

重要な注意事項（免責事項）：本資料は、一般的な情報提供および教育目的のみに供されるものです。本資料は法律助言または投資助言を提供するものではなく、そのようなものとして依拠してはなりません。本資料における特定の企業・創業者・個人に関する記述は、すべて公開されている情報に基づいており、報道記事、規制当局への提出書類、裁判資料などの公的情報源を含み、また本資料内に記載の出典に基づいています。本資料で述べられている事案には、現在進行中または未解決の手續が含まれています。本資料に記載されているいかなる個人または企業についても、いずれの裁判所においても法的責任、不正行為または有罪の認定はなされていません。また、本資料のいかなる記載も、そのような認定が存在することを断定または示唆するものとして解釈されるべきではありません。Acuity Law および執筆者は、本資料を利用または信頼したことにより生じるいかなる損害についても一切の責任を負いません。

Paper Tigers: スタートアップの契約が機能しないとき

A. あなたが頼りにしている“鎧”

最終的に署名済みの株主間契約（SHA）へと移行するすべてのタームシート（条件規定書）には、投資家保護条項が数多く盛り込まれており、書面上は非常に強力な内容に見えます。これらの条項は、双方の弁護士の間で激しく交渉されます。しかしインドでは、創業者との紛争が深刻化した場合、驚くほど多くの条項が実務上は執行困難であることが明らかになります。

本項では、一般的に用いられる手法および枠組みと、それに伴う実務上の典型的な制約について解説します。

保護条項	SHA における理論上の機能・役割	インドの法制度における実務上の限界
リバースベスティング/創業者のベスティング	創業者は通常、3～4年かけて株式を段階的に取得する。ベスティング完了前に退職した場合、または正当事由による解雇（不正行為の疑いや重大な過失を含む）があった場合には、未ベスティング株式は通常、1株あたり1ルピーなどの名目的価額で会社に返還される。この仕組みは理論上、有効な抑止力として機能する。	この条項は理論上、創業者の不正行為に対する強力な抑止力とされている。しかし実務上は、当該条項を正当事由に基づいて発動するためには、不正行為について決定的な証拠を立証する必要がある。また、創業者はほぼ例外なく解雇を争うため、紛争は長期化する傾向にある。
グッドリーバー/バッドリーバー (Good Leaver/Bad Leaver)	「バッドリーバー (Bad Leaver)」に分類された創業者は、正当事由として SHA 違反や重大な不正行為が認められる場合、すでに権利が確定した株式であっても、割引価格で没収される可能性がある。	インド法のもとでは、このような条項の執行は、正当事由を法的に立証できるか否かに関する裁判所または仲裁廷の判断に依存する。そのため、裁判所または仲裁廷は、条項の合理性およびこれに基づく正当事由の有無について

		厳格に審査し、その執行の可否を判断することとなる。
留保事項と取締役会権限	投資家は取締役を選任し、関連当事者取引、借入、監査人の変更ならびに一定金額以上の設備投資については、取締役会の事前承認を要する。	問題の核心は、契約条項そのものの設計ではなく、その実際の運用にある。投資家側の取締役は、多くの場合、複数の投資先企業の取締役を兼務するVCパートナーであり、複雑な経営情報システムを十分な深さで精査・監督するための時間やリソースを欠いていることが少なくない。その結果、経営陣が形式上存在する取締役会統制を実質的に無効化できてしまう場合がある。
監査委員会と独立性を有する CFO (最高財務責任者)	シリーズ B 以降、通常、SHA では監査委員会の設置が義務付けられ、CFO は CEO への報告に加え、監査委員会への報告も求められる。	GoMechanic、BharatPe、MedikaBazaar のような著名なガバナンス崩壊事例では、これらの報告ラインは当初から構造的に機能不全であったか、支配的な創業者により意図的に回避されていたか、あるいは完全に無視されており、その結果、監査委員会は企業の実態に即した財務状況を把握できない状態に陥っていた。
R&W (表明保証) と補償条項	創業者は、会社の財務諸表が完全に正確であることについて広範な表明保証を行う。これらの表明保証に重大な違反があった場合、補償請求が発生し、創業者はその結果生じた損失を全額補填する義務を負う。	執行には、創業者が回収可能な個人資産を保有していることが厳密に要求される。たとえば、MedikaBazaar のシリーズ C 投資家は同社に対して 278.7 億ルピーの補償請求を提起したが、このような巨額の金額を実際に回収することは、執行リスクを伴う数年単位に及ぶ非常に長期の法的手続きとなる。
ドラッグアロング権 (少数株主強制売却権) / 希薄化防止条項 / 債務不履行事由	投資家は、投資家が完全なイグジットを実現するために、少数株主 (創業者を含む) に株式を売却させる契約上の権利を有している。この権利は、多くの場合、債務不履行事由における希薄	ドラッグアロング権は、しばしば複数法域にまたがる激しい訴訟に発展する。Shaadi.com の紛争事例に見られるように、創業者は会社法上の株主抑圧および経営不正に基づく法的請求を活用することで、競合会社への強制的

	化防止（ラチェット）条項とあわせて発動される。	な売却を実質的に遅延させ、結果としてイグジットは数年に及ぶ手続き上の訴訟に巻き込まれる。
プット権（売却請求権）	SHA におけるプット権とは、契約上の権利であって義務ではなく、投資家が創業者（Promoters）や場合によっては会社に対して、自身の保有株式をあらかじめ定められた価格で、または特定の事由が発生した場合に買い取らせることができる権利である。	理論上、プット権の仕組み自体はシンプルだが、インドの規制環境は、特に非居住者のプット権保有者に対して複数の摩擦を生じさせる。インド準備銀行（RBI）は、非居住者がプット権を行使した際に保証された売却価格を取得することを許可しない方針を一貫して維持しており、売却価格は売却時点での株式の公正価値に基づくべきであると主張している。

B. なぜ鎖は錆びるのか

投資家がインドで株主間契約（SHA）の保護条項を円滑に実行できないのは、私的契約と国家の上位法規との根本的な対立に直接起因します。契約上の私的取り決めが国家の公共政策と衝突した場合、後者が優先され、特定の条項は執行できなくなります。

i. 競業禁止

株主間契約（SHA）終了後も効力を持つように設計された競業禁止条項は、商取引の自由を制限する契約に該当するため、1872年インド契約法（Indian Contract Act, 1872）第27条に基づき無効となります。そのため、創業者は会社を退いた後、原則として直ちに競合事業を立ち上げることが可能です。

競業禁止条項が法的に強制される唯一の例外は、事業の営業権が譲渡される場合です。営業権の譲渡に際しては、売り手が買い手と合意の上で、買い手が事業を行う特定の地域内で類似事業を行わないことを約束することが認められます。ただし、当該地域における制限は、事業の性質を考慮し、裁判所が合理的と認める場合に限られます。

株主間契約（SHA）では、通常、営業権の譲渡は行われません。そのため、SHAに含まれる競業禁止条項は、契約終了後も効力を持つように記載されていても、インドの裁判所では原則として法的に強制できません。

ii. 1999年外国為替管理法（FEMA 1999）と保証リターンの禁止

プット権は、国際的なベンチャーキャピタル契約書において基本かつ重要な条項であり、外国投資家に対して、イグジット時に保証された最低売却価格や最低利回りを提供するものです。これらのオプション

ンは、非常に変動の大きい新興市場において、投資家を下振れリスクから保護することを目的として設計されています。しかし、インドでは、これらの条項は 1999 年外国為替管理法（Foreign Exchange Management Act, “FEMA” 1999）およびインド準備銀行（RBI）が管理する関連資本規制に完全に反しています。

インド準備銀行（RBI）は、非居住者投資家に最低リターンを保証する契約上の取り決めを、許可されない資本取引として厳格に禁止しており、インドの外為政策の基本原則に反するとみなしています。具体的には、規制ガイドラインにより、オプション条項では外国投資家が行使時点で決定された時価（FMV）のみで退出できることが規定されており、事前に合意された保証リターンや保証された最低評価価格を付すことは認められません。それにもかかわらず、外国投資家やその海外顧問はインドの株主間契約（SHA）に保証リターン付きプット権を盛り込み続けており、その結果、行使時に基本的に法的に執行できない条項が生じます。この場合、資金送金にはインド準備銀行（RBI）との複雑なコンパウンディング手続きが必要となります。

iii. 重要な税務上の影響

グッドリーバー/バッドリーバー（Good Leaver/Bad Leaver）

ペナルティ条項であるグッドリーバー/バッドリーバー条項（Good Leaver/Bad Leaver）の履行は、2025 年インド所得税法（Income-tax Act, “IT Act” 2025）に基づき、重大な税務上の影響を及ぼす可能性があります。バッドリーバー（Bad Leaver）事象が発生した場合、創業者の株式が名目上の価値（例：1 株あたり 1 ルピー）で他の投資家（場合によっては他の創業者も含む）に強制的に譲渡されることがあります。この場合、濫用防止規定として、2025 年所得税法（Income-Tax Act, 2025）第 92 条 2 項(m) [1961 年所得税法（Income Tax Act, 1961）第 56 条 2 項(x)に相当] が適用されます。この規定では、いかなる資産（非上場株式を明示的に含む）が、公正市場価値（FMV）より低い対価で取得され、その差額が 50,000 ルピー（約 530 米ドル）を超える場合、当該差額（Shortfall）全額が資産を受け取った者の「その他の所得」として課税されることが定められています。公正市場価値（FMV）は、2025 年所得税法（Income-Tax Act, 2025）第 92 条 2 項（m） [1961 年所得税法（Income-Tax Act, 1961）第 56 条 2 項（x）に相当] の適用において、2026 年所得税規則（Income-Tax Rules, 2026）第 57 条 [1962 年所得税規則（Income-Tax Rules, 1962）11UA に相当] に従って算定されます。当該規則では、非上場株式の公正市場価値（FMV）を算定するために、調整後の資産価値（特定資産クラスの市場評価額、規則に基づく株式および証券の FMV、不動産の印紙税評価額、その他の資産の簿価）の合計から負債を差し引く方式が定められています。この所得は、株式を受け取った者の所得階層に応じた税率（slab rate）または場合に応じて限界税率（MMR）で課税されます。

同時に、退任する創業者も 2025 年所得税法（Income-Tax Act, 2025）第 79 条 [1961 年所得税法（Income-Tax Act, 1961）第 50CA 条に相当] に基づく影響を受けます。この規定では、株式が公正市場価値（FMV）を下回る価格で譲渡された場合、法定上、その公正市場価値（FMV）が売り手にとっての譲渡対価の全額とみなされます。その結果、売り手は、実際に受け取った名目上の 1 ルピーではなく、公正市場価値（FMV）の全額として計算され、キャピタルゲイン税が課税される可能性があります。こ

れにより、二重課税のリスクが生じます。第一に、株式を受け取った者は差額（Shortfall）が「その他の所得」として課税されます。第二に、株式を譲渡する売り手は、公正市場価値（FMV）に基づくキャピタルゲイン税が課税されます。この二重課税のリスクにより、バッドリーバー（Bad Leaver）条項の執行は複雑化します。なお、2025年所得税法（Income Tax Act, 2025）第79条〔1961年所得税法（Income Tax Act, 1961）第50CA条に相当〕の適用において、関連する公正市場価値（FMV）は、2026年所得税規則（Income Tax Rules, 2026）第57条〔1962年所得税規則（Income Tax Rules, 1962）11UAおよび11UAAに相当〕に従って算定されます。

一方、グッドリーバー（Good Leaver）の場合、譲渡対価が公正市場価値（FMV）であるとき、既存の創業者における資本資産の譲渡から生じる利益や利得は、2025年所得税法（Income-Tax Act, 2025）第67条〔1961年所得税法（Income Tax Act, 1961）第45条に相当〕に基づき、キャピタルゲイン税として課税されます。

キャピタルゲイン税は以下のとおり課税されます。

#	利得の性質	有価証券	税率	閾値/条件
1	長期	上場株式	12.5%	年間 125,000 ルピーを超える利得に対して課税
2	長期	上場株式以外	12.5%	総利得に対して課税（閾値控除なし）
3	短期	上場株式	20%	総利得に対して課税
4	短期	上場株式以外	階層税率 (Slab rate) / 限界税率 (MMR)	納税者に応じて課税

GAAR 上の問題点

強制的なドラッグアロング（Drag-Along）売却において、連続する評価ラウンド間で著しい格差が生じた場合、2025年所得税法（Income-Tax Act, 2025）に基づく一般的アンチ・アボイダンス規定（GAAR）が適用される可能性があります。これにより、当該取引は不適法な節税契約（Impermissible Avoidance Agreement）として分類され、税務当局によって退出取引全体が税務上再評価される場合があります。不適法な節税契約（Impermissible Avoidance Arrangement）とは、参加者に税務上の利益をもたらし、かつ商業的実質を欠く取引を指します。

保証

創業者から受け取る保証金 (Indemnity payments) は、課税上の取り扱いに関して複雑な問題を引き起こす可能性があります。違反の具体的な性質に応じて、税務当局は、当該保証金を受け取った者の手元で課税所得 (taxable income) として扱う場合があります。

2025年所得税法 (Income-Tax Act, 2025) における基本的な区別は、保証金 (Indemnity receipt) が**資本的収入 (capital receipt)** に該当するかかどうかです。一般的に資本的収入は課税されませんが、特定の課税規定に該当する場合を除きます。これに対して、**収益的収入 (revenue receipt)** は課税所得として課税されます。裁判例においては、資本資産の喪失や資本権の消滅に対して受け取る補償金は資本的収入 (capital receipt) とされる一方、営業利益の喪失や継続的な収入の喪失に対して受け取る補償金は収益的収入 (revenue receipt) とされることが判示されています。さらに、このような課税対象となる所得は、受領者の手元における当該保証金 (Indemnity receipt) の所得区分に応じて、異なる税率で課税される可能性があります。

保証金を受け取る当事者が非居住投資家である場合、適用される税率および課税上の性質 (所得の区分) の判定は、さらに複雑になります。

- 当該収入が第9条に基づきインド国内に源泉があるかどうかを判定する必要があるため、その結果、インドの支払者 (すなわち創業者) に源泉徴収義務が生じる可能性があります。
- 租税条約の分析 – ほとんどの二重課税防止条約 (DTAA) には保証金 (Indemnity receipts) に関する特定の条項が存在しないため、当該収入は既存の条約条項 (その他の所得、資本利得、または営業利益) に該当させる必要があります。各条項・分類ごとに、適用される条約上の保護や税率が異なります。

このような課税により、被害を受けた投資家が実際に回収できる資金 (net financial recovery) が大幅に減少する可能性があります。

iv. 執行に伴う実務上の課題

契約上の権利が完全に起草され、法的にも有効であっても、実際に行使するには多くの課題が伴います。今日のほぼすべての株主間契約 (SHA) には仲裁条項が含まれていますが、それだけでは裁判所の介入を完全に排除することはできません。多くの場合、投資家が自らの権利を行使しようとする際、創業者が1996年仲裁・調停法 (Arbitration and Conciliation Act, 1996) 第9条に基づき暫定差止めを求めて民事裁判所に申し立てを行ったり、2013年会社法 (Companies Act, 2013) 第241条~第242条に基づき抑圧および経営不正を主張する請願を提出したりするリスクは高いです。しかし、暫定的救済は請求すれば自動的に認められるものではなく、表見上の主張 (prima facie case)、便宜の衡量 (balance of convenience)、および救済を求める当事者に取り返しのつかない損害が生じるおそれがあることを立証する必要があります。それでもなお、創業者はこれらの基準を満たすことが可能な場合があります。なぜなら裁判所は一般的に敵対的な企業行動に慎重だからです。創業者は、抑圧行為の表見上の妥当性を立証し、投資家が提案する行動が実行されると取り返しのつかない損害が生じることを示すことにより、仲裁手続き完了までの間、投資家の権利行使に対して暫定差止めを認めさせる場合があります。

Shaadi.com の事例では、投資家が退出権を行使しようとした際、創業者が国家会社法裁判所（National Company Law Tribunal, NCLT）に対し、抑圧および経営不正を理由とする申し立てを行いました。投資家は、シンガポールの裁判所からアンチスーツ差止命令を取得し（SHA に基づき、仲裁はシンガポールを本拠地として行われることが定められていたため）、創業者が NCLT での手続きを続行することを制止しました。これに対し、創業者はボンベイ高等裁判所からアンチ仲裁差止命令を取得し、「抑圧および経営紛争はインド法上仲裁不能である」という理由で、シンガポールのアンチスーツ差止命令の執行を阻止しました。

インドの裁判所による仲裁手続きへの監督を回避するため、投資家は仲裁条項において仲裁地をインド国外の場所と定めることを求める場合があります。特に、シンガポールやロンドンなどの法域での仲裁が望ましいとされています。外国を仲裁地として定める際、投資家は、1996 年仲裁・調停法（Arbitration and Conciliation Act, 1996）第 9 条が当該外国を仲裁地とする仲裁には適用されない旨を明記する必要があります。ただし、第 9 条に基づく申請が常に創業者にとって有利な手段となるわけではない点にも留意すべきです。第 9 条に基づく申請は、特に投資家が仲裁手続きの完了までの間、創業者が紛争対象に損害を与えることを防止したい場合には、投資家にとっても有効な手段となり得ます。したがって、外国を仲裁地とする第 9 条の適用除外も、関連要素を十分に考慮し、慎重に判断する必要があります。

外国に拠点を置く仲裁については、投資家は、特にシンガポール国際仲裁センター（SIAC）やロンドン国際仲裁裁判所（LCIA）などの機関を通じて行われる仲裁が、効率的かつ高品質な紛争解決手段を提供する一方で、相応の費用が必要となることも留意する必要があります。

とはいえ、唯一の良い選択肢が外国に拠点を置く機関仲裁であるわけではないことを忘れてはなりません。インド国内でも機関仲裁は着実に普及しており、ムンバイ国際仲裁センター（MCIA）などの機関は、当事者に効率的で質の高い紛争解決の場を提供することで、高い評価を築きつつあります。したがって、ムンバイ国際仲裁センター（MCIA）などの機関を通じたインド国内仲裁は、外国に拠点を置く仲裁に代わる現実的な選択肢として検討することができます。

インド国内に拠点を置く仲裁でよく指摘される課題としては、インド裁判所による監督が行われることや、「明白な違法行為（patent illegality）」などの追加的理由が、仲裁判断に対する異議申し立ての手段として利用される可能性があることが挙げられます。裁判所の関与を最小限に抑えるため、投資家は、裁判所の管轄を利用するのは本当に必要な場合に限るべきです。さらに、投資家は、株主間契約（SHA）および適用法に従って、すべての行動を適切に実施することを確実にする必要があります。これにより、相手方が裁判所や国家会社法裁判所（NCLT）などの他のフォーラムに提訴した場合でも、投資家に過失がないことを裁判所に示し、効果的に対応することが可能となります。

仲裁判断が取り消されるリスクについては、制度的仲裁機関のもとで仲裁を行うことで、この懸念を軽減することが可能です。制度的仲裁では、当該事案を裁定する適格な仲裁人が任命されることが確保されます。通常、仲裁人は自然正義の原則に従い、すべての当事者にとって公平な方法で手続きを進め、

証拠を適切に評価したうえで、十分に理由付けされた判断を下します。そのため、裁判所によって仲裁判断が取り消される可能性は大幅に低くなります。

外国仲裁判断の執行に関しては、ほとんどの執行申請が、仲裁法（Arbitration Act）第 II 部第 I 章（ニューヨーク条約に基づく外国仲裁判断）に基づいて提出されます。このような執行申請が提出されると、ほとんどの場合、債務者側から異議申し立てや争いが生じます。たとえ債務者側から異議申し立てがない場合でも、裁判所はインドの公共政策を含む諸要素に基づき、仲裁判断を精査する権限を有しています。インドの裁判所は一般的に仲裁判断の執行に前向きな姿勢を取っており、執行を拒否するのは限定的な場合に限られます。したがって、外国の仲裁判断の権利者がその利益を享受するには、いくつかの障壁をクリアする必要があります。

刑事手続きは、進行が遅く、その結果も不確実です。さらに、これらの手続きを進めても、達成を目指す商業上の目的、すなわち金銭の回収や株主間契約（SHA）の特定条項の履行といった目的は実現できません。刑事手続きは、手続きを開始した者の戦略的な商業上の目的を達成するためのものではなく、不正行為を行った者を処罰することを目的としています。

v. 防御の第一線としてのデューデリジェンス

Theranos や FTX の詐欺事件は、投資家がデューデリジェンスを怠ると何が起こるかを示す典型例です。Holmes の投資家は 6 億米ドル以上、SBF の投資家および顧客をあわせて 110 億米ドルを失いました。これは、誰も伝えられた内容を独立して検証しなかったことによるものです。Holmes は自社技術の検証済みや軍事契約の存在を虚偽に主張し、SBF は顧客資金が完全に分別管理されていると投資家に虚偽の保証を与えました。基本的な監査や第三者による検証を行ってれば、これらの虚偽は即座に明らかになったでしょう。いずれの場合も、投資家はカリスマ的な創業者、著名な共同投資家、説得力のあるストーリーに惹きつけられ、財務的証拠の代わりに社会的証明を信じ込んでしまいました。教訓は明白です。主張が大きく、評価額が高いほど、財務・技術・ガバナンス・関連当事者取引について、独立した厳格な検証を行う必要があります。不正は、確認されないままの信頼が増すのと同じ速度で拡大するのです。

vi. クローバック条項：判例が限られた契約上の規定

インドには、創業者向けのクローバック条項を個別に規律する独立した法律は存在しません。クローバック条項は完全に契約上の規定であり、主に株主間契約（SHA）や創業者契約を通じて構築されます。BharatPe–Ashneer Grover 事件は、インドにおける最も示唆に富む判例です。ガバナンス上の不備を背景にグローバーが退出した際、BharatPe は株主間契約（SHA）を根拠に、シンガポール国際仲裁センター（SIAC）仲裁を通じて彼の約 1.4% の未権利確定株式のクローバックを開始し、最終的に 2024 年にグローバーがすべての株式保有権を放棄する形で和解しました。この事例は、クローバック条項の仕組み自体は機能するものの、執行には時間がかかり、仲裁に依存しており、スムーズに進むことは稀であることを示しています。

vii. ガバナンス上の不備

BYJU'S、BharatPe、MedikaBazaar などの事例に共通する構造的な課題として、投資家が法定監査人に直接アクセスできる契約上の仕組みがないことが指摘されています。各事例では、監査人との関係が CFO や CEO を通じて上層部に伝わる構造になっており、取締役会は管理部門が提示する内容のみを受け取っていました。不正が疑われる場合、まさにそのルートが影響を受けやすくなります。したがって、株主間契約（SHA）には、いずれかの投資家取締役が合理的な理由に基づき財務不正を疑う書面による要求を行った場合、取締役会は管理部門が同席せずに法定監査人との面会を開催する義務を明記すべきです。監査人の所見は、経営陣や創業者を経由せず、直接取締役会に報告されなければなりません。なお、2013 年会社法（Companies Act, 2013）第 177 条では、監査委員会が監査人と直接議論する権限がすでに定められています。しかし、多くの株主間契約（SHA）に欠けているのは、投資家が一定期間内（例えば 7 営業日以内）にこの手続きを発動する契約上の権利です。

C. 報告事例にみられる警告パターン

公開されている報道や規制当局への届出をレビューした結果、問題となったガバナンスの崩壊に先立ち、繰り返し見られる共通のパターンが浮かび上がりました。これらは、個々の事例における予測因子として提示されるものではなく、観察された場合に注意を強化すべき指標として示されています。

- i. **監査済み財務諸表の提出遅延または不完全：Business Standard および Inc42（2023 年）によると、BYJU'S は 2022 会計年度の監査済み財務諸表を、会計年度末から約 18 か月後に提出しました。その後、法定監査人であるデロイトは、監査手続きを完了できないことを理由に辞任しました。報道によれば、この遅延期間中の投資家の対応は限定的であったとされています。監査済み財務諸表の作成が 120 日を超えて遅延することは、重大なガバナンス上の懸念事項とみなされます。**

監査人への独立したアクセスの制限：経営陣が会社と法定監査人との間の情報の流れを管理・制限する場合、監査プロセスの独立性や信頼性が損なわれる可能性があります。
- ii. **財務管理部門における関係者の関与：Inc42（2022）の報道によれば、Alvarez & Marsal が作成したフォレンジック・レポートでは、BharatPe の共同創業者の家族が財務管理部門の上級職に配置されていたとされています。財務監督や承認権限を持つ役職に関係者を任命することは、認識されているガバナンス上のリスク要因です。**
- iii. **CFO の突然の退任や欠員：Inc42 および CapTable（2025 年 4 月）の報道によると、MedikaBazaar の共同創業者で CFO を務めていた人物は、2023 年に退任しました。同じ報道によれば、およそ 6 か月後に匿名の内部告発者による通報が法定監査人に提出されました。成長段階にある企業において説明のつかない CFO の退任は、速やかな調査を要する重大なサインです。**
- iv. **経営陣からの情報と監査人の所見の乖離：月次経営報告では業績の改善が示されている一方で、監査人が財務諸表に承認を与えられない場合、その理由が単なる調整の遅れであるとは限りません。**
- v. **一次資金調達中の創業者によるセカンダリー売却の要求：創業者が会社が新たな資金調達を行っているタイミングで既存株式の売却を希望する場合、その状況次第では、重要な事業上の展開が生じ**

る前に個人的な流動性を確保したい意図を示している可能性があります。このような要求は、慎重に検討されるべきです。

- vi. **取締役会への否定的報告の欠如**：常に肯定的な報告ばかりが取締役に提出され、異議や留保が一切ない場合、取締役会は会社の実際の状況を正確に把握できていない可能性があります。

D. 唯一、効果があったと見られるガバナンス対応：BharatPe の事例

本項で取り上げた企業のうち、BharatPe は、事業に致命的な影響を与えずガバナンス上の崩壊を乗り越えたと報じられている唯一の企業です。報告された一連の経緯を検討する価値があります。

Inc42 および Business Standard による 2022 年 3 月～2024 年 9 月の報道によれば、BharatPe の取締役会は 2022 年初頭、財務上の不正行為を指摘する内部告発を受けました。取締役会は通報から数日以内に共同創業者の業務アクセスを停止し、Alvarez & Marsal に独立フォレンジック調査を委託しました。また、約 88.67 クローレ（約 88 億 6700 万ルピー）の回収を求めて、デリー高等裁判所に民事訴訟を提起したと報じられています。その後、2024 年 9 月に民事和解が報じられ、共同創業者は自身の全株式持分を放棄したとされています。一方、2023 年 5 月に経済犯罪部（EOW）によって提出された第一情報報告書（FIR）は、別個の進行中の案件として扱われています。

報じられた結果、事業は継続して運営・成長しており、その成功には、取締役会の迅速な対応や業務権限の維持、そしてフォレンジック調査と並行した民事救済措置の判断が大きく寄与したと考えられます。

本項で取り上げた各事例に共通して観察されるのは、問題の認識から取締役会の対応までに遅れがあるほど、投資家や会社にとって望ましくない結果になりやすいという点です。

E. 実務上の指針：現場でのリファレンス

以下の観察事項は、本資料で取り上げた事例に関する公開情報に基づいています。投資家や取締役会メンバーに向けた実務上の参考として意図されており、公開記録から得られる教訓を反映しています。これらは法的助言ではなく、個別の状況に応じて必ず専門家の法的助言を受ける必要があります。

サブシステム	✓ やるべきこと	✗ やってはいけないこと
財務管理と人員	CFO の任命には必ず共同承認を義務付けること。また、CFO がすべての法定監査およびコンプライアンス業務について、CEO を介さず直接監査委員会に報告する体制を法的に整備すること。	関係者、家族、または過去に関連のあった企業・団体が、財務管理、資金管理、またはベンダー承認業務に関与するポジションを保持することを許可しないこと。

監査コンプライアンスと 期限管理	SHA に監査済み財務諸表の提出期限を明確かつ譲れない 120 日以内と定める。期限を超過した場合は法的にデフォルト事象とみなし、期限到来時に直ちに正式な法的通知を送付する。	「監査人がまだ確認中だ」という曖昧で文書化されていない経営陣の保証を受け入れてはならない。監査の遅延が続くことは、単なる事務的な遅れではなく、体系的な財務不正の最も明白な兆候の一つである。
フォレンジック監査および監督	独立したフォレンジック調査を 18～24 か月ごとに積極的に実施し、調査会社には、すべての社内取引の流れを追跡し、関連当事者が関与するベンダー契約を精査するよう明示的に指示すること。	取締役会への出席だけでガバナンスが成立するわけではない。投資家が指名した非常勤取締役が、会議前夜に MIS を受け取るだけの場合、基本的に受託者責任を果たしていない。
適格な人材	実質的な財務専門知識を有する独立取締役を任命すること。単に肩書きや評判が高いだけの上級専門職ではなく、実務能力に優れた人物を指す。	学歴や職歴だけを誠実さやガバナンスの質の代理指標として扱ってはならない。本項で取り上げた複数の事例には、優れた経歴を持つ創業者も含まれている。
危機対応体制	深刻な懸念が生じた場合は、72 時間以内に対応すること。システムアクセスを停止し、文書・通信記録を保全し、フォレンジック担当弁護士に指示を出す。また、SHA のデフォルト条項を発動し、プロモーターの権利を制限する。	刑事手続は避けること。それらは不当に長引くうえ、商業上の目的達成にも役立たない。
イグジット戦略および執行	民事上の救済策を優先し、SHA に基づく持分没収の仕組みや、創業者を資本構成表から恒久的に排除するための構造化された交渉済み和解手続きを活用する。	終了後の競業禁止条項（第 27 条により無効）および確約されたリターン付きプットオプション（FEMA 規制違反）に依存してはならない。いずれも、実効性のない偽りの安心に過ぎない。
仲裁	評判ある機関による仲裁を選択し、インド国内外の裁定地は、費用・効率・出席の利便性などを考慮して決定する。	すべての関連要素を評価せずに、安易に外国を仲裁地として選択してはならない。

<p>ファンドマネージャーの説明責任</p>	<p>リミテッドパートナーに対し、財務パフォーマンス指標だけでなく、ガバナンス上の懸念も日常報告の一部として開示させる。</p>	<p>合理的な疑念の確認を待って対応を先延ばしにしてはならない。否定できない不正が明らかになったときには、すでに多くの資本が回収不可能になっている可能性がある。</p>
------------------------	--	--

F. 結論

インドのスタートアップにおけるガバナンスの課題は、根本的に契約書の文言に起因するものではありません。成長段階の投資取引において用いられる株主間契約（SHA）は高度に洗練されている一方で、しばしばインドの実務の現実と乖離しています。真に問題となるのは、これらの契約上の権利を実効的に行使・執行するための現実的な前提条件と、当事者にその行使を促す商業的インセンティブです。

ファンドマネージャーは構造的な緊張関係に直面しています。つまり投資先企業におけるガバナンス上の問題を特定し、それに対応することは、簿価の引下げを伴い、それがビンテージのパフォーマンスに影響を及ぼし、ひいては次回のファンドレイズに影響を及ぼします。この緊張関係は、不作為を正当化するものではありませんが、それを説明するものではありません。

Inc42（2025年5月）の報道によれば、GoMechanic 事案に關与した複数のベンチャーキャピタル・ファンドのリミテッド・パートナーである SIDBI は、当該取引後、ファンドマネージャーに対し、そのガバナンス慣行について直接問いかけたとされています。これは、リターンのみにとどまらず、コンダクトに焦点を当てた LP レベルでの精査としては、比較的異例の事例といえます。

こうした監督が常態化し、リミテッド・パートナーがガバナンス上の行為を IRR と並ぶパフォーマンス指標として扱うようになるまでは、投資家保護を目的とするこれらの契約は、多くの場合、よく練られてはいるものの実効性を欠く「張り子の虎」のままにとどまることとなります。

執筆者および免責事項

著者：Souvik Ganguly & Jagannathan M

リサーチアシスタント：Deval Pandya

本稿に記載された事項に関するご質問または追加のご相談につきましては、Acuity Law (al@acuitylaw.co.in) までお問い合わせください。

本稿は情報提供のみを目的として作成されたものであり、法的または税務上の意見を構成するものではありません。本稿に含まれるいかなる内容も、個別の専門的助言の代替として依拠されるべきものではありません。Acuity Law は、事前に専門家の助言を受けることなく本稿の内容に依拠したことに起因して生じるいかなる損害についても、一切の責任を負いません。