

と実務的考察

4 プロジェクト・ファイナンスにおける企業価値担保権の活用可能性

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 佐藤 知紘・山本 明

5 LBOファイナンスにおける企業価値担保権の活用可能性

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 田口 祐樹・宮澤 哲

6 ベンチャーデットにおける企業価値担保権の活用可能性

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 齋藤 崇・水井 大

特集の目的

2024年3月15日、事業性融資の推進等に関する法律案（以下、「事業性融資推進法」または単に「法」という）が国会に提出され、同年6月7日に成立した。同法は、通常の各種法令よりもやや長めに、公布日から起算して2年6ヵ月を超えない範囲において政令で定める日から施行される（法附則1条）。事業性融資推進法に基づく企業価値担保権に関する制度整備に関連し、優れた解説はすでに多く公表され、枚挙にいとまがない（注1）（注2）。それらの議論等を経て、金融庁の立法担当官は、現状について「未知であるがゆえの過度なおそれと、既知であるがゆえの正当な懸念が交錯しているような状況」とも評する（注3）。

2023年2月10日付の金融審議会「事業性に着目した融資実務を支える制

1 特集の目的と企業価値担保権の勘所

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士

齋藤 崇・水井 大

度のあり方等に関するワーキング・グループ」報告（以下、「報告書」という）によれば、企業価値担保権はLBOファイナンス、プロジェクト・ファイナンスだけでなく、リレーシヨシップバンキングやベンチャーデット等、事業性に着目した融資が必要となり得る場面で活用されることが期待されている（報告書2（7頁））。

そこで本特集は、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の弁護士が、活用にあたって特に重要となる企業価値担保権の制度内容を解説するとともに、報告書で紹介されているような活用が期待される各プラクティスを念頭に、想定される実務上の論点や留意事項を解説した。これによって「未知であるがゆえの過度なおそれ」がわずかでも低減されることを企図しており、また、何らかの見通しが立った結果「正当な懸念」が増えるかもしれないがそれもいとわないことで、来

企業価値担保権

1 特集の目的と企業価値担保権の勘所

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 齋藤 崇・水井 大

2 企業価値担保権に信託を用いることについて

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 有吉 尚哉・鶴岡 勇誠

3 実行を巡る諸論点

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 千明 諒吉・加藤 貴裕

たるべき施行に備えることを目的とした。本特集が企業価値担保権、ひいては事業性に着目した融資実務の発展の一助となれば、本特集における執筆者一同、望外の喜びである。

一 企業価値担保権の勘所

ここでは、本特集を構成する論考をなぞる形で紹介しつつ、企業価値担保権の制度とプラクティスそれぞれの要点を整理したい。

1 制度の勘所

企業価値担保権は、従前のわが国の担保法制が個別の財産とその担保価値に着目してきた（したがって、換価処分されたとしても担保権者は事業としての価値については優先弁済権を主張することができなかった）のとは異なり、観念的にはあるが債務者の「総財産」（法7条）を担保の目的とし、文字どおり広く企業価値を担保価値として把握する点で、本質的な差異がある。これだけなら総財産を担保の目的とした企業担保権（企業担保法1条1項）も存するが、企業担保権では、その担保の目的の広さゆえのトレードオフの関係で、倒産手続では別除権者または更生担保権者と扱われないなど担保の効力として必ずしも強いものではなかった。これに対し、企業価値担保

権は倒産手続との関係で抵当権とみなされるものとしたうえで（法227条）231条、破産手続および民事再生手続との関係では別除権として取り扱われ（破産法2条9項、民事再生法53条1項）、会社更生法との関係では更生担保権（会社更生法2条10項）として取り扱われる点で、強い担保でもある。すなわち、広く・強い担保という点でこれまでの担保制度と一線を画している（注4）。

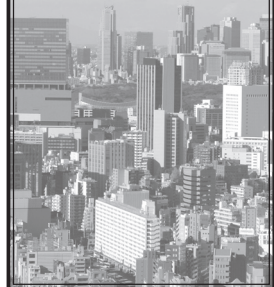
だからこそ、企業価値担保権の濫用防止、他の多数の利害関係者を保護する観点から、非常に緻密かつ複雑な調整が図られている。すべては紹介できないが、例えば、事業性融資推進法上の制度整備として、担保権者は企業価値担保権信託会社（法6条2項、32条）に、設定者は株式会社・持分会社（法2条2項、6条1項）に限定され、物上保証は禁止された（法13条1項）。また、企業価値担保権者は、担保目的財産に対する差押等の強制執行に対し、債務者の事業の継続に支障をきたす場合を除き第三者異議を主張することができず（法19条1項）、基本的に他の債権者からの強制執行には劣後とするものとされている。

(1) セキュリティ・トラスト

その中でも、とりわけ事業性融資推進法の大きな特徴とされているのは、前記のとおり担保権者が企業価値担保権信託会社に限定され、その必要性にも鑑みセ

2 企業価値担保権に信託を用いるという点について

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 有吉尚哉・鶴岡勇誠



はじめに

企業価値担保権の設定は、その被担保債権の債務者である会社を委託者とし、受託者との間で締結される信託契約（企業価値担保権信託契約。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」または単に「法」という）6条3項）に従わなければならないこととされ（法8条1項）、いわゆるセキユリティ・トラストの仕組みを用いることが前提とされている。セキユリティ・トラストとは、担保物自体の所有権は信託設定の対象としないうまま、担保権のみを信託財産とし、受託者が担保権者となつて、受益者た

る被担保債権者のために一元的に担保権の管理・行使を行うことを目的とする信託をいう。

一 セキユリティ・トラストを用いる意義

企業価値担保権にセキユリティ・トラストの仕組みを用いるのは、①担保権者兼受託者を、事業性融資推進法に基づく免許を受けた者などに限定し、これに行方規制を課すことによつて、委託者に対する説明義務などを通じて企業価値担保権の適切な設定を確保することや、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も受益者とするることにより、企業価値担保権の設定を企

図する与信者以外の一般債権者のためにも、一定額を交付することを目的としていると説明されている（注1）。また、セキユリティ・トラストには、一般に一定の意義があり、かかる観点からも企業価値担保権に信託が用いられているものと思われる。以下、若干敷衍する。

1 企業価値担保権の適切な設定の確保

企業価値担保権信託契約の受託者として企業価値担保権に関する信託業務を営むことができるのは、次の者（企業価値担保権信託会社）に限定される（法32条、33条）。

① 事業性融資推進法に基づき

内閣総理大臣の免許を受けた会社（法32条）

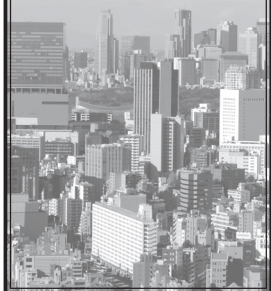
② 担保付社債信託法の免許を受けた会社、信託兼営金融機関（担保権に関する信託業務を営むものに限る）、運用型信託会社または運用型外国信託会社（法33条1項）

③ 銀行その他の内閣府令で定める者であつて、一定事項を届け出た者（法33条2項）

また、信託兼営金融機関、信託会社および外国信託会社以外の企業価値担保権信託会社が企業価値担保権に関する信託業務を営む場合には、委託者たる債権者に対する事前の説明義務および情報提供義務（法40条1項）による信託業法25条および26条

3 実行を巡る諸論点

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 千明 諒吉・加藤 貴裕



はじめに

企業価値担保権は、不動産等の有形資産よりも、技術、ノウハウ、顧客基盤等を事業の競争力の源泉とする企業が増加していることを背景に、メインバンクが当該背景を踏まえた借り手の事業性に着目し、適切にモニタリングをすることを前提として、有形資産の価値にとどまらない事業価値ベースでのファイナンスを可能とすることを目的とした制度である（注1）。

事業価値という形のないものを担保とする制度であり、その実行手続も従来一般的に利用されてきた担保とは異なるものであるが、その実行手続やその前

後のプロセスのイメージを持つておくことは、前記の適切なモニタリングのあり方を考える助けにもなると思われる。そこで、本稿では、実行手続の概要と、実務的な論点をいくつか論じたい。えで、担保価値（＝事業価値）の最大化のために望ましいと思われるプラクティスを検討する。

一 企業価値担保権制度における実行手続の概要

1 実行手続の開始

(1) 申立ておよび開始決定

企業価値担保権者が実行手続開始申立を行うが（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」）または単に「法」という）83条）、申立

てに際しては、①申立債権および当該申立債権に係る企業価値担保権の存在ならびに、②申立債権に係る弁済期の到来を証明する必要がある（法84条2項）。「証明」が求められるのは、開始決定に伴い債務者の事業の経営権および総財産に対する管理処分権の喪失という重大な効果が生じるからである（注2）。

裁判所は、当該申立ておよび証明がなされれば、実行手続開始の決定を行い（法87条1項）、その効力は決定の時から生ずる（同条2項）（注3）。

(2) 管財人の選任

裁判所は、開始決定と同時に、管財人を選任する（法88条1項）。

企業価値担保権者には、債務

者およびその事業の内容、資産負債等につき情報提供の努力義務が課される（法84条3項）とともに、裁判所は、管財人の選任について申立人の意見を聴くこととされている（法109条）。

手続開始後、債務者の事業の経営ならびに担保目的財産の管理および処分をする権利は管財人に専属する（法113条1項）が、一定の重要行為については、更生管財人等同様裁判所の許可が必要となる（同条2項）。

管財人は、善管注意義務を負い（法121条1項）、当該注意を怠ったときは、広く利害関係人に対して損害賠償義務を負う（同条2項）。

(3) 弁済禁止

手続開始後、配当債権（申立債

4 プロジェクト・ファイナンスにおける企業価値担保権の活用可能性

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 佐藤知紘・山本 明

はじめに

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」)または単に「法」という)に基づき設定が可能となる企業価値担保権の活用が期待される分野として、プロジェクト・ファイナンスが挙げられている(注1)。これは、プロジェクト・ファイナンスの実務では「全資産担保の原則」が定着しており、事業全体に対する担保設定を可能にする企業価値担保権の制度趣旨と親和的と考えられているためと思われる。もっとも、実際に企業価値担保権をプロジェクト・ファイナンスで活用するにあたっては、既存の個別担保権

設定による実務が定着しているなかで企業価値担保権を利用するメリットや、プロジェクト・ファイナンスの実務に照らして企業価値担保権の利用に支障がないかが検討される必要がある。本稿では、プロジェクト・ファイナンスの既存の担保実務を簡単に振り返ったうえで、プロジェクト・ファイナンスにおける企業価値担保権の活用可能性を検討する。

一 プロジェクト・ファイナンスの従来の担保実務

プロジェクト・ファイナンスは、対象となるプロジェクトからのキャッシュフローに依拠したファイナンス手法であるため、対象プロジェクトに属する

資産を保全する必要があり、当該観点から対象プロジェクトに属する(主要な)全資産に対して担保権を設定することが求められる(これを一般的に「全資産担保の原則」とよぶ)。当該担保権の設定により、プロジェクトに属する資産の交換価値の把握に加え、①第三者による差押等を防止し、プロジェクトの遂行に必要な資産の散逸を防ぎ(担保権の防衛的機能)、②プロジェクトの事業性が悪化した場合に、レンダー主導でスポンサーの交代または新会社への資産承継等を行い、プロジェクトを再建させて資金回収を図ること(担保権のステップ・インの機能)が意図される。具体的には、対象プロジェクトに属する各資

産に対して、各資産の種類に応じた担保権を個別に積み上げて担保権設定を行うことで、対象プロジェクトに属する全資産なるべくカバーする方式が実務上採用されており(以下、「個別担保方式」という、概ね図表(次頁)の担保権が設定される。

二 企業価値担保権を利用するメリット

従来の個別担保方式との比較において、プロジェクト・ファイナンスの場面で企業価値担保権を利用するメリットとしては、次の点が考えられる。

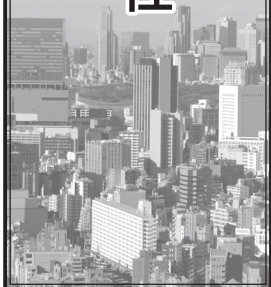
1 担保目的財産

企業価値担保権は、「会社の総財産」を担保目的財産とし(法

5 LBOファイナンスにおける

企業価値担保権の活用可能性

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 田口祐樹・宮澤 哲



はじめに

LBOファイナンスはM&A取引の対象となる会社（対象会社）の事業が生み出すキャッシュフローに着目したファイナンスであり、そこで行われている「全資産担保」の実務は、企業価値担保権が実現しようとする「事業としての価値」を担保価値として把握するというコンセプトと通底するものがある。このような背景から、LBOファイナンスにおいて企業価値担保権を用いることができるのか、実務上の関心の高いところである。

そこで本稿は、非公開会社向けのLBOファイナンスを念頭に置きながら、実務上乗り越え

るべき法的な課題について、初期的な検討を行うことを目的とする。これに先立つては、LBOファイナンスに携わる者がまず疑問に思う3つの点について、あらかじめ概要を示しておくことが有用であろう。すなわち、①そもそも企業価値担保権をLBOファイナンスで通常想定されているスキームで用いることができるのか、②既存の実務（個別資産への担保設定の積上げ）よりも、企業価値担保権を用いることのメリットは何か、および③企業価値担保権を設定することによる懸念点は何かである。

まず①について、企業価値担保権は物上保証が禁止される（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」

または単に「法」という）13条1項）など、いくつか留意すべき点があるものの、結論としては既存の実務で想定されているスキームと同等のスキームを組成することが可能である。

また、②について、必ずしも法的な観点ではないものの、例えばサービスの独自性や強力な顧客基盤が事業から生み出されるキャッシュフローの源泉となっている会社においては、買収時に調達すべき資金が多額となる一方で、（株式、預金債権およびインターカンパニーローン債権を除き）担保にとるべき有形資産に乏しい場合も想定される。そのような局面では、事業全体の価値を把握するという企業価値担保権に優位性が認められる可能性があり得る。

最後に、③については、企業価値担保権の性質上、第三者に対する効力が個別資産に担保権を設定する場合と比較して異なることが懸念される。従前の担保権と同等の防衛的機能を確保する観点からは、企業価値担保権と並行して主要な個別資産に担保権を設定することも考えられるが、企業価値担保権と被担保権を同じくする重複担保権は個別の実行が禁じられていること（法11条）などに留意する必要がある。

一 想定されるスキーム

1 スキームの概要

LBOファイナンスにおいて企業価値担保権を活用する際に

6 ベンチャーデットにおける

企業価値担保権の活用可能性

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士 齋藤 崇・水井 大

はじめに

ベンチャーデットは、典型的には、ベンチャー企業に対する新株予約権付融資や新株予約権付社債のほか、金融機関等のレンダーが新株予約権の割当を受けずに融資または社債の引受けを実行する場合もある(注1)。

思い浮かぶが、一般にベンチャー企業は担保提供が可能な在庫や不動産などの有形資産を保有していないことが多く、従前の担保法制に基づく担保の設定が行えないことも珍しくない。そこで、ベンチャーデットの取組みに際し、ダウンサイドリスクの低減措置(信用補充)として、あるいは伴走支援によるさらなる企業価値の向上を期待して、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」または単に「法」という)に基づく企業価値担保権を活用する場面があり得ると考えられる(注2)。また、金融機関等の視点でみれば、紙幅との関係で詳細には立ち入れないが、企業価値担保権制度がセ

キュリテイ・トラストの仕組みを採用した帰結から、与信者(特定被担保債権者を指し、以下同じ。本稿ではベンチャーデットのレンダーが想定される)が複数となることも想定されるため、ベンチャーデットのシンジケートローンを組成することや、受託者(企業価値担保権信託会社を指し、以下同じ)を変更せずとも貸付債権(およびそれに付随して新株予約権)のセカンダリー取引を行うことも妨げられないと考えられる(注3)。

一方、いくら金融機関等へのメリットがあり得るとしても、ベンチャー企業や取り巻く内外のステークホルダーにとって、企業価値担保権の設定が日常的な業務運営や重要なイベントに支障が生じるようでは、実際に用いる途が閉ざされてしまう。そこで本稿では、金融機関等の融資によるベンチャーデットの場面を念頭においたうえで、ベンチャー企業やそのステークホルダーの視点から、企業価値担保権の活用可能性を検討する(注4)。

一 企業価値担保権の設定によるベンチャー企業自身の日常的な業務運営への影響

1 現預金や資産を自由に使ったり取引先との契約に影響がないか

企業価値担保権の担保目的財

レポート

地域活性学会名古屋研究大会

金融部会セッション(第17回研究会)

「地域活性事業の応援的な財源開発のありよう」

～東海地域の事例から～

田代達生、木村真樹、水谷衣里、日下智晴、小野浩幸、山口省藏



日時

2024年9月8日

場所

愛知県名古屋市長古屋市立大学

プレゼンター

田代達生

(カンダまちおこし(株)代表取締役)

木村真樹

(合同会社めぐる代表)

コメント

水谷衣里

(株風とつばさ代表取締役)

日下智晴

(日下企業経営相談所代表)

(金融部会副部会長)

総括コメント

小野浩幸

(山形大学教授(金融部会部会長))

ファシリテーター

山口省藏

(金融経営研究所 所長)

(金融部会副部会長)

カンダまちおこし 株式会社の活動

まちづくりは財源
開発から
：田代氏による
プレゼン

カンダまちおこし株式会社の田代です。当社は岐阜・愛知を中心的な営業エリアとする地域金融機関、十六フィナンシャルグループのまちづくり子会社として2022年4月に設立しました。

当社が取り組んでいることは、まちづくりを加速する3つのタイプの財源開発です。

第一はクラウドファンディングです。岐阜・愛知に特化した「OCOS(オコス)」というローカルなプラットフォームを運営しています。企業家や非営利団体が地域の課題解決や活性化を目指したプロジェクトを計画し、それに対する支援金を集めるものです。今年6月までに72のプロジェクトが掲載され、集まった支援金の合計は72百万円です。1プロジェクトあたり平均100万円弱と小粒ではありますが、目標金額を達成できるプラットフォームを目指してキュレーター支援スキルが向上し、直近の目標金額達成率は60%を超えるようになってきました。

第二に企業版ふるさと納税のマッチングです。2023年より「COLORS(カラース)」というマッチングサービスを開始しました。企業版ふるさと納税は個人のふるさと納税と異なり返礼品はありませんが、本社所在地外の企業が自治体に寄付すると最大9割の控除が受けられます。私たちは、この紹介事業者として取り組んでいます。今年6月時点で37自治体と契約し、寄附の仲介額は計1億円を達成しました。

第三に観光地域づくりのコンサルティング事業です。観光とえば誘客やプロモーションに焦点が当たりますが、私たちはそうした活動に必要な裏付け財