

2026 年 7 月 13 日 全 8 頁

「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」(VCRHs) の見直し

ベンチャーキャピタルのガバナンス強化と投資魅力向上を図る

金融調査部 研究員 谷 京

[要約]

- 「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」(VCRHs) は、金融庁・経済産業省の共催による「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」が、国内外の機関投資家からの資金供給の拡大およびスタートアップエコシステムの発展を目的として、2024 年 10 月に策定したベンチャーキャピタル (VC) 向けの指針である。策定後、一定の普及は見られるものの、VC による活用は未だ限定的である。そこで、2026 年 6 月 18 日に開催された同有識者会議 (第 4 回) では、VC 業界をめぐる環境変化も踏まえた VCRHs の改訂案が提示・議論された。
- 推奨される事項の見直しでは、ファンド運営管理者 (GP) の受託者責任の深化として、投資先企業のコンプライアンスを含む経営状況の把握やデューデリジェンスの徹底が求められるとともに、ハラスメント対応の制度整備や利益相反管理の強化が追記された。また、GP が差別化戦略やリスク・リターン設計を明確にした投資方針を策定し、ファンドへの投資者 (LP) に分かりやすく説明することを推奨する項目も新設された。期待される事項の見直しでは、スタートアップとの投資契約の適正化や VC による経営支援の高度化、M&A やセカンダリーを含む出口戦略の多様化が強調された。さらに、その他の見直しとして、VCRHs の非機関投資家 LP への適用拡大も示された。
- VCRHs の改訂により、VC のガバナンス強化と投資魅力向上が期待される一方、実効性確保や新興 VC の負担軽減などが今後の課題となる。改訂案は、第 4 回有識者会議における議論を踏まえて取りまとめられた後、パブリックコメントに付される予定となっている。パブリックコメントの結果を反映した上で、2026 年秋頃に改訂版が公表される見込みである。

1. VCRHs 見直しの背景

「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」(VCRHs)は、金融庁・経済産業省の共催による「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」が、国内外の機関投資家からの資金供給の拡大およびスタートアップエコシステムの発展を目的として、2024年10月に策定したベンチャーキャピタル(VC)向けの指針である。画一的な遵守を求める規制ではなく、広く内外機関投資家からの資金調達を志向するVCについて、ファンドへの投資者(LP)およびファンド運営管理者(GP)が柔軟に活用する枠組みとして位置付けられている¹。換言すれば、VCRHsは非拘束的な推奨・期待事項として、VC業界におけるベストプラクティスの形成を図るものである。

現行のVCRHsは、「推奨される事項」と「期待される事項」の二段構成で整理されている。「推奨される事項」は、VCが機関投資家の投資対象となるために備えるべき事項であり、LPに対する受託者責任を踏まえた基本的な運営・ガバナンス規範を示す。「期待される事項」は、投資先企業の企業価値向上などを通じたスタートアップエコシステムの発展が、LPの中長期的なリターンの向上につながり、ひいてはGPによる受託者責任の履行に資するとの観点から、VCに一般的に期待される役割や方向性を示す(図表1)。

図表1 VCRHs の概要

推奨される事項		期待される事項(※)	
推奨・期待される事項の内容	受託者責任・ガバナンス	1. GP(ファンド運営管理者)は受託者責任を十分に認識し、LP(投資者)への説明責任を果たすこと	9. 投資先スタートアップの成長に資する投資契約となるよう、VCが投資先スタートアップと十分に意思疎通を図ること
		2. キーパーソンがファンド運営に専念できる体制等の持続可能な経営体制を構築すること	10. VCが投資先スタートアップに対し、人材紹介、ノウハウ提供等の経営支援を行うこと
		3. VCにおけるコンプライアンス管理の体制を確保すること	11. VCが投資後においても継続的に資本政策支援を行うこと(フォローオン投資、ファンド期間延長、M&A含む最適なエグジット手法・時期の検討)
		4. 他のLPに重大な悪影響を及ぼし得る権利付与を特定のLPに行う場合に、他のLPに当該権利付与について情報提供を行うこと	12. 投資先スタートアップが上場した後に、売却時期や手法を十分に検討すること(クロスオーバー投資についても検討)
利益相反管理等		5. VCにおいて利益相反管理体制を整備し、LPとGPの利益相反事項が生じた場合、LPへの諮問を行う等の適切な対応を行うこと	その他
		6. GPがVCへの出資コミットメントを行う等、LPとGPの利害を一致させるための対応を行うこと	
情報提供		7. VCの保有資産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	※ 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
		8. LPに対して、四半期ごとにファンドの財務情報を提供すること	

(出所) 金融庁『「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」(概要詳細版)」2024年11月8日、2ページより大和総研抜粋

VCRHsの策定後、官民連携の下で周知・普及活動が進められてきた。特に日本ベンチャーキャピタル協会(JVCA)は、コンプライアンスハンドブックの整備や定期的な研修を通じて、受託者責任やガバナンス体制整備に関するVC業界内の認識向上を図るとともに、ベンチマークの整

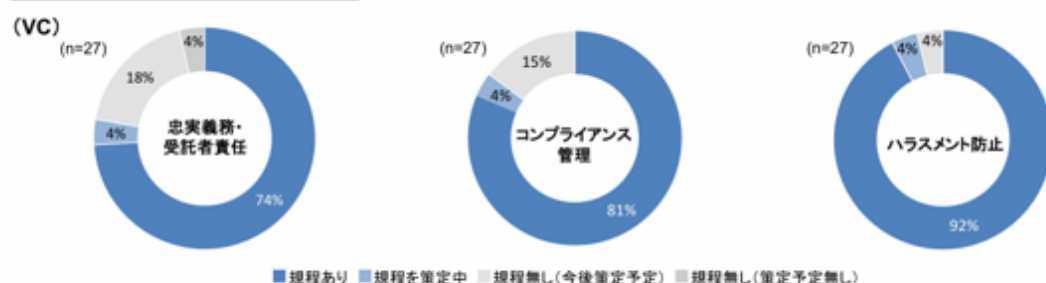
¹ ベンチャーキャピタルに関する有識者会議「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」2024年10月17日、1-2ページ。

備や公正価値評価の導入、デューデリジェンス質問書の作成など、VC 投資家層の拡大に向けた取組みを進めている²。

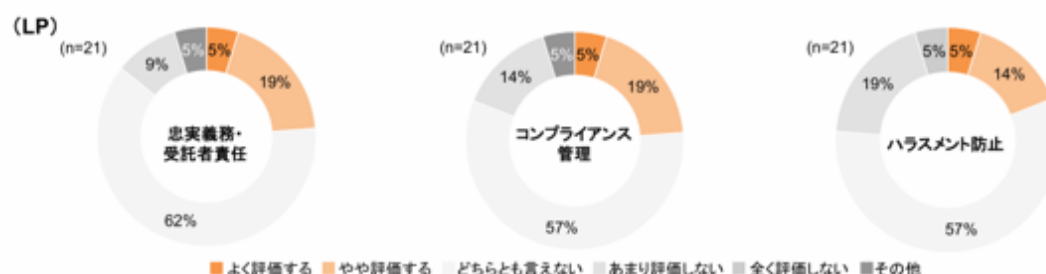
もっとも、金融庁が 2025 年末から 2026 年初にかけて実施したアンケート調査（独立系 VC27 社、LP（機関投資家等）21 社、スタートアップ 777 社を対象）によれば、VCRHs の認知度は高まりつつあるものの、実際の活用は限定的であることが明らかとなった。すなわち、VCRHs を活用したことがあると回答した割合は、VC が 45%、LP が 33%にとどまっている。また、各種ガバナンスやコンプライアンス管理に係る規程整備については、VC 側が一定程度整備を進めていると認識しているのに対し、LP 側はその水準を十分とは評価しておらず、整備状況の評価に乖離がみられる（図表 2）³。これらの調査結果から、VCRHs を踏まえた GP・LP 間の対話が十分に行われていない可能性が示唆される。

図表 2 VC のガバナンス・コンプライアンス管理に関する認識のギャップ

Q. 以下に関する社内規程の策定状況



Q. 以下に関するVCの対応の評価



（出所）金融庁「事務局説明資料（アンケート調査結果）」2026 年 6 月 18 日（ベンチャーキャピタルに関する有識者会議（第 4 回）資料 4）、8 ページより大和総研抜粋

また、これまで VCRHs の他にも、「スタートアップ育成 5 か年計画」に基づく資金供給強化や規制整備等の各種施策が実行され、国内スタートアップエコシステムの強化が図られてきた。しかし、同計画の目標との乖離は依然として大きい。具体的には、同計画では将来的にユニコーン 100 社の創出を目標としているが、2026 年時点のユニコーン企業数は 8 社にすぎない。また、スタートアップの資金調達額についても、2027 年度に 10 兆円規模とする目標に対し、足元の実績は 1 兆円弱の水準にとどまり、横ばいで推移している⁴。こうした現状を踏まえ、

² 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会「[日本ベンチャーキャピタル協会 活動のご紹介](#)」2026 年 6 月 18 日（ベンチャーキャピタルに関する有識者会議（第 4 回）資料 3）、2・8 ページ。

³ 金融庁「[事務局説明資料（アンケート調査結果）](#)」2026 年 6 月 18 日（ベンチャーキャピタルに関する有識者会議（第 4 回）資料 4）、8・27 ページ。

⁴ 金融庁「[事務局説明資料（足下の VC を取り巻く環境、金融庁の取組）](#)」2026 年 6 月 18 日（ベンチャーキャピタルに関する有識者会議（第 4 回）資料 1）、3 ページ。

2026 年 5 月に公表された日本成長戦略会議スタートアップ政策推進分科会の「[スタートアップ総力創出パッケージ](#)」では、「我が国を世界に伍するスタートアップエコシステムとするためには、スケールアップのための成長資金供給の強化が引き続き大きな課題である」と総括されるに至った⁵。

さらに、VCRHs は受託者責任やガバナンス体制整備に関する認識の向上に寄与した一方で、市場環境の変化に伴う新たな対応課題も浮上している。個別企業の不祥事を契機として投資先企業のコンプライアンス管理の重要性が改めて認識されるとともに、IPO を前提としない多様な出口戦略の必要性が高まるなど、VC を取り巻く環境は大きく変化している。その中で、内外機関投資家からの資金調達を志向する VC には、受託者責任の履行やリターン実現の在り方について一層の高度化が求められている⁶。

こうした課題や環境変化を踏まえ、2026 年 6 月 18 日に開催されたベンチャーキャピタルに関する有識者会議（第 4 回）において、VCRHs の見直しが議論されるに至った。

2. VCRHs 改訂案の内容

第 4 回有識者会議では、「[事務局説明資料（ご議論いただきたい事項）](#)」において、見直しの方方向性が「推奨される事項」「期待される事項」「その他」の 3 区分ごとに整理されるとともに、「[ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（改訂案）](#)」（以下、改訂案）が示された。

（1）推奨される事項の見直し

受託者責任の深化

改訂案では、GP の受託者責任に関する注記が追加されている。すなわち、投資先企業の企業価値の毀損によって LP に不測の損失が生じることを防ぐ観点から、GP は投資先企業の選定時およ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（例えば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事業継続計画対応など）を十分に把握すべき旨が追記された。その具体的手法としては、必要に応じて外部知見も活用した会計・財務・法務等に関するデューデリジェンスの実施や、投資先企業の取引先へのヒアリングによる会計情報等の検証が例示されている。また、ファンド責任者のみならず、キーパーソンを含むファンド役職員に対しても、

⁵ 日本成長戦略会議スタートアップ政策推進分科会「[スタートアップ総力創出パッケージ](#)」2026 年 5 月 20 日、4 ページ。

⁶ 金融庁「[事務局説明資料（ご議論いただきたい事項）](#)」2026 年 6 月 18 日（ベンチャーキャピタルに関する有識者会議（第 4 回）資料 5）、3 ページ。

受託者責任の意識の浸透を図るべきとの記述も追加された⁷。

コンプライアンス管理の強化

改訂案では、コンプライアンス管理の推奨事項として、GP 内および GP から投資先企業へのハラスメント防止に関する規程整備が追記された。先述のスタートアップ総力創出パッケージでは「女性起業家を含むスタートアップ関係者の人権を擁護しハラスメントに遭いにくい環境を作る」ことが提言されており⁸、これを踏まえた改訂と位置付けられる。具体策としては、定期的な研修受講によるコンプライアンス意識の啓発、およびステークホルダー（役職員や投資先企業を含む）が安心して相談できる GP 内の独立窓口や第三者機関による相談窓口の設置が注記で例示されている⁹。

利益相反管理の徹底

近年、ファンド運営の高度化・複層化が進む中、GP による他事業との兼任・兼業や複数ファンドの並行運営に伴う構造的な利益相反リスクが増大している。そこで改訂案では、GP が利益相反の生じやすい運営構造にあることを認識した上で、利益相反のおそれがないかを広く検証すべき旨が追記された。特に複数ファンドの運営に当たっては、リソース配分や投資機会、エグジット時期等に関する明確な管理体制の整備が求められている。また、他事業との兼任・兼業がファンド運営に影響を及ぼし得る場合には、その内容を 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ている¹⁰。

公正価値評価の普及促進

JVCA の調査によれば、公正価値評価（スタートアップなどの非上場株式を測定時点の適正な市場価値で評価する国際基準の手法）を採用するファンド数・総額は年々増加傾向にある。しかし、スタートアップに対する公正価値評価は業種や成長ステージによって評価プロセスが大きく異なり、監査法人を含む業界関係者間でプラクティスの蓄積が十分とはいえない。そこで第4回有識者会議では、VCRHs の直接的な改訂ではなく、GP・LP・監査法人等の実務者による協議・研究の場を設け、海外事例も含めた公正価値評価プロセスの事例集作成を目指すというフォローアップ策が提案された¹¹。

⁷ 同上、5 ページ；ベンチャーキャピタルに関する有識者会議「[ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（改訂案）](#)」2026 年 6 月 18 日（ベンチャーキャピタルに関する有識者会議（第 4 回）資料 6）、5 ページ。

⁸ 前掲「スタートアップ総力創出パッケージ」10 ページ。

⁹ 前掲「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（改訂案）」6 ページ。

¹⁰ 同上、7 ページ。

¹¹ 前掲「事務局説明資料（ご議論いただきたい事項）」11 ページ。

投資方針の新設

改訂案の注目点の一つが、推奨事項としての「投資方針」の新設である。VC 投資は、一部の成功案件がファンド全体のリターンを押し上げる収益構造にあるため、いわゆる J カーブ（投資初期はコスト負担によりキャッシュフローがマイナスとなり、その後リターンが上昇する現象）が大きく、リターン実現までに時間を要する。このため、機関投資家においては、比較的短期で安定したリターンを期待できるプライベート・エクイティファンド等が選好されやすい状況にある。こうした中で、VC への資金流入を拡大するには、GP がより高いアップサイドのリターン実現をどのような戦略で行うか明確化し、投資家に訴求することが不可欠とされる¹²。

そこで改訂案では、GP に対し、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を策定し、LP へ分かりやすく説明することを推奨する項目が新設された。また、運用期間中に投資環境が大きく変動した場合には、投資方針の見直しと LP への説明を行うことが考えられる旨も記載されている¹³。

(2) 期待される事項の見直し

スタートアップとの投資契約の適正化

現行の VCRHs では、スタートアップとの投資契約について、資金調達や事業展開の過度な制約とならないよう、GP が契約時に投資先企業と十分に意思疎通を図ることを期待事項としている。改訂案はこの考え方を維持しつつ、GP には LP の利益最大化の観点から投資先企業を規律付ける役割がある一方、契約による過度なコントロールは迅速な経営判断を妨げ、かえって企業価値向上を妨げ得ることを踏まえ、両者のバランスをとることの重要性をより明確に示した。具体的には、投資契約の内容は投資先企業のガバナンス体制・水準、成長フェーズ等の個別事情を踏まえて検討すべきとされている。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す観点から、経済産業省の「[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）](#)」を必要に応じて参考とする旨が追記された¹⁴。

投資先企業への経営支援の高度化

現行の VCRHs では、VC が投資先企業に対して人材紹介、ビジネスマッチング、ノウハウ提供等の経営支援を行うことが期待されている。先述した金融庁のアンケート調査で VC とスタートアップの双方から各種経営支援ニーズの高さが確認されたことも踏まえ、改訂案ではこれらに加えて、経営体制の構築支援と海外展開の支援が追記された。また、こうした支援を実効的に行う観点から、人材紹介やビジネスマッチングを担う専門チームの配置、海外展開支援に係る

¹² 前掲「事務局説明資料（ご議論いただきたい事項）」、12 ページ。

¹³ 前掲「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（改訂案）」9 ページ。

¹⁴ 同上、10 ページ。

海外人材の採用、現地 VC との協業など、体系的な支援体制を構築する重要性についても注記で示されている¹⁵。

出口戦略の多様化

改訂案では、LP のリターン最大化を図る観点から、投資先企業のエグジットについて、M&A や戦略的パートナーとの資本業務提携を通じた譲渡といった複数の出口シナリオを計画的に検討すべきことが明確化された。併せて、既存株主または新規投資家への譲渡といったセカンダリー取引の活用についても、LP・GP 間で十分に意思疎通を図る必要性が示されている。その上で、最適なエグジットの方法・タイミングについて、早期から投資先企業と対話を行い、成長段階に応じた適切な株主構成の形成と企業価値向上につなげることが期待されている¹⁶。

また、新たに追加された注記では、未成熟な段階での早期上場が LP のリターンを毀損するリスクについて言及された。GP には、投資先企業の成熟度に応じた最適なタイミングでの上場の支援が期待されている。さらに、M&A については、投資先企業の成長手段としての有効性も踏まえ、GP 内における M&A に関するノウハウ蓄積や支援体制整備の重要性が強調されている¹⁷。

(3) その他の見直し

適用対象範囲の拡大

現行 VCRHs は、主として機関投資家からの資金調達を目指す VC を念頭に置いている。他方、日本では VC ファンドへの出資者のうち、事業会社や戦略的投資を行う金融機関等の非機関投資家 LP が相応の割合を占めている。改訂案はこのような現状を踏まえ、これら非機関投資家 LP もその投資目的に照らし、VCRHs を必要に応じて参照することが期待される旨を追記した。加えて、金融庁が推進する日本版 EMP（新興運用業者促進プログラム）の下で新興 VC に出資する金融機関等についても、ファンドの規模・体制等の実情に応じて VCRHs を参照することが期待される旨も記載されている¹⁸。

3. 今後の展望

現行 VCRHs 策定後の実態調査と環境変化を踏まえた今回の改訂案によって、多面的な効果が期待される。まず、受託者責任の深化や利益相反管理の強化は、ファンド運営の透明性と規律を高め、LP に対する不測の損失の回避や LP・GP 間の信頼醸成につながろう。また、投資方針の明確化や出口戦略の多様化は、VC ファンドの差別化とアセットクラスとしての魅力向上を

¹⁵ 同上、10-11 ページ。

¹⁶ 同上、11 ページ。

¹⁷ 同上、12 ページ。

¹⁸ 同上、3 ページ；前掲「事務局説明資料（ご議論いただきたい事項）」23 ページ。

もたらし、機関投資家からの資金供給を後押しする効果が見込まれる。さらに、VCによる投資先企業への経営支援の充実は、スタートアップの成長加速とVCの存在価値向上に資すると考えられる。

もちろん、今後も継続的に検討を要する課題もある。第一に、実効性確保の仕組みである。VCRHsはあくまで任意の指針であるため、VCRHsの活用を促すインセンティブ設計や周知活動の継続的強化が求められよう。第二に、新興・小規模VCへの負担である。公正価値評価の導入や経営支援体制の構築等は人的・金銭的成本を伴う。新興運用業者にとって過度な負担とならないよう、段階的な対応を許容する仕組みが重要である。第三に、スタートアップへの影響である。GPによるデューデリジェンスの徹底や契約統制強化は投資先企業のガバナンス向上に資する一方、スタートアップの事務負担増や経営の自律性への過度な干渉につながる懸念もある。改訂案もこの点に配慮し、投資先企業との十分な意思疎通や経済産業省「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）」の参照を促しているが、実務上のバランスが問われよう。

VCRHsの改訂案は、第4回有識者会議における議論を踏まえて取りまとめられた後、パブリックコメントに付される予定となっている。パブリックコメントの結果を反映した上で、2026年秋頃に改訂版が公表される見込みである。