

ベンチャー企業への融資と倒産

事業再生/倒産ニュースレター

2026年2月16日号

執筆者:

柴原 多

m.shibahara@nishimura.com

村上 達明

ta.murakami@nishimura.com

1. 始めに

近時、日本でもベンチャーファイナンスが活発化している。その背景事情は様々であるが、概略以下のように整理できるであろう。

現代においては様々な社会的課題が多く存在している（例えば少子高齢化による労働力不足は分かりやすいところである）。こうした課題を解決するための先端技術に係る資金調達の必要性については金融機関等の投資家の理解を得やすいところであるが、当該先端技術は必ずしも大企業からばかり生まれるわけではなく、柔軟且つ迅速な判断が可能という利点を有する新興企業から生まれることもある。このような状況と、資金が豊富に市場に存在し、（2020年台前半の）低金利の下で単なる融資以外の資金供与の需要が増大した状況（資金調達の多様化）とが相まって、ベンチャー市場において、通常の融資に留まらずエクイティー投資も活発に行われる傾向が生じたと考えられる。

他方で、2020年代多くのベンチャー企業が倒産に至っている。その要因は様々であり、①描いていた事業計画が不奏功に終わった事案¹もあれば、②法的規制状況の変化やライバル企業との競争の激化といった外部事情によるケースもある。

本稿は、以上のような背景事情を契機として、近時のベンチャー企業の再生局面における（ア）出資時の契約上の表明保証違反をめぐる株主・投資家対応、（イ）金融商品取引法（金商法）21条の2（虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任）²に関する損害算定の射程、また、ベンチャー企業への融資段階での活用可能性が近時注目されている（ウ）企業価値担保権の登記・実行実務の要点に焦点を当てることとする。

2. 倒産に至るケースの実例

まず最初に、上記（ア）及び（イ）が問題となったケースについて、取り上げてみたい。

（1） 表明保証違反を巡る問題

ベンチャー企業A社は、上記①及び②の状況に陥ったため、自力での再建を断念し、最終的には民事再生の申立てに至ったものである。

A社の事業のうち、多くの顧客が存在する事業については、（サービス停止の）混乱を回避するために、

¹ 当初の事業計画に内在する問題が顕在化する事案もある。

² なお、本条は流動市場（セカンダリーマーケット）における取得に関する規定であるが、募集・売出し（プライマリーマーケット）における取得については同法18条・19条が規定する。

民事再生申立前に、会社分割によりスポンサー企業αに承継した。他方でその他の事業については、申立前の譲渡が困難であったため、民事再生申立後に、スポンサー企業βに売却を行った。ここまで、ベンチャー企業以外の再生案件でも起き得る事象といえよう。

問題となったのは、A 社においては資金調達の多くをエクイティーファイナンスに頼っていたところ、当該資金調達に伴って株主となった者をどのように取り扱うかという点であった。通常の民事再生事件では、借入金等を幾ら返済するかが重要な課題となり、いわゆる「株主責任」の考え方も背景に（一般論としては株式は借入に劣後するといわれる）、株式については 100% 減資によって処理されるのが通例である。しかしながら、本件のエクイティー投資家、すなわち純粋なファイナンサーに近い性格を有する株主からすれば、そのような一般論に基づく 100% 減資を単純に受け入れるわけにはいかず、i) 経営陣の経営が適切であつたかの検証要求、ii) 投資の前提となる表明保証違反に基づく損害賠償請求権の行使等の局面において、債務者企業と厳しい対立が生じることとなった。

i) の経営の適切性の検証については、資金が潤沢な企業であれば、例えば第三者委員会を導入して調査を実施し、調査結果を報告・公開する等の方法により、時間をかけた丁寧な検証に耐えられるが、民事再生手続中の企業においてはそのような対応をなし得ない場合もある（そもそも手元資金が潤沢であれば法的整理を選択する必要も無い）。A 社の場合は、事前に株主から質問事項を募り、当該質問に対する調査・回答を行うと共に株主説明会を開催する等の、A 社の状況に照らし可能な範囲での柔軟な方法により、株主の理解を得るよう努めた。

また、ii) の損害賠償請求権の行使に関しては、エクイティー投資家が投資前の DD において（表明保証上の）問題点を認識していた可能性があることを念頭に、表明保証違反に基づく損害賠償請求権の法的性格及びその要件の具備の有無が問題となった。

具体的には、当該請求権の法的性格を不法行為に基づく損害賠償請求権（民法 709 条）と捉えるのであれば、責任追及を行う株主側において、違法性及び故意過失を立証することがそもそも必要となる。

これに対して、表明保証違反に基づく担保責任追及という理解に立つ場合³、故意過失の立証は不要と考えられる。他方で、表明保証違反の事実に加え、損害の発生及び損害と表明保証違反との因果関係等の立証は必要となり、そうすると、エクイティー投資家が投資前の時点で認識していた表明保証違反事項について、悪意性及び損害との（相当）因果関係が問題となり得る。例えば 2006 年のアルコ事件判決は⁴、大要、株式譲渡契約における買主が、売主が表明保証を行った事項に関して違反していることについて善意であることが重大な過失に基づく（善意重過失）と認められる場合には、公平の見地に照らし、悪意の場合と同視し、売主は表明保証責任を免れる余地がある旨を判示する⁵。

(2) 虚偽記載に関する問題

次に B 社は、有価証券報告書提出会社であったところ、当該報告書に虚偽記載が存在していた場合の株主の損害が問題となつた。

有価証券報告書の虚偽記載について定める金商法 21 条の 2 第 1 項は、以下のように規定する（省略記号

³ 表明保証違反に基づく損害賠償請求権の法的性格については、現在では、損害担保契約に基づく担保責任と構成するのが一般的とされる（西村あさひ法律事務所編『M&A 法大全（下）[全訂版]』178 頁）。

⁴ 東京地判平成 18 年 1 月 17 日金融・商事判例（1234 号 6 頁）。詳細は森倫洋「アルコ事件－企業買収（M&A）における売主の表明、保証違反に基づく補償請求－」、野村修也・中東正文編『別冊金融・商事判例 M&A 判例の分析と展開』を参照のこと。

⁵ 契約上での手当として、買主の主觀的態様によって表明保証違反責任を制限する旨の規定（いわゆるアンチ・サンドバッギング条項）に関しては、伊達隆彦「サンドバッギング条項をめぐる実務上のポイント」経理情報（1459 号 58 頁）を参照のこと。

及び下線は筆者）。

(略)に掲げる書類（以下この条において「書類」という。）のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときは、当該書類の提出者は、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されている間に当該書類（略）の提出者又は当該書類（略）の提出者を親会社等（略）とする者が発行者である有価証券を募集若しくは売出しによらないで取得した者又は処分した者に対し、第19条第1項の規定の例により算出した額を超えない限度において、記載が虚偽であり、又は欠けていること（以下この条において「虚偽記載等」という。）により生じた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、当該有価証券を取得した者又は処分した者がその取得又は処分の際虚偽記載等を知つていたときは、この限りでない。

ここで問題なのは、どの時点の株主の損害を認めるかである。

一般的に発行体は、虚偽記載の事実自体を否定する傾向にあるが、第三者委員会等が調査を行い、虚偽記載ありとの判断がなされた場合にまで、これを否定するかは別個の問題である。すなわち、虚偽記載を否定する実益がなくなった場合（例えば発行体が清算手続に移行する場合）や、客観的状況から虚偽記載を否定することが難しくなった場合（例えば株主から訴訟が提起され、第三者委員会報告等が証拠として提出され、裁判所が同内容の結論を容認する可能性が高い場合）には、発行体としてこれを認めた上の対応を検討することも一つの戦略として考えられる。

このような場合に、例えば第三者委員会による虚偽記載の認定及びその発表後に（すなわち虚偽記載の事実を知り得る状況下で）株式を取得した株主について虚偽記載に基づく損害を認めるかは、上記条文の但書を踏まえると議論の余地があろう。また、虚偽記載前に（したがって当該虚偽記載を参照することなく）株式を取得した株主が損害を主張する場合も、上記条文の想定している場面と異なるのであり、これを発行体による賠償の対象と認めるかは別の問題といえる。

また、金商法21条の2の法的性質は不法行為の特則であると考えられるところ⁶、その実益は損害の推定規定が利用できることにある。同条3項は以下のように規定する（下線は筆者）。

第一項本文の場合において、当該書類の虚偽記載等の事実の公表がされたときは、当該虚偽記載等の事実の公表がされた日（以下この項において「公表日」という。）前一年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者は、当該公表日前一月間の当該有価証券の市場価額（市場価額がないときは、処分推定価額。以下この項において同じ。）の平均額から当該公表日後一月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができる。

問題となるのはここでいう「公表」がいつかということであり、第三者委員会組成時と考えるか、或いは調査報告書公表時とするかについて見解の対立がみられるところであり、実務では事案に則して解決されることが多かろう⁷。

3. 融資段階の課題

（1）企業価値担保権の登場

さて、このようにベンチャー企業を巡る倒産局面においては複雑な問題が生じ得るが、近時はベンチャー企業に対する融資段階でも検討すべき事項が多いといえよう。近時注目されているポイントの1つとして、

⁶ 詳細は、山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説[第2版]』195頁を参照のこと。

⁷ 詳細は、前掲注6（山下・神田）225頁以下を参照のこと。

事業性融資の推進等に関する法律（以下「法」という。）に基づく企業価値担保権の活用が挙げられる⁸。

そもそも企業価値担保権は、コロナ禍において窮地に陥った企業への融資が滞ったことの背景として不動産担保への過度の依存が意識され、そのことへの反省の産物として導入された側面があると考えられる⁹。翻って考えると、今後も担保提供できる不動産がある企業に対しては不動産担保融資が行われるであろうし、同じく担保提供できる個別資産（動産、債権等）があればそれらの個別資産に担保設定した上で融資が行われるであろう。そう考えると、企業価値担保権が使われるケースとしては、担保提供できる不動産や動産等の資産がない主体への融資場面、まさにベンチャー企業に対する融資や、事業承継案件或いは第二会社方式の場合等が考えられる¹⁰。この点、既に企業価値担保の制度概要等については多くの論考が発表されているので、ここでは、登記と実行に限定して論じることとする。

（2）企業価値担保権と登記

まず、一般的な担保権設定登記は、個々の不動産、動産又は債権について行われる。他方で、企業価値担保権を設定する場合に、企業が保有する全ての資産に対して個別に当該措置を講じることは迂遠であり、また、無形資産については個別の登記・登録制度が存しないという問題もある。

そのため、法15条は以下のように規定し、商業登記簿上の包括的な登記制度を導入した。

企業価値担保権の得喪及び変更は、債務者の本店の所在地において、商業登記簿にその登記をしなければ、その効力を生じない。ただし、一般承継、混同又は特定被担保債権の消滅による得喪及び変更については、この限りでない。

その上で、担保権が競合する場合の優劣関係について、法18条は以下のように規定する。

債務者の財産の上に存する先取特権（略）、質権、抵当権、譲渡担保権（略）又は留保所有権（略）（以下この款において「他の担保権」という。）と企業価値担保権とが競合する場合には、それらの優先権の順位は、他の担保権に係る登記、登録その他の対抗要件の具備と企業価値担保権に係る登記の前後による。

すなわち、従前は先順位担保権の存否を確認するには不動産登記又は動産・債権登記を確認すればよかつた訳であるが、今後は商業登記についても確認することが必要となる。もっともこれ自体は一手間増えるだけであるし、従前も審査の初期段階で商業登記は通常確認していたものと思われるので、大きな問題は生じないといえよう。

（3）企業価値担保権と実行

むしろ問題なのは、現実にどのように企業価値担保権を行使するかを踏まえた上で融資を行うことの重要性である。企業価値担保権の実行について、法律の構造としては、担保権実行の申立てを行うことが原則的に想定されているようにみえるが（法70条以下）、現実的に法的な担保権実行の申立件数が増えるかどうかは別の問題として検討をする。何故なら、通常の不動産担保も（法的実行ではなく）私的実行が通例だからである。特に企業価値を毀損しないことに企業価値担保権の意味があるのであれば、企業価値担保権の実行場面ではなおさら、法定の担保権実行ではなく任意の担保権実行、すなわち企業経営者を説得の上任意

⁸ 企業価値担保権制度自体は今後施行される予定であるが、実務的には、買収ファイナンスにあたって全資産担保を取得する場面等、企業価値全体を担保権によって捕捉する方法は既にとられている。詳細は、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業編『ファイナンス法大全（上）[全訂第2版]』609頁以下を参照のこと。

⁹ 融資慣行に変化、「事業性融資推進法」が施行目前～金融庁・大城健司参事官 単独インタビュー～ | TSR データインサイト | 東京商工リサーチ
また、コロナ禍以降の日本の企業債務に関する背景事情につき、経済産業省産業組織課の資料を参照のこと（【資料3】事務局説明資料）。

¹⁰ 立案段階において想定されていた活用事例については、金融庁HPを参照のこと（[soutei_jirei_01.pdf](#)）。

に事業譲渡を行うケースが増えるのではないかとの推測も可能だろう¹¹¹²。その上で、任意の事業譲渡が奏功しない場合に、法的実行が検討されることになるようと思われる。

企業価値担保権の実行にあたっての検討ポイントは、実際のケースに応じて様々なものがあり得るところであるが、例えば以下のようなものがあると思われる。

第一に、企業価値担保に加え株式担保を設定している場合には、株式担保を実行することが考えられるが、株式譲渡にあたっては簿外債務の問題が発生し得る。

第二に、企業価値担保権を背景に、経営者の同意を得て事業譲渡する際（或いは法的実行を行うにせよ）売却先の探索方法は重要な問題である。どのタイミングから売却先探索を開始するかというタイミングの問題や、買手候補からDDが必要といわれた場合に資料は提示できるか（経営者の協力を得られるか）等が問題となり得る。

第三に、買い手候補との交渉上、売却価格をどのように設定するか、カーブアウト債権¹³についての議論をどこまでするかが問題となり得る。

第四に、仮に企業価値担保権ではなく個別担保を実行するとして、どのように実行するかは、企業価値担保権の趣旨及び条文構造と絡んで論点が存在する¹⁴。

当該実行に経営者が賛同しない場合には、金融機関は法定の担保権実行を選択するものと思われる。これに対する経営者側の対抗策としては、会社更生の申立てを行うか（法215条参照）、民事再生の申立てを行った上で、担保権実行手続中止及び担保権消滅請求を申し立てるものと思われる（法212条2項参照）¹⁵。このような攻防は、個別担保（譲渡担保権）の実行においても同様であろう¹⁶。

もっとも、ベンチャー企業に対する融資における企業価値担保権の特質は、従来の担保では捕捉しきれない企業価値を把握することにあったはずである。そうだとすれば、ベンチャー企業の経営者と対立してまで、金融機関側が担保権実行を行うケースがどこまであるかという点を再度認識すべきであろう。

¹¹ 企業価値担保権においても、実行による換価回収の前に、担保権を背景とした金融機関と債務者との対話を通じて早期事業再生に結びつけること等の重要性を指摘するものとして、粟田口太郎ほか「『企業価値担保権』利活用に向けた課題解決への検討（下）」銀行法務21（2025年5月号20頁）を参照のこと。

¹² 例えば、清水祐介・志甫治宣「企業価値担保権の会社更生手続および民事再生手続における価値評価・計画案等に関する検討」NBL1297号も、制度としての簡易な実行手続は採用されなかつたが、企業価値担保権の実行手続開始申立てに先立ち、担保付不動産の売却において実務上行われている任意売却のように、担保権者と設定者が協議の上合意し、任意に事業譲渡を行うことは許容されるとする。なおその他の文献としては「『企業価値担保権』利活用に向けた課題解決への検討（上）（下）」銀行法務21（2025年4月号、同5月号）を参照のこと。

¹³ 法においては、企業価値担保の実行手続の中で、担保権設定者の清算手続又は破産手続における配当原資のうち一定額を担保権の範囲からカーブアウトすることが想定されている（法166条2項、3項、留保額の算定基準については同法施行令2条）。詳細は柴原多・村上達明「DIPファイナンス・企業価値担保権への期待と背景」N&Aニュースレター2024年7月3日号を参照のこと。

¹⁴ 重複担保権の設定については、月岡崇・大野一行「事業性融資推進法施行に向けた実務上の留意点」経理情報（1752号76頁）を参照のこと。

¹⁵ この点の詳細は、例えば前掲注12（清水・志甫）を参照のこと。

¹⁶ 譲渡担保契約及び所有権留保契約に関する法律の詳細については、例えば東京弁護士会編著『実例でつかむ 改正担保法』を参照のこと。

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かな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 ニューズレター 購読をご希望の方は [N&A ニューズレター 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 広報課 newsletter@nishimura.com