IMES DISCUSSION PAPER SERIES

スタートアップ企業における株主と企業価値担保権

おがわこういち　やまもとけいこ
小川紘一・山本慶子

Discussion Paper No. 2026-J-9

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。
https://www.imes.boj.or.jp

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

IMES Discussion Paper Series 2026-J-9
2026 年 11 月

スタートアップ企業における株主と企業価値担保権

小川紘一*・山本慶子**
（おがわこういち　やまもとけいこ）

要　　旨

2024 年 6 月に成立した「事業性融資の推進等に関する法律」（以下、「事業性融資推進法」という。）によって新設された企業価値担保権は、ノウハウ等の無形資産を評価対象とするため、有形資産に乏しいスタートアップ企業の資金調達への活用が期待されている。本稿は、企業価値担保権制度を利用して融資を行う金融機関とスタートアップ企業の株主の間で利害対立が生じうる局面を明らかにし、それらの局面における株主の権利の処遇等について分析・検討を行うものである。事業性融資推進法上、企業価値担保権の設定時には、原則として取締役会決議が求められるにとどまり、企業価値担保権の実行時にも株主の関与は求められていない。しかし、担保権実行として行われる事業譲渡においては、債務超過が要件となっておらず、株主は残余利益を有している可能性があるところ、そのための権利保護に資する手続が十分ではない可能性がある。企業価値担保権という新しい制度のもとでも、金融機関のみならず株主の権利の保護も適切に図ることが、スタートアップ企業の資金調達の促進に繋がりうると考えられる。

キーワード：企業価値担保権、スタートアップ企業、種類株式、拒否権条項、事前承諾条項、事業譲渡
JEL classification: G21、G23、K15、K23

* 田辺総合法律事務所弁護士（ogawa@tanabe-partners.com）
** 日本銀行金融研究所企画役補佐（keiko.yamamoto@boj.or.jp）

本稿は、加毛明教授（東京大学）、田中亘教授（東京大学）、山本和彦教授（中央大学）（50 音順）から有益なコメントを頂いた。ただし、本稿に示されている意見は、筆者たち個人に属し、日本銀行および田辺総合法律事務所の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。

目　次

１．はじめに 1
２．スタートアップ企業と資金調達 2
（１）スタートアップ企業の資金調達手段 2
（２）スタートアップ企業における株式による資金調達 3
イ．種類株式 4
ロ．合意によるアレンジメント 5
ハ．本稿との関係で着目する種類株式およびスタートアップ投資契約 7
（３）スタートアップ企業に対する企業価値担保権を用いた融資 7
イ．企業価値担保権に期待される役割 7
ロ．企業価値担保権を利用した融資 7
（４）問題の所在 11
３．分析と検討 13
（１）企業価値担保権の設定時における株主との利害対立 13
イ．定款において拒否権条項が定められている場合 13
ロ．株主間契約等において事前承諾条項が定められている場合 14
ハ．小括：企業価値担保権の設定時における株主との合意形成 14
（２）企業価値担保権の実行時における株主との利害対立 15
イ．株主の権利の処遇：事業性融資推進法 157 条 6 項の立法趣旨の分析・検討 17
ロ．種類株主の権利の処遇 22
（イ）定款において拒否権条項が定められている場合 22
（ロ）株主間契約等において事前承諾条項が定められている場合 22
ハ．反対株主の株式買取請求権等 23
（イ）反対株主の株式買取請求権の扱い 23
（ロ）種類株式の金銭を対価とする取得請求権 24
ニ．株主の権利保護に資する手続の保障 25
４．おわりに 26
参考文献 28

１．はじめに

近年わが国では、スタートアップ企業[1]を生み育てるエコシステムの創出に向けた取組みが行われており[2]、法制度や税制をはじめとする各種環境整備も進められている。

スタートアップ企業は、アイデアや技術に優れていても、不動産等の有形資産が少ないため、十分な担保を提供できず、金融機関からの融資を受けられないケースが多いとされている。そこで、2024 年 6 月に成立した「事業性融資の推進等に関する法律」（令和 6 年法律第 52 号。2026 年 5 月 25 日施行。以下、「事業性融資推進法」という。）によって新設された企業価値担保権制度の活用が期待されている。すなわち、企業価値担保権は、債務者である会社[3]に対する一定の債権を被担保債権として、会社の総財産を目的として設定される担保権であり、ノウハウや顧客基盤等の無形資産も担保価値として評価されるため、有形資産を担保とした従来型の融資を受けにくいスタートアップ企業にとって、新たな資金調達手段として注目されている（企業価値担保権制度の概要は、下記 2 節（3）参照）[4]。

こうしたなか、スタートアップ企業における資金提供者として、すでにベンチャー・キャピタル（以下、「VC」という。）やエンジェル投資家等の株主が存在する状況においては（詳細は、下記 2 節（1）参照）、スタートアップ企業が企業価値担保権の設定により融資を受ける場合には、融資を行う金融機関と株主の間で利害対立が生じうると考えられる。本稿は、そうした利害対立が生じうる局面を明らかにし、それらの局面における株主の権利の処遇等について分析・検討を行うものである。

以下では、次の順で検討を行う。はじめに、議論の前提として、スタートアップ企業の資金調達手段について確認し（下記 2 節（1）参照）、そのうち、株式

---

1 ベンチャー企業という用語が用いられることも多いが、本稿ではスタートアップ企業という用語を用いる。宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］3 頁注 6 では、スタートアップ企業とは「外部投資家からの出資を受け入れ、投資家に対して、IPO ないし M&A 等のエグジット機会を提供することを目指す企業」と定義されている。

2 新しい資本主義実現会議決定「スタートアップ育成 5 か年計画」（2022 年 11 月 28 日）や、2025 年 6 月 13 日閣議決定「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2025 年改訂版」。新しい資本主義実現会議は、令和 3 年 10 月 15 日閣議決定により内閣に設置された新しい資本主義実現本部のもとで開催された会議であり、「スタートアップ育成 5 か年計画」はその会議体の決定である（https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/sdfyplan2022.pdf）。

3 事業性融資推進法は、企業価値担保権の設定者（被担保債権の債務者）は、会社法上の「会社」すなわち株式会社、合名会社、合資会社および合同会社に限定しているが（同法 2 条 2 項、6 条 1 項、会社法 2 条 1 号）、本稿における会社は株式会社を念頭に置く。

4 水谷ほか［2024］6～7 頁、大来ほか［2025］2 頁。

による資金調達の具体的内容を確認する（下記 2 節（2）参照）。次に、スタートアップ企業との関係で企業価値担保権に期待される役割やその融資の概要を解説し（下記 2 節（3）参照）、問題の所在である、金融機関と株主の間で利害対立が生じうる局面を明らかにする（下記 2 節（4）参照）。そのうえで、明らかとなった利害対立の局面ごとに、その法的帰結についての分析・検討を行う（下記 3 節参照）。

２．スタートアップ企業と資金調達

（１）スタートアップ企業の資金調達手段

スタートアップ企業による資金調達手段としては、株式（とくに種類株式）、負債（金融機関からの借入れや社債）、補助金・助成金等がありうる[5]。

スタートアップ企業はステージ（発展段階）ごとに異なる資金調達手段を使い分けながら事業を拡大する（図表 1. 参照）。一般的に、発展段階は、シード期、アーリー期、ミドル（エクスパンション）期、レイター期の 4 つに区分され、シード期とは、商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究および製品開発を継続している段階、アーリー期とは、製品開発および初期のマーケティング、製造および販売活動に向けた段階、ミドル期とは、生産および出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある段階、レイター期とは、持続的なキャッシュフローがあり IPO（Initial Public Offering. 新規株式公開）直前の段階と定義されている[6]。

スタートアップ企業においては、担保として提供できる有形資産が不十分なこと、安定した経営に至る前の段階において定期的な利息の支払いが過大な負担となるおそれがあること、生じた利益は返済に充てるのではなく、さらなる成長のための資金に費やすのが望ましいこと等から、ある程度多額の資金を調達するステージでは、株式による資金調達が一般的といわれている[7]。

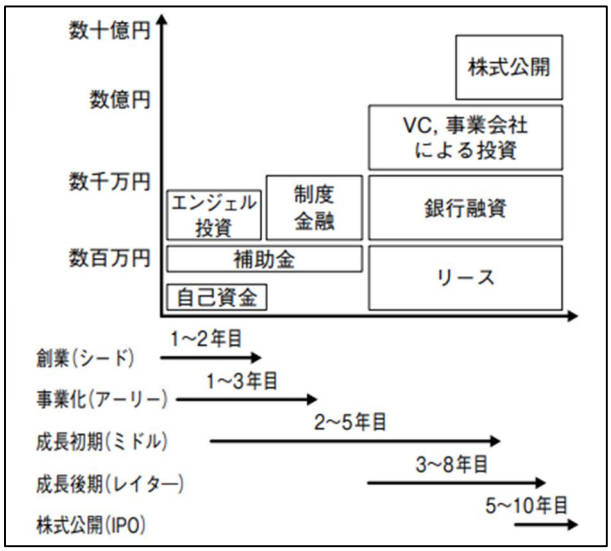
---

[5] 桃尾・松尾・難波法律事務所ほか［2022］24～26 頁。スタートアップ企業においてこのほかにも考えられる資金調達方法として、クラウドファンディングや Initial Coin Offering（新規暗号資産公開）も挙げられている。同 24～26 頁。

[6] ベンチャーエンタープライズセンター［2025］I-19 頁図表 1-18。

[7] 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業［2025］159 頁。

図表１．成長ステージに応じた資金調達手段



（出典）河野・大村［2023］

投資家の関心は、投資対象である企業の成長ステージによって異なるといわれている。例えば、シード期、アーリー期、ミドル期にある企業に投資する投資家は、投資資金の回収（以下、「Exit」という。）を目標に掲げつつも、当該目標はあくまで流動的と捉えていること、企業を成長に導くためのモニタリングや経営への関与に関心があること、追加の資金調達の必要性を認識しており後続の投資家が登場した場合の自身の権利保護に重点を置いていること等が特徴点として挙げられている[8]。これに対し、レイター期にある企業に投資する投資家は、いつごろまでに上場を行い、その時点までに想定される事業規模を前提とした投資回収といった具体的なケース設定が明確なため、当該ケースの実現に向けた工程の設定や阻害要因の抑止に重点を置くとされる[9]。

なお、投資の Exit 方法としては、わが国では IPO が大半であったが、合併や買収（以下、「M&A」という。）の活用が増えている[10]。M&A のスキームとしては株式譲渡が中心であり、事業譲渡、会社分割等も用いられることがある[11]。

（２）スタートアップ企業における株式による資金調達

株式による資金調達には、普通株式による場合と種類株式による場合がある

[8] 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業［2025］165 頁。

[9] 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業［2025］164～165 頁。

[10] 経済産業省［2022］9～10 頁。

[11] 経済産業省［2026］86 頁。

ところ[12]、近年では、スタートアップ企業の資金調達においては、創業者である既存株主と投資家の間の利害調整のために種類株式が用いられることが多いといわれている。これは、普通株式のみを用いたスタートアップ企業の資金調達においては、①創業者株主の持ち分の希釈化の問題や、②合併等や株式売却による Exit の際の投資家の損失リスクの問題等が存在し、株主間の利害が相反する可能性があるところ、種類株式の利用によりこれらのリスクを軽減できること等が背景にあると考えられている[13]。すなわち、議決権を行使しうる事項や剰余金の配当・残余財産の分配等について異なる内容を定めた種類株式（詳細は下記 2 節（2）イ．参照）を用いることで、創業者株主が有する議決権によるコントロールを維持したまま株式による資金調達が可能になるほか、株主間契約等の規定と組み合わせることで、M&A による Exit の際に投資時点の企業価値を下回る価値で売却が行われた場合でも優先的な分配を受領できる設計となり、投資家の損失リスクを低減できると考えられる。

そこで、以下では、スタートアップ企業の資金調達で用いられることが多い種類株式と、これとあわせて締結される、会社と株主の間の合意によるアレンジメントの概要について整理する。

イ．種類株式

会社は、会社法が定める一定の事項について異なる定めをした内容の異なる 2 以上の種類の株式（種類株式）を発行することができる（会社法 108 条 1 項）。ただし、種類株式として発行できるのは会社法 108 条 1 項各号が規定する一定の事項に関する内容のもの（図表 2．参照）のみであって、同項各号の事項は限定列挙であると解されている[14]。そのうち、スタートアップ企業では、剰余金の配当・残余財産の分配について異なる定めをした株式、取得請求権付株式および取得条項付株式が用いられることが多いとされる[15]。

---

[12] 以前は、種類株式の種類が限定的であったことや、種類株式を利用するためのコスト等の観点から普通株式による資金調達の方が一般的であったといわれている。西村あさひ法律事務所・外国法共同事業［2025］159～160 頁。

[13] 殿村ほか［2024］1 頁。

[14] 江頭［2024］140 頁注（1）。

[15] 桃尾・松尾・難波法律事務所ほか［2022］36 頁。

図表２．種類株式の内容

① 剰余金の配当	剰余金の配当について、内容の異なる定めをした株式
② 残余財産の分配	残余財産の分配について、内容の異なる定めをした株式
③ 議決権制限株式	株主総会において議決権を行使することができる事項について、内容の異なる定めをした株式
④ 譲渡制限株式	譲渡による株式の取得について、会社の承認を要することを定めた株式
⑤ 取得請求権付株式	当該種類の株式について、株主が、会社に対してその株式の取得を請求できることを定めた株式
⑥ 取得条項付株式	当該種類の株式について、会社が、一定の事由が発生した場合にその株式を取得できることを定めた株式
⑦ 全部取得条項付株式	当該種類の株式について、会社が、株主総会決議によりその全部を取得する旨を定めた株式
⑧ 拒否権付株式	株主総会、取締役会または清算人会で決議すべき事項のうち、当該決議のほか、当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議を必要とする旨を定めた株式
⑨ 役員選任権付株式	当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議において、取締役または監査役を選解任することを定めた株式

ロ．合意によるアレンジメント

会社法に定めのない事項について規定した種類株式を自由に作り出すことは認められていないため、そうした内容の株主の権利を取り決めたい場合には、「スタートアップ投資契約」[16]を通じた合意によるアレンジメントによって実現する必要がある[17、18]。

スタートアップ投資契約は、一般的に、投資契約、株主間契約、財産分配契約に分けられる（図表 3. 参照）[19]。具体的には、投資契約では、投資の実行によって投資家が取得することとなる株式の数、内容、払込金額等の投資の実行（出資の履行）までの事項が定められ、株主間契約では、投資実行後の当事者の権利・義務等が定められる[20]。M&A による Exit に関する内容については、株主間契約

[16] 投資家がスタートアップ企業に対して投資する際に両者の間で締結される契約（スタートアップ投資契約）については、ガイドラインが存在する。経済産業省［2022］。

[17] 白井［2022］50 頁、太田・松尾［2017］122～123 頁。

[18] なお、種類株式によってもスタートアップ投資契約によっても実現可能な内容の場合には、コスト・ベネフィットを考慮して、いずれを利用するかが決定される。種類株式を利用する場合、そのメリットとしては合意の実効性を確保する手段として優れている点が、そのコストとしては種類株主総会の開催等による手続的な負担等が挙げられている。白井［2022］50～51 頁。

[19] 経済産業省［2022］11 頁。

[20] 松尾［2022］38 頁。ただし、投資家への通知義務または投資家の事前承認を得るべきことを定める条項、取締役指名権を付与する条項、株式の優先引受権を付与する条項等の投資後に関する事項が投資契約に定められることも多いとされる。同頁。また、現在の実務

に定められることもあるが、株主間契約とは別途、財産分配契約に定められることもある[21]。また、契約締結主体についてみると、投資契約では、個々の投資家と対象会社が[22]、株主間契約では、基本的には対象会社とすべての投資家となるが、主要な株主だけが契約当事者となる場合[23]や事務的な負担を避けたいエンジェル投資家は契約当事者とならない場合もある[24]。一方で、財産分配契約の場合はエンジェル投資家や従業員株主も含む全株主が契約当事者となるとされる[25]。

図表３．スタートアップ投資（ベンチャー投資）に関する契約の構造



（出典）経済産業省［2022］11 頁

上、株主間契約と財産分配契約を分けて締結する例はそれほど多くないといわれる。桃尾・松尾・難波法律事務所ほか［2022］89 頁。

[21] 経済産業省［2022］13 頁。種類株式に優先分配の定めをしている場合において用いられ、株主間契約に定められる内容の中でもみなし清算条項と同時売却請求権を中心に抜き出した契約であるとされる。同頁。

[22] 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業［2025］161 頁注 59。

[23] 株主間契約は、会社および全株主との間で締結することが一般的であるが、全株主ではなく主要株主だけが当事者となる場合や全株主が当事者となる契約と主要株主だけが当事者となる契約の 2 本立てで締結する場合等もあるとされる。西村あさひ法律事務所・外国法共同事業［2025］161 頁注 60。

[24] 桃尾・松尾・難波法律事務所ほか［2022］89 頁。

[25] 経済産業省［2022］13 頁。

ハ．本稿との関係で着目する種類株式およびスタートアップ投資契約

上記のとおり、種類株式にはさまざまな内容のものがありうるが、本稿との関係では、拒否権付株式、取得請求権付株式を念頭に置く（図表 2．⑧および⑤。詳細は、下記 3 節（1）イ．および 3 節（2）ハ．（ロ）参照）。また、会社と株主の間の合意によるアレンジメントとしては、スタートアップ投資契約のうち、株主間契約や投資契約（以下、「株主間契約等」という。）によって定められる事前承諾条項（詳細は、下記 3 節（1）ロ．参照）を念頭に置く。

（３）スタートアップ企業に対する企業価値担保権を用いた融資

イ．企業価値担保権に期待される役割

企業価値担保権は、プロジェクト・ファイナンス、企業買収ファイナンス、事業承継、事業再生等の場面での活用のほか、スタートアップ企業に対する融資への活用が検討されている[26]。多くのスタートアップ企業は、上述のとおり、仮にアイデアや技術に優れていても、不動産等の有形資産が少ないため、担保提供を前提とした融資は難しいことが多い。そのうえ、スタートアップ企業の経営者にとっては、経営者保証を提供することなく融資を受けるニーズが強いが、不動産等の有形資産担保や経営者保証等がなければ、資金調達が難しいといった課題があるといわれている[27]。

そうしたなか、企業価値担保権制度は、技術、特許、ブランド力、データ等の無形資産を含めた会社の「総財産」（将来において会社の財産に属するものを含む。）に対する一体的な担保権の設定を認めることで（事業性融資推進法 7 条 1 項）融資の可能性を広げ[28]、また、企業価値担保権を利用した融資を行う貸し手による個人保証等にかかる権利行使を制限することで（同法 12 条 1 項）リスクある挑戦を後押しするものとなっている。

ロ．企業価値担保権を利用した融資

企業価値担保権は、債務者である会社に対する一定の債権を被担保債権[29]とし

---

[26] 金融庁［2024］、水谷ほか［2024］6～7 頁、井上［2025］128～130 頁。

[27] 金融審議会［2023］2 頁。なお、経営者保証の存在は、経営者による思い切った事業展開や保証後において経営が窮地に陥った場合における早期の事業再生を阻害する要因となっている等と指摘されている。月岡［2025］23～24 頁。

[28] 月岡［2025］26 頁。

[29] 企業価値担保権においては、特定被担保債権と不特定被担保債権という 2 種類の被担保

て、会社の総財産を目的として設定される担保権であるが、一般的な担保権とは異なり、信託（担保権信託[30]と呼ばれる。）の利用を前提とする[31]。具体的には、企業価値担保権の設定は、金融機関からの融資の借り手である会社（債務者）と企業価値担保権信託会社との間の信託契約（企業価値担保権信託契約）[32]によらなければならず（事業性融資推進法 8 条 1 項）、借り手である会社は委託者、企業価値担保権信託会社は受託者および企業価値担保権者（同法 6 条 3 項、8 条 2 項 2 号）、貸し手である金融機関は受益者および特定被担保債権者[33]とそれぞれ位置付けられる（同法 8 条 2 項 4 号）。信託を用いることで、債権者と担保権者が異なる点が企業価値担保権の特徴の 1 つといえるが（図表 4. 参照）、貸し手である金融機関が 1 先のみの場合には、当該金融機関が企業価値担保権者となることも想定されている[34]。

債権の存在が前提となっており（事業性融資推進法 8 条 2 項 2 号）、特定被担保債権は、企業価値担保権の設定を受けた融資を行おうとする金融機関による貸付債権等を、不特定被担保債権は、債務者に対する一般債権を念頭に置いたもの（なお、不特定被担保債権の範囲は、債務者が清算手続開始原因に該当し、または破産手続開始決定を受けた場合における当該債務者に対する財産上の請求権であって、清算会社の財産や破産財団から弁済・配当を受けることができる債権とされている。同法 6 条 5 項）となっている。

[30] 信託法 3 条 1 号、2 号、55 条。担保権信託（セキュリティ・トラスト）とは、信託の設定において担保権の設定その他の財産の処分を認め、被担保債権と切り離して担保権を当初信託財産に属する財産にすることを認める仕組みをいう。道垣内［2022］38 頁。

[31] 信託を利用する狙いは、①担保権者となる者を事業性融資推進法に基づく免許を受けた者等に限定し、行為規制を課すことによって、企業価値担保権の適切な設定を確保すること、および、②企業価値担保権の実行手続終結後の清算・破産手続における債権者を受益者とすることによって、一定の費用の原資等を留保し確保することである旨説明されている。大来ほか［2025］50～51 頁。

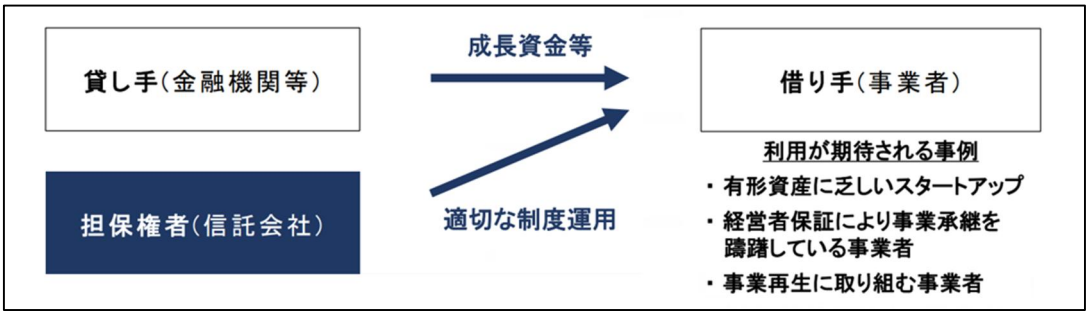
[32] 2026 年 3 月 11 日に、金融庁に設置された企業価値担保権信託契約等の書式例に関する勉強会によって、企業価値担保権信託契約とコベナンツに関する貸付特約の書式例が公表されている（https://www.fsa.go.jp/news/r7/sonota/20260311/20260311.html）。

[33] 特定被担保債権者とは、特定被担保債権を有し、または有すべき者をいう（事業性融資推進法 8 条 2 項 4 号）。特定被担保債権については、前掲注 29 参照。

[34] 貸し手である金融機関が企業価値担保権者となることによって、企業価値担保権信託契約における受託者が唯一の特定被担保債権者となる場合がありうると説明されている。大来ほか［2025］106 頁。とくに、中小企業向け融資取引においては、取引の複雑化を避けるため、単独の貸し手が企業価値担保権者も兼ねることが多くなると予想するものもある。月岡［2025］24 頁。なお、企業価値担保権者が貸し手である金融機関であるとは限らない。こうした点についての問題の指摘を行う論考として、加毛［2026］参照。

また、金融機関は、こうした総財産に対する一体的な担保権を設定することで、借り手との間に「特別に密接な関係」を構築することが可能であると説明されている[35]。すなわち、貸し手は、融資時には借り手との間で事業の実態を共有し、融資後もより綿密なモニタリングや支援を通じて経営困難に至るリスクを減らすこと、さらに、リスクが顕在化した場合には早めの支援により最終的に発生しうる損失を極小化することが期待されている[36]。

図表４．信託契約による企業価値担保権の設定



（出典）金融庁［2024］4 頁

事業性融資推進法は、企業価値担保権の実行手続についても定めを置いている。実行手続は、事業全体の価値を維持するために事業の継続を図りつつ、総財産を事業譲渡等によって換価し、その代金を債権者に対して配当することを目的とするものである（図表 5．参照）[37]。担保権実行の結果、金融機関は譲渡代金から優先的に配当を受けることができる。同時に、担保権実行による事業譲渡後は債務者が事業を継続することは考え難いとして、清算手続または破産手続の開始が想定されている[38]。譲渡代金から優先的な回収がなされた後の残余財産は限られており[39]、株主はもちろん、残された債権者への配当は十分ではないことが予想される。

[35] 金融庁［2025］2 頁。

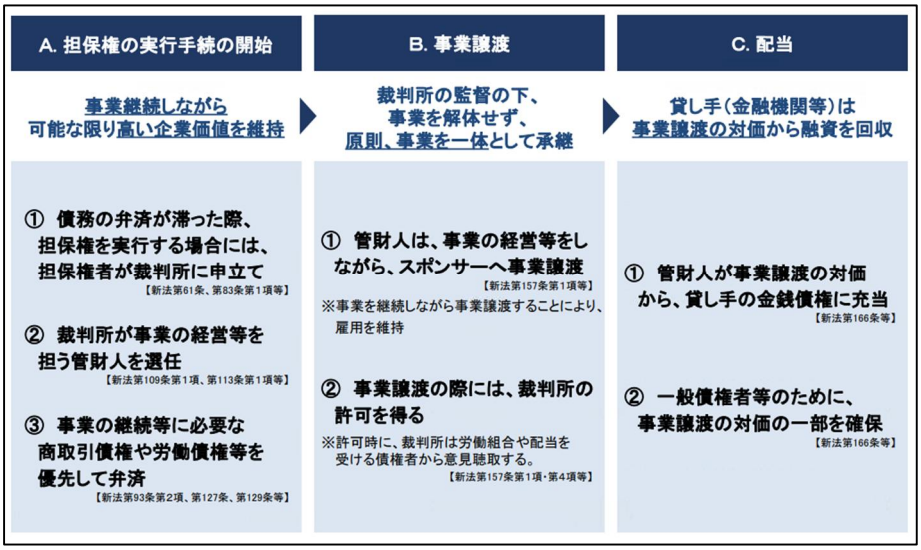
[36] 金融庁［2025］3 頁。

[37] 大来ほか［2025］61 頁。

[38] 佐藤［2025］549 頁。

[39] 担保権実行手続において、いわゆる換価代金から不特定被担保債権留保額（前掲注 29 および後掲注 63 参照）を控除した額を限度に特定被担保債権に対する配当がなされる。

図表５．企業価値担保権の実行手続



（出典）金融庁［2024］5 頁

もっとも、金融機関は、債権回収にあたって、債務者からスケジュール通りの弁済を受けるか、企業価値担保権の実行をするかという選択肢しかないわけではないといわれている[40]。金融機関は、融資の実行後、債務者の事業をモニタリングする過程でその企業価値の低下の予兆を把握した場合には、債務者に対して事業の再構築を促し、それが奏功しないときであっても、担保権の実行を選択する前に、できるだけ早いタイミングでスポンサーを探し事業を譲渡する機会を債務者に与えることが、債権回収および当該企業価値の維持のいずれの観点からも望ましいと考えられている[41]。より高い価値で事業を譲渡することができれば、その譲渡代金から、金融機関はより多くの債権回収を行いうると一般的には期待できる[42]。このように金融機関は、まずは、債務者との対話を通じて事業の成長や経営改善を促し、企業価値の低下の予兆がある場合には任意の事業譲渡[43]を検討し、それも困難な場合には担保権の実行を検討するという流れとなることが想定される（図表 6．参照）[44]。

---

40 井上・志甫・堀内［2026］320 頁〔井上聡〕。

41 大野［2025］19 頁。安永・冨川［2025］8 頁、井上・志甫・堀内［2026］320 頁〔井上聡〕も同旨。実行手続は、本文のような関係性を構築する前提として整備されていると理解するのが重要と指摘する。大野［2025］19 頁。

42 任意の事業譲渡の場合、企業価値担保権が設定されたまま事業の譲受先を見つけることは難しいため、事業譲渡と同時に当該担保権を消滅させ、その譲渡代金を債務者に代わって金融機関が受け取ることが想定されている。井上・志甫・堀内［2026］320 頁〔井上聡〕。

43 担保付不動産の任意売却の実務のように、担保権者と設定者が協議・合意のうえ任意に事業譲渡を行うことは許容され、かつそれが原則的になると考えられている。清水・志甫［2025］56 頁および同文献脚注 31 参照、井上・志甫・堀内［2026］309 頁〔志甫治宣〕。立法に至る過程でも、企業価値担保権（当時は包括担保権の呼称）の実行手続として、債務者の完全な協力がある場合には私的実行が想定されていた。山本［2022］365、370 頁。

44 安永・富川［2025］8 頁。

図表６．スタートアップ企業の企業価値と Exit オプションのイメージ



（４）問題の所在

スタートアップ企業に対する企業価値担保権を用いた融資は、アーリー期の赤字資金への対応や[45]、ミドル期、レイター期以降の大規模資金ニーズへの対応[46]になりうると考えられている。ところが、こうしたステージにおいては、すでに、VC、事業会社、エンジェル投資家等の株主が存在している可能性が高い。このため、金融機関の緊密な関係構築に向けた姿勢は、経営介入に積極的な株主[47]との間で、担保権の設定、期中管理、担保権の実行の局面において、以下のような利害対立を惹起しうると考えられる。

第 1 に、企業価値担保権の設定時における対立である。立法過程においても、企業価値担保権の設定について、いかなる機関決定が求められるかは論点となっていた[48]。現状、企業担保法（昭和 33 年法律第 106 号）に基づく企業担保権（会社の発行する社債を担保するために総財産に対して設定する担保権）の設定は取締役会決議事項と解されているほか、事業に対する譲渡担保の設定についても、株主総会決議による承認を不要とする見解が多数となっている[49]。そこ

---

[45] 柳瀬・水谷［2025］25 頁図表 2。既存の借入れをすべて借り換えて行う融資、または借入れがない企業に行う融資が想定されている。同頁図表 2（注）。

[46] 粕谷・小林［2024］14～15 頁。

[47] 前掲注 8、9 およびそれらに対応する本文参照。

[48] 事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会［2021］43、97～100 頁。企業価値担保権の実行時点で株主総会決議が不要であるという形式面を重く見て、企業価値担保権の設定については株主総会での決議を要するのではないかという指摘も存在した。また、井上［2024］37 頁は、実行の段階で総会決議を求める暇もないことから、設定の段階で求める考え方があるものの、企業価値担保権の設定は重要な借入政策の決定という性格であって、むしろ取締役会決議になじむとの考え方を示していた。

[49] 落合［2017］35 頁〔齊藤真紀〕。大来ほか［2025］117 頁。

で、企業価値担保権の設定もこれにならい、株主総会決議までは必要ではなく、取締役会設置会社においては取締役会決議事項と位置付けることとされ（事業性融資推進法 10 条 2 号）、立法による決着が図られることとなった（定款で企業価値担保権の設定を株主総会決議事項と定めている場合にのみ、株主総会決議が必要であることも明記された。同条 2 号から 4 号）。他方で、種類株式については、定款や株主間契約等において、企業価値担保権の設定を種類株主総会決議事項と定めることが可能である（上記 2 節（2）参照。詳細は下記 3 節（1）イ．およびロ．参照）。そのため、企業価値担保権の設定を巡って、当該担保権を利用した融資を受けたい債務者そしてそれをサポートする金融機関と、こうした種類株主との間で意見が対立し、種類株主の承諾なく企業価値担保権の設定がなされた場合には、その効力が問題となりうる。

第 2 に、期中管理における対立である。企業価値担保権制度のもとでは、貸し手である金融機関には、企業価値担保権を通じた適切な期中管理・経営改善支援が期待されている[50]。期中のモニタリングを通じて、業況悪化が予測された時点や業況が悪化し始めた時点で金融機関がこれを察知し、経営改善支援を行う想定であり、その場合には、まずは、債務者が自ら経営改善を進めることになる。金融機関による経営改善支援の内容によっては、投資資金の回収・利益の獲得を前提とする株主との間で利害対立が生じる可能性がある。

第 3 に、企業価値担保権の実行時における対立である。債務者の自主的な経営改善が困難な場合には、任意の事業譲渡または担保権の実行として事業譲渡が行われることになる[51]。企業価値担保権を利用した融資は、事業譲渡の可能性を想定したものであるため、同じく、事業譲渡等による投資資金の回収・利益の獲得を想定している株主との間で利害対立が生じる可能性がある。この点、会社法上は、株式会社が事業の全部または重要な一部の譲渡を行うには株主総会の特別決議が必要とされている一方で、事業性融資推進法では、裁判所の許可を得て行う事業譲渡については会社法所定の手続は不要とされている。事業譲渡が

---

[50] 前掲注 35、36 およびそれらに対応する本文参照。債務者は、企業価値担保権設定後も、担保目的財産の使用、収益および処分をすることは可能であるが（事業性融資推進法 20 条 1 項）、重要な財産の処分や事業の全部または重要な一部の譲渡等については、企業価値担保権者の同意が必要となる（同条 2 項）。かかる同意を得ずにした行為は無効であるが、善意・無重過失の第三者には対抗できないとされている（同条 3 項）。

[51] なお、破産手続、民事再生手続、会社更生手続の申立てがなされる場合もありうる。破産手続とは手続の並走を予定する規定が置かれているが、民事再生手続については、担保権実行手続の開始決定があったときは、民事再生手続開始の決定の前後を問わず、実行手続が終了または停止するまでの間、民事再生手続は中止するものとされている（事業性融資推進法 212 条 1 項）。ただし、実行手続に先立ち、再生手続が申し立てられ、企業価値担保権者も当該手続による再建に反対していない場合には、再生手続開始の決定がなされると解するものもある。清水・志甫［2025］56 頁。会社更生手続の開始決定がなされた場合には、すでに企業価値担保権の実行が進行していたときであっても、当該実行手続は中止するものとされている（会社更生法 50 条 1 項）。大来ほか［2025］499 頁。

行われる際に、株主の権利が十分に保護されるかが問題となる。

以下では、上記 3 つの局面のうち、第 1 の担保権の設定時における株主と金融機関の利害対立を取り上げるほか（下記 3 節（1）参照）、第 3 の担保権の実行時すなわち金融機関による法的な権限行使時における株主と金融機関の利害対立を検討する（下記 3 節（2）参照）。なお、第 2 の期中管理における利害対立については、事業性融資推進法によることなく、組織的な意思決定により関係者間の利害調整が図られると考えられることから、ここでは取り上げないこととする。

３．分析と検討

（１）企業価値担保権の設定時における株主との利害対立

企業価値担保権の設定については、金融機関と株主の意見は対立しうるところ、上記のとおり、企業価値担保権の設定は、取締役会設置会社においては取締役会の決議事項であるとされたほか、任意に定款で定めた場合に限って株主総会の決議事項であることが事業性融資推進法で明記された。ただし、このほかにも、会社が株主に対して企業価値担保権の設定についての同意を求める設計はありうる。具体的には、①種類株式の内容として定款に定める方法[52]、②株主間契約等に定める方法がある[53]。

イ．定款において拒否権条項が定められている場合

第 1 の方法は、種類株式の内容として、一定の事項につき、株主総会、取締役会等の決議のほか、種類株主総会決議を要する旨を定款に規定しておくことである（会社法 108 条 1 項 8 号、321 条。以下、「拒否権条項」という。）[54]。事業性融資推進法 10 条においては、種類株主総会の決議を不要としていると解しうる定めはないため、会社法のもと、種類株主総会の決議がなければ、決議事項の効力は生じないことになると解される（会社法 323 条）[55]。

---

[52] 取締役会設置会社は、定款に定めることにより株主総会の決議事項を拡張することができるが（会社法 295 条 2 項）、意思決定手続が煩雑になることおよび善意の第三者に対する対抗の問題があることから一般的ではなく、株主間契約によるのが通常であるとされる。江頭［2024］322～323 頁。日本の実務の傾向につき同様の指摘を行うものとして、宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］91 頁。

[53] このほか、定款と株主間契約等の双方を用いる場合も考えられる。

[54] 宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］90 頁。

[55] このような定款がある場合には、仮に、種類株主総会の決議なく企業価値担保権設定契

ロ．株主間契約等において事前承諾条項が定められている場合

第 2 の方法は、株主間契約等で株主の事前承諾を求めておくことである。VC 等から出資を受けているスタートアップ企業は、一定の取引や行為を行うことについて、株主間契約等において、VC 等の種類株主の事前承諾が必要であると定める場合がある（以下、「事前承諾条項」という。）。これは、投資価値の棄損を防ぎたい VC 等としては、スタートアップ企業にかかる重要事項（対象会社の機関設計に関する事項、ビジネスに関する事項、株式価値に影響を及ぼす事項等）を一定程度コントロールしたいというニーズに基づく[56]。

事前承諾が必要な対象は、株主間契約等で明記されるが、その 1 つとして「担保権の設定」や「重要な契約の締結」が規定される場合がある。この点、成長事業についての融資を得る条件として、会社経営に影響を及ぼすことになる企業価値担保権の設定は、株主にとって影響の大きな事象であることから、「重要な契約」に該当すると考えられる。このため、こうした事前承諾条項が株主間契約等に定められている場合には、会社が事前承諾なく企業価値担保権設定契約を締結することは、株主間契約等に反する行為であり、契約当事者である会社や経営者において契約責任が生じることになる[57]。もっとも、損害の立証は困難であり、株主間契約等に違反することに基づく契約責任の追及は、必ずしも実効的な手段にならない場合が多いと考えられている[58]。

ハ．小括：企業価値担保権の設定時における株主との合意形成

種類株式の内容として、企業価値担保権を設定するには種類株主総会決議を要する旨を定款に定めておいた場合、種類株主総会の決議なく行われた会社の行為すなわち企業価値担保権の設定は、会社法上無効になると考えられる。これに対して、株主間契約等の方法によった場合、株主間契約等に反して行われた会社の当該行為は当然に無効とはならず、契約責任の追及にとどまるという違いがある[59]。ただし、いずれの場合であっても、所要の同意を得ずに企業価値担保権を設定することは、スタートアップ企業としては事業遂行に支障があるといえる。すなわち、当該融資により影響を受ける株主の関心は、シード期、アーリー

約を締結したときは、種類株主は、株主総会決議不存在の確認訴訟を提起することができると解される（会社法 830 条 1 項）。不存在が判決により確定すると、第三者に対しても効力（対世効）を有することになる（同法 830 条 1 項、834 条 16 号、838 条）。江頭［2024］393 頁。

[56] 以上、宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］127 頁。

[57] 宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］128～129 頁。

[58] 田中［2021a］5～6 頁。

[59] 宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］128～129 頁。

期、ミドル期においては、追加的な資金調達に対して自身の権利をいかに保護するかという点に、また、レイター期においては、Exit を見据えた自身の投資回収に対する阻害要因をいかに抑止するかという点にあり、スタートアップ企業は、こうした株主に対して、企業価値担保権の設定による影響を十分に説明し、その理解を得ることが肝要といえる。事業性融資推進法が明文で定めたように、企業価値担保権の設定には株主総会決議を要する旨を定款に定めておいた場合も同様のことがいえる。

そもそも、株主にとって、投資対象である企業の成長に必要な資金を金融機関からの融資で調達することは、一般的には反対する必要はなく、合意形成に至る場面が多いとも考えられる[60]。もっとも、企業価値担保権が設定されることで、将来、株主の意図しないタイミングや条件での事業譲渡が行われ、自身の投資回収についての予期せぬ阻害要因が発生する可能性があるとすれば、企業価値担保権の設定の賛否は株主において慎重な検討を要することになる。企業価値担保権の実行時において株主の権利がどのように処遇されるのかこそが、より重要な関心事項となる。

（２）企業価値担保権の実行時における株主との利害対立

上記 2 節（4）で述べたとおり、金融機関が期中管理・経営改善支援を行ったにもかかわらず、経営改善が困難な場合には、任意の事業譲渡や企業価値担保権の実行が検討されることになる。

企業価値担保権者[61]は、被担保債権の期限が到来してもそれが弁済されない場合には、企業価値担保権の実行その他の必要な措置を取らなければならない（事業性融資推進法 61 条）。担保権の実行は、実行手続開始の申立てによってなされ（同法 83 条 1 項）、実行手続開始が決定（同法 87 条 1 項）されると裁判所により選任された管財人に債務者の事業の経営および総財産の管理処分権限が専属する（同法 109 条 1 項、113 条 1 項。実行手続の流れは、前掲図表 5. 参照）。担保権実行は換価によってなされ、その換価は、裁判所の許可を得て、営業または事業の譲渡によって行われる（同法 157 条 1 項）[62]。担保目的財産の換価が終了すると、管財人は裁判所の許可を得て、最後配当を行う（同法 169 条 1 項、2

---

[60] 事業性融資推進法の立法の過程では、株主総会決議を不要とする主張の根拠として、迅速な資金調達の要請を挙げる見解（田中［2021b］27 頁）もあった。

[61] 企業価値担保権者については、前掲注 34 およびそれに対応する本文参照。

[62] 例外的に、管財人は必要があると認めるときは、裁判所の許可を得て、担保目的財産に属する財産（個々の財産）を競売や任意売却により換価することができる（事業性融資推進法 157 条 2 項）。

項）[63]。そして、企業価値担保権の実行により事業が譲受人に移転した後は、債務者について開始される清算手続[64]または破産手続[65]における残債務等の処理に移行することが想定されている[66]。

株主にとって注目すべき点は、こうした担保権実行として行われる事業譲渡には、会社が行う事業譲渡等にかかる手続を定める会社法第 2 編第 7 章の規定（467～470 条）が適用されないという点である（事業性融資推進法 157 条 6 項）[67]。この場合、スタートアップ企業における VC 等の株主は、担保権実行としての事業譲渡に対して、会社法第 2 編第 7 章の規定が適用されないこととなり、当該規定に基づく権利行使が認められた場合よりも不利な投資回収となる可能性があると考えられる。

すなわち、会社法第 2 編第 7 章では、会社が事業の全部または重要な一部の譲渡を行う場合には、株主総会の特別決議が必要と定められている（同法 467 条 1 項 1 号、2 号、309 条 2 項 11 号）[68]。株主の地位に重大な影響のある事項につ

---

[63] 管財人は、配当可能額から不特定被担保債権留保額を控除した額を限度に、特定被担保債権に対する配当として、企業価値担保権者に配当を行うこととなる（事業性融資推進法 166 条 3 項。特定被担保債権と不特定被担保債権については前掲注 29 参照）。不特定被担保債権留保額とは、「不特定被担保債権者のために、配当可能額に応じ、債務者について行われ、又は行われるべき清算手続又は破産手続の公正な実施に要すると見込まれる額として政令で定めるところにより算定した額」とされている（同法 8 条 2 項 1 号ハ）。これを受けて、事業性融資の推進等に関する法律施行令（令和 7 年政令第 243 号）2 条は、配当可能額に一定の率を乗じて計算した額を合計した金額（70 万円を最低額とする）を、不特定被担保債権留保額と定めている。

[64] 清算手続とは、「会社の法人格の消滅前に、会社の現務を結了し、債権を取り立て、債権者に対し債務を弁済し、株主に対し残余財産を分配する等の手続」である。江頭［2024］1055 頁。債務超過の疑いがある場合には、裁判所が命ずる特別清算（解散後清算中の会社を対象とする簡易迅速柔軟な清算型倒産手続）によることになる（会社法 510 条以下）。

[65] 破産手続開始の決定によって、株式会社は解散するのが原則である（会社法 471 条 1 項 5 号、破産法 30 条 2 項）。解散決議が事業譲渡の決議と同じタイミングで採られるか、もしくは解散決議が採られないまま、破産手続開始決定となった場合には、破産手続開始の時に解散する。破産手続が終結した場合には、破産者の法人格は完全に消滅するのが原則であり、手続としても破産手続終結の登記がなされる。なお、破産手続は残余財産の株主への分配を手続内で行うことは想定していない。債権者に対する配当が終了し、なお残余財産があっても、それを株主に分配するのは破産管財人の任務ではなく、清算人の任務であるとされる。木内［2013］96 頁、伊藤ほか［2020］1518～1519 頁。

[66] 佐藤［2025］549 頁。

[67] 当該論点について、前掲注 48 およびそれに対応する本文参照。

[68] 譲渡の対象が事業の全部または重要な一部であるときは、譲渡する資産の帳簿価額が当該会社の総資産額として法務省令で定める方法により算定される額の 5 分の 1 を超えない場合（簡易事業譲渡）を除き、株主総会の特別決議により契約の承認を受けなければならないとされている（会社法 467 条 1 項 2 号）。

いては、株主総会の特別決議が求められており[69]、全部または重要な一部の事業譲渡はこれに含まれている。また、決議に反対する株主には、会社に対し自己の有する株式を公正な価格で買い取るよう請求することにより投下資本の回収を図る権利が認められている（反対株主の株式買取請求権。同法 469 条）。そして、株主総会の特別決議を経ない全部または重要な一部の事業譲渡は無効とするのが判例の立場であり[70]、その無効を主張しうる範囲については見解が分かれているが[71]、いずれの見解によったとしても、このような事業譲渡の場面においては、譲受人に対して無効を主張しうると考えられる[72]。

事業性融資推進法 157 条 6 項に基づけば、企業価値担保権の実行として行われる事業譲渡は、会社法第 2 編第 7 章の適用が除外され、株主総会決議を経ずとも有効であるということが立法者の想定している帰結であると考えられる。もっとも、企業価値担保権の設定時における株主との合意形成に関して指摘したとおり（上記 3 節（1）ハ．参照）、企業価値担保権の実行時における株主の権利の処遇は、株主にとって重要な関心事項であり、こうした帰結が合理的なものであるかを検討しておく意義は大きい。

そこで、以下では、事業性融資推進法を前提として、第 1 に、担保権実行として事業譲渡が行われる場合の株主の権利の処遇についての考え方を分析し、その当否について検討を行う（下記 3 節（2）イ．参照）。第 2 に、種類株主の権利の処遇について（下記 3 節（2）ロ．参照）、第 3 に、会社法のもとで事業譲渡が行われる際の株主保護として重要な要素となる事業譲渡に反対する株主の株式買取請求権等の処遇について確認を行う（下記 3 節（2）ハ．参照）。そのうえで、以上より明らかとなる株主の権利保護にかかる論点とこれに対する望ましい解釈論の提示を試みる（下記 3 節（2）ニ．参照）。

イ．株主の権利の処遇：事業性融資推進法 157 条 6 項の立法趣旨の分析・検討

上記のとおり、事業性融資推進法 157 条 6 項に基づき、企業価値担保権の実行として行われる事業譲渡は、株主総会決議を経ずとも有効となると解される。

---

69 江頭［2024］377 頁。

70 最判昭和 61 年 9 月 11 日判時 1215 号 125 頁。

71 取引の安全を保護するために、当該瑕疵につき悪意・重過失がなかった事業の譲受人に対しては行為の無効を主張できないと解する見解（鈴木［1971］52～53 頁）と、株主の利益に鑑みれば取引の安全のみで問題処理することは疑問であり、譲受けに当たって調査を経ない実務は一般的ではないこと等から決議を経ない行為は無効と解して差し支えないとする見解（江頭［2024］1022 頁注（8））がある。

72 悪意・重過失の譲受人に対してのみ無効を主張しうると解したとしても、譲受けに当たって決議の有無を調査しない実務は一般的ではないから、常に無効を主張しうると解する場合とでその帰結に大きな差はないと考えられる。

しかし、事業性融資推進法では、担保権実行手続の開始決定要件は、被担保債権の期限が到来してもそれが弁済されない場合（同法 84 条 1 項 3 号）とされており、債務超過[73]であること等は求められていない。企業価値担保権の実行が、企業が債務超過に陥っている時点でなされるのであれば、株主には残余利益は残っていないため、株主総会決議を不要としても株主の権利保護は問題とならない[74]。他方で、債務超過であるか否かの判断は必ずしも容易ではないものの、企業価値担保権の実行が、株主としては未だ経営改善の余地があると考える債務超過に陥る前の時点でなされる可能性があるのであれば[75]、株主は残余利益を有しているため、そうした財産権を制約するには、株主に対する何らかの手続保障が必要となると考えられる（詳しくは、下記 3 節（2）ニ．で論じる）。

そこで、事業性融資推進法 157 条 6 項が担保権実行時における株主総会決議を不要とする根拠において、株主の権利保護の必要性が考慮されているかを確認してみる。まず、事業性融資推進法の立法担当官の説明では、（i）事業譲渡を行う権限は管財人に専属していること、（ii）株主総会決議の要否は、株主意思の尊重という考慮要素と、業務執行の迅速性確保や取引の安全という考慮要素とを比較衡量して決すべき政策的な問題でもあるが、実行手続では事業価値が劣化する前に迅速に事業を譲渡する必要性が高いことが挙げられている[76]。また、立法過程の議論における説明としては、（iii）強制執行時には株主総会決議の要否が問題とならず担保権の実行も同様と考えられること[77]、（iv）管財人は

---

[73] 企業の負債総額が資産総額を上回っている状態は形式的債務超過と呼ばれ、企業の資産や負債を時価で評価した場合に、その負債総額が資産総額を上回っている状態は実質的債務超過と呼ばれる。以下では、債務超過という用語を実質的債務超過の意味で用いる。

[74] 田中［2021b］26 頁注 55 も、担保権の実行段階では、債務者による事業継続はもはや困難となっており、もっぱら個別財産の売却の形で行われる場合もあるとして、そのような場合には株主総会の特別決議を要求する理由はないと指摘している。

[75] 事業性融資推進法では、特定被担保債権の期限が到来しても弁済されないときは、企業価値担保権者はすべての特定被担保債権者の指図により、企業価値担保権の実行その他の必要な措置をとらなければならないと定められている（同法 61 条）。実際に担保権実行に踏み切られることになるのは、再交渉やリファイナンスが困難と判断される場合、すなわち、貸し手である金融機関のみならず、潜在的な資金提供者である株主にとっても、債務者の企業価値が、その負債額に比して十分ではなく、再建の見込みが低い場合（実質的な債務超過状態）であると考えられる。もっとも、早期の事業再建の着手はより高い継続企業価値の保全を実現しうると考えられることからすれば、企業価値担保権の実行も早期すなわち債務超過状態に至る以前になされる可能性も否定はできないと考えられる。

[76] 大来ほか［2025］418 頁。

[77] 金融審議会［2023］9～10 頁注 28。抵当権の実行としての任意競売について、公法上の処分であること、および総会決議がなければ競売できないとすると競売制度を無に帰せしめる結果となることから、これを否定する裁判例がある（東京高決昭和 47 年 3 月 15 日下民集 23 巻 1～4 号 118 頁）。学説も同決定の結論に賛成しているといわれており（田中［2020］68 頁注 2）、もっぱら、個別財産の売却で実行がなされる場合には、株主総会の特別決議を要求する理由はないと指摘されている。田中［2021b］26 頁注 55。

株主を含む利害関係人に対して善管注意義務を負って職務を行うこと、売却に当たって裁判所の許可が介されること等により、公正な方法による売却が担保されているため、企業価値担保権の実行としての事業譲渡で株主総会決議を要しないとしても、株主の保護が適切に図られることが挙げられている[78]。

このうち、（i）は、事業性融資推進法 113 条 1 項が、事業の経営および総財産の管理処分権限の管財人への専属を認め、会社の取締役は事業の経営権を失うことを指すものと解される。破産手続開始の決定があった場合には、破産財団に属する財産の管理処分権は、裁判所が選任した破産管財人に専属するため（破産法 78 条 1 項）、このことを根拠として会社法 467 条の適用がなくなると解されている[79]。もっとも、企業価値担保権の実行手続は、担保権の実行手続であって破産手続ではないうえ、担保権実行手続の開始決定の時点において、事業の経営および総財産の管理処分権限を会社から剥奪するという強い制約が加わること自体、当然ではないように思われる[80]。例えば、民事再生法および会社更生法では、管財人に財産の管理処分権等が専属したとしても、裁判所の許可を得て行う管財人[81]による株式会社の事業譲渡については、後述するとおり[82]、一定の場合に限って会社法（467 条等）の規定を適用しないものとされている。財産の管理処分権等が管財人に専属することのみによっては、事業譲渡に際し株主総会決議を不要とする帰結は導かれないと解される[83]。

また、（ii）については、株主総会決議の要否は政策的な問題であるとし、事業価値が劣化する前に迅速に事業譲渡を行う必要性が高く、よって株主総会決議を不要であると結論づけるが、株主の権利保護を不要とすることの正当性を

---

78 金融審議会［2023］10 頁注 28。

79 伊藤ほか［2020］645 頁。ただし、事業譲渡を行う場合には、裁判所の許可を得なければならないとされる。破産法 78 条 2 項 3 号。

80 手続の開始決定によって、こうした重大な効果が生じることに鑑み、判断に慎重を期すために一定の要件の証明を課しているといわれるが（大来ほか［2025］283 頁）、その要件とは、申立債権および当該申立債権にかかる企業価値担保権の存在ならびに当該申立債権にかかる弁済期の到来であり（事業性融資推進法 84 条 2 項）、要件充足性の認定は比較的容易であると説明されている。大来ほか［2025］283～284 頁（注）。

81 会社更生手続においては、手続の開始決定により事業の経営および財産の管理処分権限は管財人に専属するが（会社更生法 72 条 1 項）、民事再生手続においては、管財人の選任すなわち業務および財産の管理処分権限の剥奪は必須ではなく、債務者の経営が失当である場合等に限定されている（民事再生法 64 条 1 項）。

82 後掲注 89 から 93 に対応する本文参照。

83 会社更生手続について、更生計画で事業譲渡を行う場合はもちろん、更生計画外で事業譲渡を行う際には利害関係人とりわけ株主の利益を保護しうる手続保障が必要との指摘が存在する（深山［2002］784～785 頁）。担保権実行手続開始の決定による管財人への管理処分権限の専属を、一般的な差押えの効果によって説明する余地はあるものの、債務超過ではない場合に事業譲渡が行われる場合には、利害関係人とりわけ株主の残余利益を保護しうる手続保障が必要と考えられる。

十分に説明しているとはいえないと考えられる。

以上に対し、（iii）については、確かに、強制執行を受ける場合と、会社自ら事業譲渡をするという決定を行う場合とでは、株主総会決議の要否は異なっている。担保権の実行は、本来的には、担保権者の一存で決まるものである[84]。事業譲渡は組織にかかる行為ではあるものの、担保権実行という強制執行がなされることにほかならず、その帰結として実現される事業譲渡は、株主総会決議が求められるという筋合いのものではない。よって、（iii）を根拠として、一般的な強制執行や担保権実行と同様の換価を実現するものとして株主総会決議を求める必要はないとする説明には、一定の合理性があるといえる。さらに、立法過程の議論では、（iii）の根拠とあわせて、株主の保護の観点から（iv）の根拠が示されていた。事業性融資推進法のもとでも、裁判所によって選任および監督される管財人が負う善管注意義務（同法 121 条 1 項）を通じて、債権者だけでなく株主の保護を図る余地はある[85]。もっとも、当該義務のみをもって株主の保護を十分に図りうるのかは定かではない。また、裁判所の関与による事業価値の毀損のおそれも指摘されるように[86]、裁判所の許可によって必ず公正な価格による売却が実現されるかは明らかではない。

このように、事業性融資推進法 157 条 6 項の立法過程においては、上記（i）から（iv）の根拠のうち、（iii）とあわせて主張されていた（iv）を除いては、株主の権利保護の必要性は強く認識されていないように解される。しかし、株主が会社に対する残余利益を有している限りは、事業譲渡が行われる場合には、原則として株主総会決議が求められると解される。すなわち、担保権実行と同様、一般の清算手続や私的整理は法的倒産手続の外で行われるが、これらの場合には、債務超過であることは事業譲渡について株主総会決議を不要とする理由にはならないと解する立場が通説である[87]。債務超過においても、会社の再建見込

---

[84] 抵当権の実行としての任意競売について、公法上の処分であること、および総会決議がなければ競売できないとすると「競売の制度を無に帰せしめる結果となる」ことから、商法 245 条 1 項 1 号（平成 17 年改正前。会社法 467 条 1 項 1 号に相当）の適用を否定した裁判例があることが紹介されている。田中［2020］68 頁。

[85] 金融審議会［2023］10 頁注 28 では株主が利害関係人に含まれると明記されていた。このほか、立法に至る議論の過程では、債権者のみならず株主の利益を保護するための公平誠実義務・善管注意義務として、公正な方法で処分する義務や、他の債権者および株主に、より良い条件のオファーを出す買い手を紹介する機会が与えられるよう、実行通知のほか、必要に応じて意見聴取等を行う義務が課されるかについて検討がなされていたが（事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会［2021］93 頁）、立法に当たって、そうした手当てはなされていない。

[86] 裁判所の判断を通じて、公正な方法であることがどの程度強化されるのかについては評価が分かれているといわれている。事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会［2021］98 頁。

[87] 落合［2009］35～36 頁〔齊藤真紀〕。これに対して、会社法においては、債務超過状態

みがある限り、株主に帰属する企業価値が必ずしもマイナスであるとはいえないことがその理由とされている[88]。

ただし、特別の制度的手当てがなされている場合は上記の例外であり、債務超過であるときに限り、株主総会決議を不要とすることが認められると解することになる。ここでの特別の制度的手当てとは、民事再生手続や会社更生手続における事業譲渡に関する株主の権利についての手続保障を指している。すなわち、民事再生手続においては、債務超過[89]の場合に限り、裁判所による株主総会決議に代替する許可（代替許可）によって、事業譲渡を行うことが認められており（民事再生法 43 条 1 項）、債務超過ではない場合には株主総会決議が求められていると解されている[90]。これは、倒産状態に陥った会社の株主は、その会社の経営に関心を失い、株主総会決議の成立が困難になる場合が多く、また、債務超過会社の株主の株主権は、実質的には価値を喪失しているとの考え方に基づいている[91]。また、会社更生手続においては、手続開始後に、裁判所の許可を得て、株主総会決議を経ることなく更生会社の事業の全部または重要な一部の譲渡を行うこと（会社更生法 46 条 2 項）および固有の株主保護の手続[92]が求められているが（同条 4 項）、債務超過である場合には裁判所の許可を得て、株主保護の手続を経ずに事業譲渡を行いうるとされている（同条 8 項）。これは、優先順位が上位の債権者でさえ完全な弁済を受けるのが難しい状況であり、株主は何の実質的権利ももたないと解されるためとされる[93]。

以上のような解釈に照らせば、事業性融資推進法 157 条 1 項は担保権実行としての事業譲渡について裁判所の許可を要求するという制度的手当てを行うものであり、債務超過である場合に限り、株主総会の承認を不要とする取扱いは、支持されると解される。

であることを根拠として、清算手続中における事業譲渡について、株主総会による承認は不要と解する立場もある。遠藤［1980］200 頁。

88 落合［2009］35～36 頁〔齊藤真紀〕。

89 代替許可の要件としての債務超過は、事業譲渡を前提とする場合には継続企業価値に基づく資産評価すなわち実質的債務超過をもって判断するものと解されている。才口・伊藤・全国倒産処理弁護士ネットワーク［2010］240 頁〔三森仁〕。

90 さらに、民事再生手続では、代替許可の決定に対して、株主が即時抗告をすることも認められている（民事再生法 43 条 6 項）。代替許可を得て事業を譲渡する場合には、反対株主の株式買取請求の規定は適用されないことも明記されている（同条 8 項）。

91 才口・伊藤・全国倒産処理弁護士ネットワーク［2010］239 頁〔三森仁〕。

92 すなわち、管財人は譲渡に関する情報を公告または通知し、総株主の議決権の 3 分の 1 を超える議決権を有する株主が反対する等した場合には、裁判所は許可できないこととされている（会社更生法 46 条 4 項、7 項）。

93 例えば、山本ほか［2015］492 頁。

ロ．種類株主の権利の処遇

次に、種類株式の内容として、定款において拒否権条項が定められていた場合、および、株主間契約等において事前承諾条項が定められていた場合において、事業性融資推進法のもと、担保権実行として事業譲渡が行われたときの種類株主の権利の処遇について確認を行う。

（イ）定款において拒否権条項が定められている場合

上述のとおり、事業性融資推進法 157 条 6 項は、株主総会決議や株式買取請求に関する会社法上の所定の手続規定（会社法第 2 編第 7 章。467～470 条）の適用を排除している。

仮に、企業価値担保権の実行としての事業譲渡では、事業性融資推進法 157 条 6 項の適用により、株主総会決議による承認は不要となると考えるのであれば、企業価値担保権の実行としての事業譲渡は「株主総会…〔著者略〕…において決議すべき事項」（会社法 323 条）ではないと解することとなる。その場合には、定款において拒否権条項が定められていたとしても、会社法 323 条の適用はなく、通常の株主総会および種類株主総会の決議がなくとも、企業価値担保権の実行としての事業譲渡の有効性に影響はないと考えられる。

（ロ）株主間契約等において事前承諾条項が定められている場合

株主間契約等において、事業譲渡を行うには株主の事前承諾が必要であると定められている場合[94]、事前承諾なくなされた事業譲渡は有効ではあるが、株主間契約等に違反する行為となり、会社について契約上の責任が生じうることになる。

種類株主に対する会社の契約責任の内容は、事前承諾条項が定められていたにもかかわらず、事前承諾を経ない不適切な事業譲渡が行われ、種類株主が不利益を被ったことを原因とする債務不履行責任であると考えられる[95]。このとき、種類株主の被った不利益とは、公正な価格による事業譲渡を前提とした投下資本の回収機会の逸失であると考えられる。種類株主は、公正な価格の立証、具体的には、よりよい条件での事業譲渡機会の存在を立証する必要がある。もっとも、かかる証明に成功したとして、会社が十分な責任を果たすことができるのか、す

[94] 宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］125 頁。

[95] 株主間契約では、株主間契約の義務違反があった場合に、当該義務違反による損害が生じた相手方に対し、当該損害を填補または賠償しなければならない旨が定められることがある。宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］198 頁。

なわち、事業譲渡を行うという事態に陥っている会社が種類株主が被った損害を賠償する債務不履行責任を十分に履行するに足る資力を有していない可能性が高く、責任追及手段としての実効性は低いといえよう。

ハ. 反対株主の株式買取請求権等

会社法のもとで事業譲渡が行われる際の株主保護として重要な要素となる反対株主の株式買取請求権等が、事業性融資推進法のもとでどのような処遇を受けるかについて確認を行う。

（イ）反対株主の株式買取請求権の扱い

企業価値担保権の実行として事業譲渡が行われる場合には、事業性融資推進法 157 条 6 項により、会社法第 2 編第 7 章に含まれる株式買取請求の規定（会社法 469 条）は適用されず、反対株主の株式買取請求権は認められないと解される。

この点は、企業価値担保権の実行が債務超過で行われる場合には、株主が自らの権利の実質的な価値を失っており、妥当な帰結であると考えられる[96、97]。

---

[96] 前掲注 90 で指摘したとおり、民事再生法 43 条は、債務超過の場合には、裁判所の代替許可による事業譲渡を認めると同時に、反対株主の株式買取請求権は認められないことを明記している。

[97] なお、任意に事業譲渡が行われる場合には、事業性融資推進法 157 条 6 項の適用はないことから、常に株主総会決議が求められ、反対株主については株式買取請求権が認められるようにも解されるが、当該請求権は、会社法における分配可能額規制（会社法 166 条 1 項、461 条 2 項。詳細は後掲注 100 参照）の対象となることに加え、会社が事業譲渡決議と同時に解散決議をした場合には、株主には当該請求権はないものとされている（会社法 469 条 1 項 1 号）。その趣旨は、会社が解散すれば株主は残余財産の分配を受けるため、当該請求権を認める必要がないほか、これを認めると債権者の権利を害するおそれがあることに求められている。鈴木・竹内［1994］251 頁。江頭［2024］1022 頁注（9）。

これらを踏まえると、任意に事業の全部または実質的に全部の譲渡が承認された株主総会決議の時点で解散決議がなかったとしても、その後に債務者等の申立てにより破産手続が開始されることが高度の蓋然性をもって予見されている場合または実際に開始された場合には、会社法 469 条 1 項 1 号の趣旨に鑑み、株主による株式買取請求権は認められないと解する余地もある。その理由として、第 1 に、解散決議が事業譲渡の決議と同じタイミングで採られなかったとしても、破産手続開始の決定があった場合には、破産手続開始の時に解散するものとされているからである（会社法 471 条 1 項 5 号、破産法 30 条 2 項）。第 2 に、事業譲渡後の破産手続において債権者への配当が行われる際に、仮に反対株主の株式買取請求権を認め、弁済を行ってしまうと、破産手続で配当を受ける予定の債権者を害する結果となりうるからである。

ただし、会社法 469 条 1 項 1 号が株式買取請求権を不要とすることについては批判がある。その理由としては、不利な事業譲渡が行われた場合の損失補填が十分でないことが挙

（ロ）種類株式の金銭を対価とする取得請求権

種類株式の内容として、金銭を対価とする株式の取得請求権（以下、「償還請求権」という。）[98]が定められることがある（会社法 108 条 1 項 5 号）。例えば、会社がその全部または実質的に全部の事業を事業譲渡等により第三者に移転させた場合には、種類株主は、会社に対して、自らの保有する種類株式を取得し、その代わりに、金銭を交付することをを請求できる旨を定めることがある[99]。なお、償還請求権は分配可能額規制[100]に服する（会社法 166 条 1 項、461 条 2 項）[101]。

このような種類株式を発行する場合には、定款において、①一定の事由が生じた場合には株主は会社に対して当該株主の有する株式の取得を請求できる旨、②取得対価を交付するときは、その種類および内容、ならびに数もしくは額または算定方法、ならびに③取得請求期間を定めなければならないとされている（会社法 108 条 2 項 5 号、107 条 2 項 2 号）。よって、事業譲渡が上記①として定款に定められた取得請求権を行使しうる一定の事由に該当する限りは[102]、企業価値担保権が実行されたとしても、種類株主については償還請求権が認められるとも解される。

もっとも、企業価値担保権の実行により事業の大部分が譲渡されており、事業譲渡代金について、特定被担保債権者への弁済すなわち企業価値担保権を通じ

げられている。江頭［2024］1022 頁注（9）。当該批判のとおり、不利な事業譲渡が行われた場合には損失補填が問題となりうるが、その後に破産手続の開始が想定されているときまたは開始されたときには、株式買取請求権ではなく、破産手続における詐害行為否認の対象（破産法 160 条 1 項）として、その不当性が争われるべきと考えられる。

98 普通株式を対価とするものは転換請求権、金銭を対価とするものは償還請求権と呼ばれる。殿村ほか［2024］6 頁。償還請求権については、スタートアップ企業が一定期間内に Exit に至らない場合に備えて規定しておきたいニーズがあると指摘されている。殿村ほか［2024］6 頁。

99 宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］67～69 頁。会社の全部または実質的に全部の事業が事業譲渡によって第三者に移転された場合、当該移転の対価は株主ではなく会社に交付されるため、これに備えて、株主間契約で解散請求権を規定し、残余財産分配条項に基づく分配を求めることも想定されるが、解散手続のコストや調整の難しさから、種類株式の内容として償還請求権を定めておくことで、確実に移転の対価について優先回収を図ることが期待されている。同 68～69 頁。

100 株式会社が剰余金の配当その他株主への分配を行える額を制限するルールをいう。詳細は、江頭［2024］38、715 頁。

101 桃尾・松尾・難波法律事務所ほか［2022］43 頁。

102 宍戸・ベンチャー・ロー・フォーラム［2020］においては、会社の全部または実質的に全部の事業が事業譲渡または会社分割により第三者に移転された場合に限って、償還請求権の行使ができると定められているが（同 67～68 頁）、このほか、株式上場の目標時期を定め、その時期を過ぎた場合や、会社分割により会社の事業を第三者に譲渡または移転させた場合に行使可能とすることが考えられている。桃尾・松尾・難波法律事務所ほか［2022］61 頁。

た優先的な債権回収が図られ、会社に残余財産がほとんどない場合には、そもそも、償還請求権が認められたとしても、それに基づく投下資本の回収は困難な可能性があると考えられる。また、仮に会社に残余財産があった場合であっても、企業価値担保権の実行後に破産手続の開始が高度の蓋然性をもって予見されているときまたは実際に開始されたときは、事業譲渡後の破産手続において債権者への配当が行われる際に、仮に償還請求権を認め、弁済を行ってしまうと、破産手続で配当を受ける予定の債権者を害する結果となりうる。以上より、種類株主の償還請求権は認められない場合がありうると解される[103]。

ニ．株主の権利保護に資する手続の保障

以上より、事業性融資推進法 157 条 6 項は、債務超過であるか否かにかかわらず事業譲渡についての株主総会決議を不要とする規定であること、また、同法のもとでは、定款による拒否権条項や株主間契約等による事前承諾条項を通じた権利の保護にも、反対株主の株式買取請求権等を通じた権利の保護にも一定の限界があることが明らかとなった。こうしたことから、同法のもとでは、債務超過ではない可能性がある場合に株主等が有している残余利益を保護しうる手続保障が十分に確保されているかは、定かではないといえる。担保権者は、債務者が債務を弁済できない場合、もっぱら自己の被担保債権の弁済可能性を考慮して担保権を実行するかどうかを決める可能性があると一般的には考えられるため[104]、その他の債権者や株主（種類株主を含む。）に対する配当が減少するおそれがあると考えられる。このような残余利益を有する株主等の権利を保護しうる手続保障が必要と考えられる。

そこで、事業性融資推進法 157 条 1 項における裁判所の許可を、このような残余利益を有する株主等の手続保障として位置付けることが考えられる。裁判所の許可の要件は、条文上は明らかにされていないものの、立法担当官が裁判所の許可を必要とする趣旨として説明するように、事業譲渡の条件や譲受人の選定過程の公正性等であると解すべきである[105]。裁判所の許可を通じて公正な事業譲渡が実現されるとすれば、これをもって株主の権利保護に資する手続保障と位置付けることも可能と思われる。

手続保障の中心的な内容としては、同法 157 条 4 項が考えられる。すなわち、

---

[103] さらに、企業価値担保権が設定されている場合に、任意に事業の全部または実質的に全部の譲渡が実行されるときについても、同様の帰結になると解される。

[104] 田中［2021b］21 頁。また、債務者企業の経営者が担保権者と共謀し、実際には弁済できるのに被担保債務の弁済を怠って担保権を実行させ、経営者が支配する会社に事業を譲渡させるといった濫用的なケースも考えられる。

[105] 大来ほか［2025］418 頁。

同項は、担保権実行手続に関してとくに利害関係を有する者につき政策的に手続保障を図るため[106]、裁判所に対し、知れている配当債権者や労働組合等の意見の聴取を求めるものである。債務超過ではない可能性がある場合に担保権が実行されるときには、当該規定のもとで意見聴取が求められる利害関係人の範囲に株主も含まれると解することで、株主として期待しうる残余利益について、裁判所と株主の間で認識を揃え、予定されている譲渡先および譲渡価格について株主の十分な納得を得ることが可能になると考えられる。このとき、裁判所は、管財人が提出する資料[107]をもとに債務超過であるか否かや再建の見込みを確認し、適正な事業譲渡か否かを判断しうると考えられる。また、こうした機会に、株主がより高い価格での譲渡を見込める別の譲渡先を提案することも考えられる。加えて、債務超過であることが明らかではなく株主が残余利益を有している可能性がある場合であっても反対株主の株式買取請求権が認められないという問題点については、株主との間で譲渡価格にかかる共通の認識が形成されれば、一定程度、解消すると考えられる。なお、株主の範囲には種類株主も含まれるところ、償還請求権についても同様のことが当てはまるといえよう[108]。

以上のような裁判所の判断のもとでの柔軟な運用を通じ、株主についての手続保障を実現しうると考えられる。

４．おわりに

本稿では、スタートアップ企業における資金提供者である株主と企業価値担保権を利用して融資を行う金融機関の間で利害対立が生じうる局面を明らかにし、それらの局面における株主の権利の処遇等について分析・検討を行った。

まず、企業価値担保権の設定時における利害対立については、株主による関与の要否、とくに株主総会決議の要否を取り上げた。これについては、現行法の規定および立法過程の議論において、企業価値担保権の実行時には、株主総会決議が不要であるという形式面を重く見て、企業価値担保権の設定については、取締

106 大来ほか［2025］418 頁。

107 担保権実行手続では、管財人が、債務者の業務や財産の状況を調査し（事業性融資推進法 118 条）、担保目的財産の価額の評定結果を裁判所に提出するものとされている（同法 125 条）。

108 なお、こうした運用によっても納得できない株主が、担保権実行に対抗し自衛する方策も考えられる。1 つは、民事再生手続の申立てとあわせて、担保権実行手続の中止命令（民事再生法 31 条）の申立てと担保権消滅請求（同法 138 条）を行うことも考えられる（事業性融資推進法 212 条 2 項）が、株主は民事再生法上は手続の申立権者としては定められていない（同法 21 条）。もう 1 つは、会社更生手続の申立てであり（会社更生法 17 条 2 項）、開始決定がなされた場合には企業価値担保権の実行手続は中止し、更生担保権として手続の中で配当を受けることになる。

役会設置会社においては取締役会決議で足り、任意に定款で企業価値担保権の設定を株主総会決議事項と定めた場合に限って株主総会決議が必要とされることになった経緯を確認した。他方で、種類株式の内容として、企業価値担保権の設定には種類株主総会決議を要する旨を定款に定めておいた場合、当該決議なく行われた会社の行為すなわち企業価値担保権の設定は、会社法上無効になると解された。これに対し、株主間契約等の方法によった場合には、株主間契約等に反して行われた会社の行為は当然には無効とならず、契約責任の追及にとどまるという違いがあることを確認した。そして、いずれの場合にも、株主の同意を得ずに企業価値担保権を設定することはスタートアップ企業としては事業遂行に支障があるため、企業価値担保権の設定について株主の理解を得ることが肝要であること、その前提として、企業価値担保権の実行時における株主の権利の処遇が株主にとって重要な関心事項となることを確認した。

そのうえで、企業価値担保権の実行時における利害対立についてみると、企業価値担保権の実行としての事業譲渡に際し、株主には株主総会決議を通じた関与も株式買取請求権も認められていないことを確認した。また、事業性融資推進法 157 条 6 項の適用の結果、事業譲渡について拒否権を有する種類株主については種類株主総会決議が求められない帰結となることを確認した。確かに、こうした株主の権利の処遇は、実質的に権利の価値を喪失している債務超過の場合には支持しうる一方で、債務超過であるか明らかではなく株主が残余利益を有している可能性がある場合には、担保権実行にかかる裁判所の許可を、株主の権利保護に資する手続保障として位置付け、これにより公正な事業譲渡の実現を確保する必要性があることを指摘した。

企業価値担保権を用いた融資は、有形資産に乏しいスタートアップ企業の資金調達手段として期待されているが、上述のとおり、その局面によっては融資を行う金融機関とスタートアップ特有の経営への関与に積極的な VC 等の株主との間で利害対立が生じうる。従って、同じく重要な資金提供者である VC 等の株主による投資を阻害しないようにしつつ、企業価値担保権制度の利用を促進していくためには、当該制度のもとでも、金融機関のみならず株主の権利の保護も適切に図ることが重要となる。本稿は、企業価値担保権制度の導入によって生じうる法的不確実性、とりわけ担保権実行時における株主の権利の処遇を明らかにし、株主が残余利益を有している場合にその保護に資する、望ましい解釈論の方向性を提示するものである。こうした理解が深まることで、企業価値担保権制度の活用がさらに進み、スタートアップ企業の成長を後押しする取組みの一助になれば幸いである。

参考文献

伊藤　眞・岡　正晶・田原睦夫・中井康之・林　道晴・松下淳一・森　宏司、『条解　破産法〔第 3 版〕』、弘文堂、2020 年

井上　聡、「事業全体に対する担保制度の設計とその利用」、『NBL』1260 号、2024 年、32～44 頁

――――、「事業担保としての企業価値担保権の活用可能性」、片山直也・水野浩児・粟田口太郎編著『事業性融資推進法および企業価値担保権の課題と展望〈武蔵野大学法学研究所叢書 4〉』、武蔵野大学出版会、2025 年、125～144 頁

――――・志甫治宣・堀内秀晃、『Q&A 企業価値担保の実務』、商事法務、2026 年

江頭憲治郎、『株式会社法　第 9 版』、有斐閣、2024 年

遠藤美光、「財政破綻にある株式会社の営業譲渡（2・完）――総会決議の必要性とその限界に関する一考察――」、『上智法学論集』23 巻 2 号、1980 年、171～203 頁

大来志郎監修・水谷登美男・大野一行・飯島隆博・五十嵐一裕・髙倉佑介・燒尾圭太・光武敬志・田村将人編著、『逐条解説　事業性融資の推進等に関する法律――企業価値担保権の創設』、商事法務、2025 年

大野一行、「企業価値担保権制度の概要――事業性融資推進法および下位法令の構造――」、『金融法務事情』2263 号、9～22 頁、2025 年

太田　洋・松尾拓也編著、『種類株式ハンドブック』、商事法務、2017 年

落合誠一編、『会社法コンメンタール 12――定款の変更･事業の譲渡等･解散･清算（1）』、商事法務、2009 年

粕谷宇史・小林正佳、「企業価値担保制度の創設」、『Client Alert』、ベーカー&マッケンジー法律事務所、2024 年
（https://www.bakermckenzie.co.jp/wp/wp-content/uploads/20241115-ClientAlert_RI_J.pdf、2026 年 10 月 21 日）

加毛　明、「リレーションシップ・バンキングと企業価値担保権」、日本銀行金融研究所、未定稿、2026 年

河野　愛・大村直人、「我が国スタートアップ企業の資金調達動向について」、『ファイナンス』697 号、財務省、2023 年、50～51 頁
（https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/202312/202312k.pdf、2026 年 10 月 21 日）

木内道祥、「倒産手続における事業譲渡と株主総会決議の要否」、田原睦夫先生古稀・最高裁判事退官記念論文集『現代民事法の実務と理論（下巻）』、金融財政事情研究会、84～103 頁、2013 年

金融審議会、「事業性に着目した融資実務を支える制度のあり方等に関するワーキング・グループ 報告」、金融庁、2023 年
（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20230210/01.pdf、2026 年 10 月 21 日）

金融庁、「事業性融資の推進等に関する法律 説明資料」、金融庁、2024 年
（https://www.fsa.go.jp/news/r6/sonota/20240719/02.pdf、2026 年 10 月 21 日）

――――、「企業価値担保権付き融資の評価や引当の方法等に係る基本的な考え方につい

て（事業性融資推進プロジェクトチーム　検討ペーパー）」、金融庁、2025 年（https://www.fsa.go.jp/news/r7/sonota/20250702/03.pdf、2026 年 10 月 21 日）
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（令和 4 年 3 月改訂）」、経済産業省、2022 年（https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/startup_investment_agreement_guidelines/r4_startup_investment_agreement_guidelines.pdf、2026 年 10 月 21 日）
————、「スタートアップ M&A ガイダンス――スタートアップ・エコシステムの成長・発展並びに新産業の創出に向けて――」、経済産業省、2026 年（https://www.meti.go.jp/files/900018995.pdf、2026 年 10 月 21 日）
才口千晴・伊藤　眞監修・全国倒産処理弁護士ネットワーク編、『新注釈民事再生法【上】（第 2 版）』、金融財政事情研究会、2010 年
佐藤正謙、「企業価値担保権の概要と若干の解釈上の課題」、『民商法雑誌』161 巻 4 号、2025 年、543～573 頁
事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会、「論点整理 2.0」、金融庁、2021 年（https://www.fsa.go.jp/singi/arikataken/rontenseiri2.pdf、2026 年 10 月 21 日）
宍戸善一・ベンチャー・ロー・フォーラム編、『スタートアップ投資契約――モデル契約と解説』、商事法務、2020 年
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」、『NBL』1297 号、2025 年、52～57 頁
白井正和、「スタートアップ投資・新規上場と種類株式」、『ジュリスト』1576 号、2022 年、49～54 頁
鈴木竹雄、『商法研究 II 会社法（1）』、有斐閣、1971 年
————・竹内昭夫、『会社法〔第 3 版〕』、有斐閣、1994 年
田中　亘、「コメント：会社法の観点から」、『NBL』1182 号、2020 年、68 頁
————、「株式会社における当事者の合意によるアレンジメントの法律問題」、田中　亘・森・濱田松本法律事務所編『会社・株主間契約の理論と実務――合弁事業・資本提携・スタートアップ投資』、有斐閣、2021 年 a、1～27 頁
————、「事業担保に関する一考察――担保権制約の合理性および会社法の観点から」、東京弁護士会倒産法部編『担保法と倒産・金融の実務と理論： 担保法の検討課題＜別冊 NBL178 号＞』、商事法務、2021 年 b、15～27 頁
月岡　崇、「スタートアップ・中小企業向け融資と企業価値担保権」、『金融法務事情』2263 号、23～32 頁、2025 年
道垣内弘人、『信託法　第 2 版（現代民法 別巻）』、有斐閣、2022 年
殿村桂司・田原一樹・水野奨健・甲斐凜太郎・片瀬麻紗子、「スタートアップ企業のエクイティ・ファイナンスにおける種類株式の最新の傾向」、『NO&T Corporate Legal Update コーポレートニュースレター』No.32、長島・大野・常松法律事務所、2024 年、1~11 頁（https://www.nagashima.com/wp-content/uploads/2024/06/corporate_no32_1.pdf、2026 年 10 月 21 日）
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〕』、

商事法務、2025 年
ベンチャーエンタープライズセンター、『ベンチャー白書：ベンチャービジネスに関する年次報告 2025』、ベンチャーエンタープライズセンター、2025 年
松尾健一、「スタートアップ投資と投資契約――会社・経営株主の株式買取義務の合理性」、『ジュリスト』1576 号、2022 年、37～42 頁
水谷登美男・大野一行・飯島隆博・五十嵐一裕・掛林美智、「事業性融資の推進等に関する法律の概要（上）――企業価値担保権を中心に」、『NBL』1270 号、2024 年、4～13 頁
深山卓也、「会社更生法の立案過程からみた営業譲渡の手続的規律」、伊藤　眞・春日偉知郎・上原敏夫・野村秀敏編著『権利実現過程の基本構造』、有斐閣、2002 年、763～785 頁
桃尾・松尾・難波法律事務所編・角元洋利・山口敏寛・乾　正幸・鳥養雅夫編著、『ベンチャー企業による資金調達の法務〔第 2 版〕』、商事法務、2022 年
安永祐司・冨川　諒、「企業価値担保権の意義・内容と倒産法上の取扱い」、『FSA Institute Discussion Paper Series』 DP2024-5、金融庁金融研究センター、2025 年（https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2024/DP2024-5.pdf、2026 年 10 月 21 日）
柳瀬　護・水谷登美男、「事業性融資の発展の契機となる企業価値担保権への期待――制度の本旨に沿った質の高い取り組みを追求することが重要」、『金融財政事情』2025 年 11 月 11 日号、2025 年、23～27 頁
山本和彦、「包括担保権の創設と手続法上の諸問題」、角紀代恵・道垣内弘人・山本和彦・沖野眞已編著『現代の担保法』、有斐閣、2022 年、357～377 頁
――――・中西　正・笠井正俊・沖野眞已・水元宏典、『倒産法概説〔第 2 版補訂版〕』、弘文堂、2015 年