

Client Alert

15 November 2024

本アラートに
関するお問い合わせ先：



粕谷 宇史
パートナー
03 6271 9515
hiroshi.kasuya@bakermckenzie.com



小林 正佳
シニア・アソシエイト
03 6721 9766
masayoshi.kobayashi@bakermckenzie.com

企業価値担保制度の創設

2024 年 6 月 7 日、事業性融資の推進等に関する法律（以下「本法」又は「法」）が成立し、同年 6 月 14 日に公布された。本法は、一部の規定を除き、公布日から起算して 2 年 6 か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）。

本法により、将来の財産を含む会社の総財産を一体として目的とすることができる企業価値担保権（法 7 条 1 項）の制度が創設された。この新制度は、個別資産の価値に還元されない（ノウハウ、顧客基盤等の無形資産や将来キャッシュフローを含む）事業の価値の把握を可能にした点で、既存の担保制度¹とは一線を画する。

その目的は、不動産担保・経営者保証に過度に依存した伝統的融資慣行から脱却することにより、有形資産に乏しいスタートアップや、大胆な事業展開を希求する事業者等による資金調達を円滑化し、かつ、金融機関による債務者の事業実態・将来性の適時・的確なモニタリング・経営支援を促進することにある。

本法は従来の融資実務・事業再生実務等に多大な影響を及ぼすことが予想されることから、以下ではその概要を解説する。

設定

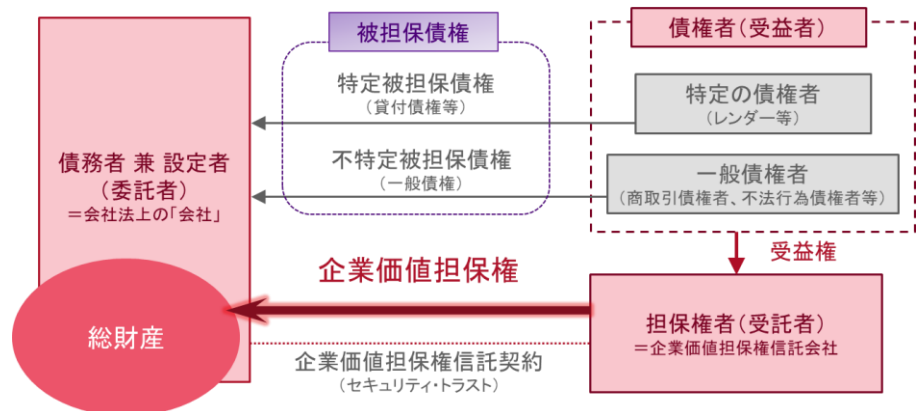
1. 企業価値担保権の基本構造

企業価値担保権は、担保権設定者となる債務者を委託者とし、企業価値担保権信託会社（後述）を受託者とする「企業価値担保権信託契約」（同条 3 項）に基づいて設定される物権である（法 8 条 1 項・4 項）。

¹ 企業財産を有機的一体として一括して担保の目的とする制度として、各種財団抵当権の制度が存在するが、(i)制度を利用し得る企業の種類や財団組成物件に限定がある（工業所有権以外の知的財産権や債権は財団に組み入れられない）こと、(ii)いわゆる「不動産財団」（工場抵当法に基づく工場財団等）については、財団目録により組成物件を特定しなければならず、その作成・変更が煩雑であること等の問題があり、利用場面が限られていた。こうした問題点を踏まえて、昭和 33 年に制定された企業担保法は、債務者の「総財産」に対して担保権設定を可能とする企業担保権の制度を導入したが、(i)被担保債権が株式会社の発行する社債のみに限定されること、(ii)対抗要件具備の先後を問わず、企業担保権は個別資産に対する担保権や一般先取特権に劣後する（「総財産」に対する優先弁済権を有するといっても、無担保の一般債権者に優先するにすぎない）こと、(iii)企業財産に対する強制執行・担保権実行の手続においても優先権が認められず、一般債権者と同列に扱われること、(iv)債務者が自由に個別資産を処分できること、(v)倒産手続において別除権・更生担保権として扱われない（優先的破産債権、一般優先債権、優先的更生債権となるにすぎない）こと等、数多くの制約があり、実務上はほとんど利用されていない。

このように、担保権信託（セキュリティトラスト）の利用が強制されている点が企業価値担保権の大きな特徴である²。企業価値担保権の基本的な構造は、下図に示すとおりである。

【企業価値担保権の基本構造】



2. 設定者（委託者）

設定者（委託者）は、会社法上の「会社」、すなわち、株式会社及び持分会社に限定されている（法 2 条 2 項、6 条 1 項）。

また、制度趣旨（金融機関による債務者の事業経営のモニタリングと事業継続・成長支援の促進）や利害関係者（債権者等）の予測可能性の観点から、債務者以外の者が企業価値担保権の設定者となること（物上保証）は禁止されている（法 13 条 1 項）³。

3. 担保権者（受託者）

担保権者（受託者）は、法 32 条の内閣総理大臣の免許（後述のみなし免許を含む。）を受けた「企業価値担保権信託会社」（法 6 条 2 項）に限定されている（法 8 条 2 項 2 号）。与信者（後述の特定被担保債権者）自身が担保権者（受託者）を兼ねること⁴は妨げられないが、与信者以外の者が担保権者（受託者）となっても差し支えない。

受託者は、一定の行為規制等の業規制（法第 3 節）に服するほか、企業価値担保権の管理及び処分（法 8 条 2 項 1 号イ）、特定被担保債権者・不特定被

² セキュリティトラストの利用が強制されているのは、①担保権者（受託者）を本法に基づく免許を受けた者等（企業価値担保権信託会社）に限定し、これに一定の行為規制を課すことによって委託者（設定者）に対する説明義務等を通じて企業価値担保権の適切な設定を確保すること、及び②実行手続終結後の清算・破産手続における一般債権者を受益者（不特定被担保債権者）とすることによって当該一般債権者に一定額（不特定被担保債権留保額）の交付を確保することを目的としている（立法担当者による「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）7 頁）。

³ 例えば、買収ビークル（SPC）が対象会社株式の取得資金を買収ファイナンスにより借り入れた場合、レンダーの SPC に対する貸付債権等を特定被担保債権として対象会社の総財産を目的とする企業価値担保権を設定することはできない。但し、対象会社が借入人の債務を保証する場合に、レンダーの対象会社に対する保証債務履行請求権を特定被担保債権とする企業価値担保権の設定は可能である。

⁴ 例えば、シンジケートローンのレンダーを兼ねるアレンジャー行が上記免許を有する場合、自ら担保権者（受託者）としてローン債権を特定被担保債権とする企業価値担保権の設定を受けることもできる。



担保債権者に対する配当金の受領・管理・処分（同号ロ・ハ）、担保権の実行（法 61 条、83 条 1 項）等の業務を担う。

セキュリティトラストの利用強制によるコスト増や受託者の資格要件が新制度の普及の妨げとならぬよう、受託者の業務内容は一般的な信託業務に比して定型化・簡素化されているほか、担保付社債信託法上の「信託会社」、信託業法上の「信託業者」及び「外国信託業者」、信託兼営金融機関（いわゆる信託銀行）、届出を行った銀行等にはみなし免許の制度が定められた（法 33 条 1 項・2 項）。

4. 被担保債権者（受益者）と被担保債権の範囲

被担保債権は、①「**対象債権**」（信託契約所定の特定債権又は一定の範囲に属する不特定債権⁵）等からなる「**特定被担保債権**」（法 6 条 4 項）及び②仮に債務者について清算手続・破産手続が開始した場合に清算会社財産・破産財団から弁済・配当を受けられる財産上の請求権（設定者の一般債権者が有する商取引債権、不法行為債権等を含む）を意味する「**不特定被担保債権**」（法 6 条 5 項）の 2 種類である。

特定被担保債権が譲渡、代位弁済、更改等によって移転した場合でも、移転後の債権は（設定時に別段の定めをしない限り）特定被担保債権から除外されない（民法 398 条の 7 第 1 項と対照的）。被担保債権の流動性を阻害しないよう配慮されているといえる。

特定被担保債権に加えて不特定被担保債権（すなわち、一般債権者の債権）が被担保債権とされているのは、企業価値担保権の実行手続において、総財産の換価後に企業価値担保権者に配当可能な金額（「**配当可能額**」）に一定割合⁶を乗じた金額（「**不特定被担保債権留保額**」）を留保し（「**カーブアウ**ト」と呼ばれる）、後続の債務者の清算・破産手続における、一般債権者に対する弁済・配当原資とするためである（配当手続の詳細については後述する）。もっとも、元本確定後に特定被担保債権の全部が消滅すれば、企業価値担保権は消滅する（法 30 条）。

信託の受益者も、上記被担保債権の種別に応じて「**特定被担保債権者**」及び「**不特定被担保債権者**」に区分される（法 6 条 6 項・7 項、8 条 2 項 4 号・5 号）。被担保債権者の属性に制限は課されていない（金融機関でもファンド等のノンバンクでも良い）⁷。

上述のとおり、一定の範囲に属する不特定債権を特定被担保債権とすることができることから、企業価値担保権を根担保として設定することもできる。もっとも、根抵当権や不動産根質権（民法 398 条の 3 第 1 項、361 条）とは異なり、極度額の設定は任意である（法 9 条 1 項）。但し、債務者は、随

⁵ ①債務者との特定の継続的取引契約によって生ずるもの、その他債務者との一定の種類の取引（例えば、「当座貸越取引」、「銀行取引」、「売買取引」等）によって生ずるもの（民法 398 条の 2 第 2 項に相当）と、②特定の原因に基づき設定者との間に継続して生ずる債権（例えば、租税債権・不法行為請求権等）、手形上若しくは小切手上的請求権又は電子記録債権（民法 398 条の 2 第 3 項に相当）からなる。

⁶ 具体的な基準は将来制定される政令に委任されている（法 8 条 2 項 1 号ハ）。

⁷ 社債を特定被担保債権とする場合、社債権者保護のため、担保付社債信託法の規定が適用される（法 225 条）。



時、企業価値担保権者に対する請求により、所定の下限額⁸を下回らない範囲で極度額を指定できる（法 9 条 2 項・5 項。民法 398 条の 21 も参照）。

5. 合併・会社分割

元本確定前に、特定被担保債権者について合併があった場合は、存続法人・新設法人が合併後に取得する特定被担保債権も担保され（法 25 条 1 項）、債務者について合併があった場合は、存続会社・新設会社が合併後に負担する特定被担保債権に係る債務も担保される（同条 2 項）。債務者が合併消滅する場合、企業価値担保権の効力は存続会社・新設会社の総財産に及ぶこととなる（同条 3 項）。

元本確定前に、特定被担保債権者を分割会社とする会社分割があった場合、分割会社・新設会社・承継会社が分割後に取得する特定被担保債権も担保される（法 26 条 1 項）。債務者は、会社分割により特定被担保債権に係る債務を承継させることはできない（同条 2 項）。

なお、企業価値担保権者には、債務者の合併無効・分割無効の訴えの原告適格が認められている（法 25 条 4 項、26 条 3 項）。

効力

1. 効力要件・対抗要件、競合する担保権との優劣関係等

効力要件及び対抗要件は、商業登記簿への登記である（法 15 条）。登記手続等については、不動産登記法の規定の多くが準用されている（法 223 条）。

設定者が自己の総財産に対して数個の企業価値担保権を重複して設定することも可能であり、企業価値担保権相互間の優先順位は登記の前後による（法 16 条）。

企業価値担保権が他の担保権と競合した場合、その優先順位も対抗要件具備の先後によるのが原則である（法 18 条 1 項）。但し、企業価値担保権は、債務者が他の担保権の目的財産を取得した場合における当該他の担保権には劣後し（同条 5 項）、一般の先取特権又は企業担保権よりも優先し（同条 2 項）、登記済みの不動産保存・工事の先取特権には劣後し（同条 4 項）、動産先取特権との関係では民法 330 条 1 項に定める第 1 順位の先取特権と同等の扱いを受ける（同条 3 項）。

なお、企業価値担保権の被担保債権と租税等の請求権（法 70 条 18 項）との優劣は、企業価値担保権の登記と租税等の請求権の法定納期限等の先後による（法附則 38 条、33 条）。

2. 優先弁済的効力とその限界

企業価値担保権者は、実行手続において他の債権者に優先して配当を受けられる（法 7 条 2 項）。

もっとも、企業価値担保権は設定者の総財産を包括的に目的とする担保権であるため、企業価値担保権の優先弁済的効力には一定の制限が課されている。まず、担保目的財産に対する強制執行、担保権の実行、競売、企業担保

⁸ 下限額は、概ね、請求時に現存する元本、以後 2 年間に生ずべき利息・遅延損害金、未実行の融資枠金額及びコミットメントフィーの合計額に相当する。



権の実行、国税滞納処分等の手続においては配当・弁済金の交付を受けられない（同条3項）。また、担保目的財産に対する強制執行、仮差押え、仮処分、担保権の実行、形式競売又は企業担保権の実行（「**強制執行等**」）に対しては、強制執行等が「債務者の事業継続に支障をきたす場合」に限り、企業価値担保権者は異議を主張できる（法19条1項）。

3. 重複する担保・保証の取扱い

特定被担保債権者が、自己の特定被担保債権を担保するため、企業価値担保権と併せて、債務者の個別財産を目的とする質権、抵当権等の担保権（「**重複担保権**」）の設定を受けることは妨げられないが、重複担保権の実行は禁止されている（法11条）。

特定被担保債権に係る債務について、経営者等の個人保証や個人財産に対する担保権の設定等に係る一定の契約（「**個人保証契約等**」）がある場合、当該契約に係る権利行使を認めることは、経営者保証等に依存した融資慣行からの脱却という新制度の趣旨と相容れない。そのため、個人保証契約等において定められた報告義務に違反して虚偽報告を行ったことが停止条件とされていること等、一定の要件を満たす場合を除き、個人保証契約等に係る権利の行使は原則として禁止されている（法12条）。

4. 債務者（設定者）の処分権限

債務者は、企業価値担保権の設定後も、担保目的財産に係る使用、収益及び処分の権限を有する（法20条1項）が、定款所定の目的及び取引上の社会通念に照らして通常の事業活動の範囲を超える行為は、当該行為の対象となる財産について全ての企業価値担保権者の同意を得なければ無効である（同条2項・3項本文）。但し、善意・無重過失の第三者には対抗できない（同条3項但書）。

法文上、「通常の事業活動の範囲を超える行為」の例として、①重要な財産の処分、②事業の全部又は重要な一部の譲渡、及び③正当な理由がないのに、商品又は役務をその供給に要する費用を著しく下回る対価で供給することが列挙されている（法20条2項各号）。

実行

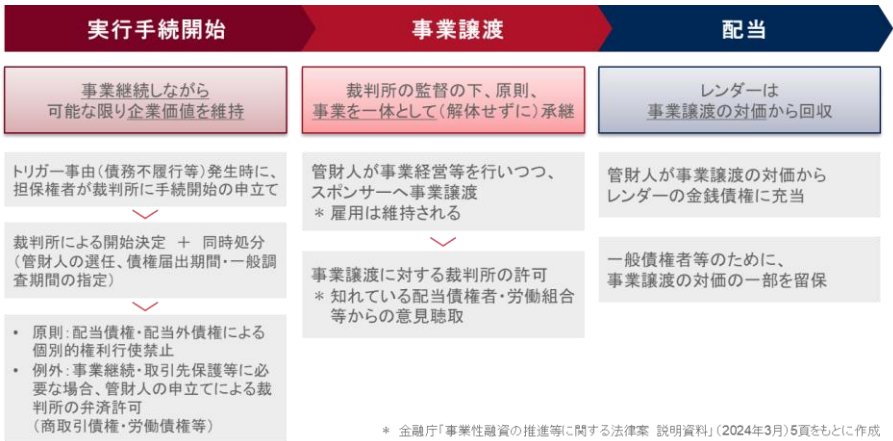
1. 実行手続の意義及び概要

企業価値担保権の特定被担保債権者（与信者）が、債務者の経済的窮境やその兆候（ローン契約における財務コベナンツへの抵触等）を認識した場合、まずは、スポンサー・借入人との協議・合意による自主再建、事業全体・個別資産の任意売却とこれに伴うリファイナンス等（私的整理を活用する場合を含む）を目指すことになると思われる。

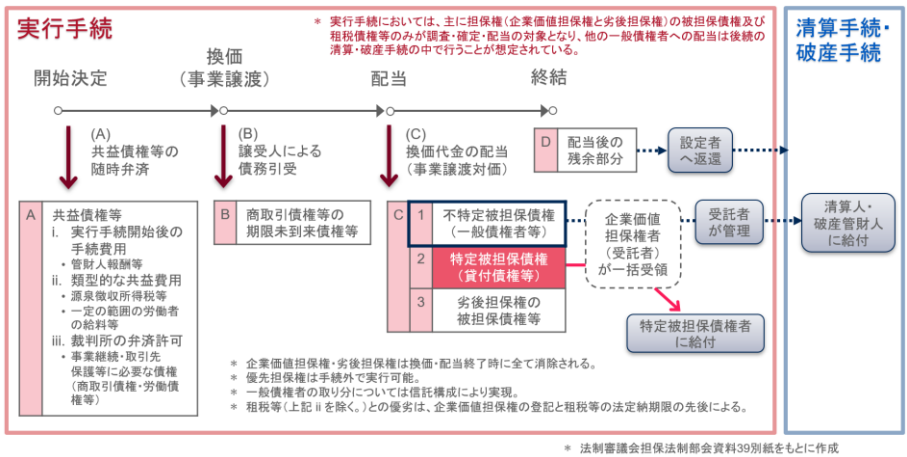
しかし、自主再建や任意売却等が奏功しない場合や、破産手続・再生手続が開始した場合には、①企業価値担保権を実行し、法定の手続により、管財人が債務者の総財産を換価する方法（後述）や、②企業価値担保権以外の担保権（債務者のエクイティ（株式・社員持分）に設定された担保権、物上保証人から設定を受けた各種担保権等）を実行する方法によらざるを得ない（但し、上述のとおり重複担保権の実行は禁止されている）。

以上のとおり、企業価値担保権により債権保全を図る与信者には、多様なオプションの中から、適時に適切な債権回収手段を選択することが求められる。以下では、このうち、企業価値担保権の実行手続（上記①）について概説する。実行手続の概要及び主な流れは、下図に示すとおりである。

【企業価値担保権の実行手続の概要】

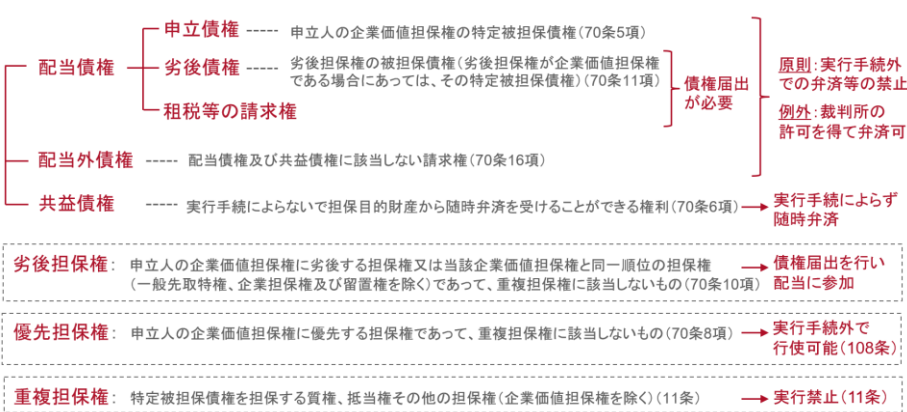


【実行手続の流れ】



企業価値担保権の実行手続を理解する前提として把握しておくべき定義・概念については、以下のように整理することができる。

【定義・概念の整理】





2. 申立て、開始決定、同時処分

企業価値担保権の実行は、企業価値担保権者の管轄裁判所に対する実行手続開始の申立てによって行われる（法 83 条 1 項）。裁判所は、「**申立債権**」⁹及び企業価値担保権の存在、並びに申立債権の弁済期の到来が証明され（法 84 条 2 項）、かつ、手続費用が予納された場合、開始決定を行う（法 87 条）。

裁判所は、開始決定と同時に、「**管財人**」¹⁰を選任するとともに、「**劣後債権**」¹¹の届出期間（「**債権届出期間**」）及び「**配当債権**」¹²の調査期間（「**一般調査期間**」）を定める（法 88 条 1 項）。これらの情報は、開始決定後直ちに公告され、利害関係人に個別に通知される（法 89 条）。

3. 開始決定の効果

開始決定があった場合、債務者の事業の経営権及び担保目的財産の管理処分権は管財人に専属し（法 113 条 1 項）、債務者の財産関係訴訟の当事者資格も管財人に認められる（法 115 条）。裁判所は、必要と認めた場合、要許可行為を定めることができ（同条 2 項）、無許可で行われた管財人の行為は無効となる（但し、善意の第三者には対抗できない。同条 3 項）。管財人は、企業価値担保権者のみならず、利害関係人に対して善管注意義務を負う（法 121 条 1 項・2 項）。

配当債権及び「**配当外債権**」¹³については、原則として実行手続外での弁済等の債務消滅行為が禁止されるが（法 93 条 1 項）、「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」と認められる債権¹⁴については、管財人が裁判所の許可を得て弁済できる（同条 2 項）。

手続開始時に債務者に対して債務を有していた配当債権者及び配当外債権者は、（配当債権者は、債権届出期間までに相殺適状にあれば、当該期間内に限り）原則として実行手続によらず相殺が可能である（法 94 条 1 項・2 項）。他方、実行手続開始後に債務を負担した場合、又は配当債権・配当外債権を取得した場合、相殺が禁止される（法 95 条）。

実行手続の円滑な進行に必要な費用等は「**共益債権**」となり、実行手続によらず、配当債権に優先して随時弁済される（法 70 条 6 項、130 条）。共益債

⁹ 申立人の企業価値担保権の特定被担保債権であって共益債権に該当しないものをいう（法 70 条 5 項）。

¹⁰ 企業価値担保権の実行手続は、一般債権者による個別的権利行使を禁止しつつ、債務者の総財産を換価し、それを配当債権者に配当する手続であり、後述のとおり債務者の事業経営権・財産管理処分権も管財人に専属させるなど、倒産手続に類似する側面があることから、倒産手続における管財人と同様、倒産実務家が企業価値担保権の実行手続における管財人の中心的な担い手になることが予想される。

¹¹ 「**劣後担保権**」（手続開始当時、債務者の財産につき存する担保権（一般先取特権、企業担保権及び留置権を除く）のうち、申立人の企業価値担保権に劣後するもの又は当該企業価値担保権と同順位のものであって重複担保権に該当しないものをいう。法 70 条 10 項）の被担保債権（劣後担保権が企業価値担保権である場合にはその特定被担保債権）であって共益債権に該当しないものをいう（法 70 条 11 項）。

¹² 申立債権、劣後債権又は租税等の請求権をいう（法 70 条 13 項）。

¹³ 債務者に対する財産上の請求権であって、配当債権及び共益債権に該当しないものをいう（法 70 条 16 項）。

¹⁴ 事業継続のために関係を維持する必要がある取引先の商取引債権、共益債権に該当しない労働債権等が考えられる。

権の例として、実行手続に必要な費用、管財人の行為により生じた相手方の請求権等（法 127 条）、手続開始前の原因により生じた源泉徴収所得税等（法 128 条）、一定の範囲の給与債権等（法 129 条）が挙げられる。

開始決定があったときは、担保目的財産に対する強制執行、国税滞納処分又は担保権の実行等を新たに申し立てることはできず、開始決定時に既にされていた手続は失効する（法 96 条 1 項・2 項）。他方、「優先担保権」¹⁵については実行手続によらず行使できる（法 96 条 9 項、108 条）。係属中の債務者の財産関係の訴訟手続は中断し、配当債権に関しないものは管財人が受継する（法 98 条 1 項、2 項）。

実行手続との関係では、担保目的財産に関して債務者がした法律行為は無効となり（法 101 条）、管財人又は債務者の法律行為によらずにした権利取得も無効となる（法 102 条 1 項）。

実行手続の開始は、債務者に属しない財産を債務者から取り戻す権利（「取戻権」）には影響せず、実行手続外で引き続き行使できる（法 107 条）。

4. 債権届出、調査及び確定

配当債権のうち、申立債権については、申立時に申立人により明らかにされるため（法 84 条）届出は不要だが、その他の配当債権（劣後債権及び租税等の請求権）については、実行手続に参加し、手続内で配当を受けるためには、（劣後債権者は債権届出期間内に、租税等の請求権を有する者は、遅滞なく）裁判所に対して必要事項を届け出る必要がある（法 132 条、136 条 1 項）。

管財人は、申立債権及び届出のあった配当債権について、配当債権の内容及び劣後担保権の目的財産の価額についての認否書を作成し、一般調査期間前の裁判所が定める期限までに提出する（法 139 条）。申立人及び届出をした配当債権者（「申立債権者等」）は、一般調査期間内に、書面で異議を述べることができる（法 140 条 1 項）。

管財人が認め、かつ、申立債権者等からの異議がなかった配当債権は届出価額で確定する（法 143 条 1 項）。配当債権の内容について管財人が認めず、又は申立債権者等が異議を述べた場合、債務名義の有無、手続開始当時の訴訟係属の有無により確定方法が異なる。例えば、手続開始時に係属中の訴訟のない無名義債権については、配当債権者による配当債権査定申立て（法 144 条 1 項、2 項）を経て、査定決定又は同決定に対する異議の訴えにより確定される（法 145 条 1 項、2 項）。詳細は下表のとおりである。

【債権確定手続の概要】

		執行力ある債務名義又は終局判決	
		あり	なし
実行手続 開始当時 における 訴訟係属	あり	異議者等が係属中の訴訟手続を受継（上訴等で争う。法 150 条 2 項）	配当債権者が異議者等の全員を相手方として当該訴訟手続を受継（法 148 条）
	なし	異議者等は、再審等、債務者がすることのできる訴訟手続によってのみ異議を主張できる（ゆえに、原則争えない。法 150 条 1 項）	配当債権者が配当債権査定申立て（法 144 条） ↓ 査定に不服があれば配当債権査定異議の訴え（法 145 条）

¹⁵ 手続開始当時、債務者の財産につき存する担保権のうち、申立人の企業価値担保権に優先するものであって、重複担保権に該当しないものをいう（法 70 条 8 項）。



管財人が認め、かつ、申立債権者等からの異議がなかった劣後担保権の目的財産の価額は届出価額で確定する（法 143 条 1 項）。届出価額について、劣後担保権の目的財産の価額について管財人が認めず、又は申立債権者等が異議を述べた場合、争われた劣後債権者が一定期間内に価額決定の申立てを行い（法 146 条 1 項）、裁判所の価額決定に従って当該目的財産の価額が確定する（法 147 条 2 項・3 項）。

5. 換価

担保目的財産の換価は、事業の一体的な価値を損なわないよう、原則として管財人が裁判所の許可を得て事業譲渡により行う（法 157 条 1 項）。裁判所の許可に際しては、知れている配当債権者及び労働組合等の意見聴取が必要である（法 157 条 4 項）。債務者が株式会社の場合、かかる事業譲渡については、株主総会決議による承認（会社法 467 条）や反対株主の株式買取請求（同法 469 条）等の会社法所定の手続を要しない（法 157 条 6 項）。

上記の例外として、裁判所による許可を得た上で個別財産を換価することもできる（法 157 条 2 項）。

事業譲渡の対象事業に係る行政庁の許認可等については、法令で禁止されていない限り、裁判所の許可により、事業譲渡の譲受人に承継できる（法 159 条）¹⁶。

事業継続に必要な契約であって債務者が当事者となるものについては、債務者の契約上の地位についても譲受人に承継する必要があると思われるが、この点については、本法において明文の規定は置かれていないため、通常の実業譲渡におけるのと同様、かかる承継に際して契約の相手方から個別に承諾を取得する必要がある（民法 539 条の 2）。

換価に伴い、担保目的財産に属する個別財産に設定された劣後担保権及び重複担保権は消除される（法 160 条 1 項）。実行手続における配当の対象とならない留置権については消除されない（同条 2 項）。優先担保権や用益物権、対抗力ある賃借権についても譲受人の引受けの対象となる。

6. 配当

管財人は、一般調査期間が経過し、かつ担保目的財産の換価が終了した後、裁判所の許可を得て、配当表に従って最終配当を行う（法 169 条 1 項、170 条）。配当の対象となるのは、配当債権及び不特定被担保債権である（法 164 条 1 項）。配当は、本法及び民法、商法その他の法律の定める優先順位に従って行われ、同一順位の場合には債権額に応じてプロラタで配当がなされる（法 165 条）。

まず、①配当可能額から不特定被担保債権留保額を控除した金額を上限として、企業価値担保権者に対して配当が行われ（法 166 条 1 項・2 項）、企業価値担保権者は受領した金銭を遅滞なく特定被担保債権者に給付する（法 62 条 1 項 1 号）。②不特定被担保債権留保額は、企業価値担保権者による管理に服し（法 62 条 1 項 2 号）、その後、債務者の清算手続・破産手続が開始された場合には、遅滞なく、清算人・破産管財人に引き渡され（同項 4 号）、一般債権者への弁済・配当の原資となる（法 166 条 3 項）。

¹⁶ 類似の制度として、企業担保法 44 条 2 項及び会社更生法 231 条がある。

劣後債権に対しては、劣後担保権の目的財産の価額が手続開始時における処分価格であるとした場合に担保される範囲の額を上限として、配当を行う（法 167 条）。

配当を終了した後に残余がある場合、管財人は、債務者に交付する（法 164 条 4 項）。

以上に示した配当の考え方を下記【事例】に当てはめると、下図【配当のイメージ】のようになる。

【事例】

担保設定フェーズ

- X社（債務者）は、S銀行（特定被担保債権者 兼 企業価値担保権者）のために、自己の総財産に対して第1順位の企業価値担保権を設定し、商業登記を具備
- その後、X社は、甲不動産について、①A銀行のために第1順位の抵当権を、②B銀行のために第2順位の抵当権を、それぞれ設定し、不動産登記を具備

担保実行フェーズ

- S銀行が企業価値担保権の実行手続開始を申し立て、裁判所が開始決定を発令
- X社の事業譲渡代金から共益債権等を弁済した後の残額（配当可能額）は5,000万円
- 価額決定手続の結果、甲不動産の価額は2,000万円で確定
- 配当時の被担保債権額は、S銀行2,000万円、A銀行500万円、B銀行1,000万円
- 不特定被担保債権留保額は、配当可能額の3%と仮定（政令に委任されているため実際には未定）

* 立法担当者による「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」（NBL1271号）34頁の事例

【配当のイメージ】



7. 実行手続の終了

実行手続は、裁判所の終結決定又は廃止決定により終了する。

最終配当又はこれに代わる簡易配当若しくは同意配当が終了した場合には、裁判所は、追加配当の見込みがない限り¹⁷、実行手続終結決定を行う（法 191 条 1 項）。

他方、①担保目的財産をもって手続費用を支弁するのに不足する場合（法 189 条）又は②換価終了前に、担保目的財産により申立債権を全額弁済でき、かつ、利害関係人に不利益を及ぼすおそれがない場合（法 190 条）、裁

¹⁷ 倒産手続と異なり、実行手続の終結時には企業価値担保権は消滅するため、実行手続終了後の追加配当は認められない。そのため、追加配当の見込みがある場合には、終結決定をすることはできないとされた（法 191 条 1 項但書）。



判所は実行手続の廃止決定を行う。上記②の場合、管財人は特定被担保債権者に申立債権の全額を弁済する（同条 5 項）。

企業価値担保権は、終結決定があったとき又は廃止決定が確定したときに消滅する（法 191 条 3 項、189 条 7 項、190 条 9 項）。

倒産手続との関係

1. 総論

企業価値担保権は、倒産手続において抵当権とみなされ（法 227 条から 231 条）、破産手続及び再生手続では別除権として、更生手続では特定被担保債権が更生担保権として、それぞれ取り扱われる。実行手続と倒産手続が競合した場合の取扱いは、倒産手続ごとに異なる。

2. 破産手続

実行手続の終了後は、清算手続・破産手続により債務者を清算することが予定されていることとの関係で、企業価値担保権の実行手続と破産手続との併存は許容されている。

さらに、不特定被担保債権留保額の破産手続における処理をより確実にするため、実行手続の管財人には、破産手続開始申立権を認め（法 196 条 1 項）、債務者が債務超過であることが判明した場合、破産手続開始を申し立てることが義務づけられている（同条 2 項）。

破産手続との関係では、基本的に実行手続が優先されており、例えば、実行手続の管財人の管理処分権は、破産管財人の管理処分権に優先し（法 202 条）、破産管財人による双方未履行双務契約の解除権等や否認権の行使については、実行手続の管財人の同意を要するとされている（法 200 条 1 項、204 条 1 項）。また、実行手続が終了するまでの間、破産法に基づく保全管理人による管理等、破産債権の調査・確定、破産者の財産状況の調査、破産手続における配当、破産手続の終了に関する破産法の諸規定は適用除外となり（法 207 条）、実行手続の優先が認められている。

3. 再生手続

再建型かつ DIP 型の再生手続は、企業価値担保権の実行手続と相容れない性質のものであるため、実行手続の開始後は原則として中止して、手続の進行を止めつつ、一定の手続（例えば、担保権実行中止命令、企業価値担保権の設定に対する否認権行使、担保権消滅許可等）については例外的に行えることとされた（法 212 条）。

4. 更生手続

更生手続においては、企業価値担保権の特定被担保債権は更生担保権として更生手続に服することになるため、①更生手続開始申立てがあった場合、裁判所は実行手続の中止を命じることができ（会社更生法 24 条 1 項 2 号）、②更生手続開始決定があった場合、既に進行中の実行手続は中止される（会社更生法 50 条 1 項）。さらに、実行手続の管財人の管理処分権は、更生手続における管財人の管理処分権に劣後することとされた（法 215 条）。



実用化への期待と課題

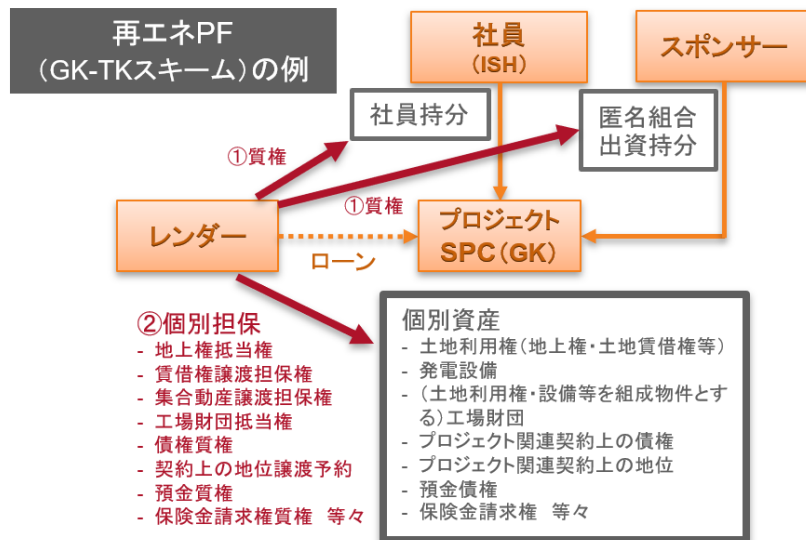
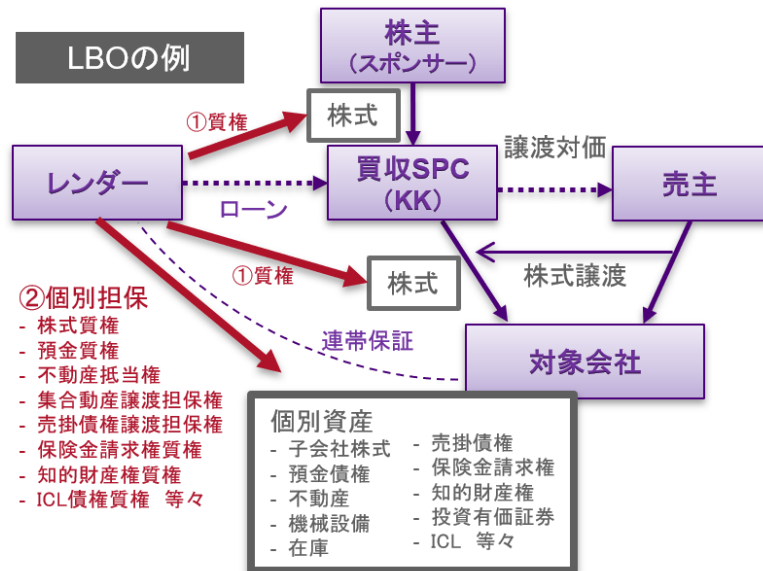
企業価値担保権の活用が期待されている分野は多岐にわたり、①プロジェクトファイナンス、十分な資産を有しないスタートアップに対する融資やベンチャー企業に対する融資（ベンチャーデット）等、企業の成長局面における資金調達、②LBO ファイナンス等、事業承継・M&Aに係る資金調達、③私的整理時の第二会社方式における新会社への融資、エグジットファイナンス、DIP ファイナンス等の再生局面における資金調達等、様々な事例に活用し得ると考えられている¹⁸。

既に、債務者の継続的・安定的なキャッシュフローに依拠する LBO ファイナンスやプロジェクトファイナンス等のファイナンス手法（いわゆるキャッシュフロー・ファイナンス）においては、事業の安定性・継続性を確保することが肝要であるため、現行の担保法制を前提としつつも、いわゆる「**全資産担保の原則**」が採用されてきた（下図参照）。すなわち、上記ファイナンスを提供する与信者の観点からすれば、債務者が事業用資産を処分したり、債務者の一般債権者が事業用資産に対する差押等を行ったりする事態の発生を可及的に防止する必要がある。また、有事（債務者のデフォルト等）の際には、スポンサーを交替（キックアウト）し、融資対象事業を新たな事業主体ないしスポンサーに承継させること（ステップイン）を通じて、事業の一体性を損なうことなく、唯一の返済原資たる事業キャッシュフローを維持することを望むであろう。このような考えから、キャッシュフロー・ファイナンスの実務においては、レンダーのために、①対象事業者のエクイティ（株式・社員持分）に対する担保権と、②対象事業者の個別資産に対して当該資産の種類に応じた担保権を設定すること（いわゆる「**個別資産担保積上げ方式**」）が通例となっている¹⁹。

¹⁸ 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」が 2021 年 11 月に公表した「[論点整理 2.0](#)」参照。

¹⁹ 実務上は、費用対効果の観点から、必ずしも文字通り債務者の「全資産」に対する担保設定が行われているわけではなく、当事者間の交渉により、担保取得の必要性・難易等も踏まえつつ担保対象資産の範囲を一定程度限定する作業が行われることが多い。

【従来の「全資産担保」の実務】



従来の約定担保権のメニューに企業価値担保権が加わったことにより、全資産担保を前提とする融資実務においても、上記②、又は上記①及び②に代えて、企業価値担保権を活用する余地が生まれたように思われる。

そして、以下に示すとおり、企業価値担保権には従来の約定担保制度に比して一定の優位性も認められる。

- 商業登記簿に設定登記を行うことにより、簡易・迅速かつ安価に債務者の「総財産」に対して担保設定・対抗要件具備が可能であり²⁰、従

²⁰ 発電事業に対するプロジェクトファイナンスを例にとると、土地の定着物（民法 86 条 1 項）として土地上の権利が及ぶのか、独立の動産として別個の権利の客体になる（民法 86 条 2 項）のか、必ずしも明確でない設備（燃料タンク、太陽光パネルの架台、発電所のフェンス、鉄塔、風車、小水力発電における水車小屋等）が存在する場合には、不動産・動産のいずれに係る担保権の対象とすべきかが問題となり得る。実務上は、当該設備を他の設備や土地利用権等と併せて工場財団の組成物件とし、当該



来の実務のように、費用対効果を踏まえて担保対象資産を限定する必要がない。

- シンジケーションのように被担保債権の移転が生じる場合、個別資産担保積上げ方式であれば各個別資産に対する担保権も移転することとなり、各担保権の種類毎に対抗要件を具備する必要があった。これに対し、セキュリティトラストを利用する企業価値担保権は、特定被担保債権の譲渡等があっても移転しないため、シンジケーション等に係るコストを大きく削減できる。
- 根担保として企業価値担保権を設定する場合、不動産根抵当権や不動産根質権と異なり、極度額の設定は任意である。
- 担保設定後に債務者が取得した資産にも担保権の効力を及ぼすことができ、担保権の追加設定とこれに伴う対抗要件具備の手間・コストがかからない。
- 実行時に許認可等も併せて事業全体を一体として承継できる。

しかしながら、以下のような課題も残されている。

- (i) 従来の担保権と異なり、企業価値担保権の被担保債権には一般債権（不特定被担保債権）も含まれており、かつ、実行手続が開始しても共益債権については優先的に回収できるため、従来の約定担保権に比べて、与信者（特定被担保債権者）の取り分が目減りする可能性がある（デットサイジングにおいてこの点を考慮する等、何らかの手当てが必要となり得る）²¹。
- (ii) セキュリティトラストの利用強制により、信託コストが発生する。
- (iii) 一般債権者や劣後債権者により債務者の個別資産に対して強制執行・劣後担保権の実行等があった場合、企業価値担保権者は、配当要求等による優先権を主張できない。「債務者の事業継続に支障をきたす場合」には、異議を主張できるが、常に第三者異議の訴えが可能なわけではない。すなわち、企業価値担保権者が一般債権者による強制執行等の場面で優先権を主張できないリスクが残る。

与信者の視点からみれば、特に上記(iii)の点は看過し難いリスクを惹起し得るといえるため、事業遂行上特に重要な資産については、重複担保権を設定することも検討に値すると思われる。

また、ある程度成長した（ミドルないしレイターステージの）スタートアップ等に向けたベンチャーデットに企業価値担保権を活用することも考えられる。ベンチャーデットは、十分な有形資産を持たない成長事業に対する融資を念頭に置いたものであり、従前はエクイティによる資金調達主流であっ

工場財団に対して抵当権を設定することにより、当該設備に抵当権を及ぼす方法が採られることもあるが、工場財団を利用する場合、設備の交換等により変動が生じると財団目録の変更手続が必要となり、その度に手間・コストがかかるというデメリットが存在する。

²¹ 破産手続においても、別除権者が別除権の目的財産の任意売却を行うに当たり、別除権者と破産管財人との交渉により一定額（3~10%）が破産財団に組み入れられることが実務上一般的である。そのため、不特定被担保債権留保額の規模感が与信者への悪影響の程度に直結し得るといえる。将来制定される政令により定められる具体的なカーブアウトの水準を注視する必要がある。



たと思われる。レンダー（デット・プロバイダー）は、アップサイドを取れないため、レンダーにとって魅力的な融資先か否かは、事業リスクの程度やエクイティ／メザニンのバッファの程度次第と考えられる。

もっとも、レンダーとしては、早期に企業価値担保権を実行することにより、事業価値が毀損しないうちにスポンサー選定を行う（早期にワークアウトを実行する）インセンティブが働き得るといえる。その意味では、企業価値担保権の制度趣旨にかなう面が大きいとも考えられる。

おわりに

本法は、企業の持つ資金調達オプションを拡充するだけでなく、従来型の金融機関の融資実務・慣行にも変革を促すものであり、今後の金融取引実務に相応の影響を及ぼすことが予想される。特に、①スタートアップ等、有形資産に乏しい成長企業への融資、②「全資産担保」を前提とする LBO ファイナンスやプロジェクトファイナンス等において、企業価値担保権の活用事例が蓄積されることが想定・期待されているようである。

なお、2024 年 7 月 19 日、金融庁は、総合政策局に「事業性融資推進プロジェクトチーム」を設置したことを公表しており²²、政省令の整備に加えて、融資実務・倒産実務上の課題等についての検討や、新制度の周知・普及に向けた動きが活発化する可能性がある。現に、政府は、2025 年春頃を目途に、ガイドライン・企業価値担保権信託契約のひな型等を整備し、2026 年春頃には新法を施行する方向で調整を進めている²³。本法をめぐる今後の議論状況について、引き続き注視していきたい。

【弊事務所における倒産・事業再生案件への取組について】

ベーカーマッケンジーは、そのグローバルネットワークを活かし、近年特に変革の著しい事業再生・倒産に関する法制度及び実務運用の状況をフォローし、各オフィスの事業再生・倒産の専門家の間において定期的に情報共有を行うことにより、世界中の事業再生・倒産案件に携わる企業・実務家の皆様を総合的かつ積極的に支援しております。

こうした取組の一環として、ベーカーマッケンジーは、[Baker McKenzie's Global Restructuring & Insolvency Blog](https://www.baker-mckenzie.com/global-restructuring-and-insolvency-blog) を開設し、世界中の事業再生・倒産法制に関するニュース記事や論稿を配信するとともに、各国オフィスの事業再生・倒産法制の専門家が世界各国の事業再生・倒産法制の概要をまとめた [Global Guide to Restructuring and Insolvency](https://www.baker-mckenzie.com/global-guide-to-restructuring-and-insolvency) を公表し、定期的にアップデートしておりますので、ぜひご覧ください。

²² <https://www.fsa.go.jp/news/r6/sonota/20240719/20240719.html>

²³ 金融庁「[2024 事務年度金融行政方針](#)」（2024 年 8 月公表）及び「[2024 事務年度金融行政方針 実績と作業計画](#)」（2024 年 9 月公表）参照。