキャピタル（VC）の投資後、投資家保護の観点から、早期に取締役会設置会社に移行することが慣行化している。取締役会設置会社の場合、会社法上、原則として監査役を置かなければならず、その時点で監査役監査も導入される（会社法327条第2項）。

以下、監査役設置会社を想定して記述）。この趣旨は、取締役会設置会社においては、業務執行の決定を取締役会が行い、株主総会等の権限が制約される等の事情から、株主に代わる取締役の監視機関として監査役が必要とされることにある。

しかし、経営管理体制が未整備な段階での取締役会や監査役監査の導入は、会社法が想定している機関としての役割を果たせないことにつながる。取締役には他の取締役に對する監督義務があるが、経営管理体制が未整備である場合には、業務執行側や取締役会運営も未成熟な状態にあることが多く、本来あるべき取締役会を通じた監督機能を果たすことが困難となる。また、監査役が監査を実施しようとしても、業務執行側から適時に会計帳簿等の書類が提出・説明される体制等が整っていないければ、実効的に進めることはできないであろう。

こうしたケースにおいて、監査役が「致し方なく」決算作業や書類の作成等の本来業務執行側が実施すべき作業を手伝うといった事例も仄聞するが、監査役監査の本質は、「独立性」にある。監査役は、会社の取締役や支配人、使用人または子会社の取締役や執行役、支配人、使用人、会計参与を兼ねることができない（会社法335条第2項）。監査する者と監査される者が同一となると、監査の実効性が担保されないためである。

これは、主に海外機関投資家から批判される点だが、日本特有のガバナンスの考え方で、監査役が取締役会で議決権を持たないのは、取締役会の意思決定に加わらず、業務執行には関与しない「独立性」があるからこそ、監査を実効的に行うことができるからであるとされる。前述のような「独立性」に反する状態では、監査の公正性が担保されず、会社法上求められてい

る監査役設置会社ではないと指摘せざるを得ない。

実際、JSSAが実施したワークショップ（約50名参加）

でも「取締役会設置会社に移行するには経営管理体制が脆弱すぎる」「ステークホルダーの監査役への期待にギャップがある」「会社側にプロの監査を受ける覚悟がない」といった声が聞かれた。形式先行の取締役会設置会社への移行は、実効性のない取締役会運営を根付かせてしまう懸念がある上に、いい加減な監査役監査が常態化することや、独立性に反する監査役監査を生むことにもつながるため、会社にとつては弊害を生むことの方が多い。

上場ガバナンスへの移行の困難さ

二つ目の課題は、上場ガバナンスの構築である。スタートアップの場合、創業者である経

営者のみがガバナンスを担っている状態から始まるが、次の段階に移る主なきっかけはVCからの投資である。VCガバナンスは、VCが会社の企業価値を最大化し、最終的にIPOやM&Aによる投資回収を実現することを目指している。このため取締役会は、しばしばVCが投資契約にのっとって派遣した取締役などによって構成される。

VCは豊富な業界知見やネットワークを有し、創業期の助言者として有効に機能する。他方で、VCが投資家から資金を集めて組成するベンチャーファンドには、出資者との契約に基づく運用期間という明確なタイムリミットがある。

従って、ファンドのタイムリミットに近づくほど、より長期的スパンで事業を実施したいという会社側と、タイムリミットまでに投資回収をしなければならぬVCとの間で、利害が対立する場面が起こり得る。また、

VCは企業価値を金銭的に最大化することを重視するが、上場を目指す段階での会社においては、株主のみならず、従業員や顧客・取引先を含めてすべてのステークホルダーの観点を踏まえ、より包括的なガバナンスが必要となる。

このように、会社が成長するにつれて、構造的に利益相反が生じる可能性が高まることになる。会社やその事業が大きく成長・発展した段階では、VCガバナンスから上場会社並みのガバナンスに移行する必要がある。

上場会社並みのガバナンスとは、株主をはじめとする多様なステークホルダーの利益を保護し、経営の透明性・説明責任・法令順守を確保するための仕組みである。具体的には、取締役会設置会社への移行や監査役会設置会社への移行、監査等委員会設置会社への移行といった機関設計の観点に加え、ガバナンスを担うプレーヤーである社外

取締役や監査役について適切なプロ人材の選任、監査役や委員会による監督機能の強化、情報開示の徹底、内部統制やリスク管理体制の整備等が含まれる。会社が次のステージへ進む際には、これらの要素を段階的に取り入れていくことが求められる。

わが国では、実務上、上場の直前前期(N-2期)や直前期(N-1期)における上場準備を契機に機関設計やガバナンス体制の整備に着手するケースが多い。その移行プロセスにおいては、十分な検討がなされないまま既存のガバナンス体制を引き継いでいることが少なくない。

あるべきガバナンス体制を念頭に、会社の健全かつ持続的な成長や社会的信頼の確保に足る体制を構築していく必要がある。

ステージ進化に合わせた段階的ガバナンス設計を

以下では、成長ステージに合わせた具体的なガバナンス整備

に必要な点を整理する。

まず、取締役会・監査役設置の「前」に経営管理体制の基盤を整えることだ。取締役会や監査役設置は目的ではなく、実効性のある監督体制を機能させる手段だ。創業期の段階では、シンプルな意思決定構造の下で創業者自らの手腕で事業化を推進していくことを重視し、VCから投資を受けた後は、リードVCをはじめとする投資家の助言を受けながら、VCガバナンスの体制で会社・事業を成長させていくことが肝要である。

この段階で性急に取締役会や監査役を設置することはせず、①内部統制を含む内部管理体制の整備、②専断・決裁・取締役会への上程のワークフローの整備、③取締役・監査役が取締役会で議論することのできる経営指標を可視化したダッシュボードの整備、④利益相反取引の把握・承認プロセスの整備、⑤内部通報制度の導入など経営管理

基盤の整備——を優先すべきである。経営管理基盤が整ったところで、取締役会を設置し、監査役監査を開始することで、実効性のある取締役会運営が期待でき、独立性を保持した状態での監査役監査の実施も期待できるようになる。

次に、急成長期や上場準備期における権限の再設計と人材の登用だ。VCから派遣された取締役が有する権限と、VCが投資契約で保持している「事前承諾権」等の特別な権利との間には、そもそもガバナンス上の矛盾が存在している。すなわち会社法上、取締役は、取締役会の一員として会社の利益のために忠実義務・善管注意義務を負っており、会社全体の利益を優先して行動すべき立場にある。

他方で、VCが投資契約に基づいて保持する「事前承諾権」等は、VC自身の投資価値保護を目的とした私的な権利であり、会社の意思決定に対して強い制

約を加えるものである。これらの契約上の権利は、本来の会社法上の機関決定（株主総会や取締役会）とは異なるルートで意思決定をコントロールすることになる。そのため、会社が急成長し、多様なステークホルダーに配慮すべき状態になった段階においては、可能であればVCが有する特別な権利を段階的に縮小させつつ、取締役会をより実効性のあるものにし、独立かつ専門性の高い構成へ移行することが望ましい。

そして、取締役に、利害関係がなく会社の企業価値向上を第一に考えることができ、ガバナンスに対して深い理解のある者を社外取締役として迎える。監査役や監査等委員の体制も強化し、社外取締役、監査役、監査法人が定期的に情報交換し連携する体制を整備することで、透明性を高めてリスクを低減する体制を構築できる。

ガバナンスの信頼性は、単な

る制度設計の問題ではなく、企業の資金調達力や市場評価に直結する戦略的要素である。特に、海外投資家は取締役会の独立性（社外取締役の比率）や専門性（法務・会計・経営等）を重視するため、その投資判断に大きな影響を与える。

再定義すべき 監査役的地位

最後に、監査役の地位の再定義である。監査役は、経営者から独立し、ステークホルダーに対して会社の信頼性を担保する存在である。しかし「お友達人事」で選任されたり、形式的に設置する意図で顧問税理士を監査役にしたり、監査の専門性のない者が選任されたりする例も少なくない。独立性や専門性を欠いた監査役は、牽制力を失うばかりか、社内に監査自体の形骸化を受け入れる誤った文化が醸成される要因にもなっている。

昨今のスタートアップにおけ

る不正事案において、常勤監査役が役割を果たしていなかったと指摘する声もある。監査役は、取締役の業務執行を監査することを職務とし、会社の業務・財産の調査権等の幅広い権限を有しており、監査を通じて、企業の健全な経営と株主の利益保護を担保する重要な役割を果たす。特に常勤監査役は、社外役員の中で唯一会社に常駐しており、日常的に会社の状況を観察でき、社内情報へのアクセスや内部統制の運用状況を把握する上でガバナンスの要を担う存在である。

そのため、常勤監査役には、職責の重さに見合った能力や考えを持ったプロとして信頼できる人材を登用しなければならぬ。専門的見地から常勤監査役を支える役割を担う非常勤監査役についても、法務・会計・経営等の専門性を有し、独立性が確保された人材を選任することが監査の実効性を高める上で重要になる。

しかし、スタートアップにおいては、監査役に十分な報酬が支払われていない事例も散見される。これは、監査役の責任の重さや専門性に見合った処遇とはいえず、優秀な人材の確保・維持に支障をきたす要因となりがねない。監査役の選任プロセスを適正化し、専門性・独立性を選任要件として明確化するとともに、その職責に見合った適正な報酬体系を整備することが求められる。

監査役自身が自己研鑽を怠らず、社内外の情報を積極的に収集し、経営環境や法制度の変化に対応する姿勢を持つことで、ガバナンス水準の向上が期待される。監査役制度の実効性は、会社の組織風土や経営管理体制に加え、個々の監査役の意識と行動によって担保される。

ガバナンス構築の実効性を巡る三つの提言

以上の課題と対策を踏まえ、

実効性のあるガバナンス構築に向けて次の提言をしたい。

第一に、創業期からアーリー期においては、取締役会設置会社化を形式的に急ぐのではなく、経営管理体制の基盤整備を先行させるべきだ。そうすることで、実効性のある取締役会運営が期待でき、独立性を保持した状態での監査役監査の実施も期待できるようになる。

第二に、VCガバナンスから上場ガバナンスへの戦略的転換を明確に設計することが必要だ。急成長する段階や上場準備に入る段階には、VCが投資契約で保持している「事前承諾権」などの特別な権利を可能な限り縮小させ、独立した社外取締役を増員し、取締役会を「将来の株主」を意識した構成に刷新する。権限委譲と機能分化を通じて意思決定の質・速度・透明性を同時に高めることができる。

第三に、監査役の地位を独立性と専門性を要件として再定義

することだ。選任プロセスをより適正化した上で、その責任に合致した適正な報酬を支払う必要がある。常勤監査役は社外役員で唯一の常勤の機関でありガバナンスの要である。独立性や専門性を欠いた監査役等によって、牽制力を失ったり、社内に監査自体の形骸化を受け入れる誤った文化が醸成されたりする要因を排除することが重要である。

実効性あるガバナンスは、スタートアップの挑戦を「加速」させる装置である。形式から実質へ——この転換が、次世代エコシステムのカギを握っているとの問題意識から、われわれは昨年、J S A S Aを設立した。

J S A S Aは、監査役等を担う人材不足解消のため（量的向上）、日々進化する実務情報を共有し自らもプラクティスを作り発信するため（質的向上）、会員と共にさまざまな活動を展開している。多くのスタートア

ップ、監査役等、支援者の方々と一緒になって企業価値を高めることに貢献していきたい。

えどがわ たいじ

97年太田昭和監査法人（現EY新日本監査法人）入所。10年同法人パートナー。19年スタートアップおよびエコシステム支援を専門とするEDiX Professional Groupを開業、現在に至る。公認会計士。25年J S A S A理事長に就任。

あしざわ みちこ

96年KPMGセンチュリー監査法人（現あずさ監査法人）入所。産業再生機構、アドバンテッジパートナーズを経て、13年に博士号を取得し、横浜国立大学准教授。23年慶應義塾大学准教授。専門はスタートアップエコシステム。25年J S A S A副理事長に就任。

まつざわ かおる

02年森綜合法律事務所（現森・濱田松本法律事務所）入所、19年三浦法律事務所パートナー。21年女性社外役員を育成・紹介するOn Board社を設立。23年から渋谷区副区長。弁護士・ニューヨーク州弁護士。25年J S A S A副理事長に就任。