

2024年12月 No.44

国内プロジェクトファイナンスにおけるセキュリティ・パッケージ
の実務的機能と企業価値担保権活用についての一考察

弁護士 村治 能宗

はじめに

企業価値担保権¹の導入に係る事業性融資の推進等に関する法律（「法」）の成立から約半年が経過し、2026年春頃の制度の施行に向けて、現在、政府令等の整備等が進められている²。企業価値担保権は、元々は有形資産に乏しいスタートアップ等への融資を円滑化することに主眼のある制度だが、多方面でその活用可能性の議論が開始されている。その中でも、プロジェクトファイナンスは特に注目度の高い分野の一つといえる。これは、プロジェクトファイナンスにおいては「全資産担保」が原則とされていることから、企業価値担保権との親和性が高いと考えられることや、再生可能エネルギー電気の利用の促進に関する特別措置法（「再エネ特措法」）に基づく固定価格買取制度の縮小に伴いとりわけエネルギー分野におけるプロジェクトファイナンスの対象となるプロジェクトが多様化を見せる中、セキュリティ・パッケージについて新たなニーズが生じているところにもよるところがあると考えられる。

プロジェクトファイナンスにおける企業価値担保権の採用を考えるにあたっては、これまでの実務の正しい理解に基づき、企業価値担保権の利用がその課題の克服に資するのかどうか、及び、昨今発生して来ている、また近い将来発生することが想定されている新たなニーズにとってそれが何らかのメリットをもたらすのか、という視点が必要になると考えられる。そこで、本稿では、セキュリティ・パッケージの実務的機能に焦点を当てて、その活用の意義について検討する。³

なお、本稿においては、特に言及がない限り、実質的な事業主体（「スポンサー」）が出資して特別目的会社（「借入人 SPC」）を設立し、借入人 SPC にて太陽光発電設備を開発・設置し、その運転により発生した電力等を供給先（「オフテイカー」）に供給することで収入を得るという、標準的な太陽光発電プロジェクトに対するプロジェクトファイナンスを念頭に置くこととする。ここでは、借入人のエクイティ持分（株式、社員持分等）に対する担保権の設定と、借入人の保有する全資産（発電設備等の動産、土地又はその利用権⁴、各種債権（発電設備の建設に係る工事請負契約や維持管理・保守に係る業務委託契約等のプロジェクト関連契約に基づく債権、保険金請求権、預

¹ 企業価値担保権の概要については、月岡崇・大野一行「企業価値担保権制度の概要」（NO&T Finance Law Update ～金融かわら版～ 2024年5月）（<https://www.noandt.com/publications/publication20240531-2/>）を参照されたい。本稿においては、紙面の制約から、同ニュースレターにおいて紹介された企業価値担保権の基本的な構造についてあらためて立ち入ることは行わない。

² 金融庁「2024 事務年度 金融行政方針」（https://www.fsa.go.jp/news/r6/20240830/20240830_main.pdf）II.1.(3)②。

³ 本稿執筆にあたっては、弊事務所の三上二郎弁護士及び大野一行弁護士より貴重な助言を受けた。もっとも、本稿で取りあげる論点については、理論上又は実務上確立した解釈や取扱いがないものが少なくなく含まれ、それらについての考え方は筆者の私見に止まる。

⁴ 地上権、賃借権又は地役権によることも多いが、本稿では、簡素化のため、所有権を前提とする。

金債権等) 及びプロジェクト関連契約上の地位) に対する担保権等の設定がなされる⁵。

I. 現状を正しく理解する – 国内プロジェクトファイナンスにおけるセキュリティ・パッケージとその機能についての実務的期待

1. 「全資産担保」の原則とステップ・イン

プロジェクトファイナンスにおいては「全資産担保」が採用される。これは、プロジェクトファイナンスにおける融資元利金等の返済は、一体としてのプロジェクトが当初予定された期間、予定されたとおりに継続することによってはじめて達成し得るためである。何らかの理由によりプロジェクトが立ちゆかなくなった場合、レンダーとしては、その主導の下、プロジェクトが立ちゆかなくなった要因となっている仕組み上の問題点を除去した上で、新たな体制の下でプロジェクトを継続することを志向することとなる（かかる作用を、一般に「ステップ・イン」という。）。

2. プロジェクトファイナンスにおけるセキュリティ・パッケージの実務的機能

プロジェクトファイナンスにおけるセキュリティ・パッケージには二つの機能が期待されている。一つは、ステップ・インをレンダー主導により強制的に実現することであり、このために、借入人 SPC のエクイティ持分及び借入人 SPC の保有する全資産に対する担保権等の設定がなされる（「積極的機能」）。もう一つは、プロジェクトのための個々の資産が差押等によりプロジェクトから逸出してしまえば、プロジェクトを継続すること（ステップ・インの目的達成を含む。）できないことから、そうした差押等に対する防御策として機能することである（「防御的機能」）。

(1) 「積極的機能」への実務的期待

a. スポンサーの有する借入人 SPC のエクイティ持分に設定された担保権の実行が第一義的な回収手段となる

ステップ・インを必要とする場面において、レンダーとして第一義的に志向するのは、借入人 SPC のエクイティ持分についての担保権の実行である。なぜならば、エクイティ持分の移転による場合、エクイティ持分をコントロール下に置くことにより、プロジェクトの主導権を握り、リストラクチャリングが可能になると思われるが、そのために借入人 SPC 自体の法的な状態には何ら手を加える必要はないためである⁶。例えば、借入人 SPC がプロジェクトに関して何らかの許認可等を有している場合にも、それを移転する必要性は生じないし、借入人 SPC が第三者との間で締結している契約上の地位も借入人 SPC にそのまま止まるから、第三債務者の承諾取得といった事務手続も不要である。そのため、取引コストを低減させ、融資元利金等の回収率を上昇させることができると考えられる。

b. 資産譲渡の方法によるステップ・インはどのようにはたらくか

エクイティ持分についての担保権実行ができない場合⁷、担保権者としては、借入人 SPC の保有する全資産を、

⁵ 本稿の目的上、詳細に立ち入らないが、例えば、三上二郎・勝山輝一「再生可能エネルギープロジェクトに対するファイナンスにおける担保権の取得方法」（銀行法務 21・No.753）38 頁以下等を参照のこと。

⁶ もちろん、借入人 SPC が当事者となる各種の契約関係において、そのエクイティ・ホルダーの変更が相手方による契約解除その他のイベントの発生原因となるべき条項（いわゆるチェンジ・オブ・コントロール条項）があるかは確認する必要がある。いうまでもなく、そうした条項の存在を許容しない（あるいは、ステップ・インの場合を除外する。）よう、案件組成時におけるプロジェクト関連契約のレビューにおいて留意すべきであろう。

⁷ スポンサーが株式会社である場合に、これに会社更生手続が開始されたとき、エクイティ持分に設定された担保権の被担保債権が更

再建のための別のエンティティ（「新 SPC」）に承継させることを目指すこととなる。

① 借入人 SPC の協力を前提としない方法

担保権等の実行は、借入人 SPC のデフォルトを前提としてなされるものであるから、当該実行について借入人 SPC の協力を得ることができない場合も想定される。想定される承継対象毎に分けて見て行く。

- A) 事業用地（土地所有権の場合）・・・抵当権の実行により新 SPC が土地を取得する必要がある。裁判所の担保権実行手続による場合、最も高値をつけた者が当該土地を取得することとなる。レンダー主導によって実行した場合でも、新 SPC が当然に土地を取得することができることは確実でない。もっとも、プロジェクト用地について独自に極めて高い交換価値があるわけではないのが通常と思われること、仮に第三者が土地だけを取得した場合、プロジェクトに係る設備の除去のための土地明渡し請求を行わざるを得ない（かつ、土地を取得できない場合、新 SPC は設備を取得しないであろうから、その相手方は資力のない借入人 SPC となる）ことから、通常は新 SPC が土地を取得することができる可能性が高いと考えられる。
- B) 発電設備・・・集合動産根譲渡担保権の実行による。占有改定による引渡し及び動産譲渡登記⁸は既に受けていることを前提に、借入人 SPC に対して実行通知を打つことで、担保権者において終局的に所有権を取得し、又は新 SPC をして取得させることができると考えられる。
- C) 債権・・・質権者は民法上固有の取立権を有するため（民法 366 条 1 項）、裁判所の関与を経ずに取立て可能である。発生済みで金額が確定している債権については、差押え及び転付命令・譲渡命令等を裁判所に申し立てることも可能と思われるが、将来発生する債権については、むしろ新 SPC の下での発生を想定するため、下記 D の議論に集約すると思われる。
- D) 契約関係・・・プロジェクト関連契約上の地位について、契約上の地位譲渡予約に係る予約完結権を行使した場合、借入人 SPC との間に契約上の地位の譲渡契約が自動的に成立することとなる（民法 556 条 1 項）。契約上の地位の移転には第三債務者の承諾が必要だが（民法 539 条の 2）、次のいずれかの方法により当該承諾を取り付ける。まず、地位譲渡予約に際し、相手方から予めの承諾を取り付けている場合、当該承諾をもって契約上の地位の移転が効力を生じる可能性がある。他方で、かかる「予めの承諾」の有効性に疑義を呈する見解も有力である。その場合でも、地位譲渡予約時に取得した承諾書中で、第三債務者が、予約完結権行使による契約上の地位の移転について承諾する旨の約束をしている限り、契約相手方としては当該承諾を行う義務を負うこととなる。

但し、以上について、借入人 SPC に法的倒産手続が開始されている場合、制限がある可能性がある。

i 法的倒産手続との関係での地位譲渡予約の効力

まず、借入人 SPC に法的倒産手続が開始された場合、そもそも、担保権ではない契約上の地位の譲渡に係る予約完結権は、法的倒産手続との関係でどのように効力を生じ得るであろうか。

予約完結権行使が倒産手続開始前である場合、借入人 SPC と新 SPC との間で譲渡契約が成立し、契約相手方の承諾をもって（予めの承諾が有効に機能する場合を含む。）、契約上の地位移転の効果が発生することに疑いはない。もっとも、譲渡契約の締結後、契約相手方の承諾が得られる前に借入人 SPC に倒産手続が発生したときに、成立した譲渡契約が倒産手続上どのように取り扱われるかは、当該譲渡契約に基づき借入人 SPC の側に履行の問題（借入人 SPC 側の債務）が残るか次第で

生担保権となり、当該担保権が会社更生手続外にて行使できないことが考えられる。

⁸ 動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律 3 条 2 項。

あり⁹、新 SPC が契約上の地位の移転を受けることができない可能性も完全には否定できない。

予約完結権行使が倒産手続開始後の場合、予約完結権は形成権であると解釈されているため、管財人等と新 SPC との間で契約上の地位の譲渡契約が成立すると考えられる。ここでも、管財人等に履行の問題（管財人等の側の債務）が残ると考えられる場合、それに対応する新 SPC の債権は倒産手続開始前の原因に基づき発生した債権として倒産債権となり、新 SPC が契約上の地位の移転を受けることができない可能性が残る。

ii 否認権行使¹⁰の可能性

予約完結権行使によって契約上の地位の譲渡契約が有効に成立し、かつ、倒産手続開始前に履行されたとしても、その後に借入人 SPC に開始された倒産手続との関係で当該移転が否認されるリスクはないであろうか。問題は予約完結権行使により成立した譲渡契約の履行が借入人 SPC の一般債権者を害する性質を有するか否かという点となる¹¹。

この点、否認リスクの存在を指摘する文献もある¹²。しかしながら、予約完結権行使に伴う契約上の地位の借入人 SPC からの流出は、レンダーによるプロジェクトファイナンス供与の代償として、借入人 SPC に信用悪化が生じるよりも前の、予約契約締結の時点において既に潜在的には生じているのであるから、予約完結権行使自体によって新たな財産流出が生じるものではないとの見方もあり得るものと思われる。むしろ、予約完結権の設定が担保目的にてなされることからすれば、担保権の設定及び実行に類する取扱いがなされるべきであり、担保権の設定が否認の対象でない限り実行について否認が問題とされないのと同様、予約完結権の行使及び契約上の地位の移転は否認の対象にはならないと考えたい。

もっとも、以上のようにして個別資産の承継を試みる場合、レンダーとして、実際上どのようにして債権回収を行うのか、という問題がある。純粋に個別資産毎に換価処分又は評価を行った場合、ステップ・インにおいて志向するところのプロジェクトからの将来キャッシュ・フローをそれらに反映することは容易でないと思われる。実務上は、新 SPC に出資する新スポンサーとレンダーとの間において、新スポンサーが個別資産を取得し、個別資産の価値を超える部分についても新スポンサーからレンダーに対して追加的な対価として支払いをなすべきことを合意するといった方法をとることが考えられるが、この点の実務が確定されているものではない。

また、プロジェクトにおいては、何らかの許認可等を取得している可能性があるが、これについては担保権設定手段がなく、その移転につき既存の許認可等の取得・履践主体の協力が必要なものについては、借入人 SPC の協力を得るか、あるいは、新たな取得が可能なものについては、新たに取得する方法によるほかない。

そうすると、従来型の「全資産担保」の方法は実務上最大限可能な手段をまとめた合理的な仕組みであることに異論はないが、借入人 SPC の協力を得ずにプロジェクト関連資産全部を新 SPC に承継させることについての実務上のハードルは低くはないものと思われる。

⁹ 契約上の地位の移転の効力が、譲渡人及び譲受人の合意と契約相手方の承諾をもって生じることからすれば（民法 539 条の 2）、履行の問題（借入人 SPC 側の債務）は残らないと考えるのが合理的であると思われるが、関連する契約の内容次第ともいえる。借入人 SPC の債務が残っている場合、譲渡契約が有償であるか無償であるか（担保権のアナロジーで考えた場合、新 SPC が借入人 SPC に対価を支払い、それが融資元利金等の返済に充てられるケースも想定し得る。）によって、双方未履行の双務契約として管財人等において解除権を有することとなるか（破産法 53 条、民事再生法 49 条、会社更生法 61 条）、片務契約として新 SPC が借入人 SPC に対して有する契約上の地位移転請求権が倒産債権となるかのいずれかになるとと思われる。

¹⁰ 理論的には、借入人 SPC に対する債権者による詐害行為取消権（民法 424 条以下）行使もあり得るが、本稿の目的上、省略する。基本的には否認権行使に準ずる分析が可能と思われる。

¹¹ 破産法 160 条、民事再生法 127 条、会社更生法 86 条。

¹² 森・濱田松本法律事務所『発電プロジェクトの契約実務〔第 2 版〕』（商事法務）150 頁。

② 実務的には借入人 SPC の協力を得ることができるのがベストシナリオである

A) 会社分割や事業譲渡の活用

上記①に述べたようなこともあって、プロジェクトに係る全資産を借入人 SPC から新 SPC に承継させる方法としては、会社分割や事業譲渡を用いることができることが望ましい。これらの手続による場合、新 SPC においてはエクイティ持分に設定された担保権の実行の場合と同様、新 SPC におけるプロジェクトの継続を前提として価格を算定の上、新スポンサーのエクイティ拠出金及び新 SPC が借入れを行うローンの実行手取り金をもって、借入人 SPC に対して算定された価格相当額の対価を支払うこととなる。担保権者は当該支払対価を原資として既存融資に係る元利金等の返済を受けることになるものと思われる。

もっとも、これらの手続は、借入人 SPC の積極的行為を必要とするため、借入人 SPC が実質的に機能していない場合には円滑に進まないことがあり得る。また、これらの手続にエクイティ・ホルダーの承認を要する場合¹³、借入人 SPC のエクイティ持分に設定された担保権の実行に非協力的なスポンサー（管財人等）が会社分割や事業譲渡に協力してくれることは期待できない可能性がある。

B) 会社分割や事業譲渡についての否認権行使リスク

また、会社分割や事業譲渡において、一定の債務を借入人 SPC に取り残すとすれば、それについて、会社分割や事業譲渡実行後の借入人 SPC の法的倒産手続における否認権行使の可能性に配慮する必要があると思われる¹⁴。借入人 SPC の下に取り残された債権者にとって、会社分割や事業譲渡後にその引当となる財産は実質的に存在しない可能性が高いためである。

担保権が設定された個別の資産に着目すると、倒産手続において当該担保権を実行できる限りにおいては、会社分割や事業譲渡により当該資産を新 SPC に承継させたとしても、倒産財団の減少は見られないようにも思われる。しかしながら、会社分割や事業譲渡においては、新 SPC におけるプロジェクトの継続を前提とした価格評価がなされるはずであり、借入人 SPC の下に取り残された一般債権者の目から見れば、会社分割や事業譲渡により、担保権が設定された個別の資産の価値を超える財産流出があったと評価されることとなる。そうすると、借入人 SPC におけるそれらによる手取り金のうち個別資産の担保価値の合計を超える部分をレンダーに支払った行為が、偏頗弁済として否認権行使の対象とされる可能性があると考えられる¹⁵。

以上のとおり、従来型「全資産担保」における資産譲渡の方法によるステップ・インの方法として、会社分割や事業譲渡の方法によることは有用であり、レンダーとしては第一義的にそれを志向することになると考えられるものの、それについては実務上一定のハードルと留意点がある状況にあるといえる。

(2) 「防御的機能」への実務的期待

次に、「防御的機能」について、現実にはどのように機能することが期待されているのであろうか。借入人 SPC に法的倒産手続が開始された場合と、借入人 SPC の資産に差押等がなされた場合について見ていきたい¹⁶。

a. 法的倒産手続の開始

破産手続及び民事再生手続においては、適式に対抗要件具備がなされた担保権は、原則として、別除権として

¹³ 株式会社の場合、会社分割（吸収分割の場合）について会社法 783 条 1 項、事業譲渡について同法 467 条。持分会社の会社分割（吸収分割）について会社法 793 条 1 項。ただ、持分会社においてはいずれにしても会社の意思決定は社員が行う。

¹⁴ 事業譲渡については会社法 23 条の 2、会社分割については同法 759 条 4 項、761 条 4 項の適用も問題となる。

¹⁵ 破産法 162 条、民事再生法 127 条の 3、会社更生法 86 条の 3。

¹⁶ なお、契約上の地位の譲渡予約についてはそもそも担保権ではなく「防御的機能」は観念できない（逆にいえば、契約上の地位について差押等がなされることもない）。

手続外にて行使することが可能であるため¹⁷、これらの手続の開始にかかわらず、資産譲渡の方法によるステップ・インの対象とすることができる。したがって、かかる担保権設定は、これらの手続に対する防御的機能を果たすといえる。会社更生手続においては、担保権の被担保債権が更生担保権として取り扱われ、当該担保権を手続外で行使することはできない¹⁸。それゆえ、同手続の適用のある株式会社が借入人 SPC として用いられる例は稀である。

b. 差押等

A) 不動産の差押等

債権者が、第三者のために抵当権が設定された不動産を差し押さえ、これについて強制執行を行うことは可能である。この場合、抵当権者は、特に申立を行わなくとも、当該強制執行手続にて、その対抗要件の順位に従い配当を受けることとなるが、望まない時期に不完全な債権回収を強いられることとなる。そこで、民事執行法上、執行裁判所は、買受可能価額を基礎としつつ手続費用及び優先債権を考慮して、売却代金から差押債権者が満足を受けられるだけの剰余が出る可能性の有無を判断し、剰余が出ないと判断する場合には、原則として競売手続を取り消すこととなっている（無剰余措置）¹⁹。

そのため、多額の融資元本額が残るプロジェクトの大半の期間は、対抗要件が具備された不動産抵当権が「あるだけ」で差押等を実質的に防ぐことができると考えられる。他方で、プロジェクトが終期に迫り、土地の換価処分価値よりも債権額が小さくなっている時点は、想定しない時期に土地の換価処分がなされ得ることになるが、その場合、要するに土地の換価処分代金によって債権満額の返済がなされるのであるから、特に問題はないであろう。

B) 債権の差押等

債権質権が設定された債権を第三者が差し押さえても、質権は影響を受けない。すなわち、差押債権者が第三債務者に対して請求を行っても、転付命令に基づく債権の取得を主張する者がそれを行おうとしても、質権者は引き続きいつでも質権を実行できる。また、万一差押債権者が支払いを受けてしまったとしても、第三債務者に対して支払い（二重払い）を請求し得る。したがって、やはり、債権質権の設定を受け、債務者及び第三者対抗要件を具備しておくこと「のみをもって」差押えリスクに対して防御的機能を生じることとなる。

C) 動産の差押等

動産譲渡担保の場合、かつては峻烈な解釈論の対立が見られたが、判例及び通説によれば、差押えがなされても、所有者が自己であるとして第三者異議の訴え²⁰により差押の効力を否定し、競売を阻止することが可能である。そもそも、動産差押えは執行官による占有又は動産自体についての差押えの表示を経ることから、知らぬ間に手続が進んでしまうということは考え難い。不動産や債権の場合と比較して、積極的に差押えの効力を争いにいかなければならないという煩雑性はあるが、終局的な財産の流出はやはり阻止することができると考えられる。

II. プロジェクトファイナンスにおけるセキュリティ・パッケージを取り巻く昨今の動き

発電プロジェクトの多様化に伴い、プロジェクトファイナンスのセキュリティ・パッケージを取り巻くニーズも変わって来ている。このうち、本稿のテーマと関係が深いものを二点挙げる。

¹⁷ 破産法 65 条 1 項、民事再生法 53 条 2 項。

¹⁸ 会社更生法 2 条 10 項。

¹⁹ 民事執行法 63 条。

²⁰ 民事執行法 38 条。

(1) 担保簡素化に向けた強い実務的ニーズ

国土面積が狭い本邦において、いわゆるメガソーラーに適した立地の確保が限界に近づき、とりわけ太陽光発電分野については、数十、数百、あるいは数千という数の低圧の太陽光発電設備をひとまとめにした発電プロジェクトが数を増している（「分散型」、「ポートフォリオ型」などと呼ばれる。）。こうした発電プロジェクトにおいては、例えば事業用地として使用される土地や、それに設定された賃借権等の権利は非常に多数にわたる。発電設備についても、それぞれについて工場財団を組成することは現実的でなく、動産譲渡登記すら多大な負担となる可能性がある。そのため、こうしたプロジェクトにおいて従来型の「全資産担保」の維持に固執することはプラクティカルでない。

このような中、一部のプロジェクトにおいては、セキュリティ・パッケージを簡素化する試みが見られる。もちろん、セキュリティ・パッケージの簡素化を採り入れるためには、従来型の「全資産担保」と比較して、レンダーが不利益な立場に置かれることとならないよう、必要な法的分析と仕組みの構築が必須である。かかる仕組みの一つとして、例えば発電設備の立地についての一定の基準を設けるとすると、それだけ事業用地は限定されることとなる。このような制約を要することなく、かつレンダーのリスクを増加させることのないセキュリティ・パッケージを構築することができれば、この種のプロジェクトの推進に有益といえよう。

(2) 担保取得方法が明確でない資産の存在 – 洋上風力プロジェクト

今後中長期にわたり本邦再生可能エネルギー・プロジェクトの中心を担うことが期待されている洋上風力発電プロジェクトにおいては、風車、ケーブル等が海面又は海中に設置されるという特殊性があり、こうした設備についてどのように担保権を設定するかが論じられている。この点、有力視されているのは動産²¹譲渡担保権の利用、又は、地上に所在する変電設備等を工場の場所として洋上の設備までを一体として工場財団に含め、かかる工場財団に抵当権を設定する方法が提唱されるが、この点の実務は確立されていない²²。洋上風力発電プロジェクトの発展のためには、多額の融資を行うレンダーとして十分なプロテクションを得られるセキュリティ・パッケージを利用できることが望ましいといえる。

III. 企業価値担保権の活用可能性と課題

1. 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

I. で見た従来型「全資産担保」の認識と、II. で見た新たなトレンドを踏まえたとき、企業価値担保権はどのように位置づけられることになるであろうか。

(1) 企業価値担保権とプロジェクトファイナンスとの親和性① – 「総財産」

まずもって、企業価値担保権は、「債務者の総財産」を対象とするものであるから（法7条1項）、プロジェクトファイナンスにおける原則である「全資産担保」をそのまま達成できる。それどころかむしろ、以下の点で従来型の「全資産担保」よりもより強い意味で、「全資産」を把握しやすい可能性がある。

- 「総財産」には契約上の地位も含まれると考えられている。そのため、契約上の地位譲渡に係る予約完結権行使による契約上の地位の移転という、担保権とは異質の仕組みについて、前記 I.2(1)b.①D) のような論点が生じない。
- 「総財産」には設定時のもののみならず、将来の財産も含まれる。発電プロジェクトにおいては工事請

²¹ いわゆる「着床式」の場合、海は所有権の客体たる「土地」に該当しないため（最判昭和61年12月16日民集40巻7号1236号）、その設置をもって当該設備が「土地及びその定着物」として不動産（民法86条1項）に該当することはないと考えられる。

²² 長島・大野・常松法律事務所カーボンニュートラル・プラクティスチーム『カーボンニュートラル法務』（金融財政事情研究会）119頁ほか。

負契約に基づくマイルストーンに合わせて請負代金を支払っていくことが多いところ、現在の実務においては、発電設備への担保権設定は、完工及び引渡し後になされるのが通例である。企業価値担保権を利用することにより、当初一回だけ設定すれば後日の追加設定が不要になり、手続上の煩を低減させることができると考えられる。工事請負契約上、借入人 SPC が順次発電設備の一部の所有権を取得していくケースにも対応しやすいと考えられる。

- ▶ 一つの設定行為で「総財産」をカバーできるため、分散型太陽光発電プロジェクトにおいても、簡易な手続により、借入人 SPC の保有資産を余すところなく担保対象とすることができる。
- ▶ 洋上風力発電プロジェクトにおける洋上の発電設備について、借入人 SPC の「総財産」に含まれる以上、前記 II.(2)のような論点にかかわらず、担保対象とすることができると考えられる。

(2) 企業価値担保権とプロジェクトファイナンスとの親和性②－資金管理ルールと営業費用等の優先支払い

企業価値担保権においては、事業譲渡の対価から、担保権者たるレンダーに対する支払いに先立ち、債務者の一般債権者等のために、不特定被担保債権留保額が取り置かれる（法 8 条 2 項 1 号ハ）。また、企業価値担保権の実行手続中において、「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な」債権について、裁判所の許可を条件として、比較的広範な支払いが認められている（法 93 条 2 項）²³。

これらにより、それらに充てられた金額だけ、レンダーの被担保債権の回収に充てられる金額は小さくなるのであり、回収率を悪化させる可能性を否定できない²⁴。しかしながら、プロジェクトファイナンスにおいては、プロジェクトの継続こそがその債権回収のよりどころであることから、借入人 SPC における新契約締結や債務負担に厳密な制限を加えることを前提として、当初より、融資可能額について、将来の想定収入額からプロジェクトに必要な公租公課、営業費用等の想定支出額を控除した金額に基づき、これに一定のバッファをみて決定する手法が用いられる。また、融資契約上も、これら公租公課、営業費用等はレンダーに対する債務の弁済に先立って行われる仕組み（「資金管理ルール」）が構築される。そうすると、ステップ・インの場面においても、これらに先立って弁済すべき事業関連債務の弁済は行った上でプロジェクトの再建を行うことに合理性があると考えられ、プロジェクトファイナンスにおいては、不特定被担保債権留保額等についてレンダーの債権よりも優先的な取扱いがなされることについて、比較的許容度があるといえるのではないだろうか。

(3) 企業価値担保権とプロジェクトファイナンスとの親和性③－強制執行等による財産逸出の可能性

企業価値担保権の利用における一般的な留意点として、担保目的財産に対する強制執行、仮差押、仮処分、担保権の実行若しくは競売又は企業担保権の実行に対しては、当該強制執行等が「債務者の事業の継続に支障を来す場合」以外には、異議の主張ができない点（法 19 条 1 項）が指摘される。この点、プロジェクトファイナンスにおいては、借入人 SPC は、融資の対象となるプロジェクトを行うこと以外は禁止されることから、そもそもその保有資産であって逸出により「事業の継続に支障を来す」ことがないものが想定し難く、したがって、強制執行等に対する防御が効かないということは実務上あまり考えられないように思われる。

また、プロジェクトファイナンスにおいては、契約上の債権者が限定されており、かつ、上述のとおり、資金管理ルール上これらの債権者に対する弁済は優先されていることから、これらの債権者に対する支払いが滞り、強制執行等の申立がなされる可能性自体が低減されているといえる。

(4) 企業価値担保権とプロジェクトファイナンスとの親和性④－ステップ・インの制度的担保

企業価値担保権の法的実行手続は、事業譲渡の方式により行われ、これについて株主総会決議は不要とされる（法 157 条 1 項、6 項）。もちろん、法的実行手続の手間やコストを考えると、実務上は任意の事業譲渡又は会社分割

²³ これは、例えば、開始前の原材料の仕入れに係る債権に不払いがあった場合において、事業継続上、その原材料の供給元からの調達を継続したいときには、開始前の債権についても事実上支払いを行わずを得ない場合などを想定している（水谷登美男ら「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・No.1271）30 頁ほか）。

²⁴ 他方で、法 93 条 2 項に基づく許可弁済により、企業価値担保権の実行手続中であっても、債務者の企業価値を維持することが可能となるという評価もあり得る。

の方法が模索されることになると思われるが、究極的に、法的実行手続において株主総会決議が不要であることは、例えばスポンサーが非協力的であったり、これについて会社更生手続が係属している場合などにも事業譲渡を実行できる点で、安心感がある。

また、企業価値担保権の対象は「債務者の総財産」であるから、従来型の「全資産担保」の下で、担保権実行に代わる任意の会社分割や事業譲渡を行った場合について、個別の担保対象財産の価値の合算以上の財産流出が認められるのではないかと懸念（前記 I.2(1)b.②B)参照）も妥当し難いように思われる。但し、厳密にみれば、企業価値担保権者が把握している担保価値は「債務者の総財産」から不特定被担保債権留保額を控除した部分であるという見方が正しいとも考えられ、そうであるとする、例えば、法的実行手続によらない任意の会社分割や事業譲渡の対価の全部を担保権者の債権に充当しようとする、否認の問題が生じる可能性を否定できないように思われる。

さらに、法は、法的実行手続としての事業譲渡に際し、裁判所の関与の下、許認可等の承継について、行政庁の意見を聴いた上で、行政庁から反対の意見が述べられなかった場合に承継許可がなされる仕組みを導入している（法 159 条）²⁵。許認可等が自動的に承継されるような強い仕組みではないまでも、このように制度的な枠組みがあることにより、許認可等の承継の確度は高まるものと思われる。

(5) 企業価値担保権利用による一般的利点

以上のほかにも、従来型の「全資産担保」方式と比較した企業価値担保権の一般的メリットとして、担保関連のドキュメンテーションのボリュームを限定し得ること、対抗要件具備手続が簡易であること（債務者の商業登記簿への登記（法 15 条））、登録免許税が安価であること（1 件 3 万円（法附則 9 条による改正後の登録免許税法別表第 1 第 6 号の 2））などが挙げられる。

また、従来型の「全資産担保」の下では、シンジケーションに際して、各種担保権につき、債権質に係る第三債務者の承諾書の取得を含む担保権移転・対抗要件具備手続を行う実務となっている。これに対し、企業価値担保権においては、セキュリティ・トラストの仕組みが用いられ、被担保債権の譲受人が原則として自動的に特定被担保債権者となるため（法 6 条 4 項 1 号）、かかる事務の負担を最低限に止めることができ、ローン債権の流動性に資するものと思われる。

2. 企業価値担保権活用の留意点

以上のように、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には少なくないメリットがあると考えられるが、その利用に際しては、例えば、以下のような点に留意する必要があると考えられる²⁶。

- (1) 承諾書の取得・・・プロジェクトファイナンスの担保取得手続において、プロジェクト関連契約の相手方から承諾書を取得する負担は相応に大きい。かかる承諾書は、プロジェクト関連契約に基づく債権に対して設定された質権についての債務者及び第三者対抗要件具備のため²⁷、という位置づけもあるが、実務上はそれ以上の役割を担っている。具体的には、借入人 SPC についての倒産手続の申立て禁止、借入人 SPC に当該プロジェクト関連契約上の債務不履行が生じた場合の対応等を含む、プロジェクトファイナンスに必要な合意内容を、かかる承諾書に含めることがある。また、契約上の地位譲渡予約に係る承諾書は、予約完結権の設定についての承諾というよりは、将来の予約完結権行使時における契約上の地位の移転についての事前の承諾及び承諾付与義務の負担についての合意を得ることに主眼が置かれる。承諾書の有するこれらの役割は、

²⁵ 会社更正法 187 条、199 条 2 項 6 号、231 条と類似する規定である。

²⁶ 本文記載のものほか、譲渡制限特約付債権について企業価値担保権を設定した場合に原因契約の違反が生じてしまい得ることや、外国法準拠の契約に基づく債権に企業価値担保権の効力が及ぶかという問題点も指摘される（佐藤知紘・山元明「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・No.920）23 頁以下）。

²⁷ 民法 467 条。

企業価値担保権を活用するプロジェクトファイナンスにおいても大きく変わらないものと思われるから²⁸、金融機関がこれを求めるとすれば、その部分に関する限り、借入人 SPC 側の負担軽減にはならないと考えられる。

- (2) 強制執行等がなされるリスク・・・企業価値担保権においては、前記 1.(3)のとおり、その目的物に対して強制執行等が行われた場合でも、当該強制執行等が「債務者の事業の継続に支障を来す」ものとして異議を述べ、当該異議が認められない限り、それによる資産の逸出を妨げることはできない。前述のとおりプロジェクトファイナンスにおいてはその可能性は高くはないと考えられるものの、従来型「全資産担保」において特にアクションを起こさなくとも「防御的機能」がはたらく場合があること（前記 I.2(2)参照）と比較すると、なお煩雑であり、あるいはリスクがあるともいえよう。そのため、特にそうしたリスクがありそうな資産があれば、それについては純粋に防御的な目的で、個別担保権（重複担保権）を設定しておくことも考えられるように思われる²⁹。
- (3) 担保目的財産の処分・・・企業価値担保権においては、債務者は、担保目的物を「通常の事業活動の範囲」において処分することができる（法 20 条 2 項）。これにより資産の一部が借入人 SPC の財産から逸出してしまう可能性がある。もっとも、類似の規定は集合物を構成する個別の動産の入れ替わりが予定された集合動産の一部の所在場所からの搬出（その結果、集合動産譲渡担保権の対象からは除外される。）について一般に見られるところであるし、発電設備の一部の譲渡が「通常の事業活動の範囲」に属すると解釈されることもあまり想定し難いのではないかとと思われる。いずれにしても、契約上、法 20 条 2 項の制限を超えた担保目的財産の処分禁止を課すことは妨げられないと考えられるため、実務上は、融資契約等にてそのような合意をなすことになるであろう。

また、担保目的物の処分については、法 20 条 3 項にて、同条 2 項に反した処分を原則無効としつつも、処分の相手方が故意又は重過失によりそれを知らなかったときには、当該処分の相手方が保護される（結果として借入人 SPC は当該担保目的物の所有権を失う）こととされている点にも注意を要する。従来型「全資産担保」に利用される個別の担保権は、債務者の処分によっても消滅することがないことと比較して、万一処分がなされた場合のプロテクションが弱いという見方もできる。この関係でも重複担保権の設定が意味をもち得るものと考えられる。

3. 企業価値担保権活用の課題

企業価値担保権について、現状政府令の制定が完了していないほか、より実務的な様々な側面における議論は未だ途上にあるといえるが、プロジェクトファイナンスにおける活用の観点からは、例えば、以下のような課題があると考えられる。

- (1) 担保権信託の負担・・・企業価値担保権の設定には、セキュリティ・トラストの仕組みが用いられる。このため、受託者として信託銀行等の第三者を用いる場合には、コスト増につながる事となる。他方で、法においては、信託銀行等の信託兼営認可や信託業の免許を有しない者でも届出により受託者の任に就くことができるものとされ（法 33 条 2 項）、これは、シンジケートローンにおけるエージェント行がそのまま受託者となるようなケースを想定したものであるが、このように受託者となることがエージェント行にとって負担とならないかという問題はある。もとより受託者としての役割は限定的であることが想定されており³⁰、

²⁸ 企業価値担保権の法的実行は事業譲渡の方法により行われるが、それゆえ、契約関係の承継には契約相手方の承諾が必要であり、例えば、事前の承諾や承諾付与義務負担の合意といった現行のプラクティスにおける承諾書取得の意義はそのまま妥当なものと思われる。

²⁹ なお、企業価値担保権の特定被担保債権者（レンダー）は、企業価値担保権の被担保債権と同一の債権を被担保債権として設定された担保権（重複担保権）を実行することはできない（法 11 条）。

³⁰ 「平時における担保権者の権限行使や債務不履行発生時の担保権実行等は、基本的には事業性に着目した融資を担う与信者が最も適切に判断できると考えられることから、当該受託者に求められる信託事務は、現実的には、受益者（与信者）の意思を確認するなど、ある程度定型的に行動すれば足りるものが多いと考えられる。また、もう一方の受益者（一般債権者等）のために、事業成長担保

その責任や負担を理由として企業価値担保権の利用が妨げられては本末転倒であるため、企業価値担保権信託契約の内容を含め、受託者としての責任や負担のない（すなわち、従前の実務におけるエージェント行の責任や負担の域を出ない）制度及び実務になることを期待したい。

- (2) 引当の問題・・・金融機関において特に関心が高いのは、企業価値担保権を利用した場合の引当の考え方である。継続企業価値を前提に高い債権保全手段がなされていると評価できることが企業価値担保権の利用促進につながると思われるが、その場合、企業価値が毀損した場合に引当を積み増す必要が生じるのかという懸念が伴う。そもそも企業価値担保権による担保評価をどのようにして行うのかについて何らかの指針が示されるべきではないかとの問題意識も見られる。金融庁の「2024 事業年度 金融行政方針」では、「担保権を活用した融資における引当の考え方等」について、「関係する業界団体も交え議論を行う」としており、今後何らかのとりまとめの公表があることが期待される。

2024年12月23日

権の実行手続において、その取り分を確保し、給付するという一連の事務についても、ある程度定型的なものとなることが考えられる。」（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 報告」（2023年2月10日）（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20230210.html）11頁）という想定である。

[執筆者]



村治 能宗（弁護士・パートナー）

yoshimune_muraji@noandt.com, 03-6889-7586（直通）

2005年一橋大学法学部卒業 2007年慶應義塾大学法科大学院終了。2015年 Duke University School of Law にて LL.M.を取得。2015-2017年 Haynes and Boone, LLP（Dallas）にて勤務。2017-2019年株式会社日本政策投資銀行勤務。

主な取扱分野は資源・エネルギー（太陽光、風力、バイオマスほか）、PPP・PFI、プロジェクトファイナンス、買収ファイナンス、ファンドファイナンス、債権や不動産を中心とする流動化・証券化その他のストラクチャードファイナンス等。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目7番2号 JPタワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約600名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所であり、東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイ、ジャカルタ*及び上海に拠点を構えています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件及び国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

(*提携事務所)

NO&T Infrastructure, Energy & Environment Legal Update ～インフラ・エネルギー・環境ニュースレター～の配信登録を希望される場合には、<https://www.noandt.com/newsletters/nl_infrastructure/>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-InfraEandE@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先としてご登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承いただけますようお願いいたします。