



## 「養殖漁業ファイナンスに関する法的考察—その2」

執筆者: 杉山 泰成、松本 直己、鈴木 健也

農業法人に対する投資の円滑化に関する特別措置法(以下「投資円滑化法」といいます。)の一部を改正する法律(以下「改正法」といい、改正法による改正後の投資円滑化法を特に「改正後投資円滑化法」といいます。)が本年4月28日に公布され、養殖事業に対する新しい資金調達方法が認められるようになりました。本号においては、養殖事業に対する金融機関による投融資の方法(デット・ファイナンスかエクイティ・ファイナンスか)、投融資の引当資産・依拠の対象(養殖設備の交換価値か養殖事業のキャッシュフローか)、投融資の対象者(養殖事業者か養殖資産保有者か)などの観点について概説の上、現行法上組成可能なスキームについて検討します。

### 一 養殖事業に対するファイナンス供与の手法

#### 1. 投融資の方法(デット・ファイナンスかエクイティ・ファイナンスか)

一般に金融機関による投融資の方法にはデット・ファイナンスとエクイティ・ファイナンスの2種類の方法があげられます。

デット・ファイナンスとは借入や社債など負債による資金調達であり、具体的には、銀行及び貸金業者などの金融機関からの(担保)ローンなどがあげられます。

エクイティ・ファイナンスとは、株式の発行や組合出資などによる資金調達であり、具体的には金融機関、ファンド及び事業会社からの株式出資、匿名組合出資などがあげられます。

投資円滑化法はエクイティ・ファイナンスを主な対象としていますが、改正後投資円滑化法においては、漁業が同法の対象に追加されており、施行は公布の日から6月を越えない範囲内において政令で定める日とされています(改正法附則第1条)。改正前の投資円滑化法では農業法人に対して出資及び経営指導を行うことについて農林水産大臣から承認を受けた株式会社(以下「承認会社」といいます。)又は投資有限責任組合(以下「承認組合」といいます。)は、株式会社日本政策金融公庫から出資を受けることが認められており(投資円滑化法第8条)、また民間金融機関はこの承認会社又は承認組合に対する出資を通じて、投資リスクを分散しつつ農業法人に出資することが可能でした。改正法によって、新たに法律の目的に漁業の事業者に対する投資の円滑化を図ることが追加されるとともに(改正後投資円滑化法第1条)、承認会社または承認組合の出資対象に農業法人が追加され

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (E-mail: [newsletter@nishimura.com](mailto:newsletter@nishimura.com))

ました(改正後投資円滑化法第3条、第2条第2項、第2条第1項第3号)。これによって、金融機関は承認会社又は承認組合を通じて漁業法人に分散投資をすることも可能となり、漁業に対するファイナンスの大きな後押しとなる可能性<sup>1</sup>もあります。

## 2. 投融資の引当資産・依拠の対象(養殖設備の交換価値か養殖事業のキャッシュフローか)

### (1) アセットファイナンス

アセットファイナンスとは融資対象資産の交換価値に依拠したファイナンスです。養殖事業においては、転用可能な養殖設備、海面養殖に使用する船舶、水中ドローンなどの機器について金融機関のための担保を設定して、金融機関がそれらの交換価値に応じた額の融資を実行したり、金融機関がそれらの機器を養殖事業者に対してリースする方法によるファイナンスが可能と考えられ、既に取り引として実施されているものもあると考えられます。

### (2) プロジェクトファイナンス

プロジェクトファイナンスとは特定のプロジェクトに対するファイナンスであり、その返済原資を原則として当該プロジェクトからのキャッシュフローに限定するファイナンスを指します。特定の資産の交換・清算価値に依拠するのではなく、あくまでプロジェクトから将来発生するキャッシュフローに依拠する点がアセットファイナンスと異なります。

養殖事業の場合、養殖事業者の保有する資産には、①網、筏など第三者への転売が困難なものが含まれていたり、②陸上養殖の敷地などの不動産についても、オフィスビルやレジデンス用地などと比較して高い交換価値はない場合が多く、アセットファイナンスのように資産の交換価値のみに着目するのでは、養殖事業全体をカバーする資金調達を行うことには限界があると考えられます。そこで、養殖事業の保有する資産の交換価値を超えた規模の融資を実現する場合、養殖事業の将来のキャッシュフローも含めて信用力を判断するプロジェクトファイナンスの利用は検討に値します。

## 3. 投融資の対象者(養殖事業者か養殖資産保有者か)

国内外の養殖事業に対する投融資については、養殖事業の遂行者が養殖事業に必要なアセットも保有し、資金調達も行う場合と事業遂行者とアセット保有者(資産保有ビークル)を分離して、アセット保有者が資金調達を行う場合に大別されます。

### (1) アセット保有者と事業遂行者が同一の場合

まず、アセット保有者兼事業遂行者が特定区画又は施設の養殖事業(以下「対象養殖事業」といいます。)のみを行う専業会社の場合には、投資家はアセット保有者兼事業遂行者が有する対象養殖事業に係るアセット及び当該事業から生じたキャッシュフローからのみ投資を回収することになりますので、対象養殖事業の成否のリスクを直接投資家が負担することになります。

これに対して、アセット保有者兼事業遂行者が複数の養殖事業その他の事業を実施している場合に投資家が負担するリスクは以下のとおりとなります。

#### (a) 対象養殖事業とその他の事業の責任財産を分別する場合

この場合には、上述の養殖専業会社に投資する場合と同様に、投資家は原則として対象養殖事業の成否のリスクを負担することになります。但し、アセット保有者兼事業遂行者に倒産手続が開始された場合には対象養殖事業に関するアセットも倒産財団に含まれたり、アセット保有者兼事業遂行者による支払全体が停止・リスケされるなど、対象養殖事業の投資家

<sup>1</sup> なお、令和2年10月1日現在で承認会社はアグリビジネス投資育成株式会社の1社となっており株主も限定されている一方、承認組合は22組合で組合員も多様であり、金融機関にとっては既存又は新設の承認組合を通じた出資が現実的と考えられる。

に、アセット保有者兼事業遂行者の他の事業のリスクも波及する場合もありえる点に留意が必要です。

(b) 対象養殖事業とその他の事業の責任財産の分別を行わない場合

この場合には、投資家はアセット保有者兼事業遂行者の行う事業全体に係る資産・キャッシュフローから弁済を受けられる一方で、対象養殖事業以外の他業リスクを負担することになるため、通常のコーポレートファイナンスに近づくこととなります。すなわち、当該アセット保有者兼事業遂行者の信用力に依拠することとなります。

また、アセット保有者と事業遂行者が同一の場合には、対象養殖事業のリスクをデット投資家・エクイティ投資家の双方が負担することとなります。もっとも、エクイティ投資家は対象養殖事業からの収益のアップサイドを剰余金配当等で享受できますが、デット投資家は基本的に定額の利息収入や手数料しか収受することはできません。従って、デット投資家は、エクイティ投資家と同程度にはプロジェクト・リスクを負担できず、プロジェクト・リスクが大きいほどエクイティ投資家の出資部分を厚くしてエクイティクッションを用意するなどの対応が必要となるのが一般的です。

(2) アセット保有者と事業遂行者が異なる場合

アセット保有者と事業遂行者が異なる場合として、アセット保有者が投資家から提供を受けた資金をもとに取得・建設した養殖事業アセットを、(複数の事業を行う<sup>2)</sup>事業遂行者に対してリースし、事業遂行者からのリース料を返済原資として、投資家への返済・配当を行う場合が考えられます。

この場合には、リース料を、固定化し又は最低リース料を設定するか、或いは完全又は一部業績連動型にするかによって投資家が負担するリスクが異なります。固定又は最低リース料が設定され、事業遂行者が信用力のある事業会社である場合又はリース料の支払についてスポンサーからの信用補完があるような場合、投資家はリース料の支払が確保される範囲で養殖事業のリスクを負いません。この場合には、投資家が投資の回収を受けられるか否かは、対象養殖事業以外の他事業を含めた事業遂行者の全体の資産又はスポンサーの資産からリース料を支払うことができるか(すなわち事業遂行者及びスポンサーのクレジット)に依拠することとなります。一方で、リース料を完全業績連動型とする場合には、返済原資であるリース料が対象養殖事業の業績に直接連動して変動することになりますので、投資家は対象養殖事業のリスクを負うこととなります。また、リース料が固定部分と業績連動部分の双方から構成される場合には、返済可能性が高い固定部分がデット投資家の返済原資となり、業績連動部分のリース料は、リスクに応じてエクイティ投資家への配当原資となるよう、リスク分担や利益率を調整することも考えられます。

このように養殖事業スキームには様々な形態が考えられますが、養殖事業者の事業の規模・業種の範囲、対象養殖事業の種類・事業性、デット・エクイティ投資家の属性・意向を踏まえ、ケースバイケースの対応が必要になると解されます。

## 二 アセットファイナンス的アプローチ

融資対象資産の交換価値に依拠したアセットファイナンス的な観点からすると、具体的なファイナンス供与の手法としては、担保融資、リース取引、ファクタリング等が考えられます。

### 1. 担保融資

担保融資は、アセット保有者が所有する養殖設備、生け簀内の養殖魚、売掛債権等の資産の交換価値を評価し、当該資産に担保権を設定して評価額に応じた融資を実行するファイナンス手法となります。

対象となるアセット毎に担保設定方法は異なり、大きくは以下のとおりとなります。

	担保権	対抗要件
養殖設備(不動産)	抵当権	登記

<sup>2</sup> 事業遂行者が対象養殖事業のみを行う場合には、他事業のリスクから対象養殖事業を切断する必要性はなく、アセット保有者を別途手配する必要性は低くなります。

養殖設備(動産)	(i)動産譲渡担保 (ii)船舶については船舶抵当権	(i)引渡又は動産譲渡登記 (ii)船舶抵当権については登記
生け簀内の養殖魚	動産譲渡担保	引渡又は動産譲渡登記
売掛債権	債権質権又は譲渡担保	債務者に対する確定日付のある通知若しくは債務者の確定日付のある承諾又は債権譲渡登記
漁業権	抵当権	免許漁業原簿への登録

また、養殖魚を担保対象とする場合、特有の論点として、以下のような論点が生じ、対応を講ずる必要がありえます。

論点	対応
担保対象の評価方法	金融機関において担保としての評価方法のノウハウが乏しい場合があります。そのような場合には、養殖魚の販売会社等の専門的知見を有する外部業者に評価を委託することも考えられます。
担保対象の期中管理方法	借入人である養殖漁業者に月次程度の報告をする誓約を融資契約上盛り込むことが考えられます。また、養殖業者が利用している生産管理システムがあるような場合には、当該システムに集約された情報を金融期間も共有を受けることも考えられます。餌料供給会社や養殖魚の販売業者と連携することで養殖魚の生育状況や個体数を把握することも考えられます。
担保対象の処分方法	養殖魚の処分の時期(養殖魚の生育状況、大量の養殖魚を市場で放出することによる価格下落のリスクの有無等)について慎重な判断が必要となりますので、専門的な知見を有する販売会社の予めの協力を取り付けておくことが望ましいと考えられます。また、養殖魚が出荷可能となるまでに一定の育成期間が必要な場合もあるため、予め当該育成の委託先を選定しておくことも考えられます。

## 2. リース取引

リース取引は、リース会社又はリース会社の設立した特別目的会社が養殖設備、養殖に用いる船舶や水中ドローン等のアセットを取得し、事業遂行者にリースをするファイナンス手法となります。リース期間中のリース料やリース期間満了時の残存価値の実現によってアセットの取得コストを回収するファイナンス・リース取引と、ファイナンス・リースに取引に該当しないオペレーティング・リース取引のいずれもが考えられます。

また、レッサーはアセットの取得資金を金融機関からの借入で調達することも考えられ、その場合の貸付は1に記載した担保融資と同様のスキームと論点が発生することになると考えられます。

リース取引において、レシーがデフォルトした場合、レッサーはリース対象物件を売却したり、他の養殖業者に再リースすることで投資を回収することとなります。従って、リース取引は、中古市場が確立されているアセットや、他の養殖業者であっても承継して利用可能であるアセットに適したファイナンス手法といえます。

## 3. ファクタリング

ファクタリングは事業遂行者がオフテイクである養殖魚の購入者との間で継続的売買契約を締結している場合に、事業遂行者がオフテイクに対して有している売掛債権をファクタリング会社に売却することで、早期の現金化を図るファイナンス手法となります。

プロジェクトファイナンスによる手法については次回のニュースレターにて検討します。

(以下、次号に続く)



すぎやま やすなり  
**杉山 泰成**

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

[y.sugiyama@nishimura.com](mailto:y.sugiyama@nishimura.com)

1994年早稲田大学政治経済学部政治学科卒業、司法修習修了後(第48期)、1996年4月西村総合法律事務所(現西村あさひ法律事務所)入所。2001年コロンビア大学ロースクール(LL.M.)卒業後、ニューヨークのLatham & Watkins(2001年8月～2002年7月)およびロンドンのNorton Rose(2002年8月～2003年2月)での海外研修を経て、現在西村あさひ法律事務所パートナー。主な業務分野は、工場設備・航空機・船舶等のアセットファイナンス、トレードファイナンス、不動産・債権の流動化及び証券化、アグリ・フードビジネス及び資産への投融資、金融機関の海外進出支援。



まつもと なおき  
**松本 直己**

西村あさひ法律事務所 弁護士

[na.matsumoto@nishimura.com](mailto:na.matsumoto@nishimura.com)

2014年東京大学法学部卒業(LL.B.)、司法修習修了後(第68期)、2016年1月西村あさひ法律事務所入所。主な業務分野は、プロジェクトファイナンス、PFI、航空機・船舶等のアセットファイナンス。



すずき けんや  
**鈴木 健也**

西村あさひ法律事務所 弁護士

[ke.suzuki@nishimura.com](mailto:ke.suzuki@nishimura.com)

2019年中央大学法学部法律学科卒業、司法修習終了後(第73期)、2020年弁護士登録。西村あさひ法律事務所所属。主な業務分野はアグリファイナンス、プロジェクトファイナンス取引、アセットファイナンス取引およびキャピタルマーケット。