

企業価値担保権者の担保目的財産の 強制執行等に対する異議

堀 竹 学*

目 次

1. はじめに
2. 企業価値担保権者その他の担保権者との関係に関する規律
3. 個別財産の担保権の実行と企業価値担保権の実行との間の利害得失の関係
4. 「債務者の事業の継続に支障を来す場合」の射程
5. おわりに

1. はじめに

2024年6月7日に「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」と呼ぶ。）が成立し、2026年5月25日より施行されることになっている。同法は、公益財団法人商事法務研究会の「動産・債権を中心とした担保法制に関する研究会」（道垣内弘人座長¹⁾、金融庁の「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会」（神田秀樹座長²⁾、中小企業庁の「取引法制研究会」（内田貴座長³⁾）で検討されてきた。それを踏まえ、2021年に

* ほりたけ・まなぶ 追手門学院大学法学部教授

1) 同研究会の検討結果は、公益財団法人商事法務研究会の「動産・債権を中心とした担保法制に関する研究会報告書」（2021年4月）にまとめられている。

2) 同研究会の検討結果は、「論点整理」（2020年12月25日）、「論点整理2.0」（2021年11月30日）にまとめられている。

3) 同研究会の検討結果は、「中小企業が使いやすい譲渡担保法制度の実現に向けた提案」（2019年）にまとめられている。

設置された法制審議会担保法制部会(道垣内弘人部会長)においても検討課題に挙げられ、検討されていた⁴⁾。その後、2022年9月30日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「スタートアップや事業承継・再生企業等への円滑な資金供給を促す観点から、事業性に着目した融資実務のあり方も視野に入れつつ、事業全体を担保に金融機関から成長資金等を調達できる制度について検討を行うこと」との諮問がなされたことを受けて、金融審議会に「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」が設置された⁵⁾。

そして、2023年12月1日に「事業性に着目した融資の推進に関する業務の基本方針について」を閣議決定し、「幅広い事業者に対し、その持続的な成長を促すような資金提供が実施されるためには、金融機関等が不動産担保や経営者保証等に安易に依存するのではなく、事業者の実態や将来性を的確に理解し、その特性に着目した融資を行う必要がある。……このため、……法案(事業性融資推進法案(仮称))について令和6年通常国会に提出することを目指すなど、経営者保証等に依存しない事業性に着目した融資を推進するための環境整備を更に進め、中小企業等に対する金融の円滑化の推進を一層図るべく、金融の円滑を図ることを任務とする金融庁において、関係府省庁間の必要な総合調整等を行うこととする。」とされた。そこで、法制審担保法制部会では、独自の検討をするのではなく、「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」の報告について、第42回会議と第43回会議で検討されているが、その議論を踏まえた帰結は示されていない。しかし、同部会の片山委員によれば、事実上追認する形になっているとされている⁶⁾。

4) 「担保法制の見直しに関する中間試案」28-32頁では、第5章の第23から第26までで提案されている。

5) 同ワーキング・グループの検討結果は、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)(以下、「金融審議会WG報告」という。)にまとめられている。

6) 片山直也「企業価値担保権の創設とその背景」金融ジャーナル823号13頁(2024)。

企業価値担保権では、事業性融資推進法7条1項により将来に取得する財産を含め、会社の将来キャッシュフローを含む総財産をその目的とすることができるとしている。事業性に着目した融資を後押しするためには、このように企業価値担保権が事業全体に対する優先権を有することが効果的であるということを経済的な研究や諸外国の例で示されていることによるものである⁷⁾。立法検討段階においては、不動産は事業から独立して価値を持ちやすく、また不動産固有の金融が発展していること等から、担保目的財産には、不動産を除外することも検討されていた⁸⁾。しかし、不動産等⁹⁾についても担保目的財産に含むべきであるとする意見が多く寄せられていること¹⁰⁾から、会社の総財産に例外はなくなっている。

事業性融資推進法では、企業価値担保権と他の担保権との優劣に関する規定（同法18条）がある。しかし、企業価値担保権は個別財産に重複担保権を設定していても、その重複担保権を実行することができない（同法11条）。また、企業価値担保権が個別財産に対する他の担保権について優先していても、個別財産に対する担保権の実行等がなされた場合には、債務者の事業の継続に支障をきたすとき以外は、当該実行に異議を主張することができない（同法19条1項）。さらには、企業価値担保権者は配当参加することもできない¹¹⁾。担保権の実行等の売却価額にもよるが、その担保権者に対する債務は消滅し、余剰金があるときは債務者に交付されることから、計数上ではそれほどの増減とはならない¹²⁾。しかし、不動産に対する他の担保権の被担保債権が不履行になり、実行されるような状況であるから、債

7) 大来志郎「事業性融資の推進等に関する法律の概要」金融法務事情2237=2238号8-9頁(2024)。

8) 「論点整理」・前掲注(2)26頁(別紙)(1)第一※1。

9) 「論点整理」・前掲注(2)26頁(別紙)(1)第一では、不動産のほか、預金債権・振替証券も除外するか検討の対象とされていた。

10) 「論点整理2.0」・前掲注(2)46頁。

11) 「金融審議会WG報告」・前掲注(5)18頁。

12) 特に、不動産の場合には貸借対照表上も資産計上されていたものであるから、貸借対照表上も取得価額と売却価額の差額と諸費用くらいの変動である。

務者の事業の状態が芳しくないということが想定される。そのような状況で、債務が消滅したとはいえ、不動産が債務者の資産から除かれ、費消されやすい余剰金が担保目的財産になるということは、企業価値担保権の被特定被担保債権である債権者¹³⁾が害されるおそれが増加するといえる。担保権として優先しながら、特定被担保債権者がこのような危機に直面するのは妥当でない。

そこで、企業価値担保権者は、その対策として、担保目的財産の他の担保権者の実行や一般債権者の強制執行等に対しては、事業性融資推進法19条により、債務者の事業の継続に支障をきたす場合であるとして、その実行等に対し異議を主張することができる。しかし、その実行や強制執行等を制限できるのは、債務者の事業継続に支障をきたす場合に限定されることから、その事業継続に支障をきたすとはいかなる場合か検討することは重要である。特に、債務者の事業に使用されていない有休資産たる不動産などの価値の高い財産が、条文の文言上は含まれにくいことから、どのように考えるか問題となってくる。

以下では、2で事業性融資推進法における企業価値担保権者と個別財産の他の担保権者との関係(特に被担保債権の回収)に関する規律を概観した上で、3で企業価値担保権者の実行と個別財産の他の担保権の実行との利害得失をシミュレーションしてみる。その結果を踏まえ、4で事業性融資推進法19条1項が強制執行等に異議を主張できる「債務者の事業継続に支障を来す場合」の射程について検討してみる。

13) 事業性に着目した融資を推進することを目的として定められた担保法制であるから、この債権者は融資者(金融機関等)が想定されている。しかし、事業性融資推進法6条4項各号に定める対象債権の譲受人(1号)、対象債権に対し第三者弁済したその弁済者(2号)等の者もこの債権者になることがある。

2. 企業価値担保権者その他の担保権者との関係に関する規律

事業性融資推進法では、企業価値担保権の設定について、企業価値担保権信託契約に基づいてなされる（同法8条1項）。この企業価値担保権信託契約は、債務者（委託者）と企業価値担保権信託会社（受託者）との間で締結されるものである（同法6条2項）。そして、特定被担保債権および不特定被担保債権を担保するために企業価値担保権信託会社が企業価値担保権者として設定されなければならない（同法8条2項2号）。

ここで示されている特定被担保債権とは、企業価値担保権信託契約に定められた特定の債権、または債務者との特定の継続的取引契約によって生じる債権等（同法6条4項柱書）の他、同法6条4項各号に定められた債権である。通常の担保権における被担保債権に相当するものであるが、特定被担保債権者は、事業性融資推進法では、受益者となる（同法6条6項）。すなわち、担保権者と本来の被担保債権者が分離されることになる¹⁴⁾。これに対し、不特定被担保債権とは、債務者が清算会社または破産者となるときに、その清算会社の財産またはその破産財団から弁済または配当を受けることができる者で（同法6条5項）、一般債権者や弁済を受けられなかった担保権者等が該当する。この不特定被担保債権者も受益者となる（同法6条7項）。そして、企業価値担保権者は、担保目的財産について、他の債権者に先立って特定被担保債権および不特定被担保債権に対する配当を受けることができる（同法7条2項）。

企業価値担保権と他の担保権との優先関係は、同法18条に定められている。例えば、抵当権と企業価値担保権とが競合する場合には、抵当権の對抗要件たる登記と企業価値担保権に係る登記の先後によって決せられる。

14) 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」商事2373号23頁（2024）。ただし、企業価値担保権信託会社自身が融資者たる特定被担保債権者となることはできる。金融庁「事業性融資の推進等に関する法律案 説明資料」4頁。

企業価値担保権に係る登記は、商業登記であり、事業性融資推進法15条本文によれば、企業価値担保権の取得は商業登記をしなければ、その効力を生じない。そうすると、企業価値担保権が他の担保権に優先するときは、他の担保権が実行された場合、企業価値担保権者が他の担保権者に優先して弁済を受けられそうに思われる。

しかし、企業価値担保権の実行方法としては、裁判所の許可を得て、営業または事業の譲渡によってすることとされており（同法157条1項）、個別財産の民事執行等の配当を受けられるわけではない。また、同法11条によれば、特定被担保債権者（特定被担保債権者に代位する者を含む）は、債務者の財産を目的として特定被担保債権を担保する質権、抵当権その他の担保権を重複して設定することはできるが、それらの担保権は実行することはできない。このように重複担保権を実行することができないとしたのは、企業価値担保権者が個別財産に対する担保権を実行することにより、債務者の事業の一体性が損なわれることを避けるためである¹⁵⁾。一方で、重複担保権の設定自体を認めたのは、以下の理由によるものである。すなわち、企業価値担保権には、担保目的財産が逸出した場合の追及効がなく、同法20条1項により、債務者による担保目的財産の処分権が原則認められ、同法同条2項に反してなされた債務者の行為についても、同法同条3項ただし書で取引安全のための第三者保護規定が設けられている。そうすると、むしろ事業の一体性を守るため、特に重要な財産について、同法20条2項で企業価値担保権者の同意を要求して、逸出しないように保護するとともに、個別財産に対する担保権の設定を受けることにも合理性があると考えたからである¹⁶⁾。

そして、事業性融資推進法19条1項によれば、企業価値担保権者は、担保目的財産に対する強制執行、仮差押え、仮処分、担保権の実行もしくは競売または企業担保権の実行（以下、「強制執行等」という。）に対しては、強

15) 「金融審議会 WG 報告」・前掲注 (5) 13頁。

16) 「金融審議会 WG 報告」・前掲注 (5) 13頁。

制執行等が債務者の事業の継続に支障をきたす場合には、異議を主張することができる。そうすると、債務者の事業継続に支障をきたさない場合には、企業価値担保権者はその強制執行等を認めなければならないことになる。

このような規定が定められた理由は以下の通りである¹⁷⁾。すなわち、担保目的財産に対して強制執行等がされた場合、現行制度上では、強制執行等の申立人に優先する担保権者がとりうる対応は、大きく分けて①優先担保権者が配当参加するか、②第三者異議の訴えの提起とともに当該強制執行等の停止を求めるという、2つの方法が考えられる。企業価値担保権者に対して、抵当権または譲渡担保権のように、あらゆる強制執行等に対して、①配当参加、または②第三者異議の訴えなどの強制執行等の中止を求めることを認めれば、他の債権者が満足を受けられる場面が僅少になってしまう。そこで、他の債権者との適切な利害調整を図る観点から例外が必要であると考えられる。また、企業担保権のように、①②のどちらも認めず、あらゆる強制執行等を甘受しなければならないとすれば、事業の解体を余儀なくされることにつながる。したがって、少なくとも事業の継続に支障をきたすような強制執行等には、一定程度の歯止めをかけ、事業の継続を維持することができるようにする必要があると考えられたためである。

このように、事業性融資推進法では、企業価値担保権の特定被担保債権者は、リレーションシップバンキングの機能を果たすことを目的に、事業を継続しながら債権の回収を図ることを第一義に想定しており、企業価値担保権の実行をあまり多くは想定していない¹⁸⁾。しかし、特定被担保債権が債務不履行になった場合には、企業価値担保権も担保物権である（同法7条4項）から、担保目的財産から優先弁済を受けてしかるべきであるといえる。この場合の企業価値担保権の実行の方法は、裁判所の許可を得た上で、営業または事業の譲渡によってすることである（同法157条1項）。ただし、管財人は、裁判所の許可を得て、個別財産を売却して換価することが

17) 「金融審議会 WG 報告」・前掲注 (5) 17-18頁。

18) 和田良隆「企業価値担保権への期待と今後の課題」銀法916号7-8頁（2024）。

できる(同法157条2項柱書)。これは、事業に不必要で一括換価の必要性が乏しい場合等を想定したものとされている¹⁹⁾。さらに、債務者の常務に属する任意売却をするとき(同法157条2項1号)や裁判所が許可を要しないとされたとき(同法157条2項2号)は、裁判所の許可なしに売却して換価することができる。

この企業価値担保権の実行手続開始決定があったときは、担保目的財産等に対して既にされている強制執行等は、実行手続きの関係においては、その効力を失う(同法96条2項)。個別財産について企業価値担保権に優先する他の担保権(優先担保権)は、企業価値担保権の実行が開始された後でも、実行手続によらないで、その担保権を行使することができる(法70条1項9号、108条1項)。これに対し、個別財産について企業価値担保権に劣後する他の担保権(劣後担保権)は、その担保目的財産の換価により消滅し(法70条1項10号、160条1項)、劣後債権として配当されるだけである(法70条1項11号、167条)。

また、特定被担保債権者は、個別財産に対し他の担保権者に優先する重複担保権を設定して、企業価値担保権による換価価値が個別資産の処分価値の合計を下回るような場合には、企業価値担保権を解除して、個別資産についての重複担保権として設定した担保権を実行することも債権回収の方法として考えられている²⁰⁾。それがなされると、企業価値担保権者に劣後する他の担保権者は、個別資産が換価され、優先する重複担保権者であるその特定被担保権者に弁済金が交付された後の剰余金しか弁済されない。

このような担保権の実行方法により、企業価値担保権者は、個別債権の他の担保権者がその担保権を実行して当該個別財産から弁済を受けることに対抗することができる。しかし、個別財産の他の担保権が実行されることにより、早期に企業価値担保権を実行するか、企業価値担保権を解除して特定被担保権者が個別財産に対する担保権を実行してしまうと、金融機

19) 柳勝久「担保法改正と金融実務」銀法912号59頁(2024)。

20) 子安・前掲注(14)25-26頁。

関の事業者たる債務者に対して事業を継続しながら債権回収を行うというリレーションシップバンキングという事業性融資推進法の目的が十分機能しないおそれがある。

3. 個別財産の担保権の実行と企業価値担保権の実行との間の利害得失の関係

それでは、個別財産の担保権者には、その担保権を実行するかしないかの選択があるとして、それを受けて企業価値担保権者が担保権を実行するかしないかを選択することについて、ゲーム理論を用いて数理的に分析してみる。本稿では、単純明快にするために、変数でなく、1つのシミュレーションとして一定の数値で検討することとする。また、事業性融資推進法の理念に従い、特定被担保債権者（融資者）は、債務者へ追加融資し、または債務者の財産を処分することにより、債務者が資金を取得して事業の継続ができないかを検討している場合とする。その検討段階で、個別財産の担保権者の選択がなされることを受けての選択なので、個別財産の担保権者（ここでは、抵当権者とする。）が先に選択するものとする。この個別財産の担保権者の選択と企業価値担保権者の選択は、戦略的相互依存の問題となる。

まず、このゲームの状況を以下に示してみる。

(1) プレイヤー

A 抵当権者（個別財産の担保権者）

B 企業価値担保権者

(2) 選択肢

① 抵当権者

(a) 実行する (b) 実行しない

② 企業価値担保権者

(a) 実行する (b) 実行しない（事業を継続する）

(3) 前提条件

- ① 企業価値担保権は、抵当権に優先する。
- ② 企業価値担保権および抵当権の実行するための要件は充足している。
- ③ 企業価値担保権の特定被担保債権者は当該不動産に抵当権（重複担保権）を有していない。
- ④ 抵当権者がまず実行するか否か決定し、それを受けて企業価値担保権を実行するか否かを決定する。
- ⑤ 特定被担保債権額を70、抵当権の被担保債権額を21とする（⑥の価値の70%とする。）。
- ⑥ 企業価値担保権設定時および不動産抵当権設定時の企業価値（V）を100、不動産価値（ V_{rp} ）を30とする。
- ⑦ 実行前（債務不履行時）の企業価値を70、不動産価値を30とする。
- ⑧ 一方の担保権のみ実行された場合には、事業譲渡および不動産競売回収率（ r ）を同一の80%とする。
- ⑨ 双方の担保権が実行された場合には、混乱が生じて企業価値が20%の割合（ r_i ）で減少するものとする。
- ⑩ 共益債権額は回収率の5%の割合（ r_{ae} ）とする。
- ⑪ 不特定被担保債権留保額を配当可能額の5%の割合（ r_{ra} ）とする²¹⁾。
- ⑫ 抵当権者以外には劣後担保権者はいないものとする。

21) 実際には、事業性融資の推進等に関する法律施行令2条により以下のとおりである。よって、不特定被担保債権留保額は配当可能額に以下の割合を乗じたものとなる。ただし、70万円を下回る場合には、70万円となる。

配当可能額	割合
500万円以下の金額	30%
500万円を超え1000万円以下の金額	15%
1000万円を超え5000万円以下の金額	5%
5000万円を超え1億円以下の金額	1.5%
1億円を超え5億円以下の金額	0.3%
5億円を超える金額	0.05%

- ⑬ 抵当権のみが実行された場合、継続する企業価値は50%減少²²⁾、その後の事業継続による企業価値の期待値は100（業績回復）とする。
- ⑭ 抵当権も企業価値担保権も実行されずに、その後の事業継続による企業価値の期待値は120（価値増加）とする。
- ⑮ 企業価値担保権者および不動産抵当権者が共に実行されず、事業が継続した場合であっても、最終的に事業譲渡する清算価値を利得とする。

この場合の利得行列は以下のように表すことができる。ただし、不特定被担保債権留保額からの清算手続または破産手続において弁済または配当される額は利得に入れずに、後で修正してみる。

		プレイヤーB（企業価値担保権者）	
		企業価値担保権 実行する	企業価値担保権 実行しない
プレイヤーA （ <small>（</small> 抵当権者 <small>）</small> ）	抵当権 実行	(0, 40.432)	(21, 25.27)
	抵当権 実行しない	(0, 50.54)	(0, 60.648)

数値は（抵当権者の利得、特定被担保債権者の利得）の順となる。

ここで、企業価値担保権者も抵当権者も被担保債権全額の満足を受けたわけではないが、抵当権者のみ利得が0という同一の利得が3つもある。そこで、プレイヤーの選択に影響があるその3箇所だけ、不特定被担保債権留保額からの清算手続または破産手続から弁済または配当される額を考慮すると以下のようになる。

		プレイヤーB（企業価値担保権者）	
		企業価値担保権 実行する	企業価値担保権 実行しない
プレイヤーA （ <small>（</small> 抵当権者 <small>）</small> ）	抵当権 実行	(α , 40.432)	(21, 25.27)
	抵当権 実行しない	(β , 50.54)	(γ , 60.648)

22) 企業価値の30%も占める不動産が消失し、企業価値が毀損したので、このように大きい減少率とした。

α 、 β 、 γ は微小ではあるが、不特定被担保債権留保額が大きいほど、その値も大きくなるので、 $\alpha < \beta < \gamma$ となる。

なお、利得の計算方法は以下の通りである。

企業価値担保権者の利得は、企業価値担保権が抵当権に優先するので、その企業価値²³⁾からの利得を考えればよい。したがって、以下の通りとなる。なお、この債務不履行時に企業価値担保権が実行されなくても、企業価値担保権者の利得はその後の実行により得られるものとする。

$$\begin{aligned} \text{企業価値担保権者の利得} = & \text{企業価値 (V)} \times \text{回収率 (r)} \times (1 - \text{回収額に対する共益債権額の割合 (r_{ae}))} \times \\ & (1 - \text{配当可能額に対する不特定被担保債権留保額の割合 (r_{ra})) \end{aligned}$$

これに対し、抵当権者の利得は、抵当権のみ実行された場合には、不動産価値からの利得を考えれば良いが、企業価値担保権が実行された場合には、抵当権の実行は失効することから、企業価値からの利得を考えることになる。よって、以下の通り示すことができる。

① 抵当権のみ実行された場合

$$\text{抵当権者の利得} = \text{不動産価値 (V}_{rp}) \times \text{回収率 (r)}$$

② 抵当権が実行されなかった場合

$$\begin{aligned} \text{抵当権者の利得} = & \text{企業価値 (V)} \times \text{回収率 (r)} \times (1 - \text{回収額に対する共益債権額の割合 (r_{ae}))} \times \text{配当可能額に対する不特定被担保債権留保額の割合 (r_{ra})} \times \\ & \text{抵当権者の債権額} \div \text{全不特定被担保債権額} \end{aligned}$$

以上の利得行列の表から、抵当権者と企業価値担保権者の戦略は以下のものと考えられる。

まず、抵当権者は、企業価値担保権が実行されるならば、抵当権は実行しないと利得が大きくなるので、抵当権者は実行しないことを選択するこ

23) 企業価値 (V) は、本シミュレーションでも前提条件⑦⑨⑬⑭により変動するものである。

とになる。これに対し、企業価値担保権が実行されないならば、抵当権を実行すると利得が大きくなるので、抵当権を実行することを選択することになる。

次に、企業価値担保権者は、抵当権が実行されるならば、企業価値担保権を実行すると利得が大きくなるので、企業価値担保権は実行することを選択することになる。これに対し、抵当権が実行されないならば、企業価値担保権を実行しないと利得が大きくなるので、企業価値担保権を実行しないことを選択することになる。

以上から、両者の最適解が一致しないため純粋戦略によるナッシュ均衡は存在しないことになる。そこで、仮に $\alpha=0.1$ 、 $\beta=0.2$ 、 $\gamma=0.3$ として、混合戦略ナッシュ均衡を計算してみると以下の通りとなる。混合戦略によるナッシュ均衡を求めるために、相手の戦略に対して無差別になる条件とする。今回のケースでは、プレイヤーA（抵当権者）とプレイヤーB（企業価値担保権者）の戦略は「実行する」「実行しない」である。

まず、プレイヤーAの無差別条件として、Aが「実行」する場合の期待利得と「実行しない」場合の期待利得を等しくする。

Aの期待利得 U_A (実行)は、Bの「実行する」確率を q とすると、以下の通りとなる。

$$U_A(\text{実行}) = q \times 0.1 + (1 - q) \times 21$$

これに対し、Aの期待利得 U_A (不実行)は、以下の通りとなる。

$$U_A(\text{不実行}) = q \times 0.2 + (1 - q) \times 0.3$$

そして、無差別条件より、以下の通り求められる。

$$q \times 0.1 + (1 - q) \times 21 = q \times 0.2 + (1 - q) \times 0.3$$

$$0.1q + 21 - 21q = 0.2q + 0.3 - 0.3q$$

$$21 - 20.9q = 0.3 - 0.1q$$

$$20.7 = 20.8q$$

$$q \approx 0.995$$

次に、プレイヤーBの無差別条件として、Bが「実行する」場合の期待

利得と「実行しない」場合の期待利得を等しくする。

Bの期待利得 U_B (実行) は、Aの「実行する」確率を q とすると、以下の通りとなる。

$$U_B(\text{実行}) = p \times 40.432 + (1 - p) \times 50.54$$

これに対し、Bの期待利得 U_B (不実行) は、以下の通りとなる。

$$U_B(\text{不実行}) = p \times 25.27 + (1 - p) \times 60.648$$

そして、無差別条件より、以下の通り求められる。

$$p \times 40.432 + (1 - p) \times 50.54 = p \times 25.27 + (1 - p) \times 60.648$$

$$40.432p + 50.54 - 50.54p = 25.27p + 60.648 - 60.648p$$

$$-10.108p + 50.54 = -35.378p + 60.648$$

$$25.27p = 10.108$$

$$p \approx 0.400$$

したがって、Aが「実行する」という戦略をとる確率は約40%であり、Bが「実行する」という戦略をとる確率は約99.5%である。今回想定したケースでは、抵当権者は実行しない確率が少し高くなる。これに対し、企業価値担保権者は高確率で実行して、事業継続しない戦略を取ることになる。しかし、利得行列の表を見れば分かるように、抵当権者としては、抵当権を実行し、企業価値担保権が実行されない場合が、他よりも圧倒的に利得が大きい。これに対し、企業価値担保権が実行される場合、抵当権者としては、抵当権を実行してもしなくても、それ程利得が変わらない。したがって、抵当権者としては「実行する」インセンティブが大きい。そうすると、利得行列からすれば、企業価値担保権者も「実行する」という戦略を取ることになってしまう。その結果、抵当権者は最悪の結果となり、企業価値担保権者は二番目に良くない結果となってしまう。

ここでのシミュレーションで結果に大きく依存する変数は、抵当権の実行により不動産が処分されることによる企業価値の減少率と、その後の事業継続による企業価値(前提条件⑬)、および抵当権も企業価値担保権も実行されずに、その後の事業継続による企業価値(前提条件⑭)である。よっ

て、不動産のような重要な財産が処分されずに経営を改善して企業価値を回復できれば、企業価値担保権が実行されずに事業継続されることで、企業価値担保権者の利得が向上し、企業価値担保権の法制度の効率性²⁴⁾を上げることになるといえる。

そこで、次章で事業性融資推進法19条1項により強制執行等を制限する「債務者の事業の継続に支障を来す場合」とはいかなる場合か検討してみる。

4. 「債務者の事業の継続に支障を来す場合」の射程

(1) 「金融審議会 WG 報告」の例示

事業性融資推進法19条1項によれば、担保権の実行、強制執行等に対して、企業価値担保権者は、その強制執行等が「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。担保目的財産の強制執行等に対して、このような制限を定めた理由は、他の債権者が満足を受けられる場面も作るべきであるという適切な利害調整と、事業の継続および成長を支える取り組みを動機づけるという制度趣旨の調和を図ろうとしたものであった²⁵⁾。そして、その考えから「債務者の事業の継続に支障を来す場合」とは、工場や中心的な機械などの事業の継続において代替不可能な資産が差し押さえられた場合が該当すると考えられる一方、金銭債権などについては該当しないと考えられると、「金融審議会 WG 報告」では示されている²⁶⁾。

まず、「金融審議会 WG 報告」で示されている工場や中心的な機械は、それがなければ製造ができなくなるから、当然に債務者の事業の継続に支障

24) 田中亘「事業担保に関する一考察」『企業法学の方法』339頁（東京大学出版、2024）によれば、法制度の評価基準としての「効率性」とは、ある法制度が人々にもたらす便益（利益）と費用（不利益）とを、それが誰に生じるかを問わず合算し、ネットの便益（便益と費用の差）が最も大きくなるような法制度を望ましい法制度と評価するものである。

25) 「金融審議会 WG 報告」・前掲注 (5) 18頁。

26) 「金融審議会 WG 報告」・前掲注 (5) 18頁注 (57)。

をきたすものであるから、典型例といえる。また、開発・製造にかかる特許権等の知的財産権等も債務者の事業の中心であるから、債務者の事業の継続に支障をきたすものである。さらに、賃貸不動産事業行い会社や、事業所または店舗として不動産を使用している場合には、債務者の事業に支障をきたすものとなる。

次に、金銭債権や現金は、流出したとしても、担保権者の被担保債権や一般債権が消滅するのであるから、企業価値担保権者が事業継続をしようとするのであれば、強制執行等を認め他の債権者が満足を受けられるものとすべきである。これは、集合債権であっても、最終的には清算され、余剰金があれば、債務者の資産となることから、強制執行等に対する異議を認めるべきでないといえる。

(2) 事業の中心となる商品の強制執行等

次に、事業の中心となる商品を強制執行等することに対する異議の主張は可能であろうか。債務者の担保目的財産の使用・収益・処分権の規律が、事業性融資推進法20条に定められている。同法20条1項により、企業価値担保権の設定者である債務者たる会社は、企業価値担保権の設定後も担保目的財産の使用、収益および処分ができることを原則としている。事業継続の観点から、債務者が担保目的財産を自由に処分して流出することを認めているのであるが、強制執行等により担保目的財産が流出することは同様に考えることはできない²⁷⁾。債務者の担保目的財産の処分は、事業継続のために当然必要なことであるだけでなく、その代金は特定被担保債権の弁済に充てられることもある。

これに対し、担保目的財産の強制執行等では、特定被担保債権者に劣後する債権者であっても、担保目的財産の売得金から優先して弁済を受けてしまうことになってしまう。しかし、劣後担保権者や一般債権者が一定程

27) 佐藤正謙「事業担保の異議と制度設計」『現代の担保法』345頁(有斐閣、2022)。

度は弁済を受けられるとした法の趣旨や、強制執行等により他の債権者の債権が消滅し、通常取引と同様に在庫商品がある程度売却されたと考えれば、その強制執行等も認められてよいと考えられる。

ところで、譲渡担保契約および所有権留保契約に関する法律（以下、「譲渡担保契約法」という。）42条1項は、集合動産譲渡担保権設定者は、動産範囲特定範囲に属する動産の処分をすることができるとして、事業性融資推進法20条1項と同様の定めをしている。ただし、譲渡担保契約法43条は、集合動産譲渡担保権設定者に、目的動産の一体としての価値を、集合動産譲渡担保権者を害しないと認められる範囲を超えて減少することのないように維持する義務（担保価値維持義務）を定めている。譲渡担保契約法42条および43条は、集合動産譲渡担保権設定者の担保価値維持義務を、設定者に付与された目的財産の処分権限と表裏一体のものとして位置づけていると捉えられている²⁸⁾。

これに対し、事業性融資推進法20条2項で、①重要な財産の処分（1号）、②事業の全部または重要な一部の譲渡（2号）、③正当な理由がないのに、商品また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（3号）、④その他の定款で定められた目的およ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使用・収益・処分（柱書）をするには、すべての企業価値担保権者の同意を得なければならないと、例外を定めている。

集合動産譲渡担保権・集合債権譲渡担保権では、一方で設定者に広範な処分権・取立権を与えて、他方で担保価値維持義務を負わせるという構成を採用している。これに対し、企業価値担保権では、そもそも設定者の処分権を制約をして、重要な財産の処分等の通常の事業の範囲を超える担保目的財産の使用、収益、処分には、企業価値担保権者の同意が必要との構

28) 片山直也「事業性融資を支える担保法理の再構築——事業性融資推進法および譲渡担保契約法の施行に向けて——」『事業性融資推進法および企業価値担保権の課題と展望』244頁（武蔵野大学、2025）。

成をとることによって、より担保権者の管理権限を強化していると分析することが可能であるとされている。そして、事業性融資においては平時から金融機関と事業者との間の緊密な関係の構築がなされていることから、譲渡担保契約法における「担保価値維持義務」が、このような「同意取得義務」として現れていると評価する考えがある²⁹⁾。集合動産譲渡担保権・集合債権譲渡担保権において、担保権者を害さず、事業の継続を図ることを考えて、譲渡担保契約法42条および43条が定められているとすれば、企業価値担保権においては、企業価値を維持しながら事業の継続を図ることを考えて、事業性融資推進法20条1項および2項が定められていると考えられる。

以上を考慮すれば、事業の継続ができないような主力の在庫商品すべてを強制執行等して通常の事業を停止させることは、事業性融資推進法20条2項柱書に定めるその他の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処分に匹敵するものといえる。したがって、事業の中心となる商品を強制執行等することで、債務者の事業継続を阻害する事情があるときには、債務者の事業の継続に支障をきたす場合として、裁判所は企業価値担保権者の異議を認めるべきであると考えられる。

(3) 重要な財産の強制執行等

最後に、債務者の事業に使用されていない有体資産たる不動産などの価値の高い財産については、特定被担保債権者(融資者)が、債務者の保有資産を含め企業価値を把握し、その価値に基づいて事業資金として融資を行っていることからすれば、その不動産等を逸失して特定被担保債権者を害することになる。事業性融資法は、特定被担保債権者(融資者)と債務者会社のリレーションシップバンキングを目的とするものであるから、事業継続のためには追加融資をして資金需要を満たすことは重要である。そうで

29) 片山・前掲注(26)250頁。

あるならば、追加融資の際に考慮されるべき債務者会社の保有資産を含めた企業価値が維持される必要がある。事業性融資推進法20条2項1号も、重要な財産の処分には、企業価値担保権者の同意を必要としている。不動産等の重要な財産を強制執行等することで、融資の際の重要な考慮要素となる債務者の保有資産を逸失することは、特定被担保債権者（融資者）の追加融資を困難にする、または融資額の減少することになり、債務者の事業の継続に支障をきたすことになる。

さらに、3で検討したように、重要な個別財産を強制執行等しようとする、企業業績の回復が可能である場合であっても、企業価値担保権者も対抗策として、企業価値担保権の実行を選択してしまうことになってしまう。これでは、債務者会社、特定被担保債権者、株主、他の担保権者、一般債権者等のネットの便益が大きくなり、企業価値担保権制度の効率性が損なわれることになる。

また、特定被担保債権者は、個別財産に対し他の担保権者に優先する重複担保権を設定することで、個別財産の他の担保権に対抗することも考えられる³⁰⁾。しかし、個別財産に対して網羅的に重複担保権を設定すれば、個別財産積み上げ型の包括担保権となってしまう。そして、他の担保権の実行や強制執行をする局面において、事業継続のために個別財産に対する担保権の実行や配当参加を制限してきた企業価値担保権という包括担保権とは異なり、個別財産積み上げ型の包括担保権では、個別財産にも優先弁済がなされることになる。実際には、企業価値担保権を解除して、優先弁済を受けることになるが、他の担保権者や一般債権者間との過剰担保の問題が生じるおそれがないわけではない。

企業価値担保権を解除して個別財産を実行しようとするときには、企業価値担保権者は企業価値がほとんど失われて事業を残すことができなくなっていると判断している。これは破綻シナリオの中で最悪のものとしてい

30) 田口祐樹＝宮澤哲「LBO ファイナンスにおける価値担保権の活用可能性」銀法920号31頁（2024）など。

る³¹⁾。ただ、それでも企業価値担保権を設定してもらおうと考えている特定被担保債権者(融資者)は、債権回収を念頭に、重要な個別財産にも担保権(重複担保権)を設定しようとすることになるから、企業価値担保権に劣後する担保権は、個別財産の担保権(重複担保権)にも劣後することになる。

重要な財産に担保権を取得しようとする者は、債務者に既存の担保権の存在を確認することで、企業価値担保権の存在を知ることができる。その結果、これから担保権を取得しようとする者は、強制執行等の異議や企業価値担保権の実行を想定できるから、不測の損害を被ることはない。さらに、企業の将来のキャッシュフローも含む総財産を目的としている企業価値担保権が既に設定されていた場合には、劣後する担保権者が現れにくいとも考えられている³²⁾。また、特定被担保債権者(融資者)は、融資にあたり、債務者に他の第三者と担保権設定契約を締結しないように求める条項を定めることもある³³⁾。したがって、債務者の重要な財産に特に利害関係がある劣後担保権者に対して、そこまで配慮しなくてもよいと考える。一般債権者については、債務者の重要な財産に特に利害関係に入っていなかったのであるから、その要保護性はさらに減少するものといえる。もちろん、価値がある不動産であっても、企業価値担保権者が、追加融資の検討を含め、事業継続にとりそれほど重要視していない場合には、当該不動産の強制執行等に対して異議を主張することもなく、他の債権者はその売得金から弁済を受けることができる。しかし、そのような場合はほとんど想定できないであろう。

以上より、たとえ事業に活用していない財産であっても、重要な財産の強制執行等は、特定被担保債権者(融資者)の追加融資を困難にする、また

31) 井上聡「事業担保としての企業価値担保権の活用可能性」『事業性融資推進法および企業価値担保権の課題と展望』135頁(武蔵野大学、2025)。

32) 企業価値担保権の活用に向けた勉強会(事務局:一般社団法人全国銀行協会)の「企業価値担保権の活用に向けた報告書」11頁。

33) 月岡宗「スタートアップ・中小企業向け融資と企業価値担保権」金法2263号28頁(2025)。

は融資額が減少することになり、債務者の事業の継続に支障をきたすことになる。よって、企業価値担保権者は、重要な財産の強制執行等に対しては、異議を主張することができると思ふべきでないかと考える。

5. おわりに

本稿では、2026年に施行される「事業性融資の推進等に関する法律」第19条が定める企業価値担保権者の担保目的財産に対する強制執行等に異議を主張するための要件である「債務者の事業の継続に支障を来す場合」について検討してきた。

企業価値担保権は、特定被担保債権者である融資者と債務者である会社が、不動産担保や個人保証に過度に依存せず、債務者の事業からのキャッシュフローを重視した融資を図るための担保制度である。そのため、債務者の事業継続という観点が重視され、企業価値担保権は従来の担保権とは異なり、実行して優先弁済を受けるという点が少し後退している。

しかし、債務者の事業継続を図るといっても、それがうまく機能せず、債権回収を図らなければならないときに、十分な満足を得られないのであれば、企業価値担保権を利用するインセンティブは働かない。債権回収機能を後退させるということは、融資の機運・金額を下げてしまい、結局債務者の事業が継続できないことにもつながってしまう。債務者の事業継続と被担保債権者の債権回収機能は表裏一体の関係にあるともいえる。企業価値担保権を実行するまでに、債務者の資産が減少するおそれの一つに他の債権者による担保権の実行や強制執行等がある。企業価値担保権者は、個別財産について自ら実行はできないし、配当参加もできない。企業資産の減少をただ甘受すれば、企業価値は下落し、特定被担保債権者の追加融資のインセンティブはなくなり、事業継続は困難になってしまう。

そこで、事業性融資推進法19条1項は、担保目的財産の強制執行等に対する企業価値担保権者の異議の主張を認めている。その要件は、「債務者の

事業の継続に支障を来す場合」である。債務者の事業そのものに直結する財産の流出は、事業継続して、収益を上げて、債務を弁済するというサイクルのうちの最初の事業継続を困難にするものであるから、当然に「債務者の事業の継続に支障を来す場合」といえる。

しかし、事業に直結する財産でなくても、強制執行等により会社の重要な財産が流出することにより、企業価値が下落して、追加融資が止まってしまうと、事業資金が枯渇して、事業継続は困難となる。会社が債務不履行に陥り、会社資産の中で価値のある重要な財産が流出しそうになれば、多くの債権者は率先して債権回収を図ることになる。まだ業績を回復できる状況でも、債権回収(担保権の実行等)の競争となってしまうえば、利害関係人全体として好ましい結果とならないことを、ゲーム理論を活用しながら示してみた。その上で、企業価値を維持するために、同法20条2項1号により、債務者が担保目的財産のうち重要な財産の処分には企業価値担保権者の同意という制約がかかるように、重要な財産に対する他の債権者の強制執行等は、同法19条1項の「債務者の事業の継続に支障を来す場合」として企業価値担保権者の異議の主張という制約がかかるとの考えを示した。条文の文言からは少し外れた解釈ではあるが、今後の議論を注視してみたい。

【謝辞】 松岡先生には、拙く怠惰に流れがちな私に対しても、常に温かいご配慮のもと、懇切丁寧にご指導いただきました。長年にわたり賜りましたご厚情に、謹んで感謝申し上げます。