

DIP ファイナンス・企業価値担保権への期待と背景

事業再生/倒産ニュースレター

2024年7月3日号

執筆者:

[柴原 多](#)

m.shibahara@nishimura.com

[村上 達明](#)

ta.murakami@nishimura.com

1. 始めに

近時、事業再生の界限においては、新しい融資を巡る議論が活発である。本稿では、近時の DIP ファイナンスや企業価値担保権に関する議論を中心に、再生局面における新しい融資形態について概観する。

まず、DIP ファイナンスについては、米国連邦倒産法 11 章の手續開始後において経営権が維持される経営陣 (Debtor in Possession) に対する与信行為が本来の用法であることを確認する必要がある。また、後述する企業価値担保権については、岸田首相が主張した「新しい資本主義」とも関連して検討が行われたという政治的な背景に留意が必要である¹。

2. 日本において DIP ファイナンスを検討する際のポイント

(1) DIP ファイナンスの概念上のポイント

日本における DIP ファイナンスに関する概念上のポイントとして、第一に、DIP ファイナンスに対する (法的倒産手續下における) 法的保護の内容という観点がある。米国連邦倒産法 11 章の下では、DIP ファイナンスは、同法に基づく特殊な担保権の付与等により手厚く保護されており、それ故に (比較的) 安全なファイナンスであるという見方が周知の事実となっているため²、プレイヤーも集まりやすく、結果として金利が低減される傾向にある (とはいえ、日本よりは高金利である。)。この点は、日本法においては必ずしも当てはまらないように思われる。

第二に、再生局面のどの段階において行われる融資かという観点である。この点、冒頭で述べたとおり、米国における DIP ファイナンスは法的倒産手續下での融資が念頭に置かれている一方で、日本では、協議会等の私的整理段階での融資はプレ DIP ファイナンス、その前の早期再生段階での融資はプレプレ DIP ファイナンスと呼ばれ、それぞれについて法的な取扱いが異なる点に留意する必要がある。

(2) 具体的な検討ポイント

上記二点の概念上のポイントとの関連で、日本において DIP ファイナンスを検討する際に注意すべき具体

¹ 詳細は、内閣府「経済財政運営と改革の基本方針 2022 新しい資本主義へ～課題解決を成長のエンジンに変え、持続可能な経済を実現～」(2022年6月7日) 8頁参照のこと。

² 詳細は、堀内秀晃他『アメリカ事業再生の実務:連邦倒産法 Chapter11 とワークアウトを中心に』(金融財政事情研究会、2011年) 143頁以下参照のこと。

的な検討ポイント二点が導き出される。

ア プレ DIP ファイナンスは法的に保護されているか

まず、字義どおりの DIP ファイナンス（法的倒産手続下で実施される DIP ファイナンス）については、共益債権として随時優先弁済が認められている（民事再生法 119 条 5 号、会社更生法 127 条 5 号）。

次にプレ DIP ファイナンスについては、結論的には「一定の範囲でのみ」保護されている状態にあると評価することができる。すなわち（例えば事業再生 ADR に関して）産業競争力強化法 56 条 1 項は、特定認証紛争解決事業者に対し、DIP ファイナンスが次の各号のいずれにも適合することの確認を求めることができるとしている（なお下線は筆者によるものである。以下同じ）。

- ① 当該事業者の事業の継続に欠くことができないものとして経済産業省令で定める基準に適合するものであること
- ② 当該資金の借入に係る債権の弁済を、当該特定認証紛争解決手続における紛争の当事者である債権者が当該事業者に対して当該資金の借入の時点において有している他の債権の弁済よりも優先的に取り扱うことについて、当該債権者全員の同意を得ていること

このような確認の効果に関して同法 57 条は、「裁判所は、前条第一項の規定による確認を受けた資金の借入れをした事業者について再生手続開始の決定があった場合において、同項の規定による確認を受けた資金の借入に係る再生債権と他の再生債権（略）との間に権利の変更の内容に差を設ける再生計画案（略）が提出され、又は可決されたときは、当該資金の借入れが前条第一項各号のいずれにも適合することが確認されていることを考慮した上で、当該再生計画案が同法第百五十五条第一項ただし書に規定する再生債権者の間に差を設けても衡平を害しない場合に該当するかどうかを判断するものとする。」と定めている。

このように、日本法はプレ DIP ファイナンスに対して保護は与えているものの、法定の手続による確認が必要である点、また、確認を経た場合であっても法的倒産手続の下で無条件に優先扱いになるものではないという点で、限定的な保護に過ぎないといえよう。このような特徴を踏まえて、DIP ファイナンスにおいても、法的倒産手続下で実施される DIP ファイナンスを重視するプレイヤーと、私的整理全盛の状況を踏まえて、プレ DIP ファイナンスを重視するプレイヤーに分かれるという理解でいる。

イ プレ DIP（又はプレプレ DIP）ファイナンスへの担保供与は否認対象行為に該当するか

上記のような法的保護に関する整理を踏まえた対応として、金融機関においては担保設定が検討されるのが通常であると思われるところ、当該担保設定の法的倒産手続における位置づけ（具体的には、法的倒産手続下において否認の対象とならないか）が問題となる。

この問題は法制度的に一応解決されている。例えば民事再生法 127 条の 3 第 1 項は「次に掲げる行為（既存の債務についてされた担保の供与又は債務の消滅に関する行為に限る。）は、再生手続開始後、再生債務者財産のために否認することができる。」とし、既存の債務でない新たな債務への担保の供与は原則として否認対象行為の範疇外であると確認している（いわゆる同時交換的行為の考え方）。

表：同じ DIP ファイナンスと呼ばれるものでも保護の範囲が異なる→担保の検討が重要

	法的保護なし	一定の法的保護	法的保護あり
（本来の）DIPF	-	-	●
プレ DIPF	-	●	-
プレプレ DIPF	●	-	-

ウ その他の検討ポイント

DIP ファイナンスに関して、それ以外の論点も幾つか残されている。例えば、①DIP ファイナンスの業界でよく用いられる自己信託スキームによる担保設定は完全に安全な担保なのかという問題や、②DIP ファイナンスを実行する金融機関において情報遮断は有効に機能しているかという問題である。

この点、①の自己信託に関する議論は他に譲るとして³、②については、DIP ファイナンスの実行金融機関が、既存の貸付債権を有しており私的整理における対象債権者でもある場合に、DIP ファイナンスの検討及び実行のために債務者から得た情報を、プロパー債権の回収行為等に利用することに関する問題である。このような行為は利益相反的な様相を呈するため、金融機関内部で如何に情報遮断を効率的且つ有効に行うかが問題となる⁴。

(3) 小 括

上記の諸々の論点を詰めて考えようとする、日本における DIP ファイナンスのビジネス化にある意味「手間がかかる」ことは間違いないと思われる（従って DIP ファイナンスに消極的な金融関係者も存在するという理解である。）。他方で、適切な設計の下で行われる場合には、その過程で得られる成果（リスクリターン観点に加え、企業に対する再生支援による従業員の雇用継続・地域経済活性化等の「金融機関としての使命」の観点⁵からの成果を含む）を踏まえると、DIP ファイナンスを一つの重要なビジネスモデルと評価する金融機関も存在するという理解である。

3. 企業価値担保権なるものの登場

次に、近時注意を要するのは、2024 年 6 月、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。）が成立し、企業価値担保権という制度が制定されるに至ったことである⁶。

(1) 制定された制度の概要

一般論でいうと企業価値担保権は新しい融資の形を示すもので、①有形資産の乏しいベンチャー企業や、②思い切った事業展開に必要な資金を得たい事業者等の資金調達を円滑化するため、無形資産を含む事業全体を担保とすることを目的とする。③事業再生の局面での資金調達においてもプラスとなりうる仕組みであると考えられる（例えば DIP ファイナンス単体では資金を出しにくい、企業価値担保権とセットであれば資金を出し得るという考え方もあり得るかと思われる⁷）。現時点においては、これらの点について企業価

³ 三井住友銀行事業再生グループ、東京弁護士会倒産法部編著『事業再生ファイナンスの実務』（きんざい、2022 年）298 頁以下参照のこと。

⁴ 前掲注 3 『事業再生ファイナンスの実務』（きんざい、2022 年）291 頁以下参照のこと。

⁵ 前掲注 3 『事業再生ファイナンスの実務』（きんざい、2022 年）9 頁以下参照のこと。

⁶ なお、法律の詳細については、佐藤 知紘、齋藤 崇他「事業性融資推進法に基づく企業価値担保権の概要」西村あさひ法律事務所・外国法共同事業ニューズレター（2024 年 6 月 13 日）https://www.nishimura.com/ja/knowledge/newsletters/finance_law_240613 及び、事業性融資の推進等に関する法律 <https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=506AC0000000052> 参照のこと。

⁷ もっとも、併せて記載すると、後述のとおり、企業価値担保権を設定済みの企業において追加で DIP ファイナンスを調達できるかという問題はあり得ると思われる。企業価値担保権者であるメイン行が自ら DIP ファイナンスを出す場合（いわゆるディフェンシブ DIP ファイナンス）はともかく、メイン行が出さない場合に、他行が DIP ファイナンスを実行することに相当の困難性が生じる場面も想定し得るようにも思える。

値担保権に期待する金融関係者と、後述するような様々な点を踏まえ未だ消極的な金融関係者との評価が分かれている状況であろう。

企業価値担保権の極めて簡略な制度概要としては、無形資産・契約上の地位や将来資産を含むすべての財産を担保目的財産として設定され、実行段階においては、裁判所に選任された管財人が事業譲渡を行い、譲渡対価を担保権者等に分配する方法が採用されている（事業譲渡の対価に対して企業価値担保権者が優先弁済権を主張できる結果として、のれん的なもの（個々の担保資産の価値の総和を超える事業としての価値）も担保目的とするような形になる。）。

(2) 留意点と対応策の検討状況

ア 一般債権者の利益確保の観点

もともと企業価値担保権は（基本的には）全資産担保であり、個々の担保資産の価値の総和を超える事業としての価値についても特定の金融機関が優先弁済権を主張できることとなる。これにより、破綻時における一般債権者等に対する配当原資が存在しないということになりかねない点に注意が必要である。

この点、事業性融資推進法においては、特に実行段階におけるカーブアウトの制度が設けられており、かかる懸念への対処がなされている。具体的には同法 93 条及び 162 条以下等に規定が存在する。

第一に、同法 93 条 1 項は「配当債権又は配当外債権については、実行手続開始後は、この法律に特別の定めがある場合を除き、実行手続によらなければ、弁済をし、弁済を受け、その他これを消滅させる行為（免除を除く。）をすることができない。」として担保目的財産からの弁済を制限するものの、2 項は「裁判所は、配当債権又は配当外債権について、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。」と規定することにより、事業の継続等に必要な商取引債権や労働債権等を優先して弁済することが可能な制度となっている（倒産手続における従前の少額弁済等と同趣旨の規定であると理解される。）。

第二に、同法 70 条 8 号は「実行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「優先担保権」と定義した上で、同法 162 条 1 項は「管財人は、優先担保権の目的である財産について、当該財産に係る全ての優先担保権者がその有する優先担保権の被担保債権の全部の弁済を受けることが明らかである場合に限り、裁判所の許可を得て、民事執行法その他強制執行の手続に関する法令の規定により、当該財産の換価をすることができる。この場合においては、優先担保権者は、その換価を拒むことができない。」、2 項で「前項の場合において、優先担保権者が受けるべき金額がまだ確定していないときは、管財人は、代金を別に寄託しなければならない。この場合においては、優先担保権は、寄託された代金につき存する。」と規定する（企業価値担保権に優先する権利に関する規定である。）。

第三に、同法 166 条 2 項は「前項の企業価値担保権者に対する配当額は、配当可能額（第一号に掲げる金額（当該企業価値担保権者に先立って配当を受けることができる配当債権者等がある場合にあっては、同号に掲げる金額から第二号に掲げる金額を減じて得た額）をいう。）から不特定被担保債権留保額を控除した額を限度とする。（以下略）」、3 項で「管財人は、不特定被担保債権留保額⁸を第一項の企業価値担保権の不特定被担保債権に対する配当として、同項の企業価値担保権者に対して交付する。」と規定する。これに

⁸ 不特定被担保債権留保額は「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（第七十条第四項に規定する裁判所が当該清算手続又は破産手続の公正な実施に特に必要と認める場合にあっては、当該政令で定めるところにより算定した額に当該裁判所が定める額を加えた額）」と規定されている（同法 8 条 2 項 1 号八）。

より、企業価値担保の実行手続の中で、担保権設定者の清算手続又は破産手続における配当原資を一定額取り置くことが可能となっている（その意味で一般債権者に対する配当原資確保に関する規定である。）。

イ デュープロセスの観点

仮に企業価値担保権が、裁判手続を経ずに実行換価される場合には、デュープロセスの観点から重大な懸念が生じることになる。この点、企業価値担保権は、議論の末、同法 83 条 1 項により「企業価値担保権の実行は、第六十一条の規定に基づいてする企業価値担保権者の実行手続開始の申立てによってする。」こととなり⁹、88 条 1 項は「裁判所は、実行手続開始の決定と同時に、一人又は数人の管財人を選任し・・・」と規定し、具体的には 157 条 1 項にて「担保目的財産の換価は、裁判所の許可を得て、営業又は事業の譲渡によってする」と規定され、裁判所の関与が確保されている。また、「管財人が前項（筆者注：善管注意義務）の注意を怠ったときは、その管財人は、利害関係人に対し、連帯して損害を賠償する義務を負う」ものとされ（同法 121 条 2 項）、担保権者のみならず一般債権者や従業員等に対しても善管注意義務を負うこととなるものと解される。なお、前述のカーブアウトの手続や債務者側からの（防御策としての）倒産手続の申立も可能であり、利害関係人による対抗手続の保障という意味でのデュープロセスにも一定程度配慮されているといえる。

(3) 実務への影響の見通し

では、このような複雑な仕組みを有する企業価値担保権についての、実務における期待はどのようなものであろうか。

前述のとおり、企業価値担保権について期待を寄せる関係者も存在する（更にいうならば①金融機関にとっては債務者に対する交渉力を強められるというメリットも存在し、②プレ DIP の完全ではない優先性を補完できる点に期待を寄せることも考えられる。）。倒産弁護士においては、当初企業価値担保権については（倒産手続を骨抜きにする可能性を秘めていたため）警戒感が強かったが、前述のとおり、一定の範囲でデュープロセスが確保されたことを評価する見方も存在する¹⁰。

従って、立法による制度設計の内容に加えて、このような実務的な問題意識も踏まえ、企業価値担保権が今後実際にどのように使われていくかの見通しも重要な課題であるといえる¹¹。

⁹ ただし、企業価値担保権者は、その企業価値担保権に優先する他の企業価値担保権がある場合においては、実行手続開始の申立てをすることができない（同法 83 条 2 項）。

¹⁰ ただし、これまでの私的整理における「法的整理より弁済率が向上する」という交渉が、「担保実行より（計画に基づく任意の履行の方が）弁済率が向上する」という交渉に変化しかねない点には、十分に留保する必要があるし、そもそも無形資産等の評価をどのように行うのかという問題も存在するように思える。

¹¹ この他にも、①企業価値担保権を設定しても、債務者破綻時にはその企業価値は失われるのではないか（これに対しては、金融機関への支払いをストップすれば、プラスのキャッシュフローが出ている間は失われていないのではないかと回答が寄せられている）、②財産評定（同法 125 条）の実務がどうなるか、③政令委任されている「不特定被担保債権留保額」の具体的内容がどうなるか等の問題も存在する。

当事務所では、クライアントの皆様のビジネスニーズに即応すべく、弁護士等が各分野で時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。N&A ニュースレター購読をご希望の方は [N&A ニュースレター 配信申込・変更フォーム](#) よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは [こちら](#) に掲載しておりますので、あわせてご覧ください。

本ニュースレターはリーガルアドバイス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アドバイスを求めている必要がある場合があります。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。

西村あさひ 広報課 newsletter@nishimura.com