



FSA Institute

Discussion Paper Series

企業価値担保権の意義・内容と 倒産法上の取扱い

安永 祐司 富川 諒

DP 2024-5

2025 年1月

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センター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.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

企業価値担保権の意義・内容と倒産法上の取扱い

安永祐司* 富川諒**

概 要

令和 6 年 6 月 7 日、「事業性融資の推進等に関する法律」が成立した。この法律は、債務者の総財産を担保目的財産とする企業価値担保権という新しい担保権、および、同担保権を実行するための特別な担保権実行手続を創設したものであり、大きな注目を集めている。本研究は、本法が、まず、どのようなメッセージを市場（とりわけ、金融機関）に発しているかを確認する。その上で、新しい担保権の意義・内容、活用における留意点、および、倒産法上の取扱いについて検討する。

キーワード：事業性融資の推進等に関する法律、事業性融資、企業価値担保権

* 神戸大学大学院法学研究科准教授（金融庁金融研究センター専門研究員）

** 弁護士法人中央総合法律事務所弁護士（金融庁金融研究センター専門研究員）。なお、本法の意義・内容を解説した論考として、富川諒「新たな担保権が金融実務に与える影響」月刊金融ジャーナル 823 号（2024 年）22 頁以下、富川諒・小宮俊「新たな担保権の活用促進に不可欠な金融機関の態勢整備」金融財政事情 3547 号（2024 年）20 頁以下、富川諒・小宮俊「企業価値担保権はどのように議論されてきたか」金融法務事情 2237＝2238 号（2024 年）14 頁以下、さらに、書籍として、富川諒『Q&A 事業性融資推進法と融資実務のポイント——企業価値担保権』（ビジネス教育出版社、2024 年）を公表している。本報告書においては、これらの論考・書籍と一部（とりわけ基本的な解説部分につき）重複があることを予めお断りしておく。

なお、本稿は、筆者両名の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究センターの公式見解ではないことを付言しておく。

1. はじめに——事業性融資の推進に向けた取り組み

金融機関は、日々変化してゆく経営環境等を踏まえつつ、運転資金の供給や経営の改善支援といった顧客の多様なニーズに応えるための創意工夫を発揮し、持続可能なビジネスモデルを構築することが絶えず求められている。金融庁は、金融機関のより良い事業活動を後押しする観点から、かねてより様々な環境整備を進めている。さしあたって、ここ 5 年程の施策を例に挙げれば、2019 年には、銀行法施行規則等を改正し、事業再生、地域活性化事業及び事業承継に係る議決権保有制限の例外措置を拡充・新設するとともに、銀行業高度化等会社の認可に係る審査目線を明確化した。また、過度に詳細なルールベースの監督を見直し、金融検査マニュアルを廃止するとともに、検査・監督基本方針及び各分野の考え方と進め方を策定した。さらに、2021 年には、銀行法等を改正し、他業銀行業高度化等会社の創設など、業務範囲規制及び出資規制を大幅に緩和した。こうした環境整備は、多かれ少なかれ、金融機関の事業活動の円滑化や業務改善に寄与するものと推測される。

このように様々な施策が実施されているところではあるが、なお指摘されることが多い課題として、金融機関による融資慣行の改善が挙げられる。これは以下のようなことである。すなわち、現状では、多くの金融機関においては、不動産担保や経営者保証を重視する融資慣行が依然として残っている。金融機関（特に、預金取扱金融機関）の健全性を確保しなければならないのは当然であるし、また、担保取得によるモニタリングコストの削減や保証による経営の規律付けなどのメリットも指摘されることから、従来型の不動産担保や経営者保証が活用されてきたこと自体にも理由もあろう。もっとも、このような融資慣行に対しては、まず、担保が提供できない事業者に対する貸倒れリスクのある融資が躊躇されがちである、そのため、金融機関からの必要な資金供給が滞ることがあるため全体として改善が図られるべきである、という指摘もされている。具体例を挙げれば、例えば、不動産をはじめとする固有の資産を持たないスタートアップ事業者が自身の持分を希薄化することなく金融を得るのが難しい場合があるという。また、近年、経営者保証が要求されることが事業者自身による円滑な倒産手続開始の申立てや経営者の交代に伴う事業承継を阻害する要因となっているという難点も指摘されている¹。

他方で、金融機関において不動産担保や経営者保証を取らず、債務者事業において将来実現されるであろうキャッシュフローを踏まえ、適正な金額の資金を適時に借り受けたいというニーズに応える事業性融資や伴走型支援を行うことができる

¹ 平成 25 年に策定された経営者保証ガイドラインは、このような問題意識を受けてのものであった。

ような法体制が整っていたかは別の問題である。すなわち、金融機関がメインバンクとしてこのような融資・支援を積極的に行ったとしても、債務者が他の金融機関からも融資を受けていた場合には、貸金債権は按分弁済となるにとどまってしまう。さらに、他の金融機関が担保を設定したような場合には、劣後することにさえなってしまう。このように、債務者の事業の維持・継続に寄与してきた金融機関において優先的な満足を得られる地位を確保できないとすれば、金融機関において融資慣行を変化させ、上記ニーズに応えていくことは困難といわざるを得ない。そして、後述の「2. 1 現状制度とその課題」で述べるとおり、金融機関の優先弁済権を保障する担保制度は様々存在するものの、それら従来の担保法制では必ずしも十分とはいえない面もあった。

以上の問題状況を踏まえ、金融庁は、事業性融資や伴走型支援に資する環境整備の一環として、新たな担保制度の設計に着手した。その後の様々な検討を経て²、令和 6 年 6 月 7 日に成立した「事業性融資の推進等に関する法律」（以下「本法」という。）は、その成果である。ここではさしあたり本法第 1 条に注目しておく。これによれば、本法の目的は、「不動産を目的とする担保権又は個人を保証人とする保証契約等に依存した融資慣行の是正及び会社の事業に必要な資金の調達等の円滑化を図り、これらにより会社の事業の継続及び成長発展を支え […] すること」にあるとされる。これは、まさしく上述の課題を確認するものである。そして、上述の課題を解決するべく、本法においては、債務者の将来キャッシュフローを含めた総財産を担保目的財産とする新たな担保権（企業価値担保権）が創設され（本法 7 条）、その実行手続（本法 70 条～192 条）が定められた。この企業価値担保権により、金融機関は、事業価値や事業の将来性に着目した融資に取り組みやすくなることが期待される。また、この担保を用いる場合の個人保証を原則として制限する旨の規定も置かれ（本法 12 条）、事業性融資を推し進めようとするのが分かる。近い将来、本法が施行されることによって、金融機関が事業性融資や伴走型支援を実施していくための法環境整備は、少なからず前進したと評価できるのではないか³。

² 検討の経緯について詳細は、水谷登美男ほか「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 頁を参照。

³ 金融機関において、メインバンクとしての立場から本文のような融資が実施されるべきことは、夙に指摘されてきたことである。このような考え方の狙いについて、例えば、金融審議会金融分科会第二部会報告書「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」（2003 年 3 月 27 日）を参照。また、本法の利用に当たって想定されている（これからの）メインバンクのイメージと、バブル崩壊後における（これまでの）メインバンクのイメージの違いについては、例えば、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」（令和 3 年 11 月 30 日）10 頁や、堀内秀晃「メインバンク化によるメリット」銀行実務 786 号（2024 年）23 頁を参照。

以上のとおり、本法の基本的な目的は法律の名称のとおり事業性融資を推進することであり、その目的を達成するための制度を置いている。その中でも本法の根幹部分を占めるものは、新しい担保権とその実行手続であると考えられる。そこで、本報告書では、本法が定めた企業価値担保権の趣旨と特徴を大掴みにすることを目的として、この新しい担保権の意義・内容と倒産手続上の取扱いについて検討する⁴。

2. 企業価値担保権の意義・内容

2. 1 現状制度とその課題

以下では、財団抵当制度、企業担保権、ABL、セキュリティ・トラストといった既存の例を紹介し、いずれも、上述の課題を解決するためには不十分な点があることを指摘する。

2. 1. 1 財団抵当制度

明治 38 年、土地と建物と機械器具その他の物的設備や工業所有権などをもって 1 個の財団を組成し、抵当権の目的とする制度として、工場抵当法などの財団抵当制度が制定された（現在では、工場財団、鉱業財団、漁業財団、港湾運送事業財団、道路交通事業財団、観光施設財団、鉄道財団、軌道財団、運河財団の 9 種類が認められている。）。財団抵当制度の趣旨は、事業資産全体を一体のものとして担保権の対象とすることができない、担保権が個別に実行されることで事業が解体される、といった約定担保権の課題を克服する点にあり、企業金融の促進に大きな役割を果たしたとの評価もある。

しかしながら、この制度に対しては、利用することができる事業が限定されている、財団を組成することができる財産が物的設備と物権的権利に限定されている、財団目録の作成・変更や登記が煩雑である、といった制度の限界が指摘されており、活用場面は限定的である。

2. 1. 2 企業担保権

昭和 33 年、「株式会社の総財産」を担保の目的とする企業担保権を規定した企業担保法が制定された。同法の趣旨は、上述の財団抵当制度の課題を克服し、よ

⁴ 制度の概要や説明については、今後さらに詳しい書籍等が出版・公表されることが予想されるが、現時点のものとしては、例えば、水谷ほか・前掲（注 2）4 頁以下、水谷ほか・「事業性融資の推進等に関する法律の概要（下）——企業価値担保権を中心に」NBL 1271 号（2024 年）28 頁以下を参照。

り簡易に事業資産全体を一体のものとして担保権（一般先取特権）の対象とする点にある。

この担保権は、事業資産全体を簡易に担保権の対象とできる点で利点があるが、しかしながら、被担保債権が社債に限定されており使い勝手が良くないことや、企業担保権設定後に個別財産に設定された担保権に劣後するなどその効力も弱いことから、現在はほとんど活用されていない。

また、債務者の資産をより高く換価できる手段としては事業譲渡が考えられるが、これを促す仕組みも用意されておらず、仮に事業譲渡によってのれんに相当する価額が計上されたとしても、これが「総財産」に含まれ、企業担保権者に配分されるかどうかは解釈に委ねられていた⁵。さらに、含まれるとしても、各財産の価値に割り付けられる結果、個別担保権者に優先弁済される可能性もあり、結局、企業担保権者に優先的に配分されるかは明らかでないという状況にあった。

2. 1. 3 ABL

ABL（Asset Based Lending）は、個別資産に対する担保権（動産・債権譲渡担保）を用いて、事業者が有する在庫、売掛債権、設備等の事業収益資産を担保として活用する金融手法である。事業サイクルを担保の目的とし事業キャッシュフローの把握を意図する点で、上述の課題解決の方法となり得た。

しかしながら、ABLにおける貸付可能額の上限は、あくまで売掛債権や在庫の評価額であり、その点で限界があった。また、具体的に把握している担保価値は、あくまでも個別資産の換価価値と考えられるため、事業譲渡における譲渡対価から優先弁済を得られるのは個別資産の換価価値が上限となり、いわゆるのれん部分から担保権者が優先弁済を受けることはできないという点でも、限界があった。

2. 1. 4 セキュリティ・トラスト

セキュリティ・トラストとは、被担保債権と担保権を切り離し、債権者以外の者（受託者）が担保権を管理する仕組みである。日本では、伝統的に、担保権者は被担保債権の債権者に限定されるとの見解が有力であり、担保付社債信託法に基づく担保付社債のみが法律上の例外として認められていたが、平成 18 年の信託法改正により、貸付債権についても、一般の信託を用いて債権者以外の者が担保権を管理することが明示的に認められた。セキュリティ・トラストでは、シン

⁵ 企業担保法の立案担当者の解説によれば、これは明確に否定されている（香川保一「企業担保法の逐条解説（一）」金融法務事情 172 号（1958 年）281 頁）。

ジケートローンが行われた場合のように、債権者が複数存在する場合でも担保権者（受託者）のもとで一元的に担保権を管理することができる、被担保債権の譲渡に際して担保権移転のための登記手続が不要になるなどのメリットがある。

しかしながら、担保権者と債権者が乖離することに伴い両者の一致を前提とする法律（民法、民事執行法、破産法等）について解釈上の論点が生じることや信託報酬等のコストが嵩むことなどの課題があり、広くは活用されていないとの指摘もある⁶。また、いわゆるのれん部分から担保権者が優先弁済を受けることはできないという点は同様である。

2. 2 企業価値担保権の利点

以下で見る諸点から、金融機関は、従来の担保法制を利用する場合に比べて、この担保を利用した事業性融資がしやすくなると評価できよう。

2. 2. 1 企業価値担保権の把握する価値

企業価値担保権の担保目的財産は、本法第 7 条に定められている。曰く、「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 […]）は、その会社に対する特定被担保債権及び不特定被担保債権を担保するため、一体として、企業価値担保権の目的とすることができる。」と定められている。企業担保法第 1 条が、「株式会社（以下「会社」という。）の総財産は、その会社の発行する社債を担保するため、一体として、企業担保権の目的とすることができる。」と定めることと比較したとき、基本的に同一文言が用いられているものの、企業価値担保権では「将来において会社の財産に属するもの」が含まれる点で違いがある。これは、会社の事業継続によって増大する会社の価値を担保目的財産に取り込むことを目的とした文言であり（事業継続によって会社の価値が減少する場合もあるが、この点はおく）、要するに、債務者の事業全体の価値が担保目的財産とされている点に特徴がある。

具体的には、事業譲渡の場面を考えるとわかりやすい。従来、債務者会社が事業譲渡された場合の対価金については、会計上、各個別財産に割り付けられ得る

⁶ なお、行論の関係で、企業価値担保権とセキュリティ・トラストの関係につき、ここで触れておきたい。企業価値担保権においても、セキュリティ・トラストと同様に、担保権者と債権者が乖離することはあり得るものの、実行手続や倒産手続との関係等については本法でこれを整理するための明文の規定が置かれている。また、担保権者と債権者の一致が認められているため、信託報酬等のコスト負担を回避することが可能である。

価額のほか⁷、のれん部分に割り付けられる価額が認められていた⁸。そのため、のれん部分の価額がある場合においては、たとえめぼしい債務者の個別財産について担保権が設定されていたとしても、一般債権者に対する一定額の弁済が可能とされていた⁹。しかしながら、本法においては、このようなのれん部分の価額も、基本的には企業価値担保権者の取り分となったということである。以上のように、事業譲渡がされた際ののれんに相当する価値を担保権者が把握できる点で、従来の担保権に比べて利点が多い（ただし、同時に企業価値担保権者に優先して弁済・配当される債権が認められている点にも目を向ける必要がある。この点については、「2. 3. 2 担保権実行手続における労働債権・取引債権の優先と不特定被担保債権留保額」を参照。）

2. 2. 2 企業価値担保権の優先性・効力

企業価値担保権は、後述のとおり、倒産手続において抵当権とみなされており、他の担保権に対する優先権が付与されている。個別担保権に対して劣後していた企業担保権と比較したときに、これは企業価値担保権者にとって大きな利点であると評価できる。

また、企業価値担保権は、構成財産の流動性を承認しつつも、他方で、事業継続を困難にし、事業価値を低下させる個別財産の処分や競売などに対抗する手段（本法 19 条、20 条）が認められている。債務者の通常取引を過度に制約することなく、必要に応じて担保価値の毀損を防ぐ手段が認められていると評価できる。

2. 2. 3 企業価値担保権の利便性

企業価値担保権は、商業登記簿への登記が効力要件とされるが（本法 15 条）、他の担保権との優先関係についても、原則として登記の先後により決せられる

⁷ つまり、個別財産に対する担保権が設定されていたとしても、倒産局面において当該担保権が把握する価値は、基本的に当該財産を個別に処分する価額であった。なお、ここでいう処分価額については、担保権の実行局面（破産法と民事再生法では競売価額、会社更生法では時価評価がされる）や再建手続における担保権消滅請求の局面（民事再生法 150 条・民事再生規則 79 条、会社更生法 105 条・会社更生規則 27 条を参照。実務上は早期処分価額と理解されている）で、それぞれ算定方法が規律されている。

⁸ のれん部分は無体財産であるため、担保権は設定できなかった。

⁹ 実務上の具体例として、例えば、中井康之「瀬戸内国際マリンホテルの場合」『再生・再編事例集（1）』（商事法務、2004 年）75 頁を参照。なお、本文中で念頭に置かれる一般債権者は、事業譲渡が実現した場合を前提とすると、金融債権者であることが多いと思われる。もっとも、その他取引債権者や不法行為債権者も、ここに含まれ得るだろう。

（本法 16 条～18 条）¹⁰。商業登記簿において登記をすれば第三者に対する対抗力が認められるという設計は、個別財産にかかる第三者対抗要件を逐一備えることなく一括して担保設定できる点で、現在の実務で行われている個別担保権の積上げ方式によるいわゆる全資産担保に比べても利点大きい¹¹。

2. 3 企業価値担保権の実行段階

2. 3. 1 企業価値担保権の実行に至るまで

繰り返しとなるが、企業価値担保権を活用した融資においては、メインバンクとなる金融機関による伴走型支援が求められている。このような観点からは、適時適切な期中管理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ことが期待される（この点については、「3. 2. 2 期中のモニタリング」を参照）。このような場合には、まずは金融機関との協議を通じて債務者が自ら経営改善を進めることになる。より早期のタイミングで経営改善に着手することが期待されるため、経営改善自体が実現しやすいと考えられる¹²。

次に、債務者のもとでの経営改善が困難である場合には、債務者は、企業価値担保権者の意向を踏まえつつ、任意での事業譲渡を検討することになる。債務者と金融機関との間で十分な協議を経たとしても、自主再建を希望する場合や譲受人の選定で意見が異なる場合など、任意での事業譲渡について目線が合わない場合に初めて、実行手続が検討されることになる。このように実行手続に至るケースは、債務者と金融機関との間で十分な協議を経てもなお必要になった場合に、企業価値担保権者の申立てにより開始されるものであると考えられる¹³。

他方、事業継続をしても収益を上げるのが難しくなっており、事業譲渡も望め

¹⁰ 新たな貸し手を含む関係者の予測可能性を確保するためには、企業価値担保権の公示は必須であるところ、企業価値担保権に関する公示制度の整備に係る時間的・金銭的成本を踏まえれば、取得が容易な商業登記簿への登記による公示は合理的であると考えられる。

¹¹ この点を指摘するものとして、大来志郎ほか「パネルディスカッション第 2 テーマ 倒産と企業価値担保権」NBL 1279 号（2024 年）43 頁（井上聡発言）、子安智博「買収ファイナンスにおける担保権に関する近時の動向と今後の展開——企業価値担保権を中心に」商事法務 2373 号（2024 年）23 頁、佐藤知紘・山本明「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」銀行法務 21 920 号（2024 年）24 頁。なお、企業価値担保権の登録免許税（本法附則 39 条）は 3 万円であり、全資産担保に比べても低コストであるという利点がある旨も指摘されている。

¹² 本法の運用においてもこのような処理が望ましいことの指摘として、例えば、斎藤崇・水井大「特集の目的と企業価値担保権の勘所」銀行法務 21 920 号（2024 年）6 頁、千明諒吉・加藤貴裕「実行を巡る諸論点」同 21 頁がある。

¹³ 実行手続に基づく事業譲渡においては、株主総会決議は不要である（本法 157 条 6 項）。そのため、株主総会決議に係る時間的・手続的成本が負担になる場合には、プレパッケージ型の実行手続を利用することが考えられる。

ないような場合には、財産をすべて処分・換価する手続が行われる。そのための手続としては、もちろん、担保権者の申立てにかかる担保権実行手続によることもできるが、端的に相殺禁止や否認権といった強力な制度を有する破産手続が開始される方が目的適合的な場合も多いだろう（「4. 1. 2 先に破産手続が開始される場合」も参照）。

2. 3. 2 担保権実行手続における労働債権・取引債権の優先と不特定被担保債権留保額

企業価値担保権の実行手続においては、一定の一般債権者に対して、企業価値担保権に優先して弁済することが認められている。この点でも、大きな特徴がある。

第 1 は、労働債権・取引債権の優先である。担保権を実行する方法としては、債務者財産の価値を最大化する可能性を探るべく、まずは事業譲渡の方法が検討されるのが適切である。したがって、担保権実行手続においては、事業の価値を維持しつつ第三者への事業譲渡を実現するという観点から、事業の価値維持に必要不可欠である従業員や取引の相手方について、特別の保護を認める必要がある。そこで、労働債権については、本法 129 条において共益債権と定められ、優先・随時弁済が認められている。また、本法 93 条は、「債務者の事業の継続、債務者の取引先の保護その他の実行手続の公正な実施に必要があると認めるときは、管財人の申立てにより、その弁済をすることを許可することができる。」と定め、裁判所の許可に基づく取引債権者等に対する優先弁済が認められている。なお、これらの規定は、結果として事業譲渡ができず、事業用財産が個別に売却される場合にも適用がある。取引債権者の保護については 93 条の解釈問題となるが、労働債権については 129 条に従った優先弁済が認められる。この点で、従来認められてきた個別財産に対する担保権とは異なる特徴がある。企業価値担保権者（実質的には特定被担保債権者）としては、債務者の事業計画に着目した融資を行い、かつ、当該事業の継続可能性について適時にモニタリングをしておくことが動機付けられるともいえよう（この点については、「3. 2 金融機関の体制整備」を参照）。

第 2 は、不特定被担保債権に対する配当原資の確保である。この金額は、「政令で定めるところにより算定した額」とされ、ここでいう政令は今後制定されることになるが、金額自体が予め計算できるものであれば、特定被担保債権者としても控除額（自己の債権回収可能額）を予測した上で債権回収の方法や時期について検討できる。この仕組みは、今回の企業価値担保権が債務者の全資産を担保

権の目的物としたことに伴い導入されたものであるが、それ故に、本法の大きな特徴をなしているといえる。

ここで、担保権実行手続を通じた特定被担保債権・不特定被担保債権に対する配当までの手続を概説しておく。まず、管財人が、特定被担保債権に対する配当を行うためには、配当可能額から不特定被担保債権留保額（不特定被担保債権者に対する配当のために算定された額を指す。本法 8 条 2 項 1 号ハ）を控除した額を限度として、（特定被担保債権者ではなく）企業価値担保権者に対して配当を行う（本法 166 条 1 項、2 項）。また、不特定被担保債権に対する配当を行うために、不特定被担保債権留保額を企業価値担保権者に交付する（同条 3 項）。ただし、不特定被担保債権者に対する配当は、そのまま企業価値担保権の実行手続において行われるのではなく、清算手続又は破産手続において実施される（本法 6 条 5 項）。そのため、企業価値担保権者は、交付された不特定被担保債権留保額の管理義務を負い（本法 62 条 1 項 2 号）、債務者が清算手続開始又は破産手続開始の申立てをする場合には当該留保額から予納金等を納付し（同項 3 号）、清算手続又は破産手続が開始されたときは、遅滞なく、各手続における弁済又は配当の順位に従って、不特定被担保債権者に不特定被担保債権留保額（予納金等を納付した場合はこれを控除した額）に相当する金銭を給付するために、清算人又は破産管財人に対し、当該金銭を給付しなければならない（同項 4 号）。当該金銭は、清算会社の財産又は破産財団に属する財産となり、清算手続又は破産手続の中で、不特定被担保債権者に対し配当される（本法 62 条 2 項、6 条 5 項）。

なお、実行手続を経ない事業譲渡が行われた場合には、労働者や事業を構成する取引の相手方への弁済や債務の承継は各契約に基づいて行われると考えられるが、不特定被担保債権留保額については、本法のこれらの規定は適用されない。そこで、この場合の不特定被担保債権留保額の確保の要否は解釈問題となる。この点については、最も基本的な場面である裁判外で任意に事業譲渡がされた場合の処理を、後述の「3. 4 任意の事業譲渡における一般債権者の取扱い」において検討し、続いて、倒産手続において事業譲渡がされた場合の処理を「4. 実行手続と倒産手続の関係」において検討する。

3. 企業価値担保権の活用における留意点

3. 1 企業価値担保権の登記と信用不安

まず、取引実務上、他の事業者からみたときに、企業価値担保権の設定登記がされたことが資金繰りの不安を意味すると捉えられる可能性があり得る。実際に、ABL では、4 割以上の金融機関が担保設定時の課題として「譲渡登記が信用不安の風評

被害を起こす懸念があること」を挙げているとのデータもある（「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」帝国データバンク・2017 年）。

しかしながら、企業価値担保権は、事業性融資や伴走型支援のための環境整備の中で創設されたものであり、あくまで個別資産の換価価値しか把握できない譲渡担保権とは異なる。企業価値担保権の設定は、事業者の資金調達の成功を意味するものであるから、企業価値担保権の設定は信用不安の徴表となることはないという点は銘記しておくべきであろう。企業価値担保権の設定に伴う事業性融資が行われる場合には、金融機関の伴走型支援も期待できることから、むしろ信用力が上がると評価されるべきである。このような理解が一般的になることが望ましく、金融機関や事業者を含む関係者にその意義を広く周知・広報することが求められる。

3. 2 金融機関の体制整備

3. 2. 1 企業価値担保権を利用した融資方法（事業性の評価）

企業価値担保権は総財産を担保目的財産とする担保権であるため、この担保を利用した融資を行う場合には、一見すると、債務者が有する個々の財産の価値および将来得られるであろう収益の評価を行い、両者を合わせて算定した総財産の担保価値（企業価値）を限度とした融資が求められるように思われるかもしれない。しかしながら、企業価値担保権を利用した融資においては、そのように担保価値いっぱいまでの融資であれば比較的に行われるということが目指されているのではなく、債務者が計画する事業の継続、さらには今後の成長に必要なかつ十分な融資かを金融機関において審査の上で融資が実行されるべきである¹⁴。

このように見れば、企業価値担保権を利用した融資は、債務者が計画する事業

¹⁴ なお、企業価値担保権を活用した融資では、融資額が担保価値（企業価値）を下回る場面も想定され得ることから、このような場合に企業価値担保権を設定すると、過剰担保となるのではないかという懸念もあり得よう（斎藤崇・水井大「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」銀行法務 21 920 号（2024 年）39 頁は、実務上このような懸念が出てくる可能性もあるとして、借り手となるベンチャー企業などのステークホルダーに対して「わかりやすく納得感のある整理が周知されることが望ましい」と指摘している。傾聴すべきである。）。まず、本文において指摘したとおり、企業価値担保権を利用した融資は、債務者の事業計画の実現において必要な資金を拠出するものであって、必ずしも担保価値を基準に融資額を判断することにはならないという点は改めて強調しておきたい。また、必要に応じて、追加融資や借換えをする可能性も認められている（後述「3. 3 借換え・追加融資」）。加えて、融資額と担保価値の乖離は、個別資産に対する担保を積み上げたときにも生じ得る問題であるため、企業価値担保権固有に見られる現象ではないことも指摘しておきたい（佐藤正謙「事業担保・包括担保の効用と限界（下）」金融法務事情 2179 号（2022 年）28 頁も参照）。以上のことから、過剰担保ではないかという懸念は当たらないと考えられる。

に対して十分な審査・評価をした上で行われる無担保融資の延長でありながら、ただし、他の金融債権に優先する権利が認められたものであると捉えることが適切であろう。その際には、企業価値担保権が把握する担保価値自体の算定を行うことは必ずしも求められておらず、従来の不動産のような個別資産の価値に着目した融資とは異なることが期待される¹⁵¹⁶。

いずれにしても、金融機関の目利き力が課題となるが、金融機関において、例えば 2014 年の金融モニタリング基本方針に明記された事業性評価の推進等に係る取組を進められている場合には、企業価値担保権を適切に利用できる土壌は整っているものと考えられる。

なお、企業価値担保権の担保価値（企業価値）を評価するメリットがあり得、また、それが求められるのは、担保権実行の場面等、事業譲渡が現実化した場面と考えられる。営業店において企業価値の評価を行うことは容易ではないが、企業価値の評価自体は新しい分野というわけではない。M&A 取引や投資業務等を通じて、企業価値の評価方法はある程度確立している。実際、事業承継等を支援するために M&A 取引を専門的に取り扱う部署を設けている金融機関は一定数存在する。また、2021 年銀行法等改正による業務範囲・出資規制の緩和に伴い、投資専門子会社の設立が相次いでおり、投資業務を担う人材育成を目的とした他社への出向、中途採用等が増加している。

このとおり、事業性評価に関する取組みは、長年にわたり継続されており、また、銀行全体・銀行グループ全体に視野を広げれば、企業価値の評価に係る人材やノウハウは蓄積されている可能性がある。部署間・関係会社間での人事交流等を通じて、企業価値担保権を活用した融資に取り組んでいくことが期待されよう。

¹⁵ 実際、例えば、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」（第 1 回）事務局説明資料 8 頁における実務イメージにおいて、金融機関は「事業性に基づく融資判断」を行う旨が記載されており、担保価値の算定を行うとは記載されていない。

なお、金融機関における担保適格の要件としては、中原利明「金融機関から見た担保適格」東京弁護士会倒産部編『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＞』（2021 年）56-57 頁によれば、①目的物を客観的に評価できること、②価値が安定していること、③担保取得後の管理がしやすいこと、④担保処分が容易であること、が挙げられている。これらの要件は、不動産担保であれば充足しやすい一方、企業価値担保権ではとりわけ担保価値の算定が容易ではないことから充足が難しいと考えられる。もっとも、だからといって企業価値担保権が担保不適格であるということではなく、本文で述べたとおり、融資の際に担保に対して期待される役割が従来とは異なっているということである。

¹⁶ このような類の全資産担保については、米国の例を見ても、会計上の貸倒引当金の算定にあたって一般担保として見ることは難しい（金融庁「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会」（第 1 回）事務局参考資料 10 頁参照）。

3. 2. 2 期中のモニタリング

金融機関において、財務状況のモニタリングは重要な業務であるが、企業価値担保権を活用する場合、その重要性はより一層高まる。米国では、既に全資産担保を活用し、事業キャッシュフローに着目した融資実務が根付いているとされる。こうした米国の制度や実務は、企業価値担保権の活用について、重要な示唆を有するものと考えられる。

米国や英国での全資産担保を活用した融資制度や実務慣行、日本で新たな担保制度が導入された際の融資実務や活用のあり方を取りまとめた「全資産担保を活用した融資・事業再生実務に関する研究会」報告書（公益社団法人商事法務研究会、2023 年 3 月）では、キャッシュフローに着目した融資における財務コベナントの重要性に言及されており、米国における財務コベナントの役割は以下のとおりと整理されている。

- ・ 中小企業取引でも財務コベナントの設定が一般的になっている。
- ・ 財務コベナントを設定する目的は、早期に事業者の財務上の問題点を検知し対応する点にあり、金融機関と事業者との間のコミュニケーションにおいて重要な役割を果たしている。
- ・ 財務状況のモニタリングでは、事業者の財務情報や財務コベナントの遵守状況が重要な指標である。
- ・ 財務コベナントの数や確認頻度は、事業者の規模や契約内容等によって異なるものの、中小企業であれば、財務コベナントの数は数個にとどまり、確認頻度は四半期ないし年に 1 回が一般的である。
- ・ 財務コベナントへの抵触は、金融機関と事業者の対話の契機として位置付けられる。財務コベナントに抵触したからといって、必ずしも直ちに期限の利益を喪失させ担保権実行に移行するわけではなく、事業者に、期限の利益喪失事由を治癒するための期間が付与されることが一般的である。

日本では、とりわけ中小企業取引において、財務コベナントが設定されるケースは少ない。財務コベナントを設定しない理由として、モニタリングコストの増加を挙げる金融機関もある。もっとも、財務状況のモニタリングは、一般的な融資においても行われており、財務コベナントを設定したからといって、殊更にモニタリングコストが増加するわけではない。

金融機関と事業者との間で財務コベナントという具体的な数値が共有されることで、両者のコミュニケーションが円滑化し、モニタリングの実効性が高まると考えられる。このとおり、企業価値担保権と財務コベナントは、いずれも伴走型支援に資する重要なツールである。とりわけ企業価値担保権が利用される場合

には、財務コベナントの併用による、よりよい融資実務の発展が期待される。

3. 3 借換え・追加融資

事業価値や事業の将来性を一義的に評価することは困難である。事業者と金融機関との間で十分な協議を経たとしても、追加融資の要否又は追加融資額について目線が合わないケースもあろう。このような場合、事業者としては、事業の将来性等について目線の合う金融機関を探し、追加融資を受ける、あるいは借換えをすることを望むと考えられる。

事業者の資金調達の観点からは、追加融資又は借換えに資する環境整備が重要となる¹⁷。本法では、債務者による極度額の設定請求（9 条 2 項）、商業登記簿による公示（15 条）、後順位の企業価値担保権設定の許容（16 条、22 条、27 条 2 項など）や債務者による元本確定請求（28 条 1 項）等により手当てされていると評価できる。

借換えの場合、元本確定ののち、既存の金融機関に対する債務（特定被担保債権）は全額弁済されて、企業価値担保権が消滅することになるため（本法 30 条）、新規の金融機関に対し担保（個別担保ないし企業価値担保）を供したとしても、複雑な利害関係は生じないと考えられる（なお、このときには、実行手続を経ているわけではなく、また、今後も債務者において事業が継続していくことが予定されているため、不特定被担保債権留保額等の規定は適用されない）。他方、新規の金融機関から追加融資を受ける場合において、企業価値担保権又は個別の資産に対する担保権の設定を求められたときは、既存の企業価値担保権との競合が生じる可能性がある。実務的には、債権者間合意等を通じて利害関係を調整するという対応がされるだろうが、仮に企業価値担保権者の同意を得ずに追加融資に係る担保権を設定することは、債務者の処分権限との関係で議論の余地がある¹⁸。この点については、事

¹⁷ この点は、いわゆるレンダーライアビリティの問題を生じさせないようにするためにも重要であるという指摘として、大来ほか・前掲（注 11）44 頁（井上発言）を参照。

¹⁸ まず、債務者は、企業価値担保権を設定していても、原則として担保目的財産の処分権限を有するが、通常の事業活動の範囲を超える処分行為については、企業価値担保権者の同意を得る必要があり、当該同意を得ずになされた処分行為は、原則として無効となる（本法 20 条）。本法 20 条 2 項 1 号では、通常の事業活動の範囲を超える処分行為として、「重要な財産の処分」が例示されている。同文言は、会社法 362 条 4 項 1 号でも用いられているところ、担保権の設定は、同号に規定する「重要な財産の処分」に該当すると解釈されている。仮に、本法 20 条 2 項 1 号でも同様に解釈されたとすれば、債務者は、企業価値担保権者の同意なく新規金融機関に対し担保を供することができないが、この点をどのように考えればよいか。

そもそも、本法において、「重要な財産の処分」について企業価値担保権者の同意を要件とした趣旨は、重要な財産の逸出による担保価値の毀損を防止する点にある。他方、会社法において、「重要な財産の処分」が取締役会の専決事項とした趣旨は、重要な経営事項についての慎重

業者の資金調達の多様性を確保する観点から認めてよいと思われる¹⁹。

3. 4 任意の事業譲渡における一般債権者の取扱い

債務者において事業譲渡を行う際（任意の事業譲渡が行われるまでの過程については、「2. 3. 1 企業価値担保権の実行に至るまで」を参照）、まず、労働債権・

な決定を求めるとともに代表取締役の専横を防止する点にある（落合誠一編「会社法コンメンタール 8—機関（2）」（商事法務、2009 年）222 頁（落合誠一））。このとおり、本法と会社法では、「重要な財産の処分」という同一の文言を用いているものの、規定の内容・趣旨は異なる。本法 20 条 2 項 1 号の解釈にあたっては、あくまで担保価値の毀損の有無という観点から検討されるべきである。

¹⁹ 前注のことを前提として、まず、後順位の企業価値担保権が設定された場合について検討する。任意の事業譲渡等において後順位の企業価値担保権が支障となる可能性は否定できないが、実行手続において先順位の企業価値担保権が後順位の企業価値担保権に優先すること、及び後順位の企業価値担保権者は実行手続開始の申立てをすることができないことも踏まえると（本法 83 条 2 項）、後順位の企業価値担保権設定により既存の企業価値担保権が毀損されたとは評価しがたい。したがって、後順位の企業価値担保権設定は「重要な財産の処分」（本法 20 条 2 項 1 号）に該当しないとの解釈はあり得ると考えられる。

次に、個別資産に対する担保権が設定された場合はどうか。企業価値担保権が後に設定された（対抗要件を具備した）個別資産に対する担保権に優先する点は、後順位の企業価値担保権が設定された場合と同様である。もっとも、企業価値担保権に劣後する個別資産に対する担保権については、後順位の企業価値担保権とは異なり、担保権の実行は可能である。また、個別資産に対する担保権の実行手続において、企業価値担保権者は配当を受けることができない。債務者の事業の継続に支障を来す場合には、異議を主張することができるものの（本法 19 条 1 項）、手続コストの負担を強いられることになる。また、個別担保権の実行が債務者の事業の継続に支障を来すものではない場合、企業価値担保権者は異議を述べることができない。企業価値担保権は、事業価値と清算価値のいずれか高い方の価値を把握していると考えられるところ、事業価値が清算価値を上回る限りにおいて企業価値担保権の担保価値は毀損されるものではないが、事業価値が清算価値を下回る場合、企業価値担保権の担保価値は毀損されることになる。これらを総合して、後順位の企業価値担保権の設定とは異なり、個別資産に対する担保権の設定については、「重要な財産の処分」（本法 20 条 2 項 1 号）に該当するとの解釈も一応成り立ち得ると考えられる。しかしながら、企業価値担保権者は、少なくとも一般債権者による強制執行により、上記と同様の不利益を甘受せざるを得ない地位にある。個別資産に対する担保権の設定による不利益は、一般債権者の強制執行による不利益を上回るものではない以上、個別資産に対する担保権の設定も甘受せざるを得ないのではないのか。そうすれば、個別資産に対する担保権の設定についても、「重要な財産の処分」（本法 20 条 2 項 1 号）に該当しないとの解釈はあり得ると考えられる。

なお、後順位の担保権設定が「重要な財産の処分」には該当しないとの解釈を前提とした場合、先順位の企業価値担保権者としては、後順位の担保権設定を事前通知事由や期限の利益喪失事由として定めておくことが考えられる（シンジケートローンの契約中においてこのような条項が入れられることもある（日本ローン債権市場協会が公表しているモデル契約書（コミットメントライン契約書（JSLA2019 年版）21 条（2））も参照）。また、後順位の個別担保権者の出現を防止する方法として、必要に応じて、債権者において個別担保権を設定しておくという方法も指摘される（担保権の「実行」は禁止されているが〔本法 11 条〕、「設定」は禁止されていないという。子安・前掲（注 11）24 頁、佐藤・山本・前掲（注 11）26 頁、田口祐樹・宮澤哲「LB0 ファイナンスにおける企業価値担保権の活用可能性」銀行法務 21 920 号（2024 年）31 頁を参照）。この方法によれば、後順位の担保権設定そのものを防止できるわけではないが、無剰余取消しによって後順位の個別担保権の実行を防ぐことはできるだろう。もっとも、個別担保権の実行によって債務者の事業の継続に支障を生じさせる場合には、企業価値担保権者は異議を主張できるため（本法 19 条 1 項）、個別担保権の設定の可否は、こうした観点も踏まえつつ検討されるべきであろう（斎藤・水井・前掲（注 14）42 頁注 11 は、個別担保権の設定は場面に応じて慎重に判断すべき旨を指摘する）。

取引の相手方の債権は、基本的に弁済又は譲受人に承継されることになる。その後は、特定被担保債権の元本確定手続を経た上で（本法 28 条など）、債務者が対価の一定額を特定被担保債権者に対して支払う。特定被担保債権の全額が支払われれば企業価値担保権は消滅するが（本法 30 条）、そうでない場合（以下、こちらの場合を念頭に置いて論じる）には、特定被担保債権の残額について特定被担保債権者が債権放棄・債務免除を行うことにより、企業価値担保権を消滅させることが多いと考えられる。

ところで、このような場合、実行手続外で担保権が消滅していることから、条文の文言上は、不特定被担保債権留保額やその配当に関する規定は適用されない。具体的にはこうである。つまり、「2. 3. 2 担保権実行手続における労働債権・取引債権の優先と不特定被担保債権留保額」で説明したとおり、実行手続では、企業価値担保権者に配当される特定被担保債権に対する配当額は、配当可能額から不特定被担保債権留保額を控除した額が限度とされており（本法 166 条 2 項、8 条 2 項 1 号ハ）、不特定被担保債権は清算手続又は破産手続においてその存否・内容が確定され、上記留保額の中から不特定被担保債権者に対し配当される（本法 62 条 1 項・2 項、6 条 2 項）。このように、不特定被担保債権は、条文の構造上、企業価値担保権の実行手続終了後、清算手続又は破産手続において配当されていくことが予定されている。したがって、以上の規律を前提とするのであれば、任意の事業譲渡がされ、その対価金が実行手続外で特定被担保債権者に支払われ、その後、企業価値担保権が消滅したという場合には、これら規定の適用がなく、不特定被担保債権留保額を用意する必要はないとの整理もあり得よう。もっとも、上述の「借換え」がされた場合と異なり、事業譲渡後に債務者のもとの事業継続が予定されていないような場合には、以下のとおり不特定被担保債権留保額の取扱いに留意する必要がある。

まず、債務者が事業譲渡を行うことは、「通常の事業活動の範囲を超える」処分行為であるから、これを有効に行うためには、企業価値担保権者の同意を得る必要がある（本法 20 条 2 項 2 号）。企業価値担保権者がこのように同意を行い債務者において事業譲渡がされた後、特定被担保債権者が弁済を受け、その後、企業価値担保権が消滅したという場合、実質的には、企業価値担保権の実行手続が実施されたものと同視できる。そこで、とりわけこのような場合については、特定被担保債権が優先弁済を受けられる権利は、不特定被担保債権留保額を控除した範囲に制限さ

れていると考えるべきであろう（本法 166 条 2 項、8 条 2 項 1 号ハを参照）²⁰。

また、このように、事業譲渡が行われるなど、債務者における積極財産がすべて金銭に換価されたという場合において、その中から優先権を持つ特定被担保債権者に一定額が支払われるというときには、実行手続開始後のいずれかのタイミングで破産手続が開始されるのと同様に（本法 196 条を参照）、例えば債務者の申立てにより破産手続が開始されるべきであろう。この場合には、形式的には担保権実行手続を経ていないものの、実質的にはこれを行った後に破産手続が開始した場合と同視することが可能と解される。したがって、ここで不特定被担保債権留保額が債務者財産として残されていれば、破産手続において破産債権者に対して一定の配当が可能であったにもかかわらず（本法 62 条 1 項・2 項、6 条 2 項を参照）、特定被担保債権者に対してその分も弁済がされてしまっており、もはや配当ができないという事情があるときには、当該弁済は偏頗行為として否認対象となり得ると考えられる。

以上のとおり、特定被担保債権者が任意の事業譲渡の後に債務者から任意弁済を受け、その後債務者が破産するような場合には、不特定被担保債権留保額相当額を債務者に留め置き、自身は受領しないように注意する必要がある（少なくとも、破産手続又は清算手続の開始申立てに要する費用が債務者に留保されるという実務運用が望まれよう）。なお、債務者による隠匿・費消等のリスクを踏まえると、破産手続の開始までの間、企業価値担保権者が不特定被担保債権留保額相当額を管理するとの考え方もあり得る。しかしながら、企業価値担保権者において不特定被担保債権留保額相当額の管理義務が生じるのは形式的に実行手続を経た場合に限られる（本法 8 条 2 項 1 号ハ参照）。任意の事業譲渡の後に企業価値担保権者に管理義務を課す場合、法で定めた以上の事務的負担を強いることになりかねないことから、債務者が不特定被担保債権留保額相当額を管理せざるを得ないのではないか。

4. 担保権実行手続と倒産手続の関係

4. 1 担保権実行手続と破産手続の関係

4. 1. 1 先に担保権実行手続が開始される場合

本法が典型的に想定している破産手続は、繰り返し論じているように、担保権

²⁰ 水谷登美男ほか「事業性融資の推進等に関する法律について——企業価値担保権及びその信託に関する規律を中心に——」信託 300 号（2024 年）47 頁を参照。なお、清算手続開始又は破産手続開始決定がされるまでの間は、「不特定被担保債権に係る受益権は、発生しているが、帰属者のいない浮動的な状態になる（受益者としての不特定被担保債権者は不特定・未存在である）」と指摘される（水谷ほか・前掲（注 2）8 頁）。

実行手続において企業価値担保権者を介して特定被担保債権者に対する弁済がされて実行手続が終了した後、破産手続が開始され、不特定被担保債権者に対する弁済がされるというものである。

なお、実行手続が実施されている間に破産手続が開始されることもあり得るが（本法 196 条）²¹、企業価値担保権は破産法の適用において抵当権とみなされ（本法 227 条）、別除権として扱われるため、基本的に担保権実行手続が優先することになる（この場面を規律する特則規定として、本法 195 条～207 条を参照）。

4. 1. 2 先に破産手続が開始される場合

もっとも、債務者からの破産申立てが先んじてされるケースもあり得ないではない。これは、例えば、既に事業価値が毀損されてしまい、担保権者において実行申立てをする動機が相当失われてしまっている事案や、担保権者が適時・適切な担保権実行を躊躇し、事業継続に伴って事業価値が毀損していく一方、債務者が早期に廃業を希望するというような事案などが想定される。通常は、ここに至るまでの間に事業譲渡の実現可能性について検討がされたがそれが困難と判断されたという場合が多く、破産手続が開始された際には、そのまま個別財産が処分されて事業が清算されるのが一般的と思われる（「2. 3. 1 企業価値担保権の実行に至るまで」）。もっとも、破産管財人において破産財団の拡充に資する事業譲渡の可能性がなお存すると判断する場合には、改めて事業譲渡が試みられるという可能性も排除されない（このとき、事業譲渡にかかる裁判所の許可さえあれば足り〔破産法 78 条 2 項 3 号〕、企業価値担保権者の同意は不要と解される²²）。

4. 1. 3 破産手続における別除権協定と不特定被担保債権

以上の破産管財人による換価手続によって得られた換価金については、企業価値担保権者との間で別除権協定が締結された後に、まずは特定被担保債権者に対して支払われるものと思われる²³。

²¹ 本条について指摘されている解釈上の課題について、大来ほか・前掲（注 11）50 頁（清水祐介・井上発言）を参照。

²² この点に関する指摘として、山本和彦「新たな担保制度の概要——倒産手続との関係を中心に」NBL 1277 号（2024 年）26 頁を参照。

²³ 企業価値担保権者が別除権協定に応じないという事態は考え難いが、仮に消極的な姿勢を見せているという場合には、破産管財人としては、本法 206 条 1 項、2 項（企業価値担保権の実

続いて、不特定被担保債権者に対する支払については、企業価値担保権の実行手続が行われていない以上、この場合を規律する条文上の規律がなく、したがって不要となるのではないかという疑問があり得よう。しかしながら、「3. 4 任意の事業譲渡における一般債権者の取扱い」でも論じたように、本法の趣旨からいってやはり不特定被担保債権留保額相当の金額が確保されるべきであろう。このような立場からは、上述の別除権協定において企業価値担保権者による担保権消滅にかかる同意があったことをもって、実質的には企業価値担保権実行手続が行われたものと理解することになる。このような理解によれば、不特定被担保債権者に対する留保分が発生し（本法 8 条 2 項 1 号ハ参照）、特定被担保債権者に対する弁済はこれを控除した額を限度として行われることになる（本法 166 条 1 項、2 項参照）。なお、既に破産手続が開始していることから、敢えて企業価値担保権者に支払われる必要はなく（本法 166 条 3 項参照）、そのまま破産管財人が管理し（本法 62 条 1 項 4 号参照）、その後当該債権者に関する債権調査・確定手続を経た上で、配当がされることになるだろう。

4. 2 担保権実行手続と再生手続の関係

4. 2. 1 先に担保権実行手続が開始される場合（対抗手段としての再生手続の意義）

まず、企業価値担保権者が担保目的財産の換価方法として第三者に対する事業譲渡による方法が適切であると考えたが、債務者がこれに協力しないという場合には、担保権実行を申し立てることになる。この場合において、債務者が自主再建こそ適切であると考えるときには、債務者は、企業価値担保権の実行手続の中で自身の再建プランを管財人に対して提案していき、これを受けた管財人において他のプランの選択肢と比較衡量の上、方針を決めれば足りる（これによって債務者の保護に欠けることはない）と思われる。したがって、このときについては、債務者として敢えて再生手続を申し立てる必要はないだろう。

もっとも、債務者自身が、さらに進んでスポンサーの選定を主体的に行うことまで希望するような場合には、債務者は、担保権実行への対抗手段を検討する必要がある得よう。本法の建て付けにおいては、そのような対抗手段として、新し

行は、破産手続に大きな影響を与える可能性があるため、裁判所は、破産管財人の申立てにより企業価値担保権者がその実行をすべき期間を定めることができ、企業価値担保権者は、当該期間内に実行をしないときは企業価値担保権を実行することができない旨を定める）を交渉材料の一つとして、別除権協定の締結を目指すことになると思われる。この段階になって企業価値担保権の実行手続を行う意味は考え難く、別除権協定の締結に至る場合がほとんどであると推測される。

いスポンサーへの借換え（具体的には、特定被担保債権全額の任意弁済および企業価値担保権者による実行手続の取下げ〔本法 86 条〕が行われる）、民事再生手続における担保権の実行手続の中止命令（民事再生法 31 条）、担保権消滅請求（同法 148 条以下）の利用が認められている（本法 212 条 2 項）。そこで、これらの手続が、実行手続への対抗手段として実際に機能するかを検討する。

まず前提として、企業価値担保権は、再生手続において抵当権とみなされるため（本法 228 条）、再生手続が開始したとしても、別除権として行使可能である。また、担保権実行手続開始の決定があったときは、実行手続が終了し、または終了するまでの間、再生手続は中止される（本法 212 条 1 項）。上述の担保権実行手続の中止命令、および、担保権消滅請求は、このような中で、例外的に実行手続に対する対抗手段となる手続として認められている²⁴。

そこで、債務者が担保権実行手続に対抗していくためには、再生手続開始後において別除権協定の締結を目指すことになる。企業価値担保権者が、債務者策定の再生計画による方が再生可能性は高いと考える場合、または、別除権協定によって十分な金額を回収できると判断した場合には、企業価値担保権者が別除権協定に応じる可能性はあろう。もっとも、通常は、担保権実行手続の開始前に、債務者提案にかかる再建方法が選択されるべきか、担保権を実行して管財人の判断に委ねるべきか交渉がされていると推測される（「2. 3. 1 企業価値担保権の実行に至るまで」を参照）。にもかかわらず、企業価値担保権者が実行手続の開始を申し立てたという場合、担保権者自身は、債務者提案を拒絶したというのが多くの経過であろう。そこで、実務上は、担保権実行開始後に債務者が再生手続開始の申立てをした場合には、裁判所は、企業価値担保権者に意見を聴取することとし、企業価値担保権者が別除権協定に応じる見込みがないとき、又は担保権消滅許可の見込みがないときには、「再生計画案の作成若しくは可決の見込み又は再生計画の認可の見込みがないことが明らかであるとき」（民事再生法 25 条 3 号）に該当するとして、再生手続開始の申立てを棄却するとの運用が望ましいと考えられる。

また、仮に、再生手続が開始されたとして、企業価値担保権の実行手続に対抗するためには、まず、担保権の実行中止命令が発令される必要がある。もっとも、ここで、「再生債権者の一般の利益に適合し、かつ、競売申立人に不当な損害を及ぼすおそれがないものと認めるとき」という要件を満たすことができるかは、一般論として難しいことが多いと思われる。さらに、別除権協定の締結に至らな

²⁴ このほか、再生手続の開始に関する手続及び終了に関する手続が例外として規定されている。

い場合、債務者としては、担保権消滅請求を検討する必要がある（特定被担保債権が担保価格よりも高いことが前提である）。もっとも、担保権消滅請求では、担保目的財産の価額に相当する金銭を一括して納付しなければならない。企業価値担保権は、企業価値または清算価値のいずれか高い方を担保価値として把握しており、その価額は比較的高額になると予想される。そのため、債務者において一括納付が難しい場合が多いと解され、実際に担保権消滅請求を活用することができるケースはかなり限定的であると考えられる²⁵。

以上のとおり、再生手続は、実行手続への対抗手段としての機能に乏しいと評価できる。したがって、実務的には、担保権実行手続への対抗手段として、債務者が再生手続開始を申し立てるケースは限定的ではないかと推測される。

4. 2. 2 先に再生手続が開始される場合

債務者が先行して再生手続を申し立てる場合もあり得る²⁶。この場合でも、後から企業価値担保権が実行されれば、上述のとおり、再生手続は中止し、再生手続による事業再生は困難となる。そのため、債務者としては、企業価値担保権の実行を回避するため、結局、特定被担保債権全額の任意弁済、別除権協定の締結を目指し、締結に至らない場合には担保権消滅請求を検討することになる。

しかしながら、別除権協定の締結または担保権消滅請求については、担保権実行手続が先行している場合と同様の問題が生じ、企業価値担保権者の意向次第では、再生手続を進めることができなくなる。具体的に企業価値担保権者が担保権実行を選択した場合は、既に実施された再生手続が無意味となり、徒らに手続コストが生じるのみとの結果にもなりかねないので、企業価値担保権者の意向は重要である²⁷。そうすると、企業価値担保権者が別除権協定に応じる見込みがない場合、または、担保権消滅許可の見込みがない場合には、そもそも再生手続を開始させる必要性に欠けるように思われる。

²⁵ 山本・前掲（注 22）25 頁も同旨。

²⁶ そもそも債務者は、再生手続を開始させずともこうした再生計画を策定し、これを特定被担保債権者に対して提示することで、リスクを実施していくことは可能である。ここで、あえて再生手続を開始させ別除権協定の締結を目指すことに合理性がある場合としては、特定被担保債権者以外にも金融債権者が複数いるような場合が考えられるだろうか（もっとも、企業価値担保権が設定される場合には、メインバンクが事業性融資を行うことが想定されており、このような事態も多くないと思われる）。

²⁷ 法律上は、企業価値担保権が実行されるまでは再生手続が進むことになるため、担保権実行の時期次第では、再生手続開始の公告や知れている再生債権者等への通知（民事再生法 35 条 1 項、3 項）のほか、監督命令（同法 54 条 1 項）や管理命令（同法 64 条 1 項）、それに伴う監督委員や管財人による職務執行が行われることが想定される。

そのため、実務上は、再生手続の開始が申し立てられたときは、裁判所は、企業価値担保権者に意見を聴取することになろう。企業価値担保権者としては、再生手続開始によるメリット（担保権実行手続のように自らアクションを起こしたり、予納金を納めなくてもよい、再生手続が開始されれば相殺制限規定の適用や否認権行使などが認められる、他の金融債権者との関係でリスクが可能となり債務者の事業再生に資するなど）、再生手続が開始されることによる事業価値の毀損の程度、再生債務者が主導して再建方法を検討するメリット・デメリット（再生債務者の代理人が信頼できる倒産弁護士であると判断した場合には、再生手続の開始を見守ることもあり得ようか²⁸。あるいは、管財人を選任すれば再生手続を開始してもよい旨、回答することもあり得ようか）、などを勘案して回答することになる。その回答次第では、「再生計画案の作成若しくは可決の見込み又は再生計画の認可の見込みがないことが明らかであるとき」（民事再生法 25 条 3 号）に該当するとして、再生手続開始の申立てを棄却するとの運用がされる場合もあると思われる。

以上の手続を経た上で再生手続が開始され、それが適切に進められる場合には、再生債務者と企業価値担保権者との間で、別除権協定が締結されるだろう²⁹。

4. 2. 3 再生手続における別除権協定と不特定被担保債権

以上のとおり、一般論としては再生手続において別除権協定が締結される事例もあり得よう。仮に別除権協定が締結された場合には、典型的には、企業価値担保権者に対して特定被担保債権のうちの一定額が分割して弁済されることになると考えられる。

なお、この場合も、「3. 4 任意の事業譲渡における一般債権者の取扱い」や、「4. 1. 3 破産手続における別除権協定と不特定被担保債権」と同様の問題が生じ得る。すなわち、不特定被担保債権は、実行手続終了後の清算手続又は破産手続で確定・配当されるため、再生手続が行われたにとどまる場合にあっては、条文の文言上は、不特定被担保債権の存否・内容は確定しない。したがって、例によって、不特定被担保債権留保額の要否が問題となり、やはり本法の趣旨に照らして、不特定被担保債権留保額相当の金額の確保が必要であると解するべきであろう。

まず、不特定被担保債権は、再生債権に相当する債権であると考えられるとこ

²⁸ 大来ほか・前掲（注 11）51 頁（清水発言）。

²⁹ 栗田口太郎「企業価値担保権に基づく予兆管理・伴走支援と経営改善・事業再生」銀行法務 21 916 号（2024 年）28 頁も同旨と考えられる。

ろ、当該の再生債権は、再生手続の中で確定し、（清算型）再生計画に基づき弁済されることになる（再生計画について決議を取るのが煩雑であると考えられる場合には、牽連破産が検討されることになるだろう）。そして、再生手続においては、実行手続および破産手続を経た上で不特定被担保債権者に配当される額は、清算価値保障原則の判断要素になると解される。そのため、不特定被担保債権留保額相当額が再生債権者に弁済されないような再生計画が提案された場合には、再生計画案が否決されるか、あるいは、計画案が可決されたとしても清算価値が保障されない再生債権者において反対があった場合には「再生計画の決議が再生債権者の一般の利益に反するとき」（民事再生法 174 条 2 項 4 号）の要件を満たさず再生計画が認可されない、という処理がされると考えられよう。

以上のような考慮から、別除権協定の締結に際しては、再生債務者においては（別除権協定に基づく特定被担保債権者に対する弁済の総額を基準として算出された）不特定被担保債権留保額相当額は、特定被担保債権者が優先的に弁済を受けてはならず、また、企業価値担保権者としてもそれを了承することが求められると考えられる。

4. 3 担保権実行手続と更生手続の関係

4. 3. 1 先に担保権実行手続が開始される場合（対抗手段としての更生手続の意義）

更生手続においても、企業価値担保権は抵当権とみなされるため、企業価値担保権の特定被担保債権者（正確には、企業価値担保権の担保目的財産の更生手続開始時の時価から不特定被担保債権留保額相当額を控除した残額部分に限られる）は更生担保権者として扱われる（本法 229 条 1 項、3 項）。更生手続の開始により、実行手続は中止するため、再生手続とは異なり、更生手続は実行手続への対抗手段として機能するように思われる³⁰。このとき、更生手続が開始し、更生管財人が合理的な更生計画を策定し、あるいは事業譲渡を行うのであれば、実行手続を開始して管財人が事業譲渡を行うのと同じ状態が生じることになる。また、更生手続開始により、相殺禁止や否認権行使などが使えるメリットもあり得る。そうであれば、企業価値担保権者として、担保権実行を優先させ、更生手続の開始に同意しないという意見を述べる合理性はそれほど大きくはないのではないか。もっとも、更生手続開始から、更生計画の確定までに、更生手続開始の

³⁰ ただし、更生手続では基本的に経営者の交代が想定されているため、先に担保権実行手続が開始された場合に、債務者（経営者）があえて更生手続の開始を申し立てるケースは限定的であろう。

公告や知っている再生債権者等への通知、管財人による更生債権等の調査・確定や更生会社財産の管理及び業務の遂行などの様々な手続が進行することになる
ところ、既に進行中の実行手続において支出された費用に加えてさらに相当の費用が上乗せされる可能性もある。企業価値担保権の実行手続が相当程度進んでおり、そのような追加支出に合理性がないような場合には、更生手続開始自体について企業価値担保権者も反対することはあり得よう。このような場合には「不当な目的で更生手続開始の申立てがされたとき、その他申立てが誠実にされたものでないとき」（会社更生法 41 条 1 項 4 号）の要件を満たさないという処理が考えられる³¹。

なお、不特定被担保債権は、会社更生手続においては、更生担保権ではなく、更生債権として扱われると解される（本法 229 条 1 項の反対解釈）。そして、不特定被担保債権留保額相当額は、更生計画に基づく弁済原資として確保されるように手当がされている（同条 3 項）。したがって、不特定被担保債権者に相当する更生債権者に対する配当が、適式に認可された更生計画の中で実現されていくものと考えられる。

4. 3. 2 先に更生手続が開始される場合

再生手続が先行する場合があるのと同様に、更生手続が先行する場合もあり得よう。この場合には、企業価値担保権者は当該担保権を実行することができないため、再生手続と異なる経緯を辿ることになる。つまり、特定被担保債権者・不特定被担保債権者は、更生手続の中で配当を受けることになる。

なお、企業価値担保権者において、更生手続の開始を阻止する必要性はあるか。更生手続が開始し、更生管財人が合理的な更生計画を策定し、あるいは事業譲渡を行うのであれば、実行手続を開始して管財人が事業譲渡を行うのと同じ状態が生じることになる。そうであれば、企業価値担保権者として、予納金等を支出してまで企業価値担保権を実行し、更生手続の開始に同意しないという意見を述べる合理性はあまり大きくない。したがって、企業価値担保権者が破産相当の意見を出さない限りは、そのまま更生手続が開始されるということによいと思われる³²。

³¹ 伊藤眞「4 会シンポジウム『倒産と新たな担保法』に接して——対立から緊張感ある共存へ・企業価値担保を中心として」NBL 1279 号（2014 年）54 頁も同旨と思われる。

³² 栗田口・前掲（注 29）27 頁も同旨と思われる。

5. おわりに

本法制定から半年が経過し、本法の解説や実務的な利用方法に関する考察を行う論考も続々と公表されつつある。そのような中であって、本報告書が述べたことには屋上屋を重ねる部分もあったかもしれないが、本法の意義・内容が、よりよく理解される一助となれば幸いである。

参考文献

- 栗田口太郎「企業価値担保権に基づく予兆管理・伴走支援と経営改善・事業再生」
銀行法務 21 916 号 (2024 年)
- 伊藤眞「4 会シンポジウム『倒産と新たな担保法』に接して——対立から緊張感ある共存へ・企業価値担保を中心として」NBL 1279 号 (2014 年)
- 大来志郎ほか「パネルディスカッション第 2 テーマ 倒産と企業価値担保権」NBL 1279 号 (2024 年)
- 落合誠一編「会社法コンメンタール 8——機関 (2)」(商事法務、2009 年)
- 香川保一「企業担保法の逐条解説 (一)」金融法務事情 172 号 (1958 年)
- 金融審議会金融分科会第二部会報告書「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」(2003 年 3 月 27 日)
- 金融庁「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会」(第 1 回) 事務局参考資料
- 子安智博「買収ファイナンスにおける担保権に関する近時の動向と今後の展開——企業価値担保権を中心に」商事法務 2373 号 (2024 年)
- 斎藤崇・水井大「特集の目的と企業価値担保権の勘所」銀行法務 21 920 号 (2024 年)
- 斎藤崇・水井大「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」銀行法務 21 920 号 (2024 年)
- 佐藤知紘・山本明「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」銀行法務 21 920 号 (2024 年)
- 佐藤正謙「事業担保・包括担保の効用と限界 (下)」金融法務事情 2179 号 (2022 年)
- 田口祐樹・宮澤哲「LBO ファイナンスにおける企業価値担保権の活用可能性」銀行法務 21 920 号 (2024 年)
- 千明諒吉・加藤貴裕「実行を巡る諸論点」銀行法務 21 920 号 (2024 年)

- 富川諒「新たな担保権が金融実務に与える影響」月刊金融ジャーナル 823 号 (2024 年)
- 富川諒・小宮俊「新たな担保権の活用促進に不可欠な金融機関の態勢整備」金融財政事情 3547 号 (2024 年)
- 富川諒・小宮俊「企業価値担保権はどのように議論されてきたか」金融法務事情 2237・2238 合併号 (2024 年)
- 富川諒『Q&A 事業性融資推進法と融資実務のポイント——企業価値担保権』(ビジネス教育出版社、2024 年)
- 中井康之「瀬戸内国際マリンホテルの場合」『再生・再編事例集 (1)』(商事法務、2004 年)
- 中原利明「金融機関から見た担保適格」東京弁護士会倒産部編『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>』(2021 年)
- 堀内秀晃「メインバンク化によるメリット」銀行実務 786 号 (2024 年)
- 水谷登美男ほか「事業性融資の推進等に関する法律について——企業価値担保権及びその信託に関する規律を中心に——」信託 300 号 (2024 年)
- 「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)
- 「事業性融資の推進等に関する法律の概要 (下) ——企業価値担保権を中心に」 NBL 1271 号 (2024 年)
- 山本和彦「新たな担保制度の概要——倒産手続との関係を中心に」 NBL 1277 号 (2024 年)



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館 金融庁 15 階

TEL: 03-3506-6000 (内線 3552)

URL: <https://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>