

金融庁 御中

全資産担保を活用した融資・事業再生実務に
関する研究会 報告書

2023年3月

公益社団法人商事法務研究会

全資産担保を活用した融資・事業再生実務に関する研究会

【全資産担保を活用した融資・事業再生実務に関する研究会】

<座 長>

神 田 秀 樹 学習院大学大学院法務研究科教授

<委 員>

井 下 祐 忠 株式会社三菱 UFJ 銀行法務部
大 川 友 宏 長島・大野・常松法律事務所弁護士
柏 谷 武 志 株式会社横浜銀行融資部
粕 谷 宇 史 ベーカー & マッケンジー法律事務所（外国法共同事業） 弁護士
倉 持 喜 史 森・濱田松本法律事務所弁護士
子 安 智 博 長島・大野・常松法律事務所弁護士
菅 野 百 合 西村あさひ法律事務所弁護士
仁 瓶 善 太 郎 アンダーソン・毛利・友常法律事務所弁護士
長 谷 川 卓 株式会社三井住友銀行総務部
日 比 野 俊 介 株式会社みずほ銀行法務部
堀 内 秀 晃 株式会社ゴードン・ブラザーズ・ジャパン代表取締役社長

<オブザーバー>

川 橋 仁 美 株式会社野村総合研究所金融デジタルビジネスリサーチ部上級研究員
全国銀行協会 全国地方銀行協会 第二地方銀行協会
全国信用金庫協会 全国信用組合中央協会
法務省 中小企業庁 金融庁
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」メンバー

（敬称略）

目次

I	はじめに	1
1	検討の背景	1
2	事業全体を対象とする担保制度に関する検討状況	2
3	本委託調査の目的・方法	3
II	米国・英国の制度・実務の概要	5
1	米国の制度・実務の概要	5
(1)	契約融資・期中管理局面	5
(i)	全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方	5
①	キャッシュフローレンディングにおける全資産担保の制度や実務上の機能・位置付け	5
②	融資契約・担保契約の内容	9
③	担保資産の評価方法、審査のポイント	13
④	被担保債権の譲渡契約に係る制度・実務	14
⑤	他の担保権者や他の口座開設金融機関との調整に係る制度・実務	14
(ii)	期中のモニタリング方法	16
①	貸出期間中の担保価値のモニタリング方法	16
②	全資産担保に基づく融資のモニタリングコストの考え方	18
③	レンダーライアビリティの考え方や制度とそれによる実務上の制約	18
④	経営者が事業価値の維持・向上に協力する要因	19
(2)	実行再生局面	20
(i)	全資産担保権の実行に至るまでの確認事項と実務上の対応	20
①	経営状況の悪化の兆候がある時の対応	20
②	経営状況の悪化が判明した時の対応	20
③	債務者と担保権者以外のプレイヤーの関係・役割	25
(ii)	全資産担保権に係る実行	27
①	全資産担保権に係る実行方法	27
②	任意の事業譲渡	30
③	UCC 第9編に基づく担保権の実行	35
④	Assignment for the Benefit of Creditors (ABC)	41
⑤	レシーバーシップ (receivership)	44
⑥	363条譲渡 (チャプター11)	48
(iii)	後順位担保権者や労働者、商取引債権者との優先順位	53
2	英国の制度・実務の概要	54
(1)	契約融資・期中管理局面	54
(i)	全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方	54
①	キャッシュフローレンディングにおける全資産担保の制度や実務上の機能・位置付け	54
②	融資契約・担保契約の内容	59

③	担保資産の評価方法、審査のポイント	62
④	被担保債権の譲渡契約に係る制度・実務	63
⑤	他の担保権者や他の口座開設金融機関との調整に係る制度・実務	64
(ii)	期中のモニタリング方法	65
①	貸出期間中の担保価値のモニタリング方法	65
②	全資産担保に基づく融資のモニタリングコストの考え方	66
③	レンダーライアビリティの考え方や制度とそれによる実務上の制約	66
④	経営者が事業価値の維持・向上に協力する要因	67
(2)	実行再生局面	68
(i)	担保権の実行・事業再生に至るまでの制度と実務上の対応	68
①	経営状況の悪化の兆候がある時の対応	68
②	経営状況の悪化が判明した時の対応	68
③	債務者と担保権者以外のプレーヤーの関係・役割	69
(ii)	全資産担保に係る実行	70
①	全資産担保権に係る実行方法	70
②	レシーバーシップ	71
③	アドミニストレーション（会社管理手続）下による事業譲渡	73
④	株式質権の実行（ステップイン）	76
⑤	担保権の実行のタイミング	77
(iii)	後順位担保権者や労働者、商取引債権者との優先順位	77
III	日本の実務への示唆	79
1	日本におけるキャッシュフローレンディング	79
2	契約融資・期中管理局面	80
(1)	日本における全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方	80
(i)	日本における全資産担保融資の位置付け	80
①	想定される活用局面	80
②	融資金額の規模感や対象企業等	81
(ii)	融資契約・担保契約の内容	82
(iii)	担保資産の評価方法、審査のポイント	83
(iv)	被担保債権の譲渡契約に係る制度・実務	84
(v)	他の担保権者や他の口座開設金融機関との調整	84
(2)	期中のモニタリング方法	86
(i)	貸出期間中の担保価値のモニタリング方法	86
①	財務状況のモニタリング	86
②	債務者との関係性の維持	87
(ii)	全資産担保に基づく融資のモニタリングコストの考え方	87
(iii)	レンダーライアビリティについて	88
①	日本の融資実務とレンダーライアビリティ	88
②	融資契約におけるコベナンツ	89

(iv) 経営者が事業価値の維持・向上に協力する要因	90
3 実行再生局面	92
(1) 経営悪化時の事業継続に向けた対応	92
(i) 全資産担保の活用を通じた債権者と債務者との目線の共有	92
(ii) セカンダリーマーケットの発展の可能性	92
(iii) 一時猶予契約・一時停止契約	93
(iv) 債権者間協定	93
(2) 担保権の実行局面に関する示唆	94
(i) 事業全体の処分とその譲渡対価からの優先弁済	94
(ii) 実行方法における複数の選択肢	95
(3) 担保権実行時の一般債権者及び労働債権者等の保護について	97

- 巻末資料：①米国・英国の実務の概要、日本の実務への示唆の概要
 ②海外インタビュー調査最終報告書（株式会社野村総合研究所）
 ③第2回研究会（2022年10月14日）プレゼンテーション資料
 1 Silicon Valley Bank Capital
 2 あおぞら企業投資株式会社
 3 Pemberton Capital Advisors LLP

I はじめに

1 検討の背景

日本企業の資金調達には歴史的に間接金融が中心であり、金融機関の融資を通じた資金供給は、日本経済・日本企業の成長・発展に大きく貢献してきた。

近年、直接金融の進展により資金調達手段が多様化する中であっても、間接金融は引き続き重要な役割を果たしているが、産業構造の変化などを背景に、金融機関に寄せられる期待には変化がみられる。

例えば、かつては工場・機械といった有形資産から付加価値を生み出す製造業が産業構造の中心であったが、近年では、情報や顧客基盤といった無形資産の重要性も高まっている。ソフトウェア等のIT資産を活用したビジネスを営むスタートアップ企業も多くみられる。

金融機関には、こうした無形資産を価値の源泉とする企業を含めた各事業者のビジネスモデルや将来性を見極め、成長資金を適切に供給することが期待されている。

また、技術の革新や顧客ニーズの変化が加速していることに加え、新型コロナウイルス感染症の流行や原材料価格の高騰といった環境変化も生じており、経済・事業の先行きに対する不透明感が高まっている。

事業者にとっては、平時のみならず、足元の業況が必ずしも芳しくない場合においても、金融機関が自社の経営理念・戦略やビジネスモデルを理解し、資金繰りや経営改善を支えてくれることへの期待感が増しているのではないかと考えられる。

経済が成熟し、マクロ的には企業セクターの資金不足は大きく改善しており、金融機関にとっても、貸倒れリスクの低い事業者への貸出のみから持続的な収益を上げられる環境ではない。預貸率や貸出利鞘が低下傾向にある中、事業を的確に理解し、創業や承継、再生の局面にある事業者への資金供給につなげていくことは、必要なミドルリスクの資金を日本経済に供給するのみならず、金融機関が行うビジネスの持続可能性の観点からも重要である。

このように間接金融を取り巻く環境が変化する中で、金融機関では、不動産担保や個人保証に過度に依存することなく、事業者の事業性に着目した融資を進めようとする取組みが行われている。しかしながら、金融機関の与信判断が足元の財務状況や担保・保証の有無によってされていると指摘する声は、依然として大きい。

この背景には、金融機関のリスクテイクの姿勢のみならず、資金余剰・利鞘低下により、融資業務の「コモディティ化」が進行しており、金融機関が一つひとつの事業を的確に理解するためのコストを負担しにくいという構造要因もあると考えられる。

金融機関による事業性に着目した融資を一層進めていく上では、こうした構造要因に対応し、事業者のビジネスモデルを理解することや、事業者への

モニタリング・支援を行うことに対し、金融機関が経済的な合理性を見出せるような仕組み作りを行うことも重要であると考えられる。

2 事業全体を対象とする担保制度に関する検討状況

金融機関の融資行動を動機付ける重要な要因の一つに、担保制度が挙げられる。担保制度については、近年、様々な場において見直しに向けた議論が進められてきた。

2019年3月に、公益社団法人商事法務研究会は、「動産・債権を中心とした担保法制に関する研究会」を設置した。同研究会では、不動産担保や個人保証に過度に依存しない資金調達方法の確立が求められる一方、民法には動産を目的とする非占有型の典型担保権が存在せず、集合動産や集合債権を目的とする担保についても規定がないことから、動産や債権を目的とする担保取引に関する法律関係の明確化や安定性の確保等を図るため、これらに関する規定の整備と現状のルールの再検討が必要であるとの問題意識に基づき、検討が進められた。そして、同研究会では、金融庁及び中小企業庁からの提案もあり、設定者の事業のために用いられる財産全体を一括して担保の目的とする制度（包括的な担保制度）について検討が行われ、同研究会報告書¹（2021年4月公表）においても、さらに検討する必要があるとされた。

2019年に、中小企業庁では、令和元年度産業経済研究委託事業（令和元年度中小企業契約実態調査等事業）が実施され、事業を受託した公益社団法人商事法務研究会において、「取引法制研究会」が設置されるとともに、中小企業契約実態調査（従業員50人以上299人以下で資本金3億円未満の企業2,000社を対象としたアンケート調査）が行われ、日本の動産・債権等に係る担保について、同研究会における検討及び同調査の結果をとりまとめた報告書²が2020年に公表された。さらに2021年3月、同研究会の終了に際し、「事業担保権」の創設を選択肢として設ける提案³が行われた。

2020年11月に、金融庁において、価値ある事業を支えられるような望ましい融資・再生実務を実現する上で必要となる環境整備等について、担保法制を含めて検討するため、「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会」が設置され、その議論の成果をとりまとめた論点整理⁴が公表された（2020年12月公表、2021年11月改定）。2022年4月には、米国の商

¹ 『動産・債権を中心とした担保法制に関する研究会報告書』別冊 NBL177号（2021年）

² 「令和元年度 中小企業契約実態調査等事業報告書」（2020年3月）

https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2019FY/000303.pdf

³ 「中小企業が使いやすい譲渡担保制度の実現に向けた提案」（2021年3月）

https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/torihiki/jyouto_tanpo/proposal.pdf

⁴ ①「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会 論点整理」（2020年12月）

<https://www.fsa.go.jp/singi/arikataken/rontenseiri.pdf>

②「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会 論点整理 2.0」（2021年11月）

<https://www.fsa.go.jp/singi/arikataken/rontenseiri2.pdf>

業銀行における全資産担保を活用した融資・再生実務や、その活用を支える金融機関の体制等に関する委託調査の報告書⁵も公表された。

さらに、同年11月に、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」（以下「事業融資WG」という。）が設置され、事業者と金融機関の緊密な信頼関係の醸成を通じ、事業性融資を後押しする観点から、事業成長担保制度の早期導入を見据えた議論が行われ、その議論の成果をとりまとめた報告書⁶が2023年2月に公表された。

法務省においても、2021年4月に、法制審議会担保法制部会が設置され、動産・債権等を目的とする担保法制の見直しについて議論が行われており、2022年12月に「担保法制の見直しに関する中間試案」がとりまとめられた⁷。同部会における論点の一つとして、事業のために一体として活用される財産全体を包括的に目的財産とする「事業担保制度」の導入について、検討が行われている。

3 本委託調査の目的・方法

各所において検討が進められている事業全体を対象とする担保制度は、金融機関と事業者との間のリレーション構築を促し、事業性に着目した融資を後押しするためのツールとなり得るものである。新たな担保制度がこうした融資に繋がるよう、制度の導入後は活用事例を積み重ね、実務慣行を醸成していく必要がある。

米国や英国においては、類似の担保制度である全資産担保を活用し、事業キャッシュフローに着目するキャッシュフローレンディングを行う実務が根付いているとされる。こうした海外の先行する制度や実務を研究することは、日本における新たな担保制度の設計や実務対応の検討を進めるにあたって有用であると考えられる。

このような目的の下で、金融庁は、事業成長担保権（仮称）の調査・検討に係る委託調査（以下「本委託調査」という。）を実施した。本委託調査を受託した公益社団法人商事法務研究会において、神田秀樹教授（学習院大学）を座長とし、弁護士や金融実務家をメンバーとした、「全資産担保を活用した融資・事業再生実務に関する研究会」（以下「本研究会」という。）を設置し、①全資産担保制度を活用した米国及び英国の担保制度や実務慣行につい

⁵ 株式会社野村総合研究所「全資産担保を活用した米国の融資・再生実務の調査報告書」（2022年3月）

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20220408/01.pdf>

⁶ 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月公表。以下「事業融資WG報告」という。）

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20230210/01.pdf

⁷ 「担保法制の見直しに関する中間試案」（2022年12月）

<https://www.moj.go.jp/content/001388432.pdf>

て、現地の金融機関及び法律事務所へのインタビュー調査や文献調査を通じて調査・分析を行うとともに、②日本において事業性に着目した融資を促進する実務慣行のあり方や、貸し手となる金融機関と借り手となる事業者との関係のあり方、米国や英国のような実務慣行を醸成する際に重要と考えられる担保制度の要素や機能などについて、両国の実務慣行を踏まえた議論・整理を行った。

①の海外調査に関し、米国・英国の金融機関へのインタビュー調査については、株式会社野村総合研究所に再委託し、米国の商業銀行3行、英国の商業銀行3行を対象に実施した⁸。その成果をとりまとめたものが「海外インタビュー調査最終報告書」（以下「NRI 報告書」という。）である。米国・英国の法律事務所へのインタビュー調査については、国際的なビジネスローファームであるペーカー&マッケンジー法律事務所に再委託し、本研究会の弁護士メンバーが同事務所のニューヨークオフィス及びロンドンオフィスに対して質問及びインタビューを行うという方法で実施した。

こうしたインタビュー調査結果や NRI 報告書などを踏まえ、本研究会で議論を行った成果をとりまとめたものが、本報告書である。

本報告書では、全資産担保制度を活用したキャッシュフローレンディングが根付いているとされる米国・英国の担保制度や実務慣行の特徴を分析し、日本の制度・実務との共通点や相違点を明らかにすることで、日本において事業性に着目した融資を後押しする際に重要と考えられる担保制度の要素や、制度が導入された際の実務・活用のあり方を、具体的イメージとして提供することを試みた。

日本において事業全体を対象とする担保制度が導入された際、同制度を活用する金融機関をはじめとする関係者にとって、本報告書が一助となれば幸いである。

⁸ 米国においては、地域銀行 A（900 億米ドル）、地域銀行 B（600 億米ドル）、コミュニティバンク A（4 億米ドル）を対象とし、英国においては、大手銀行 A（1,000 億英ポンド超）、地域銀行 A（100 億英ポンド）、地域銀行 B（2 億英ポンド）を対象とした（括弧内の金額は資産規模を示す）。

Ⅱ 米国・英国の制度・実務の概要

1 米国の制度・実務の概要

(1) 契約融資・期中管理局面

(i) 全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方

① キャッシュフローレンディングにおける全資産担保の制度や実務上の機能・位置付け

(ア) 全資産担保の活用局面

米国の商業銀行による中小企業⁹に対する全資産担保を活用した融資商品の提供においては、キャッシュフローレンディングにより運転資金の提供を行う場合¹⁰、ベンチャーデットの提供を行う場合、レバレッジドファイナンスにおける貸付の場合、Asset Based Lending (ABL) を行う場合に大別される。

	クレジットライン (銀行の伝統的な融資商品)	Asset Based Lending (ABL) (売掛金・在庫等を担保とした貸出)	ベンチャーデット	レバレッジド・ファイナンス (含む、シンジケートローン)
提供主体	・銀行	・銀行、ノンバンク	・ベンチャーキャピタル、銀行	・銀行、ノンバンク
目的	・運転資金	・運転資金、再生 (含む、DIP Finance)	・運転資金	・バイアウト、買収・合併、資本増強、事業売却
対象とする 借り手	・成長段階にある借り手 ・事業キャッシュフローが安定している借り手	・事業キャッシュフローは脆弱であるが、売掛先の信用力や在庫の質が高い借り手 ・経営困難に陥っている借り手 (Chapter11適用など)	・ベンチャーキャピタルから支援を受けている成長初期段階にある借り手 ・現状、キャッシュフローはネガティブだが、高い成長率が見込める借り手	・負債比率の高い、非投資適格の借り手 ・長年、事業キャッシュフローが安定し、業界での競争優位が証明されている借り手
担保	・全資産担保。売掛金、在庫、設備など全ての資産に担保設定。	・全資産担保。最も一般的な担保は、売掛金と在庫。 ・登記は、担保資産を特定した上で行う。	・全資産担保。なお、知的所有権は重要な担保資産の一つ。	・全資産担保。売掛金、在庫、設備だけでなく、株式 (借り手保有) を含む。
貸出額	・事業キャッシュフローにもとづいて判断	・売掛金や在庫の評価額にもとづき、貸出可能額 (borrowing base) を設定。例えば、売掛金×75% = 上限貸出可能額。	・借り手企業の企業価値の10~20%。総調達資本額25%を上限。過度なエクスポージャーを持たないことを方針としている。	・株価やディスカウントキャッシュフロー法等により評価した企業価値にもとづいて判断 ・なお、貸出額が大きな取引は、シンジケートローンが一般的。
モニタリング対象	・事業キャッシュフローをモニタリング	・担保資産 (売掛金や在庫等) をモニタリング	・借り手の事業運営だけでなく、借り手に対する投資家や投資家コミュニティ全体の評価をモニタリング	・企業価値や事業キャッシュフローをモニタリング
モニタリング頻度	・四半期毎 ・借り手は、財務諸表を提出	・月次 (最頻週次) ・借り手は、貸出可能額 (borrowing base) の見直しに必要な売掛金・在庫等のリストを提出	・最頻週次。借り手は、財務諸表を提出 ・更に、借り手とのミーティングを月次で実施	・四半期毎 ・借り手は、財務諸表を提出
モニタリングコスト	・財務データのモニタリングが主であり、ABLよりコストは低い。 ・モニタリング手数料を明示、徴求していない。	・貸出可能額 (borrowing base) の設定・見直し、担保資産の確認・精査の実施 (最低年1回) など、モニタリングコストは高い。 ・借り手からモニタリング手数料を徴求	・借り手の事業に関する高い専門性、ベンチャーキャピタルコミュニティとのネットワーク、非財務的な評価 (例えば、経営陣) が必要になるため、モニタリングコストは高い。しかし、これが銀行の強みになっている。	・企業価値評価の精度に依存した貸出であり、高い専門性と技術が必要になるため、通常の銀行貸出よりモニタリングコストは高い。 ・モニタリング手数料を明示、徴求していない。
提供主体にとって のリスク	・事業キャッシュフローが滞った場合は、担保価値が貸出額より低くなる可能性があること。	・売掛金の不正計上や在庫などの担保資産が知らぬ間に処分されてしまう可能性があること。	・事業キャッシュフローがネガティブであるため、問題発生時には、企業価値がないという可能性があること。	・仮説への依存度が高く、予測した事業価値が現実と乖離する可能性があること。

(出典) 巻末資料②「NRI 報告書」図表 1 (3 頁)

本委託調査においては、キャッシュフローレンディングにより運転資金の提供を行う場合を主な調査対象としているが、必要に応じて、他の融資形態についても補足する。

⁹ 調査対象となった商業銀行により異なるが、概ね年商 3,000 万米ドル未満の企業を指す。

¹⁰ 米国の商業銀行は、設備資金の提供を目的とした貸付も行っているが、全資産担保は、主に運転資金の提供に活用されている。運転資金を目的とした貸付の場合には、商業銀行が設定した極度額を上限として、債務者が必要なタイミングで引出を行うことができるリボルビング貸付となる。

キャッシュフローレンディングにおいて全資産担保を設定した上で貸付を行う場合には、事業キャッシュフローの成長性と安定性を評価し、それを返済の裏付けとするものである。債務者の事業キャッシュフローが良好である場合には、担保対象となる資産の清算価値による評価額以上の貸付を行うこともあり、債務者の資金需要に柔軟に対応することができる。事業キャッシュフローが滞った場合には、債権者にとってリスクが高くなることから、事業キャッシュフローに成長性や安定性がある債務者を対象としている。

かかる場合の貸付金額の規模感は、債権者や債務者の規模によって異なるが、概ね、5,000米ドル（債権者がコミュニティバンクである場合）～100万米ドル（債権者が大手行である場合）の範囲内であることが多い。

一方、特に売掛金や在庫に担保権を設定する ABL においては、債務者の保有する売掛債権や在庫の評価額が貸付可能額の上限となるため、キャッシュフローレンディングと比較すると、資金需要に対する柔軟性に劣ることになる。ABL は、起業から間もない債務者等、事業キャッシュフローが脆弱な債務者を対象とした商品である。

（イ）全資産担保の主要な機能

債務者の財務上の問題を早期に特定するためには、債権者としては、債務者と良好なコミュニケーションを維持することが重要であり、定期的なモニタリング等を通じてそれを実現している。全資産担保が設定されている場合においては、財務状況のモニタリング等が債権者と債務者の間のコミュニケーションツールとして使用されており、債務者とのリレーションを築く動機付けとなっている。

また、全資産担保が設定されている場合には、債務者としては、債権者による担保権の実行を回避するため、債務者は事業の価値の維持・向上に強い動機付けを有することになる。

加えて、リストラクチャリング時の交渉過程（約定の見直し・追加融資等）において、債権者と債務者が事業継続に向けた目的を共有することで、両者で建設的な交渉を行うことができ、適切なデット・ガバナンスが機能し得る。

（ウ）全資産担保の設定方法

米国においては、財産の種類によって、担保権の設定方法を規律する法令が異なっており、主要なところとしては以下のように大別される。

- ・人的財産¹¹（personal property）及び定着物（fixture）に対する担保権については、米国各州及びワシントン D.C. において採択されている統一商事法典（Uniform Commercial Code（UCC））第9編の適用対象となる。

¹¹ 人的財産は、物的財産（不動産）以外を指し、動産や金銭債権、知的財産権等が含まれる。

- ・人的財産のうち、一部の知的財産権（著作権、特許、商標）については UCC 第 9 編に加え、米国連邦法¹²も適用される。
- ・不動産に対する担保権の設定及び効力は、各州法の定めに従う。
- ・一定の特殊資産（米国で登録された船舶及び航空機、並びに米国の州際通商に用いられる鉄道車両、機関車その他車両等）は、米国連邦法又は条約の対象となる。

債務者のキャッシュフローを引当てとした融資を保全するために全資産担保を設定する場合は、債務者の保有する資産の種類に応じて、上記の各法制の枠組みに従って担保権を設定することとなる。

（エ） UCC 第 9 編の枠組み

債務者の事業内容にもよるが、事業資産の主要な部分を占めるのは、人的財産であることが多い。UCC 第 9 編における人的財産に対する担保権の設定方法は概ね以下のとおりである。UCC 第 9 編において、設定者の全ての資産を総体として担保権の対象にするという概念は存在しない。むしろ、事業資産は、その種類ごとに、個別に担保権の対象とする必要がある（もっとも、これは一通の担保権設定契約で賄うことが可能である。）。担保権の公示の方法は、担保権の対象となる資産の種類ごとに異なるため、債権者が企業の全ての資産に対する担保権について公示を備えるためには、原則として、その資産の種類に応じて様々な手段を講じる必要がある。ただし、後述のとおり、UCC-1 financing statement において、債務者の「全ての資産」又は「全ての人的財産」と記載することにより、債務者の全ての資産に対し包括的な公示を行うことが可能である。

担保権は、以下の全ての条件を満たす場合に、担保目的物に対して設定される（「附着（attach）」される）。

- ・担保権者により、何らかの経済的対価（value）¹³が与えられていること
- ・担保権設定者が、担保対象物に係る権利又は担保対象物に係る権利を担保権者に譲渡する権限を有すること
- ・担保権設定者が、担保契約を締結すること（なお、担保契約においては、担保対象物を合理的に識別（reasonably identify）できる方法で記載する必要がある。かかる識別は通常、資産の種類（accounts、chattel paper 及び documents 等）によって行われ、この記載について、「債務者の保有するあらゆる担保目的物」（all of the debtor's collateral）のように

¹² 1976 年 U.S. Copyright Act, 17 U.S. Code § § 101-810、U.S. Patent Act, 35 U.S. Code § § 1-376 及び U.S. Trademark (Lanham) Act, 15 U.S. Code § § 1051-1127

¹³ 「value」とは、UCC において広く定義されており（UCC § 1-204）、(a) 貸付を実行する旨の拘束力のある約定若しくは即時利用可能な借入枠の付与（実行されたか否かにかかわらず）、(b) 既存の請求権に係る担保権若しくはその全部若しくは一部の給付、(c) 既存の売買契約に基づく引渡しを受領、又は (d) 単純契約（simple contract）を裏付けるのに十分な約因（consideration）を含む。

極めて一般的な記載を行うことは認められない。)

また、財産の種類により一部例外があるものの、原則として、該当する州の UCC 登録所において、UCC-1 financing statement を提出することにより、担保権の公示(perfection)が行われる。担保目的物の種類によっても異なるが、financing statement は、少なくとも、以下の要件を充足する必要がある。

- ・担保権設定者の名称を記載すること
- ・担保権者又は担保権者の代表者の名称を記載すること
- ・担保目的物を記載(indicate)すること(financing statement 上の記載方法としては、設定者の「全ての資産」又は「全ての人的財産」という形での言及も許容される¹⁴。)

なお、担保契約において担保権設定者が将来取得する財産(将来債権・動産等)に対しても担保権を設定する旨を定めることができ、そのような契約上の明記があれば、担保目的物の頻繁な変動が予定されている場合であっても、原則として、担保権設定者が将来取得した財産について、担保権者はかかる取得・発生のたびに繰り返し登録する必要はなく、かつ、当初の担保目的物と同順位の優先権を享受できる¹⁵。

(オ) 債務者の事業形態を踏まえた対応

債務者が複数の事業を営む場合においては、特定の事業に用いられる資産について担保対象となるように、融資契約・担保契約において特定がされる。債務者は、事業運営状況及びキャッシュフローを示す観点から、資産の保有・利用・処分等の状況について表明保証や誓約を行うほか、監査法人による監査済み財務諸表を定期的に報告する義務を負うことから、債権者としては、これらの内容を踏まえて資産の内容を把握することができる。

また、グループ会社において密接不可分な事業を営む場合においては、当該事業に用いられる資産について担保対象となるように、各グループ会社が担保権設定者としてそれぞれ担保提供を行ったり、いずれの当事者も債務者又は保証人として融資契約等の当事者となったりすることが一般的である。この場合においても、特定の事業に用いられる資産について担保対象となるように、融資契約・担保契約において特定がされる。

債務者の資産のうち、一部の資産について別の資金調達のための担保対象

¹⁴ Blanket lien (包括的な優先権)としての包括的な記載は、担保契約においては許容されないものの、UCC-1 financing statement 上の記載方法としては許容されることになる。もっとも、実務上は、資産の種類について記載することや、担保権の公示用に簡略化した担保契約を添付することにより、担保目的物を相応に識別することが行われている。

¹⁵ なお、例外として、例えば、将来取得する商業上の不法行為損害賠償請求権については、担保権の効力を有効に生じさせるためには、不法行為損害賠償請求権が具体的に識別されている必要がある。

とする必要がある場合には、事案に応じて多様な方法が用いられるが、当該資産を債務者の関連会社に譲渡したり、当該資産のみを保有する目的で特別目的事業体（SPV）を設立することを通じてリングフェンス¹⁶を設けたりすることが行われている。

（カ）親会社による担保・保証提供

債務者の親会社による担保・保証提供は、個別案件ごとに検討されることになる。親会社による担保提供がされる場合には、その資産について個別に担保提供が行われる。典型的な例として、親会社が債務者の持株会社としての機能にとどまる場合（債務者の経営方針の策定や判断について債務者の持株会社である親会社が行い、親会社自体は債務者の事業は行わない場合）には、せいぜい、親会社が保有する債務者の株式を担保提供するとともに、債務者の債務について保証を提供する程度にとどまる。この場合、親会社の持株会社としての機能についても与信判断の基礎に含まれることに鑑み、かかる機能の維持の観点から、当該親会社が締結する担保契約・保証契約等において、当該親会社は債務者の株式を保有すること以外は債務者の事業を営む（したがって、他の金融債務を負担する）ことが禁止され、また、債務者の全株式を保有し続けることが義務付けられる。

親会社による保証については、債務者の事業キャッシュフローが良好であり、レバレッジも低く、担保資産（売掛債権、在庫、設備等）も十分である場合には、徴求しないことが一般的のようである。他方、レバレッジが高い場合や担保資産が不十分である場合には、保証を徴求することがある¹⁷。

なお、契約時に保証を徴求しない場合であっても、貸付期間中に事業キャッシュフローが脆弱になった場合には、保証の差入を求めることがある。

② 融資契約・担保契約の内容

（ア）財務コベナンツ

財務コベナンツの設定は、中小企業取引においても一般的になっている。財務コベナンツを設定する目的は、早期に債務者の財務上の問題点を検知・対応することにある。

中小企業を債務者とする場合には、財務コベナンツの数は、2～3項目である。これに対して、債務者の企業規模が大きくなると、貸付のストラクチャーが複雑になることから、財務コベナンツの数も増加する傾向にある。

財務コベナンツの種類は、事業キャッシュフローに関するもの（ミニマム

¹⁶ 組織体において、ある特定の部門の資産について、他の部門の資産から完全に分離し、他の部門に係る借入等の引当てとならないようにすることをいう。

¹⁷ 事業キャッシュフローの成長性や安定性が脆弱である場合には、そもそも貸付自体を見合わせるようになる。

EBITDA¹⁸の額、インタレストカバレッジ・レシオ等)、レバレッジに関するもの(負債比率、元利金返済カバー率等)及びバランスシートに関するもの(純資産額や流動性比率等)が挙げられる。具体的には、各項目における指標について、一定の期間(例えば、四半期末日)における一定の水準(企業の業種・規模等に応じてケースバイケース)を定め、その水準を下回らないように維持することを求める。

融資契約上、財務コベナンツに抵触した場合には、債務者は期限の利益を喪失し得る。もっとも、債権者は、期限の利益を喪失させることに関して、機械的な対応を行っているわけではなく、債権者と債務者が事業運営について会話する契機と位置付けている。もっとも、債務者が商業銀行に協力的でない場合(連絡しても返答がない場合や、質問に対して適切に回答されない場合等)においては、直ちに問題債権担当部署に移管する取扱いが行われている。

(イ) 財務コベナンツの報告・表明保証等に関する条項

債務者の財務コベナンツの遵守状況について、一定の期間ごとに債権者に報告し、また、その報告する内容について真実であることを表明保証しなければならないとする条項が、財務コベナンツとともに一般的に設定される。

(ウ) エクイティ・キュア条項

エクイティ・キュア条項(一定の財務制限条項や期限の利益喪失事由への抵触があった場合において、株主からの出資により、当該抵触状態を治癒する権利を債務者に認める旨の規定)は、あらゆる種類の融資契約において(普遍的とまではいえないものの)一般的に見受けられる規定である。2017年の第3四半期及び第4四半期に公表された情報を基に、エクイティ・キュア条項の頻度等に関して実施された調査研究¹⁹によれば、シンジケートローンのうち、20%をやや超える程度の割合で、エクイティ・キュア条項が設けられていることが示されている。また、Hirschlerによれば、エクイティ・キュア条項が最も一般的であるのは、中規模のレバレッジドファイナンス案件(プライベート・エクイティファンドやベンチャーキャピタルファンドが債務者の株式の大半を支配している案件)であるとの指摘もされている²⁰。

なお、エクイティ・キュア条項が設けられるか否かについては、金融市場

¹⁸ EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) は、財務分析上の指標の一つで、次のような計算式で求められる。経常利益+支払利息-受取利息+減価償却費により計算される。

¹⁹ Kira Systemsによる調査研究

<https://kirasystems.com/resources/legal-analysis/6-insights-equity-cure-provisions-credit-agreements/>

²⁰ <https://www.hirschlerlaw.com/newsroom-publications-1593>

環境によっても左右される。具体的には、金融市場環境が悪化している状況下においては、エクイティ・キュア条項が設定されることはあまり一般的ではないのに対して、市場環境が良好な状況下においては、債務者の交渉力が強まることから、エクイティ・キュア条項が設けられる事例が顕著に増加する。

(エ) キーパーソン条項

融資契約上、いわゆるキーパーソン条項（所定のキーパーソンを会社組織内の一定の役職に選任・維持する条項）が設けられることがある。

かかる条項は、特定の個人（特に創業者）が代替困難であると考えられるスタートアップ企業等を債務者とする融資契約において設けられることが典型的である。また、ベンチャーキャピタルファンドやプライベート・エクイティファンドが関与する LBO ファイナンスである場合には、融資契約上にキーパーソン条項を設けることが多く見受けられる。

上記の点に加えて、融資契約上、所定のキーパーソンに係る役員保険²¹の付保についても義務付けることがある。このような規定は、特定のキーパーソンの存在が事業の成長において重要であるテクノロジー関連のような特定の分野の企業向け融資においては、より一般的に設けられている。

キーパーソン条項違反や、関連する役員保険の付保義務違反については、期限の利益喪失事由になり得る。例えば、破産裁判所（Bankruptcy Court）において、債務者が役員保険を更新しなかったことについては、期限の利益喪失事由に該当すると判示された事例が見受けられる²²。

(オ) 担保目的物の範囲に関する条項

全資産担保を原則とする場合であっても、法制上又は実務上、担保設定や対抗要件具備が不可能若しくは困難又は時間的・費用的に多大な負担を伴う財産が存在し得ることから、具体的な財産又は一定の種類財産について、担保対象からの除外がされたり、対抗要件具備が猶予されたりすることがある。この場合には、担保契約において具体的に除外の範囲が規定される。

例えば、自動車に関しては、各車両が所在する地方自治体の事務所における登録が必要となり、対抗要件具備に関する実務上の負担、コストや期間等を要することに鑑みて、契約上、担保目的物の範囲から除外され得る。また、担保権の設定が契約や許認可等の違反となり得る場合においては、当該契約や許認可等について契約上担保目的物の範囲から除外され得る。

²¹ 当該キーパーソンが死亡した場合に、債務者の事業に悪影響が生じ、減収が見込まれるときに、役員保険が付保され得る。これにより、当該保険に係る保険金をローンの返済に充当できるようになる。なお、債権者は、当該保険の受益者（beneficiary）となり、保険金請求権に係る担保権を有した上で、当該保険の解約権や受益者の変更権を有することが一般的である。

²² *In re Nappi*, No. 16-20071, 2017 Bankr. LEXIS 2123, at *1 (Bankr. D. Me. July 28, 2017)

なお、国際私法上、米国法に基づく担保権の対象とならない資産（国外所在の不動産、外国で設立された子会社の株式、外国法準拠の契約等）については、担保価値と費用等を考慮し担保目的物の範囲から除外され得るが、除外されない場合には、現地法による担保権の設定がされる。

（カ）担保目的物の処分に関する条項

融資契約及び担保契約においては、一定の例外事由に該当する場合を除き、債務者による期中の担保目的物の処分を制限する条項が設定され、当該条項の違反は、期限の利益喪失事由になり得る。典型的な例外事由としては、通常の事業の過程により（in the ordinary course of business）資産が損耗したり、在庫を処分したり、投資を行ったりする場合や、債務者の事業に重大な支障を来さない通常の商業的条件での（on ordinary commercial terms）リース契約やライセンス契約を締結する場合等がある。これらの例外事由については、担保権の設定が債務者の通常の事業を阻害することを防止する観点から設けられるものであり、個別の事業特性等を踏まえた上で規定がされる。

また、債権者は、債務者が事業にとって重要な資産を処分した場合において、株主による事業への再投資やローンの強制期限前弁済を要求することがあり得る。

（キ）他の債務負担・担保提供等の制限に関する条項

全資産担保を設定する場合には、金融機関は、シニアレンダー（他の担保権者や債権者と比較して最優先順位の地位を有する債権者（担保権者））としての権利を確保するために第一順位担保権を取得することが一般的であり、この場合、特に中小企業向けの融資契約においては、後順位担保権の設定を制限する条項を設定することが多い。これは、担保資産に対する権利を確実なものとし、担保権の実行を円滑に実施するためである。担保権者の数が多くなると、問題債権処理プロセスが複雑になるだけでなく、担保権者間が合意に至るまでに相当の時間を要することになる。その結果、債務者企業の倒産確率が高まるため、金融機関は、後順位担保権の設定を好まない傾向にある。したがって、債権者は、他の債権者から後順位担保権の設定を希望する旨の申し出がされた場合には、後順位担保権を許容するというよりも、当該他の債権者によるリファイナンスを通じて既存債務の返済を受ける方が一般的である。

なお、融資契約において、新たに購入する資産について他の金融機関からファイナンスを受ける場合や後順位担保権を設定する場合には、債権者から承諾を得る必要があることが明記されている。債権者から承諾を得ることなく、後順位担保権を設定する等した場合には、債務者は期限の利益を喪失し

得る。

また、債権者は、債務者から設備購入に際して他の金融機関から借入を行いたいという相談を受けた場合には、当該設備を全資産担保の対象から除外することについて協議を行うことになる。

(ク) 被担保債権の譲渡に関する条項

被担保債権の譲渡を行うプロセスにおいては、譲受候補人は当該被担保債権に係る債務者の信用情報等を確認の上、買受交渉を行うことが一般的である。そこで、円滑な買受交渉が行われるよう、被担保債権の譲渡に際して行う譲受人候補者に対する情報提供については、融資契約上の秘密保持条項（債務者の信用情報等を正当な理由なく第三者に開示しないことを約する条項）において、債権者が債務者から受領した情報（債務者の信用情報等）に関して、提供可能である旨を定められていることが典型的である（特にシンジケートローンにおいては一般的に設けられている）。

(ケ) 担保権の実行に関する条項

UCC 第 9 編は、債務者に債務不履行があった場合の担保目的物に関する担保権者の担保権の実行手続（以下「UCC セール」という。）について規定する。

「II 1 (2) (ii) ③UCC 第 9 編に基づく担保権の実行」で後述するとおり、UCC セールにおいて私的な売却又は公的な売却が行われる場合においては、担保目的物の売却が「商業的に合理的な」方法（commercially reasonable manner）で行われる必要がある。この売却がいかなる場合において可能であるかについて争いになることを避けること等を目的として、担保契約においては担保権の実行について規定される。例えば、債務者が期限の利益を喪失した場合には、担保権者は担保権設定者に対する通知を行うことなく、①担保目的物の占有（管理）を取得し、②商業的に合理的な方法で担保目的物を売却するか（処分清算）又は代物弁済として担保目的物を取得する（帰属清算）ことができること等が定められていることが典型的である。

③ 担保資産の評価方法、審査のポイント

審査においては、事業キャッシュフローとレバレッジが重視されている。

債権者たる商業銀行は、債務者の過去 3～5 年間の財務情報（財務諸表や納税申告書等）に基づいて、将来の事業キャッシュフローの成長性や安定性を評価している。また、債務者が創業から間もない場合（起業から概ね 5 年以下である場合）には、事業性評価の参考とするため事業計画書の提出を求めることが一般的である。

一方、担保資産は、事業キャッシュフローが滞った場合の第二の返済原資

と位置付けられている。このように事業キャッシュフローの成長性と安定性をより重視している点が、担保資産である売掛債権や在庫を裏付けとして貸付を行う ABL とは異なっている。なお、債務者の事業キャッシュフローが滞った場合において、副次的に担保資産の評価を行う場合には、債務者が提出した財務情報に基づいて価値評価と存在確認を行うことが一般的である。なお、売掛債権や在庫については、経営が難しくなる過程で売却されてしまう可能性が高いため、掛け目に基づいて担保価値を評価している。貸付金額によって商業銀行の対応が異なるが、商業銀行によっては、担保価値を評価するために、債務者から売掛債権や在庫のリストを入手しているところもある。

④ 被担保債権の譲渡契約に係る制度・実務

コラテラル・エージェント (collateral agent) (シンジケートローンにおいて、個々の債権者のために自ら担保権者となり担保の管理等を行う者) が設置されていない場合、assignment and assumption (権利の譲渡及び引受け) により、被担保債権の譲渡に伴い担保権も移転させることができる。この場合、当該譲渡を反映するように担保権の公示 (perfection) の内容も変更するとともに、占有が必要な担保目的物 (質権が設定された株券等) の占有も新たな債権者に対して移転する必要がある。

コラテラル・エージェントが設置されている場合は、当初からコラテラル・エージェントを担保権者として担保権の設定が行われる (個々の債権者は直接の担保権者とはならず、コラテラル・エージェントが個々の債権者のために担保権者となる) ため、被担保債権の譲渡にあたって担保権の移転に係る手続は求められない。

⑤ 他の担保権者や他の口座開設金融機関との調整に係る制度・実務

(ア) 複数の順位の担保権者の存在

中小企業に対する貸付においては、後順位担保権が設定される例は稀であるものの、規模が大きい貸付になるにつれて、後順位担保権を設定して資金調達を行う事例も見受けられる。これは債務者が低金利で可能な限り多くの資金調達を企図していることによるものである。かかる場合、後順位担保権者としては、先順位担保権を有する債権者が弁済を受けた後に残存価値が存在し、後順位担保権者に対しても弁済がされることを見込む²³ことにより貸付を行う。このような後順位担保権の設定は、従前は、ディストレストの場面におけるレバレッジドファイナンス案件においてよく見受けられたものの、近時は、そのような場面に限らず見受けられるようになってきている。

²³ なお、後順位担保権者に対して弁済がされないリスクについては、後順位担保権者のリターン (金利部分) に織り込まれる。

なお、債務者の資産のうち、他の債権者に対して担保権が設定されている資産の有無については、UCC登録所において記録された financing statement の内容を確認するリーエンサーチ (lien search) を実施することにより、確認がされる。この financing statement は、取引の内容を確定させたり、明らかにしたりするのではなく、登録した担保権者が担保権を有しているかもしれないという警告を与える notice filing system としての役割を果たしている。リーエンサーチ (lien search) を契機とし、他の担保権者との間で契約内容の確認や債権者間協定の締結を行う。

(イ) 債権者間協定

複数の順位の担保権者の間では、担保権者間の権利関係の調整・明確化を図るために、契約時においてあらかじめ、極度額や担保権の実行時の充当方法等について債権者間協定が締結されることが一般的である²⁴。仮に債権者間協定が締結されなかった場合には、後順位担保権者は担保権の実行に関する制約を負わないことになるため、かかる合意なしに複数の順位の担保権が同一の対象物に対して設定されることは稀である。こうした合意を行っておくことで、再生局面等においても担保権者間の円滑な意思結集が可能となる。

債権者間協定の内容は、当事者間の交渉や具体的な担保構成により決められるものでありケースバイケースであるが、典型的な合意事項としては、例えば、以下のものが挙げられる。

- ・ 先順位担保権者と後順位担保権者の債権的な優劣関係（先順位担保権者が極度額の範囲内で弁済を受けた後になお残存価値が存在した場合に、後順位担保権者に対して分配される。）
- ・ 先順位担保権者の担保権が争われたり無効となったりした場合でも、後順位担保権者が先順位担保権者に劣後することを認めること（これにより、後順位担保権者が先順位担保権者の担保権を争う可能性が低くなる。）
- ・ 米国連邦倒産法に基づく法的倒産手続を含め、先順位担保権者が後順位担保権者に優先して追加融資を行うことができる、又は追加融資を後順位担保権者にさせることができるという追加融資に関する合意
- ・ 先順位担保権者が後順位担保権者への支払いに先立ち、先順位担保権者が有する被担保債権の利息を（倒産法の下で許容されない場合でも）受け取ることができるとする合意（必ずしも後順位担保権者の被担保債権は先順位担保権者の被担保債権に劣後するわけではないが、契約上の劣後される取扱いがされる。）
- ・ 先順位担保権者の同意なしに、後順位担保権者が担保権の実行や倒産手

²⁴ 先順位担保権者・後順位担保権者のいずれもが同一の資産について担保権を有する場合の他に、そもそも順位を異にするわけではなく別々の資産について担保権を有する債権者同士で債権者間協定を締結する場合も存在する。

続におけるオートマティックスステイの解除を求める等の特定の行動を取らないとする旨の合意

- ・ 後順位担保権者による担保権実行について先順位担保権者から制約を受けることを避ける目的で、先順位債権の期限の利益が喪失した場合において、後順位担保権者が、額面金額等²⁵により先順位債権を買い取ることができる権利

なお、実際にどのようなタイミング・方法で担保権の実行をするかは個別の事情を踏まえて判断されるが、先順位担保権者は、たとえ後順位担保権者に損失が生じるような場合であっても先順位担保権の実行に踏み切ることが珍しくない。これは、担保権の実行が商業上合理的な方法により行われる必要がある点を除き、先順位担保権者が後順位担保権者の有する担保価値を保全する一般的な義務は存在しないためである。

(ウ) 他の口座開設金融機関との調整

他の口座開設金融機関との調整が必要となる預金担保の設定は、ファイナンスの構造や当該口座の重要性等に鑑みて個別案件ごとに検討されることになる。

預金担保の設定にあたっては、預金担保権の優先権を確保するとともに、当該担保権に公示を得るために、担保権者、債務者及び口座開設金融機関の間において、預金口座コントロール契約 (Deposit Account Control Agreement)²⁶の締結が行われる。また、これに代わる方法 (かつ、担保権者としては、より優先度の高い方法) として、債務者口座の所有権 (ownership) 自体を担保権者に移転させる (当該口座の名義について、債務者ではなく、担保権者とする) ことにより、当該担保権に公示を得ることも行われる。

(ii) 期中のモニタリング方法

① 貸出期間中の担保価値のモニタリング方法

(ア) 財務状況のモニタリング

キャッシュフローレンディングにおいては、事業キャッシュフローが一義的な返済原資であるため、モニタリングでは、延滞が生じる前に、事業キャッシュフローの脆弱性を検知することに主眼が置かれている。

債務者の財務状況のモニタリングは、債務者が提出した財務情報と財務コベナントの遵守状況に基づいている。中小企業の場合には、財務情報の提出

²⁵ 額面金額とは、融資契約に基づき、元本返済日に返済を受けることができる元本の金額をいう。なお、経過利息、清算金及び遅延損害金等の取扱いについても規定される。

²⁶ 金融機関の預金口座に保管された現金に関しては、担保権者が金融機関の預金口座又は現金を「control」していなければ、担保権は成立しない。具体的には、金融機関に預金口座コントロール契約 (Deposit Account Control Agreement : DACA) を締結させ、一定の条件の発生時 (債務不履行発生後等) に金融機関が担保権者からの指示に従うことに同意することで実現される。

頻度は、企業規模に応じて、四半期から年次まで異なり得る。

モニタリングにおいては、財務状況の悪化を早期に捉えるために、事業キャッシュフロー、負債、支払利息、経費や税金などのヒストリカルなトレンドに着目している。例えば、前期や前々期の財務状況と比較して、財務コベナントの抵触に近づいているか等の確認を早期に行っている。新型コロナウイルス感染症の拡大を受け政府支援²⁷が実施された際には、商業銀行は、2020年第4四半期には、ストレス・テスト等を活用し、業種別又は取引先ごとに政府支援が終了した場合の財務的な影響を把握し、その結果に基づいて、取引先と今後の対応についての話し合いを開始した。また、2022年第1四半期以降は、金利上昇やインフレーションの事業キャッシュフローへの影響を分析し、その結果を債務者とのコミュニケーションに活用している。

債権者がモニタリングにおいて、事業キャッシュフローに懸念を抱いた場合には、債務者に理由を確認するのみならず、債務者の資金決済口座の動きに対しても確認を行っている（この場合においても、ヒストリカルなトレンドに着目している）。

（イ）債務者との関係性維持

債務者の財務上の問題を早期に特定するためには、金融機関が債務者と良好なコミュニケーションを維持することが重要であると考えられている。この点において、リレーションシップマネージャー（融資担当者）の果たす役割は大きい。リレーションシップマネージャーの役割は、債務者とのリレーションシップを構築・維持すること、債務者の金融ニーズに対応すること（営業）、債務者の経営上の問題を早期に検知することにある。

2008年の金融危機以降、リレーションシップマネージャーのリスク・マネージャーとしての役割が高まった。期中モニタリングにおいて懸念事項が生じた場合には、リレーションシップマネージャーが企業の経営者や担当者に対してその理由を尋ねている。また、四半期に一度経営者や担当者と面談し、業績について話を聞いているという商業銀行もある。業績について定期的に話し合える関係が構築できると、企業の経営者や担当者も商業銀行に対して何でも相談してくれるようになるため、商業銀行はこのような良好な関係を構築・維持することに日々努力している。

また、リレーションシップマネージャーだけでなく、審査担当者が直接企業の経営者や担当者と話をするなど、顧客が商業銀行にアクセスしやすいように複数の顧客接点を提供している商業銀行もある。これは、営業だけでなく、モニタリングにも役立っている。

²⁷ 代表的な中小企業に対する金融支援は、給与保障プログラム（paycheck protection program）。

② 全資産担保に基づく融資のモニタリングコストの考え方

定期的に担保資産（売掛債権、在庫・設備等）の評価や存在確認を行う ABL とは異なり、キャッシュフローレンディング（全資産担保融資を含む）の場合は、債務者の財務状況のモニタリングが主となる。このため ABL に比べ、モニタリングに係るコストは低く、そのコストは貸付金利に含まれる²⁸。一方、ABL の場合は、担保資産の評価や存在確認に伴うコストは、手数料として債務者に徴求している。商業銀行では、ABL の手数料は融資金額に応じて決まり、月額 500 米ドルからとのことである（これには売掛金回収サービスも含まれる。）。

③ レンダーライアビリティの考え方や制度とそれによる実務上の制約

（ア）レンダーライアビリティの制度

レンダーライアビリティ（lender liability）は、債権者が、その行為により債務者に生じた損害につき責任を負うというものである。レンダーライアビリティは、主に、債権者が債務者に代わって何らかの決定を行ったり、債務者の事業に関して過度に細かく管理したりする局面において問題となるものである。

このため、商業銀行は、レンダーライアビリティを負うことを回避するために、債務者にこうしたらよい、こうすべきなどと経営に口を出すことはない。こうした考え方は、リレーションシップマネージャーや審査担当者にも徹底されている。また、企業の経営者や担当者と会話した場合には、その内容を必ず記録している。なお、問題債権処理プロセスにおいて、商業銀行は、債務者の経営状況に関する説明に満足がいけない場合や再建計画に同意できない場合には、経営に口出しをするのではなく、多くの質問をし、納得のいくまで説明を求めるといった対応をしている。この点からも、商業銀行は、日頃から債務者と良好な関係を構築・維持することが不可欠であると考えており、そのために日々努力を行っている。

債権者がレンダーライアビリティを負うことを回避する観点からは、融資契約において免責条項を含める等の対応がとられている。具体的には、期限の利益を喪失させる前に債務者に対して通知を行うこと、裁判資料となり得ることを見越した上で、内部資料を含め、融資契約に関連するものについては全て書面化すること、債務者の事業に対する過度な介入を回避すること、デフォルトに陥った債権については、専門家に引き継ぐこと等の手法がとられている。

さらに、商業銀行が顧客に対して誠実に対応することも求められている。

²⁸ Federal Reserve Board によれば、2023 年 1 月 10 日時点のプライム金利（銀行が短期の商業ローン金利を決定する際の基準金利）は、7.50% である。

商業銀行は、顧客が約束を守らない、虚偽の事項を述べるといった、債権者に非協力的である場合を除き、問題債権処理プロセスにおいてのみならず、常に顧客に協力的であることを基本方針としている。債務者の経営に口を出さない理由は、レンダーライアビリティを負うことを回避する点のみならず、債務者の意思を尊重することが重要であると考えられている点にある。

レンダーライアビリティの追及は、1980年代には頻繁にされていたものの、上記のような融資契約におけるドラフト手法の変化や、債権者による権利行使方法の変化等に伴って、近時はあまり見られなくなってきている。

(イ) 全資産担保に伴うレンダーライアビリティの考え方

レンダーライアビリティは、担保目的物の範囲ではなく、もっぱら債権者の行為に着目して適用される。したがって、担保目的物の範囲が限定的であっても、債権者が債務者に対して支配力を及ぼしている場合には、レンダーライアビリティが生じ得る。全資産担保による場合には、債権者が債務者に対して支配力を及ぼす機会が増え得る側面があるとはいえ、債権者の責任は、全資産担保による場合に限らず、あくまで債権者の行為に起因して生じた債務者の損害に着目して判断される。

④ 経営者が事業価値の維持・向上に協力する要因

債権者にとっては、債務者の事業キャッシュフローの問題を早期に検知し、解決すること、すなわち債務者の事業継続を確実なものとするのが重要であり、それが、債権者のみならず、債務者にとっても良いことであるとの認識を有している。債権者が早期の段階で経営上の問題を特定した場合、米国において債務者は総じて債権者に協力的である。また、債務者としては、債権者との関係が悪化したり、事業継続の確実性に疑義を持たれたりした場合は、債権者に事業譲渡や事業の解体等に踏み切られる可能性が高まるため、そうした事態を回避する観点から、債権者に対して協力する動機を有し、各種コバナンツの遵守や事業の価値の維持・向上に強いインセンティブを持つことになる。

また、法令上の明文はないものの、デラウェア州裁判所の裁判例等において、会社が財務破綻又はこれに近い状態にある場面では、債権者一般の利益を図ることも会社の利益に含まれ、経営者が債権者の利益を無視した行動をとった場合は経営者の義務違反を構成し得るとされている²⁹。こうした規律付けも経営者が事業価値の維持・向上に強いインセンティブを持つ要因の一つとなる。

なお、債権者との関係における直接的な規制ではないが、経営者は、株主

²⁹ Commentaries and cases on the law of business organization sixth edition p132,133

その他の出資持分を保有する者に対して、信認義務³⁰ (fiduciary duty) を負う。経営者は、信認義務として善管注意義務 (duty of care) を負っているところ、その内容として、会社が採り得る選択肢を合理的に評価・判断する義務を負う。もっとも、経営者は、その意思決定が恣意的でない限り、最終的にその意思決定が事業価値を減少させたとしても損害賠償責任を負わないとする経営判断原則 (business judgment rule) により保護されている。したがって、経営者の責任を訴訟上追及するにあたり、経営判断原則による保護がないと判断されるためには高いハードルが存在する。なお、経営者に対するこの種の訴訟の原告適格は、債権者ではなく、株主その他の出資持分を保有する者に限られている。

(2) 実行再生局面

(i) 全資産担保権の実行に至るまでの確認事項と実務上の対応

① 経営状況の悪化の兆候がある時の対応

債権者と債務者との間のコミュニケーションやモニタリングを通じて、財務コベナントの抵触、支払遅滞や事業キャッシュフローに懸念がある場合等、経営悪化の兆候³¹を察知した場合には、債権者は債務者の経営・財務状態を確認するため、早期の話し合いを行う。その話し合いによって、債務者の事業継続に向けた目線合わせを行い、経営状況に支障が生じないように、必要に応じてモニタリングを強化していく等の対応を行う。

② 経営状況の悪化が判明した時の対応

(ア) 経営状況の悪化が判明した場合の確認事項

債務者の経営状況が悪化した場合には、米国の実務上、債権者がまず確認する事項は、一般的に、以下3点である。

(a) 期限の利益喪失事由発生の有無

第一に、ローン契約に基づく期限の利益喪失事由が発生しているか否かの確認である。期限の利益喪失事由は、概ね、コベナント（財務コベナント、アファーマティブ・コベナント³²、ネガティブ・コベナント³³）の違反、表明保証違反、支払いの不履行及びその他の事由（クロスデフォルト、クロスア

³⁰ 相手方の信頼を受け、相手方の利益を念頭に置いて行動又は助言をしなければならない者が、相手方に対して負担する会社法上の義務をいう。

³¹ その他の経営悪化の兆候には、株価の下落や外部格付の格下げ、流動性その他の財務上の懸念、期限の利益喪失事由の発生、その他（重大な訴訟提起・行政処分、許認可の取消し、経営陣の退任、従業員・店舗数の大幅削減等）の事情が挙げられる。

³² 債務者が融資契約期間中に行うべき作為義務を規定したものをいう。例えば、財産・経営状況の報告義務や調査に対する便益の提供義務等が挙げられる。

³³ 債務者が融資契約期間中に行ってはならない不作為義務を規定したものをいう。例えば、第三者等に対する担保提供の禁止や事業内容変更の禁止、重要な資産の処分等の禁止等が挙げられる。

クセラレーション³⁴、倒産関連事由等)に分類することができる。

また、コベナンツ違反の場合は、その前提として、融資契約上定められる、①債務者への通知の要否及び②違反状態を解消するための治癒期間の経過が規定されているか、また上記①②いずれも充足しているかを確認することが必要となる。

例えば、融資の利息の不払いが生じた場合、債務者への通知を行う必要はないものの、(短期間であっても)治癒期間の経過が通常定められている一方で、元本の不払いについては、必ずしも治癒期間が必要とならないことも多い。

なお、契約上、債務者に対して治癒期間が認められている場合でも、期限の利益喪失事由発生後に債権者が別途同意しない限り、当該治癒期間中、債務者は(仮に融資枠が残っていたとしても)追加融資を要求する権利を有しないと考えられている。

(b) 治癒期間の経過

第二に、期限の利益喪失事由に治癒期間が設定されている場合には、所定の事由が生じたのち、かかる治癒期間が満了することによって、融資関連契約上の期限の利益喪失事由に該当することとなる³⁵。

(c) 期限の利益の喪失

第三に、債権者は、通常、債権回収に向けた権利行使を行う前に期限の利益を喪失させる必要がある。例えば、ローンの元利金の支払期限が到来したにもかかわらず、不払いが生じている場合、債権者は、権利行使に先立って、まず元本残高、利息及び手数料等の支払いを請求できる状態にするため、期限の利益を喪失させる必要がある場合が多い。

(イ) 約定の見直し

以上のほか、米国では、経営状況の悪化等への対応策として、債権者と債

³⁴ クロスデフォルト及びクロスアクセラレーションは、いずれも債務者の他の債務又は債務者が当事者となっている他の契約において問題が生じたことを信用不安の徴憑と捉えてトリガーとして規定することにより、債権回収局面において他の債権者と同等の地位を得ることを確保し、当該他の債権者に後れを取ることがないようにする目的で規定される。クロスデフォルト条項は、他の債務についてデフォルト(債務不履行)が生じた場合を期限の利益喪失事由とする規定であり、クロスアクセラレーション条項は他の契約において期限の利益を喪失した場合に当該債務の期限の利益を喪失させる規定である。

³⁵ 具体的な治癒期間は、期限の利益喪失事由の種類によっても異なり、例えば、以下のような分類が可能である。

- ① 元本支払いの不履行：治癒期間なし
- ② 利息支払いの不履行：治癒期間は、2-5日から最大で30日
- ③ 誓約事項(コベナンツ)違反：アファーマティブ・コベナンツ違反は概ね30日程度、ネガティブ・コベナンツ違反は治癒期間なし、財務コベナンツ違反は治癒期間なしと扱われることも多いものの、近時においては一定の治癒期間が設けられることもある。

務者との間で一時猶予契約 (forbearance agreement)³⁶が締結されることが少なくない。

一時猶予契約は、特定の契約における期限の利益喪失事由の解消に向けた交渉、又は、(複数の借入について問題が生じている場合に) より包括的なリストラクチャリングの実施に向けた交渉を債権者と債務者とが行う間に、事業価値の毀損を防ぐ観点から定められる。一時猶予契約の締結を通じて、債権者の担保目的物に対する権利が保護され、債権者は債務者への規律付けを効かせやすくなる。

一時猶予契約は、債権者と債務者との間での度重なる交渉の結果であり、一時猶予契約の典型例を提示することは難しいが、いくつか具体的な条項の例を以下で紹介する³⁷。

- ・債務者が担保の設定・追加を行うことを制限する内容の規定 (担保権の追加設定、対抗要件が具備されていない担保権についての対抗要件具備等を含む。)
- ・既存の融資契約に規定されていない追加的な条件の設定 (キャッシュフローやその他財務報告の詳細化やその頻度を高めること³⁸、又は最高再建責任者 (CRO : Chief Restructuring Officer) の任命³⁹等)
- ・既存の融資関連契約に基づき発生した期限の利益喪失事由の特定 (さらに、債務者自身による当該事由が発生したことの確認)
- ・事業活動に係るより制限的なコベナントの追加
- ・担保権の有効な設定・対抗要件具備に関する規定

³⁶ ここでいう一時猶予契約 (forbearance agreement) は、一時停止契約 (standstill agreement) と同義である。

³⁷ このような条項は、中小企業とのローン契約における一時猶予契約であっても含まれることが多い。

³⁸ キャッシュフローその他財務報告の頻度を高めることに関する債権者に有利な規定例は例えば以下のとおり。

“At all times during the Forbearance Period, by the close of business of the Tuesday of each week, the Borrower shall have delivered to the Lender a Weekly Cash Flow Forecast and a Weekly Variance Report [for the prior week]. The Borrower will perform in accordance with the Weekly Cash Flow Forecast, subject to the following: (i) the Borrower’s actual collections shall not be less than [85%] of the projected amounts set forth in the Weekly Cash Flow Forecast for such item, (ii) the Borrower’s actual inventory shipments shall not be less than [90%] of the projected inventory shipments set forth in the Weekly Cash Flow Forecast for such line item, and (iii) the Borrower’s actual expenses and cash expenditures shall not be greater than [110%] of the projected expenses and cash expenditures set forth in the Weekly Cash Flow Forecast on a total and line item basis.”

³⁹ CRO の任命に関する債権者に有利な規定例は例えば以下のとおり。

“At all times during the Forbearance Period, the Borrower shall continue to retain a chief restructuring officer acceptable to the Lender (the “CRO”), at the sole cost and expense of the Borrower. The scope and terms of the CRO’s employment will be acceptable to the Lender. The Borrower further covenants and agrees that the Lender (including any of its representatives, agents, or independent contractors) is hereby authorized to communicate directly with the CRO (without interference from the Borrower) regarding any and all matters related to the Borrower.”

- ・債権者の財務・法務アドバイザー報酬の債務者負担に関する規定

(ウ) 追加融資の判断・対応

「Ⅱ 1 (2) (ii) ② (イ) (d) 全資産担保権者の交渉上の立場」でも詳述するとおり、経営状況が悪化した債務者が追加融資を必要とする場合、当該融資を提供できるのは、実質的には、既存の第一順位の担保権者のみ（全資産担保権者であることが多い）であることが少なくない。

特に、裁判所の承認の下、主として旧経営陣が経営を担う状況で追加融資（DIPファイナンス）が実行されることが想定されるケースにおいては、債権者は追加融資の提供者として、融資契約上、米国連邦倒産法第 11 条の再建型の手続（チャプター11）に関連する条件を規定することができる。例えば、以下のような条件がこれに含まれる。

- ・債務者が特定の目標を達成するために必要なマイルストーン（債務者企業の売却やチャプター11再建計画案の提出等を含む。）
 - ・債務者が再建計画案の提出に係る独占的権限を有する期間延長の権利を制限する規定
 - ・債務者の事業運営のための詳細な予算案に関する規定
 - ・債務者が債権者に対して有する可能性がある請求権の放棄
- また、その他、一般的な追加融資の契約に規定される条件は、例えば、以下のとおりである。
- ・財務情報の情報提供に関する規定（例えば、キャッシュフローの週次報告、サイト・ビジット、経営陣とのインタビュー実施等）
 - ・弁済の順序に関する規定
 - ・追加融資の用途に関する規定
 - ・追加担保の設定、条件、制限に関する規定

(エ) 担保権の実行（債権回収の方法）

以上を踏まえ、債務者と債権者との間で、一時猶予契約の締結がされず、追加融資も実行されない場合には、債権者としては、全資産担保権を実行することにより回収の最大化を図る可能性がある。なお、後述「Ⅱ 1 (2) (ii) 全資産担保権に係る実行」のとおり、債権者による担保権の実行方法等としては、任意の事業譲渡、UCC に基づく担保権の実行、ABC、レシーバーシップ、363 条譲渡など複数の方法がある。

具体的には、債権者が返済猶予に同意しない限り（又は債務者が米国連邦倒産法に基づく手続を開始しない限り）、債権者は、例えば、担保権の実行等の方法をとることができる。

各個別資産については、例えば、債務者が有している自社又は他社の株式に担保権が設定されている場合、債権者は、担保対象である株式の発行会社

の取締役を解任して交代させることにより、その株式に対するコントロール権を行使することができる。売掛債権に担保権が設定されている場合、債権者は、担保対象である売掛債権の第三債務者に対して、担保権者である自らに直接支払いを行うよう請求することができる。預金口座に担保権が設定されている場合、担保対象の口座からの引出を阻止する（又は当該口座から直接資金を引き出す）ことができる。さらには、担保対象となっている機械設備その他の動産の所有権を取得することもできる。なお、動産に設定された担保権の実行等による所有権の取得に関しては、当該所有権の取得を目的とした、債務者の敷地への侵入や敷地に係る権利の侵害は認められない（かかる侵入又は侵害は、治安妨害罪（breach of the peace）を構成し得る。）。

もっとも、後述「Ⅱ 1（2）（ii）②（イ）（c）債務者のアプローチ」のとおり、担保権者が、担保権の実行等の方法をとることにより、債務者の有する他社の株式に対するコントロール権を行使したり、担保目的物を売却したりすることは相当な負担（売却先の探索や競売手続の実施等）であり、容易ではない。そのため、債権者は、任意の事業譲渡や事業を一体として譲渡する手続についても、事業価値の毀損の状況や債務者の協力の有無等を考慮し検討する。

なお、債務者が期限の利益を喪失した場合には、担保権者である債権者は、司法手続を経ることなく担保目的物を処分できることになる。この場合において、担保目的物の処分は、あらゆる点において、商業上合理的（commercially reasonable）であることが要求される。この基準は、一般的には、認識された市場（recognized market）における通常の様態によること、認識された市場における処分時の時価によること、当該担保目的物の性質に応じて、処分方法として商業上合理的であること等を要求するものである。

また、担保権者は処分前に担保目的物を自ら取得することなくして、担保目的物の全部又は一部を処分することができる。もっとも、原則として、担保権者は、債務者や他の担保権者（後順位担保権者等）に対して、担保目的物の処分について、合理的な通知を行うことが必要である。また、担保目的物の処分がされる場合には、市場原理の下で、入札金額が最も高い入札者に対して、売却される必要がある。担保目的物の処分により、被担保債権の金額を超えて売却された場合には、担保権者は自らの被担保債権について回収を行った上で、債務者に対して、かかる超過金額につき報告して、速やかに返還する必要がある。

担保権実行に関する債務者の権利及び担保権者の義務の多くは、免除又は変更することができないか、期限の利益喪失後の限られた状況でのみ免除又は変更することができるにとどまる。例えば、担保目的物の処分に関する通知義務の免除については、担保権者としては、期限の利益喪失前にあらかじめ

めされた免除に依拠することはできず、期限の利益喪失後に、債務者が免除した場合に限って、当該免除が有効と考えられている。

③ 債務者と担保権者以外のプレーヤーの関係・役割

(ア) 概要

米国の事業再生や事業の清算の場面においては、立場の異なる様々な当事者が登場する。本項では、こうした関係当事者間の相互作用の実態について、債務者・担保権者以外のコンサル・投資家等の当事者を中心に概説する。

(イ) ブローカー・コンサル

担保権者である債権者が担保目的物を処分する場合（担保権者が債務の全額若しくは一部の返済を受けるために担保権の保持を望まない場合、又は債務者が担保権を保持することに反対する場合にかかる処分が必要となる。）、当該債権者は、「商業的に合理的な」方法（commercially reasonable manner）（詳細については「Ⅱ 1（2）（ii）③UCC 第9編に基づく担保権の実行」参照）で売却を行ったことを証明するため、ブローカーやコンサルを雇って担保目的物に対する最低限のマーケティングや入札手続を行うことが多い。債務者が中小企業である場合であっても、担保目的物の処分のためにブローカーやコンサルが起用されることが多い。このような場面におけるブローカーやコンサルとは、一般的な M&A の手続における投資銀行のような役割を担う専門家ではなく、例えば、オークション主催者のような役割を担うアドバイザーであって、担保目的物処分のための最低限の活動（例えば、データルームの設置、担保目的物売却に関する広告掲載、潜在的買主に対する担保目的物売却の告知・宣伝等）を行う。そのため、費用も過度に大きくはならない。

他方で、UCC 第9編の対象ではない不動産の担保権の実行では、債権者は、競売人を雇った上で法律上定められた売却の広告を出すことが多い（専用のウェブサイトを用いるのが一般的である）。

(ウ) 投資家

米国では、シンジケートローン債権取引向けの非常に活発なセカンダリーマーケットが存在し、金融機関がその保有する債権を売却したいと考える場合には、当該マーケットを利用する。担保権者が自ら債務者との関係性からエグジットして、被担保債権を投資家に売却した場面において、当該投資家と債務者との間には、複雑な相互依存関係が存在することがある。

窮境している債務者の債権が投資家の手に渡った場合、投資家によっては、必ずしも冷静沈着で企業との「関係性」やレピュテーションを重視しているとは限らない者もいる。投資家は、主として経済的利益の追求を目的とする

ことが多いため、必ずしも債務者との関係性やレピュテーションを重視しているわけではない。そうした投資家は、通常、リターンをより重視しており、究極的には債務者を所有し、経営することも厭わないことが多い。債務者の所有及び経営、さらにその後の売却が債権投資の主たる目的であるケースも存在する（いわゆる「loan-to-own」）。

こうしたディストレスト投資家は、さらに、その投資意欲の高さ、資金へのアクセス、リストラクチャリングに関するソリューションの柔軟性、リスクテイクできる能力、同種の企業を運営した実績等をセールスポイントとして提示する。ディストレスト投資家は、必ずしも窮境状態にある債務者との関係性を重視することはないかもしれないが、当該債務者が直面する課題を克服するための解決策を見出す手助けをする適格性を有する可能性が高い。

（エ）取引債権者

チャプター11 手続開始前においては、取引債権者に対する支払いが滞ることは想定されづらいため、取引債権者の処遇が交渉上の論点となることは滅多にない。他方、債務者のキャッシュフローが相当程度限定されており、商品やサービスのサプライヤーに対する支払いを行うことができない場合に、債務者が支払いを遅延すると、重要なサプライヤーによるサービスや商品の供給停止のリスクが増大することになり得る。支払遅延が継続すれば、不満を募らせたサプライヤーが倒産手続の債権者申立てを行う可能性をも高めることとなる。したがって、取引債権者はチャプター11 開始前においてリストラクチャリングの協議の場にあまり参加することはないものの、債務者にとっては、債務者と担保権者（債権者）との間でリストラクチャリングの交渉が行われている間、取引債権者との関係を維持することは、円滑なリストラクチャリングの遂行にとって不可欠であるといえる。

ひとたびチャプター11 手続が開始すれば、取引債権者を含む無担保債権者委員会が正式に組織される。無担保債権者委員会は、多くの場合、担保権者がどのようなアクションを債務者に求めているかをチェックする機関として機能する。なお、当該無担保債権者委員会に関して生じる専門家報酬と諸経費は債務者によって支払われる。

（オ）倒産裁判所及び裁判官

「Ⅱ 1（2）（ii）③UCC 第 9 編に基づく担保権の実行」で後述するとおり、UCC 第 9 編に基づく全資産担保権の実行では裁判所は関与しない一方、チャプター11 手続開始後は、倒産裁判所が重要な役割を果たすことになる点も重要なポイントである。チャプター11 手続開始後、債務者が融資取引や通常の業務の範囲（ordinary course of business）内の事業活動に属しない取引を行うには、倒産裁判所の承認が必要となる。米国の倒産裁判官は

専門職裁判官であり⁴⁰、総じてビジネス感覚をも持ち合わせている。多くの投資家にとっては、外国で投資を行う際に、法的な執行可能性に関して一定水準以上の信頼性が担保されることが望まれるため、米国倒産裁判官の有する上記特徴は、投資家が重視するポイントとして繰り返しクローズアップされる。

(ii) 全資産担保権に係る実行

① 全資産担保権に係る実行方法

(ア) 概要

米国の実務において全資産担保権を実行するために用いられる主な方法としては以下のものがある。

(a) 任意の事業譲渡

全資産担保権者と債務者及びその他の利害関係者との合意に基づき、裁判所の関与なくして、債務者が全て又は実質的に全ての事業を第三者の買主に譲渡し、全資産担保権者がその売却代金から弁済を受ける方法である。

(b) UCC に基づく担保権の実行

UCC 第 9 編を採用する州法に基づき、裁判所の関与なくして、全資産担保権者が担保目的物を売却し又は自ら取得することにより被担保債権の弁済を受ける方法である。

(c) Assignment for the Benefit of Creditors (ABC)

州法に基づき、債権者と債務者の合意により、債務者が全ての資産を譲受人 (assignee) に譲渡し、譲受人がこれらの資産を現金化し、債権者に分配する清算手続である。

(d) レシーバーシップ (receivership)

当事者の申立てにより裁判所が選任したレシーバー (receiver) が債務者の資産及び事業について保全、管理、処分等を行う手続である。

(e) 363 条譲渡 (チャプター11)

法的倒産手続において、債務者又は管財人が、米国連邦倒産法第 363 条に基づき、裁判所の許可を得て、再建計画に基づくことなく債務者の通常の業務過程外で債務者の資産を譲渡する方法 (以下「363 条譲渡」という。) である。

⁴⁰ 例えば、一定年数以上の倒産実務の経験がある弁護士が米国倒産裁判官に起用されるケース等がある。

なお、上記以外の担保権の実行方法として、債務者の株式に設定された株式質権を実行する方法がある。すなわち、債務者が全資産担保権を設定する場合に、それに加えて債務者の株主（持株会社、保証人になっている個人株主等）が有する債務者の株式に質権を設定することがあり、その場合には全資産担保権者はその株式質権を実行することができる。もっとも、このような株式質権は、債務者ではなくその株主により設定されるものであるし、債務者の資産によって全ての債権者に弁済がされた後に残る株式価値を把握するものに過ぎず、当該全ての債権者に劣後するものであることから、全資産担保権に付随するものであると位置付けられる。

（イ）各方法の一般的な特徴

上記の全資産担保権を実行するために用いられる各方法について、一般的な特徴を整理すると、以下のとおりである⁴¹。

	任意の事業譲渡	UCC セール	ABC	レシーバシップ	363 条譲渡
裁判所の関与	なし	なし ⁴²	州による	あり	あり
債務者等の協力が必要か	必要	不要 ⁴³	必要	不要	必要
後順位担保権を強制的に削除できるか	できない	できる	できない	原則できない（ただし例外としてできる場合あり）	できる
費用	低い（ただし場合による）	低い	中程度	高い	高い
公平な第三者の決定又は裁判所の許可	不要	不要	必要	必要	必要
契約関係の移転時における当該契約相手方の同意	必要	必要	必要	必要	不要
実行までのスピード	場合による	早い	早い	遅い	表中の他の手続に比べ遅い ⁴⁴

⁴¹ Sheppard Mullin, Lenders' Alternative Liquidation Strategies for Defaulted Loans Secured by Personal Property, 25 J. Tax'n F. Inst. 29 記載の一覧表を参考にして作成。

⁴² ただし、担保目的物の占有を取得するために裁判所の関与が必要になる場合がある。

⁴³ ただし、担保目的物の占有を取得するために債務者の協力が必要になる場合がある。

⁴⁴ 363 条譲渡は、チャプター11 申立後 60 日以内という短期間で完了する場合が多いが、UCC セールや ABC のように早い場合には数週間程度で完了し得る他の手続と比較すると時間がかかるといえる。

(ウ) 各方法を選択する際に検討する要素⁴⁵

全資産担保権に係る実行のためにどの方法を選択するかは、各事案の個別の事情等によって異なるが、一般的には、以下の点を検討する必要があるとされる。

- ・全ての当事者が協力的か：一般的には、債務者及び保証人等の当事者が協力的である場合は、裁判所外での方法が選択可能である。他方、債務者及び保証人等の当事者が非協力的である場合は、裁判所での方法を選択せざるを得ない⁴⁶。
- ・費用：363条譲渡とレシーバーシップにおいてはより高額な費用を要するのが一般的である（前者はチャプター11 手続及び 363 条譲渡の手続に係る専門家費用等が高額になる傾向があり、後者はレシーバー選任の申立てに係る費用及びレシーバーの報酬等が発生する。）。他方、裁判所外での方法（任意の事業譲渡、UCC に基づく担保権の実行等）は一般的により低い費用で行うことが可能である。ABC は一般的に 363 条譲渡やレシーバーシップよりは費用が低い、譲受人に対する報酬等の支払いを要するため、他の裁判所外での方法よりは費用が高くなるのが一般的である。
- ・裁判所又は公平な第三者が関与すべきか：資産等の売却を行うにあたって裁判所又は公平な第三者による決定又は許可が必要となる場合は、債権者の詐害行為、偏頗弁済等のリスク、債務者の税務上又は労働法上の責任に関するリスク、後述のとおり UCC に基づく担保権の実行において求められる「商業的に合理的な」方法（commercially reasonable manner）による売却でないとされるリスクを軽減することが可能である。また、そのような場合、買主としても、承継人責任（successor liability）⁴⁷等のリスクを軽減したいと考えるため、買主がこのような観点からどの方法をとるかを指示することもある。
- ・後順位担保権を削除する必要があるか：後順位担保権を削除する必要があるが後順位担保権者がそれに非協力的である場合、強制的に後順位担保権の削除ができる 363 条譲渡か UCC に基づく担保権の実行が選択肢となる。
- ・保全すべき企業価値があるか：債務者に企業価値又は継続企業価値がある

⁴⁵ Sheppard Mullin, Lenders' Alternative Liquidation Strategies for Defaulted Loans Secured by Personal Property, 25 J. Tax'n F. Inst. 29 参照。

⁴⁶ ただし、一定の例外がある。例えば、UCC に基づく担保権の実行の場合、原則として裁判所の関与はないが、債務者が非協力的である場合、資産売却等の前提として担保目的物の占有を取得するために、裁判所の関与が必要になる場合がある。他方、363 条譲渡の場合、債務者（又は管財人）が 363 条譲渡の許可の申立てを裁判所に行わない限り、363 条譲渡を行うことができないため、裁判所での手続ではあるが債務者の協力が必要になる。

⁴⁷ 承継人責任とは、組織再編行為等により承継人（successor）が前主（predecessor）から承継する債務等の義務・責任を指す。前主である企業の負担する不法行為責任、製造物責任、環境保全に関する責任、雇用主としての法的義務、刑事責任等が承継人にも承継されることになるかがよく議論となる。

場合、それをなるべく毀損しないことが重要になる。売却プロセスの始期から売却の実行までの間に債務者が事業を継続する必要がある場合には、その期間が最短となる方法又はそのような事業の継続が可能となる方法を選択する必要がある。

- ・担保目的物に契約が含まれるか：担保目的物に契約を含む場合で契約の相手方の同意なく当該契約を譲渡する必要があるときには、363条譲渡が選択肢となる。

② 任意の事業譲渡

(ア) 概要

債務者と担保権者（及びその他の当事者）との間の合意により、債務者の資産又は事業を第三者に売却しその代金を債務の一部又は全部の返済に充てる又は債務者が債務の弁済として資産又は事業を担保権者に譲渡する方法である。任意の事業譲渡は、債務者の事業の再生（財務リストラクチャリング）として行われる場合もあれば、債務者の清算のために行われる場合もある。

(イ) 債務者が窮境に陥った場合の当事者の一般的な行動

(a) 一般的な商業銀行の対応

債務者がある程度規模の大きい企業である場合、商業銀行が、全額回収が難しくなったローン債権を継続して保有することは、米国では一般的に珍しいといえる。いわゆるリーマン・ショック後に強化された商業銀行の自己資本比率規制により、商業銀行はバランスシートの健全性を強固に維持することが求められている。ローン債権がいわゆるディストレスト債権となった場合、自己資本比率規制の観点から、当該債権をバランスシートにのせ続けるよりも、売却して損切りした方が望ましいケースも少なくない。また、米国において、商業銀行は、債務者が追加の資金調達を行う必要があると判断する場合において、損切りを行うことを好み、そのような追加の融資を行わないこともしばしばあるものと考えられる（そのため、そのような状況に至らないよう、早期の経営状況の悪化の兆候の検知等に努める）。なお、前述「Ⅱ 1（2）（i）③（ウ）投資家」とおり、米国では、主にシンジケートローン債権取引向けのセカンダリーマーケットが発達しているため、商業銀行にとっては、ディストレスト投資家への売却といった選択肢も存在する。

一般的に、担保権者が被担保債権を譲渡するかどうかは、様々な事由によるが、①最悪のシナリオ（典型的には清算による担保物の処分）になった場合に担保権者がどの程度の価値を回収できると考えているか、②担保権の実行に必要な手続を行うことがどの程度難しいか（例えば、費用、債権回収を行うための時間等）、③実際にセカンダリーマーケットで債権の譲渡が可能

かなどを検討する機会が多い。上記③については、債務者の規模、債権の額、担保物の性質及び価値、債権がシンジケートローン債権か相対の融資のローン債権か等によるものと思われる⁴⁸。

(b) 債権者のアプローチ

前述「Ⅱ 1 (2) (i) 全資産担保権の実行に至るまでの確認事項と実務上の対応」のとおり、債権者は、期限の利益喪失事由が発生した場合であっても、必ずしも期限の利益を喪失させたり、担保権の実行を開始したりするとは限らない。むしろ、債権者側も債務者側も、担保権の実行等の権利行使が一つの可能性としてあり得ることを常に認識しつつも、①債務者による一定の行為（例えば重要な資産売却等）を阻止・制限する必要がある場合や、②債務者との交渉が行き詰まってしまったような場合でない限り、債権者が担保権の実行等に踏み切るとは、たとえ債権者の中で最も急進的なタイプの債権者であっても、通常はあまりないというのが米国実務家の実務感覚のようである。

担保権の実行等の可能性があるという脅威は、リストラクチャリングの交渉を前に進める原動力となる。もっとも、大企業については、複数の階層にわたる多数の債権者（シニアレンダー、メザニンレンダー、劣後レンダー等）が存在することが多いため、当該リストラクチャリングの影響を受ける債権者全員から必要な承認を得ることは容易ではない。このため、大企業のリストラクチャリングにおいては、多くの場合、債務者は、主要な債権者団との間で再建計画案の骨子等を規定した再建支援契約（restructuring support agreement）を締結してその後のプロセスについて合意しつつ、反対債権者を拘束できるチャプター11を利用する必要が生じる。

(c) 債務者のアプローチ

以下のような理由から、リストラクチャリングの検討プロセスにおいては、債務者とその経営陣の協力を得ることが非常に重要である。

- ・担保権者が、担保権を実行することにより、債務者の事業を取得したり、担保目的物を売却したりすることは、そもそも相当な負担であってそれほど容易なことではない。
- ・債権者は、いかに自らが強硬に担保権の実行に踏み切ることを希望していても、債務者がチャプター11の申立てを行うことにより、担保権の実行を阻止することができることを認識している⁴⁹。

⁴⁸ 例えば、債権がシンジケートローン債権であり、リスク許容度が高く積極的に債権を買い集めるような債権購入者がいればその購入者が他の債権も購入する可能性がある。逆に、債権が相対の融資のローン債権で、債権額又は債務者の規模が小さい場合、わざわざ時間と手間をかけてそれを購入しようとする債権購入者はあまりいない場合がある。

⁴⁹ チャプター11では、債務者とその経営陣が、倒産裁判所の監督の下、引き続き会社の支配権を保

- ・債務者は、チャプター11を開始した場合、一定期間（最初の4ヶ月間）再建計画案を提出する独占的権利を有し、また、債務者のみが計画外事業譲渡（363条譲渡）を承認するよう裁判所に請求することができる。
- ・債権者は、債務者の株式を取得することを考えているとしても、必ずしも新しい経営陣を配置する経営判断能力があるわけではなく、既存の経営陣を続投させたいと考える可能性がある。

(d) 全資産担保権者の交渉上の立場

一般的に、全資産担保権者（第一順位の担保権者であることが多い）は、債務者に対して大きな影響力を行使できる立場にある。例えば、担保権者が担保権の実行プロセスを開始した場合、債務者は、チャプター11の申立てを余儀なくされたり、担保目的物である預金口座に対する権利の実行により自らのキャッシュにアクセスすることを制限されたりする可能性が生じ得る。このように担保権者が担保権の実行を行うかもしれないという懸念から、債務者は任意の事業譲渡を行うことについて同意せざるを得ないケースも少なくない。

また、このように担保権者が担保権を実行する可能性があるという懸念から、債務者はリストラクチャリングに係る交渉過程で、担保権者が認めるフィナンシャル・アドバイザー（以下「FA」という。）の選任、担保権者のアドバイザー（法律、会計、税務等）に対する報酬及び諸経費の支払い、担保権者に対する高い頻度での報告義務（特にキャッシュフローについて）等を含む一定の条項に同意することがしばしば行われる。

任意の事業譲渡の場合、担保権者と債務者及びその株主との関係及び任意の事業譲渡に向けた関係者のインセンティブに留意する必要がある。担保権者は、債務者の事業や債権者の担保目的物の担保価値が悪化する前に、できるだけ早く債務者に対して担保権を実行したいと考えると思われる。他方で、あまりに性急に行動すると、債務者が担保権者の回収努力から資産を守るために米国連邦倒産法に基づいてチャプター11を開始するというリスクにも直面する⁵⁰。さらに、特に継続している事業の全資産を対象とした担保においては、担保権者が個別の担保目的物を集めて処分しても、当該継続中の事業の担保目的物の価値を最大化できず、現実的なオプションとはならない可能性がある。

また、任意の事業譲渡について債務者の協力を得られるか否かを考えるに

持し続ける。米国には、日本の民事再生における監督委員のような概念はなく、裁判所がチャプター11において管財人（trustee）を任命することは極めて異例である。

⁵⁰ ベンチャー企業において、創業者が成功するビジネス・プランを持っていないことを認識した場合に、早い段階で損失を出し、他のベンチャーに移行することを決断することは、よく見られる。このような企業は、カリフォルニア州等の一定の州においては、ABCを通じて事業の整理や譲渡を行うことが多いようである。

あたっては、債務者の株主のインセンティブにも留意する必要がある。すなわち、株主としては、事業譲渡の売却代金が株主に配分される、又は事業譲渡に伴って自らの負担（例えば保証債務等）が免責される等の事情がない限り、事業譲渡に協力するインセンティブが低い場合が多く、いかに株主から協力を得るかが任意の事業譲渡を成功させる上で重要になる場合もある。このような株主と担保権者の交渉は被担保債権のリストラクチャリングを含む場合もある⁵¹。

さらに、窮境に陥った債務者が、追加の資金調達を必要とする場合、緊急融資の供給元となり得るのは当該企業の既存の第一順位の担保権者のみであることが少なくない。この点、債務者に担保権の対象となっていない資産があり、それを担保として追加の資金調達ができる場合や、株主が追加の資本注入を行う用意がある場合も全くないわけではないが、こうしたことは比較的稀であり、緊急融資を提供することができるのは既存の第一順位の担保権者しかいないというケースの方が多いのではないかと思われる。このような担保権者は、この緊急融資を提供する代わりに、自らの回収額の最大化やモニタリングの強化等の目的のために、諸条件を債務者に合意させることもある。かかる合意は、UCC 第 9 編に基づく担保目的物の売却合意を含む、債務者事業の売却プロセスについての合意であることもある（チャプター 11 手続中の合意の概要については後述「II 1 (2) (ii) ⑥ (ウ) 債権者のイニシアティブ」参照）。

(ウ) 任意の事業譲渡のプロセス

債務者、債権者（担保権者）その他の関係者が事業売却の方法・プロセスについて交渉及び合意を行う場合、その合意には以下のような事項が含まれることがある。

- ・ 事業のマーケティング及び売却のプロセス
- ・ 事業のマーケティング及び売却のための適切なアドバイザーの選任についての同意
- ・ マーケティング期間中に債務者が支出できる予算の合意及び予算変更の手続
- ・ 入札状況に関する完全な情報を含む、マーケティングプロセス中における債権者への報告
- ・ 債権者の融資を全額返済することができない売却について、債権者の同意

⁵¹ 例えば、債務者の株主がプライベート・エクイティ（PE）ファンドである場合、債務者の事業価値を把握している場合が多いため、デット・エクイティ・スワップ（DES）により担保権者の被担保債権を株式に転換し、既存株主は債務者からエグジットをするとともに一切の責任についての免責を得るという取引や、将来債務者の事業価値が増加した場合に利益を得るため、DESにより担保権者が取得した株式を既存株主がさらに高い価格で買い戻す権利を取得するという取引がされることもある。

又は不同意権の留保

- ・債権者のオークションへの入札権の留保
- ・事業の売却完了後、債権者と債務者及び保証人との権利義務関係の完全な相互免除
- ・363条譲渡の場合において買主に与えられる保護を買主に提供することなく事業を売却することができない場合、363条譲渡等の別のプロセスに従って売却を実施することを合意すること

債権者が独自のFAを雇用するか否かは、債務者の事業の規模や、債務者の資本構成がどの程度複雑かによって決まることが多い。事業規模が大きく、資本構成が複雑であればあるほど、債権者は独自のFAを雇い、債務者にそのアドバイザー費用を請求する可能性が高くなる。小規模なケースでは、債権者は、自らが承認したFA（多くの場合、債権者が頻繁に取引しているアドバイザー）を雇うように債務者に指示するだけの場合もある。その場合、債権者は当該アドバイザーへの十分なアクセスを求めることが多い。

（エ）全資産担保権の取扱い

任意の事業譲渡により担保目的物が売却された場合、全資産担保権者（第一順位の担保権者）は、売却費用を控除した後の売買代金を最初に受領し、これを債務の弁済に充てる。売買代金が残存する場合は、残りの債権者間の相対的な優先順位に従って分配される。

売却された資産の中に担保権者が100%の担保権を有しない資産が含まれている場合には、売買代金の配分について紛争が生じることがある⁵²。

また、特に363条譲渡以外の場合では、担保権者が担保権を実行し、担保目的物をコントロールした上で、その担保権者を唯一の入札者とする担保目的物の売却のオークションを開催し、担保権者がその被担保債権の一部のみについてクレジットビッド（担保権者が入札に参加し、自らの債権額を購入価格に充当する形で入札すること）により入札をするということがある。その後、その担保権者は、債務者の他の資産又は保証人から不足分の債権を回収しようとすることもある。このような状況において、債務者及び保証人は、債権者がクレジットビッドを通して「支払った」金額に対して異議を唱え、不足分の債権の金額について訴訟で争う可能性がある。このような訴訟では、当該状況の下で公正妥当に第三者に売却する場合を基準として担保目的物の市場価値を決定することが試みられる。担保目的物が株式で構成されている場合を除き、通常、裁判所は企業価値を基準に担保権を評価することはな

⁵² 米国の債権者は、通常、米国外企業の株式には担保権を設定しない。このような株式が他の資産と一緒に売却された場合には、担保権者が別の仕組み（例えば、米国持株会社を介在させ、当該米国持株会社の株式に対して債権者が担保権を取得する等）を導入していなければ、売買代金の配分について紛争が発生する可能性がある。

い。

(オ) 他の債権者との関係

債務者の資産に第一順位の全資産担保権が設定されている場合、任意の事業譲渡が行われたときは、全資産担保権者は売却代金から優先して弁済を受けることができ、売却代金を無担保の一般債権者の弁済に充てる法的義務はない。もっとも、実務上の取扱いとして、一般債権者に弁済しないことによって事業の継続が困難になる場合又はその事業譲渡が阻害される場合（例えば、一般債権者が倒産手続の債権者申立てを行う等）は、任意に売却代金の一部を一般債権者への弁済に充てるということはあり得る。

また、債務者に対する一定の債権については、州法によって既存の担保権にも優先する先取特権が与えられており、それはレンダー（担保権者）の担保権に優先する。このような債権には、担保目的物を保管する倉庫に関する債権、担保目的物の輸送に関する債権、不動産の改良のための費用に関する債権（一般的に工事人先取特権（mechanic's lien）と呼ばれる）、住宅所有者組合（homeowners associations）の債権、租税債権などがある。

任意の事業譲渡による場合、他の債権の取扱いがどうなるのか、債務者の事業の譲渡によって当該他の債権も弁済されるのかという点を考慮する必要がある。特に、事業の譲渡について徹底的なマーケティング活動が行われないまま譲渡が行われ、他の債権者が十分な弁済を受けられなかった場合は、他の債権者との間で紛争が生じる傾向が強くなる。例えば、債務者の事業の譲渡によって他の債権が満足されない場合、当該他の債権者が当該譲渡を詐害行為として争うリスクがある。さらに、事業譲渡契約の一部として、譲受人又は債権者が、当該取引を承認した関係者の地位を保持する場合（例えば、債務者の株主をその地位のまま維持する場合）、あるいはこのような株主の協力に対して一定の報酬を提供することが合意された場合、債権の満足が得られなかった債権者としては、当該譲渡の当事者が会社の利益ではなく、自らの利益を促進するために譲渡に同意したとして、債務者の経営陣が会社に対して負う信認義務に違反していると主張するリスクもある。このため、債権者においては、上記のようなリスクについて十分に調査を行った上で、任意の事業譲渡という方法をとるかどうかを検討する必要があるといえる。

③ UCC 第 9 編に基づく担保権の実行

(ア) 概要

UCC 第 9 編は、UCC セールについて規定する。UCC セールでは、担保目的物の売却が「商業的に合理的な」方法（commercially reasonable manner）で行われる限り、私的な売却又は公的な売却のいずれによっても行うことが

でき⁵³、いずれの場合も裁判所の関与又は監督を必要としない⁵⁴。UCC セールによって担保目的物の売却が行われた場合には、担保権の実行を行った担保権者より後順位の担保権が消滅し、買主は担保権等の負担のない状態でその担保目的物を取得することができる⁵⁵。また、担保権者は、担保目的物の売却によっても債権全額の弁済を受けられない場合、その不足部分の債権を失うことなく保持することができる⁵⁶。

UCC セールは、事業を売却及び清算するための方法としても認識されており、継続企業として一体として事業を売却することにより清算される場合もあれば、断片的な資産の売却により清算される場合もある。

一般的に、UCC セールは、以下のいずれかのシナリオにおいて行われることが多いといわれている⁵⁷。

- ・債務者が事業を廃止し、自ら事業の清算を行わず、担保権者に事業を引き渡す場合
- ・担保権者と債務者との間で UCC セールを行うことについて合意する場合（一般に friendly foreclosure と呼ばれる）
- ・担保権者が「平穩を害しない態様で」担保目的物の占有を取得した上で担保目的物を売却又は自ら取得する場合
- ・担保権者が裁判所での手続を通して担保目的物の占有の取得及び担保目的物の売却又は取得を行う場合

（イ） 手続

一般的に、UCC セールの手続は、①担保目的物の占有（管理）を取得し、②商業的に合理的な方法で担保目的物を売却するか（処分清算）又は代物弁済として担保目的物を取得する（帰属清算）という2つの基本的なステップに分けられる。

（a） ステップ1：担保目的物の占有（管理）

担保権者が担保目的物の占有を取得する方法は、その担保目的物の内容によって異なる（例えば、株式等の持分については速やかに議決権を行使して取締役を入れ替える、債権については第三債務者に対して担保権者に支払いを行うよう指示する等）。

有形物が担保目的物である場合、担保権者は自力救済によってその占有を取得することができる。この場合、担保権者は、平穩を害しない態様(without

⁵³ UCC § 9-610 (b)

⁵⁴ 例外として、担保権者が自ら適法に担保目的物の占有を取得することが困難な場合には裁判所の関与が必要になる場合があることについて、後述（イ）（a）を参照。

⁵⁵ UCC § 9-617 (a) 及び UCC § 9-622 (a)

⁵⁶ UCC § 9-615 (d) (2)

⁵⁷ James M. Lawnczak, 1 Collier Lending Institutions & Bankruptcy Code P 3.03 (2022)

breach of the peace) で占有を取得しなければならない⁵⁸。例えば、在庫や設備等の有形物が担保目的物である場合、在庫を回収するために債務者の施設に侵入することは、通常、平穩を害するものとされる。自力救済によって担保目的物の占有を取得できない場合は、担保権者は裁判所において動産占有回復訴訟等を提起して占有を取得する必要がある。

担保権者が持ち得る強力な権利の一つが、預金口座コントロール契約 (Deposit Account Control Agreement : DACA) に従い金融機関に預金口座のコントロールを行う旨を通知することによって(又は担保権者が債務者の預金口座のある金融機関である場合には自らの手によって)債務者の預金口座を凍結する権利である。UCC 第9編はこれについて事前に債務者に通知を行うことを義務付けていない。このような担保権者による預金口座のコントロール権の取得は、債務者に対する強力な規律付けとなり、かかる権利の行使は、債務者の事業継続に深刻な影響を与え得る⁵⁹。

(b) ステップ2：担保目的物の売却又は取得

担保権者は、担保目的物のコントロールを取得した後、一部の例外を除き、以下のとおり、被担保債権の弁済に充てるために「商業的に合理的な」方法にて担保目的物を売却するか又は担保目的物を取得するかを選択することができる。

UCC 第9編が規定する担保権の実行方法は処分清算型が基本であるとされる⁶⁰。担保権者は、裁判所の関与なく、担保目的物を売却することが認められる。この場合、担保目的物の売却は、方法、態様、時間、場所、その他の条件が「商業的に合理的な」方法で行われることが必要である⁶¹。商業的に合理的な方法によって売却されていれば、例えば、担保目的物である資産をまとめて競売の対象とし、単独の買い手に対して売却することも認められる。

この売却は、一部の例外(例：上場会社の株式等客観的な市場価値を有する担保目的物)を除き、買い手を公に募って (public disposition) 行われるのが通常である⁶²。この公開の競売が商業的に合理的な方法によって行われることを担保するためには、公衆が競争入札の機会を得たことが必要とさ

⁵⁸ UCC § 9-609 (b) (2)

⁵⁹ 債務者が営業キャッシュへのアクセスを奪われた場合、債務者のビジネスに深刻な影響を及ぼす可能性があることから、このような状況にある多くの債務者は、担保権者との間で一時猶予契約について交渉するか、それができなければ、担保権者がその行動を取るのを防ぐためにチャプター11手続を開始しようとするのが一般的である。

⁶⁰ 青木則幸「アメリカ合衆国の動産・債権を中心とした担保法制に関する調査研究」『動産・債権を中心とした担保法制に関する研究会報告書』別冊 NBL177号 (2021年) 382頁

⁶¹ UCC § 9-610 (b)

⁶² 担保目的物が公開株式のように客観的な市場価値を有する場合等には、公売によらないことも認められる。また、担保権者が競売において担保目的物を購入する場合には、①公開の処分によるか、又は②私的な処分による場合には、担保目的物が、慣例的に「公知の市場」(recognized market) で販売されている種類のものであるか若しくは広く流通している標準価格相場の対象になっているものである必要がある (UCC § 9-610 (c))。

れ、そのために、売却に先立ち公告等を通じて公衆が売却にアクセスできることが必要と解されている。一般的には、売却の公告を行い、公開にて売却を実行するために、競売人（auctioneer）を雇用することが必要となる。

債権者の担保目的物の処分が商業的に合理的でなければならないことを除けば、担保目的物の処分について特定のプロセスやガイドライン等は存在しないため、主な問題は、UCCの下で担保権を実行する担保権者が、どの程度徹底して担保目的物をマーケティングしなければならないかという点である。一般的には、通常のM&A取引で行われるような完全なマーケティングプロセスのレベルと、業界紙や一般に発行されているビジネス新聞に売却を広告するマーケティングのレベルの中間レベルのマーケティングを行う（ただし、電子書籍の普及に伴い、このような公告は入札候補者が目にする可不すらない可能性があることに注意する必要がある。）。すなわち、通常のM&A取引での事業売却や裁判所の関与するチャプター11を通じた資産売却において行われる本格的な売却活動と比較すれば、このプロセスは比較的簡易な方法がとられているといえる。

担保権を実行した担保権者は、担保目的物の換価金の配当を行う義務を負い、配当後に余剰金が残存する場合には清算義務を負う⁶³。担保目的物が有効に処分された場合は、その買主は担保権設定者が担保目的物上に有していた権利を取得し、実行された担保権に劣後する担保権その他の権利は消滅する⁶⁴。他方、実行された担保権に優先する担保権その他の権利の負担はそのまま買主に承継される。

UCC第9編に基づく担保目的物の売却は、チャプター11における363条譲渡とは異なり、裁判所の許可及び監督を必要としないため、手続や価格の妥当性に問題があれば、かかる問題は事後的に検討される。上記の売却のプロセスに係る重要な条件については裁判例等により一定の指針が示されているが、こうした条件をめぐって、しばしば争いが生じ、法廷における紛争に至るケースもある。

また、この売却は、担保権者による一方的な権利の行使に限られない。例えば、債務者と全資産担保権者が合意して、担保権者が緊急融資を提供する代わりに、債務者にFAを雇用させて買い手を探索し、買い手が見つからなかった場合には担保権者がかかる買い手の探索結果を踏まえつつ公開の競売を行うといったこともあり得る。

この競売では、担保権者がクレジットビッドを行うことが認められる。クレジットビッドが行われた場合、競売の結果、購入価格が担保権者の債権額を上回ったときは、担保権者は債務者（及び後順位担保権者）に対し、その超過額を支払う。他方、競売代金が担保権者の債権を返済するに満たなかつ

⁶³ UCC § 9-615 (d) (1)

⁶⁴ UCC § 9-617 (a)

たときは、担保権者は他の担保目的物に対してその権利を行使するか、それがない場合は当該部分について無担保権者として権利を行使する。

また、担保権者は、被担保債権の代物弁済として担保目的物を取得することもできる（帰属清算型の担保権の実行手続であり、strict foreclosureと呼ばれる。）⁶⁵。

担保権者が担保目的物を取得する場合には、債務不履行後における担保権設定者の同意が必要である⁶⁶。ただし、担保権者が担保目的物を取得することにより被担保債権全部の弁済とする場合において、担保権者が担保権設定者に対してその旨の通知を送付した後 20 日以内に担保権設定者から異議がないときは、担保権設定者がそれに同意したものとみなされる⁶⁷。

また、別の要件として、担保権者は自ら担保目的物を取得することについて一定の第三者から一定の期間内に異議を受領しないことが必要である⁶⁸。例えば、担保権者は担保権者による担保目的物の取得について担保目的物に利害関係を持つ第三者に通知をする必要があり⁶⁹、指定された期間（通常は通知の送付後 20 日以内）に担保権者による担保目的物の取得について異議を述べる当事者が現れた場合、担保権者は担保目的物を取得することはできず、担保目的物を売却しなければならない。

実務上、上記の期間は、債務者が、担保権者への担保目的物の移転を阻止するために、米国連邦倒産法に基づくチャプター11 の申立てを行うためのいわば猶予期間としても機能している。

上記の手続に従って担保権者が担保目的物を有効に取得した場合、債務者（担保権設定者）によって承諾された範囲内で被担保債権が消滅し、担保目的物上の担保権設定者の全ての権利が担保権者に移転し、担保目的物に付着していた劣後する担保権その他の劣後する権利は消滅する⁷⁰。

（ウ）全資産担保権の実行

全資産担保権が設定されている場合、債務者の協力なく UCC セールによって債務者の事業を一括して譲渡することは、理論上は可能であるが、債務者の事業の性質によるところが大きく、実務上、全資産担保権を実行した場合に債務者の事業が継続企業価値を維持したままスムーズに譲渡できるような措置を講じておくことが必要になる場合がある。

例えば、レンダー（担保権者）がホテルの所有者に貸付を行い、それを担

⁶⁵ UCC § 9-620 参照。なお、実務上、商業銀行が担保権者である場合は、UCC セールによって債務者の事業を取得し運営するケースはあまりないようである。

⁶⁶ UCC § 9-620 (a) (1) 及び (c)

⁶⁷ UCC § 9-620 (c) (2)

⁶⁸ UCC § 9-620 (a) (2)

⁶⁹ UCC § 9-621

⁷⁰ UCC § 9-622 (a)

保するためにホテル事業に供されている不動産及び借主のその他の全資産（ホテル事業に関する契約を含む）に担保が設定された場合、担保権者は、全資産担保権を実行するか又は不動産に設定された担保権とその他の担保権を別々に実行するかを選択することができ、全ての担保目的物を一つの担保権の実行（UCCセール）において処分又は取得することもできる。しかしながら、このような全資産担保権の実行を行った場合、必ずしも債務者の事業が継続されたまま全資産又は事業の譲渡がされとは限らない。そこで、担保権者としては、事業を一体として処分したい場合には、あらかじめホテルの管理者との間で、担保権者が担保権の実行を行った場合にはいずれの当事者もホテル管理契約その他の契約を解除することができない旨の契約を締結しておく、又はホテル事業にとって重要な契約の相手方（例えばテナント等）との間で、事業が譲渡された場合の譲受人へのスムーズな契約関係等の移行を確保するための契約を締結しておく等の方法が採られる場合がある。

また、譲渡される継続中の事業において多数の従業員が稼働しており、多くの異なる種類の契約がある場合においては、担保権者が異なる種類の担保目的物に対して担保権を実行することはなお一層困難になる。そのような場合においては、債務者の株式に担保を設定させ、株式担保の実行を行うことが多い。

上記のような株式担保が設定されていない場合、担保権者としてはレシーバーの選任を申し立ててレシーバーにその事業の経営を引き継がせることによって（後述「Ⅱ 1（2）（ii）⑤レシーバーシップ」参照）、UCCセールを通じた債務者の事業の第三者への譲渡又は担保権者自身による取得をスムーズに行うことができるだろうと思われる。

なお、レシーバーの選任には債務者の同意は不要であるため、債務者が事業譲渡に協力せず、上記のように事業譲渡をスムーズに実行するための重要な当事者との契約がない場合であっても、レシーバーを選任することにより、事業を継続したままの状態で行うことができる場合がある。

（エ）他の債権者との関係

UCCセールによって担保権を実行する場合においても、他の手続と同様に、第一順位の担保権者が売却代金から優先的に弁済を受け、その後に後順位の担保権者がいる場合にはその者が弁済を受ける。法令上、公益債権を含む一般債権者が担保権者に優先して弁済を受けることはない。もっとも、実務上、UCCセールを行うにあたって担保権者が一定の一般債権や費用等を支払わざるを得ない場合がある。

例えば、前述のとおり、債務者に対する一定の債権については、既存の担保権に優先する先取特権が与えられ、レンダー（担保権者）の担保権に優先

するため、この債権については売却代金の中から弁済する必要がある。

上記の先取特権がない場合であっても、事業継続の観点から、實際上、担保権者が担保権を実行し担保目的物を継続的に所有する場合に担保目的物に関連する費用を支払わざるを得ない場合もある（例えば、担保目的物の汚染を除去する環境法上の義務を履行する費用等⁷¹⁾）。

また、UCC セールは、担保権者が主導して行うため、實際上、担保目的物の処分に関する費用を負担又は支出せざるを得ない場合があり、その場合はその費用を被担保債権に上乘せすることが認められることもある。例えば、363 条譲渡の場合と同様に、担保目的物の中に契約又は賃借権が含まれ、それらが債務不履行に陥っている場合、契約の相手方から契約を解除されることを防ぐため、債務不履行を治癒するための費用を支払わなければならない場合がある。

④ Assignment for the Benefit of Creditors (ABC)

(ア) 概要

ABC は、州法に基づき、債権者と債務者の合意によって実施される清算手続であり、債務者がその全ての資産を譲受人 (assignee) に移転し、譲受人がその資産を換価し、換価金を債権者に分配するものである。

一般的に、ABC は、限られた資産しかない企業の所有者が、破産した会社の所有者という烙印 (スティグマ) を押されることなく、経営から手を引きたいと考える場合に用いられる傾向にある。

ABC では、倒産手続やレシーバーシップと異なり、公的な書類提出やその他の報告等が存在しないため、ABC を実施した企業に関する情報を公開情報から見出すことが困難な場合が多い。ABC は、全ての州において頻繁に利用されているわけではなく、近年においては、カリフォルニア州、イリノイ州等のいくつかの州において頻繁に利用されているようであるが、それ以外の州においてはあまり利用されていないようである^{72 73)}。

一般的には、ABC は秩序だった債務者の清算を目的とする手続であり、担保権者が担保目的物を換価することを直接の目的として ABC を利用することはそれほど多くないようであるが、ABC が頻繁に利用され普及している州

⁷¹⁾ US federal Comprehensive Environmental Response, Compensation & Liability Act (CERCLA)。多くの州の州法でもこれと類似の規定がある。ただし、担保権を実行するレンダーについては、担保目的物を取得後早期に売却する場合等にはこのような責任を免除されることがある (Asset Conservation, Lender Liability, and Deposit Insurance Protection Act of 1996)。

⁷²⁾ Robert Richards & Nancy Ross, Relief without a Petition: Non-bankruptcy Alternatives: Practical Issues in Assignments for the Benefit of Creditors, 17 Am. Bankr. Inst. L. Rev. 5.

⁷³⁾ New York City Bar Association, Non-Bankruptcy Alternatives to Restructurings and Assets Sales (November 2010) によれば、ABC は、カリフォルニア州で最も頻繁に利用されており、特に、近時は、カリフォルニア州等において、破綻したスタートアップ企業等を清算する手段として普及しているようである。他方、ニューヨーク州等ではあまり頻繁に利用されていないようである。

において、担保権者が ABC 及び譲受人の能力、有効性等についてよく理解している場合には、担保権の実行のための方法として ABC を選択することがあるようである⁷⁴。

譲受人が資産を換価する場合には、閉店セール、オークション等によって個別資産を売却する場合もあるし、換価価値を最大化するため、譲受人が事業を継続した上であらかじめ選定した買主に対して直ちに全資産又は全事業を譲渡する場合も少なくないようである⁷⁵。

なお、ABC は、あくまで債務者の清算を行うための手続であり、債務者の事業の継続や再生を行うことを目的とした手続ではない。

(イ) 手続

ABC に係る手続の詳細は州ごとに異なる。ABC は、裁判所の関与なしに行われる場合が多いが、裁判所が関与する州もある。また、コモンローに基づき ABC が行われる州もあれば、ABC に関する制定法を有する州もある。一般的には、ABC は、経営難に陥った企業が、ABC のために設立されプロの清算人が運営する会社である譲受人と譲渡契約を締結し、その資産と債務を全て譲受人に譲渡することによって開始され、譲受人は、これらの資産を現金化し、それを債権者に分配する。

州によって異なるが、具体的なプロセスとしては、①債務者における取締役会及び株主の承認等、②債務者による譲受人の選定、③譲受人との間の譲渡契約の締結及び実行、④譲受人から債権者に対する通知、⑤譲受人による資産の管理・運営、⑥譲受人による資産の売却及び換価、⑦債権者による債権届出、⑧債権者への資産の分配、⑨財団の閉鎖に関する裁判所への申立て又は債権者への通知という流れになるのが一般的である。

(ウ) 譲受人の権利義務及び役割

一般的に譲受人は債務者の経営又は常務に関与していない公平な第三者である必要があるとされ、上記のとおり清算業務等の経験を有する弁護士や会計士（又はこれらの者が運営する法人）が譲受人になる場合が多い。譲受人は、全ての債権者に対して信託義務（fiduciary duty）を負い、財団の価値を最大化する義務を負う。特に、ABC について裁判所の監督がない州においては、譲受人の監督が難しい場合がある。そのため、譲受人の義務違反行為から債権者を守るため、譲受人に保証金の預託を求める州もある。

⁷⁴ James M. Lawnczak, 1 Collier Lending Institutions & Bankruptcy Code P 3.03 (2022)

⁷⁵ Geoffrey L. Bernman, General Assignments for the Benefit of Creditors: The ABCs of ABCs (4th ed. 2021) 29 頁から 30 頁

(エ) 他の債権者との関係

ABCにおいて債務者が譲受人に対して資産を移転する場合、全ての有効かつ強制可能な既存の担保権はそのままの状態で見受けらるるに譲受人に移転される。

債権の優先順位及び配当に関するルールは、州によって異なるが、連邦倒産法におけるルール⁷⁶を採用しているか又はそれをベースにしている州が多いようである⁷⁷。すなわち、担保付債権⁷⁸が租税債権、労働債権等の優先的無担保債権に優先し、担保付債権及び優先的無担保債権が弁済されるまで、一般無担保債権者には弁済されないのが一般的である⁷⁹。もっとも、実務上の取扱いとして、担保権者がABCの手續に協力する場合、担保権者がその手續の費用を負担するよう求められることがあり、また担保権者が債務者の事業の継続、一定の契約の維持又は一定の従業員の保持を希望する場合、任意に売却代金のうち一定額をこれらの一般債権の弁済に充てることもある。

上記の債権が弁済された後、余剰がある場合には一般債権者に対して債権額に応じてプロラタで弁済がされる。それでもなお余剰がある場合には、債務者（又はその株主）に返還される。

(オ) 実務上考慮すべき事項

ABCのプロセスは裁判所外で行われることが多いため、ABCを実行することができるか否かは、債務者だけでなく、担保権者及びその他の債権者がこのプロセスを受け入れるかどうかによる。

通常、融資契約には、ABCの開始は期限の利益喪失事由に該当することが定められている。チャプター11やチャプター7⁸⁰であれば、オートマテックスステイ（倒産手續が開始された際に、債務者に対する訴訟等の法的手続や、債権者の取立て等などが自動的に禁止されること）により、債権者の権利行使を制限することが可能であるし、レシーバーシップにおいては、担保権者の申立てにより裁判所が他の債権者の担保目的物に対する権利行使等を差し止める命令を出すことが多いが、ABCではそのような保護はない。このため、ABCの場合は、ABCに不満を持つ賃貸物件の貸主や契約の相手方が事業継続に必要なリース契約やライセンス契約を解除するという結果や担保権者が担保権を実行する又は倒産手續の債権者申立てを行うといった結果を生じさせることがあり得る。

⁷⁶ 米国連邦倒産法第 507 条

⁷⁷ Geoffrey L. Bernman, *General Assignments for the Benefit of Creditors: The ABCs of ABCs* (4th ed. 2021) 37 頁

⁷⁸ 担保権者間の優先順位として、債務者に対する一定の債権については、州法によって既存の担保権に優先する先取特権が与えられ、担保権者の担保権に優先することについては、前述のとおりである。

⁷⁹ ただし、例外として、担保付債権が一定の制定法上の担保権（先取特権等）に劣後することがある。

⁸⁰ 米国連邦倒産法第 7 章に規定される清算型倒産処理手續であり、日本の破産手續に相当する。

また、ABCにおいては、実務上、譲受人の報酬について担保権者の同意が得られるかどうかも重要になる。譲受人は、担保権者に対し、担保目的物を売却するにあたり、自らに担保目的物の売却代金から報酬を支払うことを合意するよう求めることがある。

ABCでは、363条譲渡（又はレシーバーシップ）のように買主の保護の確度を高める仕組みや資産売却を容易にする仕組みがない。ABCにおける譲受人による資産売却は、裁判所に強制されるものではなく、裁判所の承認も必要としないため、担保権者の同意を得るか又は担保権者に対して債権の全額が支払われない限り、担保権者を強制的には排除することはできない。このため、後順位担保権者が存在する場合は、その担保権者が完全に「アウト・オブ・ザ・マネー」(out-of-the-money)⁸¹であっても、資産売却時にその担保権の消除を強制できないため、後順位担保権者が資産売却の過程である程度のレバレッジを持つ場合も多い。また、ABCでは、倒産手続の場合とは異なり、賃借権又は双方未履行の双務契約（executory contracts）については、契約の相手方の同意がない限り譲渡することはできない。

また、ABCにおける資産売却では、ABCに不満を持つ債権者が、当該資産売却は詐害行為であるとの主張（買主が合理的かつ相当な価額を下回る金額で債務者の資産を購入したという主張）を行う可能性がある。ABCでは、そのような主張から買主を保護する仕組みはない。

さらに、債権者がABCに不満を持った場合、債務者に対して破産手続の債権者申立てを行い、債務者の資産を管理する管財人の選任を求め、米国連邦倒産法を用いて債権者間の取扱いの平等を確保するよう求める可能性がある。

⑤ レシーバーシップ (receivership)

(ア) 概要

レシーバーシップは、裁判所⁸²によって選任されたレシーバー (receiver) が債務者の資産の保全、管理、処分等を行う手続である⁸³。レシーバーシップの基本的な性質は、判決前の救済方法（保全手続）であるとされており、

⁸¹ ある利害関係者（債権者・株主等）が有する権利に実質的な価値がない状態を比喩的に指す。担保物の換価代金が先順位担保権者への配当に使用され、後順位担保権者に配当が回らない場合、後順位担保権者はアウト・オブ・マネーであるし、倒産手続が開始した債務者の株式の価値が実質的にゼロである場合や、いわゆるクラムダウン (cramdown)（チャプター11の再建計画について反対する債権者（後順位担保権者等）がいても、多数派（先順位担保権者等）の賛成等を考慮して裁判所がこれを認可すれば反対派を拘束できる制度）が生じた場合の反対債権者がいる場合には、かかる株主や反対債権者はアウト・オブ・マネーであると表現される。

⁸² 例外として裁判所が関与しないレシーバーシップも存在する。例えば、破綻した銀行については、Federal Deposit Insurance Corporationがレシーバーに選任されるところ、裁判所ではなく、Office of the Comptroller of the Currencyがこの選任を行う。

⁸³ レシーバーシップには、様々なタイプがある。元来は、衡平法に基づく制度であったが、州の制定法に基づくもの、連邦法上のコモンローに基づくものなどがある。

主に訴訟係属中に債務者の資産を保全するために利用され、債務者から資産を分離して管理及び保全することを目的とする手続である。

レシーバーは、債務者が弁済期の到来した債務を支払わない場合や義務の履行を行わない場合に選任されることが多い。また、レシーバーは、資本及び負債の構造が比較的単純な中小企業の清算又は事業の廃止を行うために選任されることが多いが⁸⁴、債務者の事業を継続する権限を与えられる場合もある。レシーバーシップは、維持すべき企業価値又は継続企業価値がある場合又は担保目的物を秩序だった清算手続において売却する必要がある場合などにおいて、債務者が協力的でないとき、すなわち任意の事業譲渡やABCが困難なときに、望ましい選択肢となり得る。

米国の多くの州は、レシーバーシップについて独自の手続を有しており、特に担保権者が裁判所での担保権の実行手続（judicial foreclosure）を必要とする州では、債務者が異議を申し立てた場合、終結までに数年を要することがあるため、そのような州に所在する不動産に抵当権を有する場合にレシーバーシップが用いられることが多い。特に、担保不動産が営業により収益を生み出している場合（例えば、建物やホテル等）、担保権者は、営業を継続させ、受領金を回収し営業費用を支払う責任を有する第三者（レシーバー）を選任することにより、担保価値が確実に維持されるようにするため、レシーバーシップを利用することが多い。

（イ）レシーバーを選任する手続

レシーバーシップは、多くの場合、債権者（担保権者である場合が多い）が、債務者に対して貸金返還請求訴訟等の訴訟を提起し、その手続に付随してその訴訟提起と同時に又はその後、裁判所に対してレシーバーを選任して担保目的物を管理するよう申し立てることによって開始される。レシーバーの選任は、債務者の同意を得た上で行われることもあるが、債務者がレシーバーの選任を争う場合は、裁判所での審問を経て債務者の同意なく行われることもある。多くの場合、裁判所は担保権者が指名した個人をレシーバーとして選任しているようであるが、レシーバーは利害関係のない第三者でなければならないとされている。

（ウ）レシーバーの地位、権限及び義務

レシーバーは、裁判所の業務執行者又は代理人としての地位を有し、係属

⁸⁴ 複雑な資本及び負債の構造を有している大企業等の場合には、実務上、レシーバーシップによって清算等を行うことが難しい場合が多い。また、州法に基づくレシーバーシップでは、州裁判所の管轄権が原則として当該州内にある資産に限定されるため、複数の州に資産を有する債務者については適切な選択肢にならないことが多い。また、連邦法に基づくレシーバーシップであっても、債務者が海外の債権者を有する場合には、そのような海外の債権者を拘束する管轄権があるかどうか問題になる。

中の訴訟の当事者が利害関係を有する特定の資産を当該当事者の利益のために管理又は受託する者であるとされている。レシーバーは、自律的な地位ではなく、レシーバーを選任した裁判所によって認められた権限のみを有し、レシーバーの権限は裁判所の選任命令に規定される特定の資産に限定され、対物的なものであるとされる。また、レシーバーは、裁判所のコントロールのみに服し、他の当事者からは独立した地位を有する。

レシーバーの権限及び義務は、州法及び裁判所の命令によって規定され、事案によって異なるが、一般的には、債務者の資産及び負債の確定、債務者の資産の占有、保全、回収及び管理、場合によっては債務者の事業の運営などの権限及び義務が含まれる。また、レシーバーが換価した資産が担保権者に支払うべき金額及びレシーバーシップの費用を超える場合、倒産手続の場合と同様に、レシーバーは無担保債権の金額を確定し、無担保権者に対して按分で換価金を分配する。

レシーバーは、債務者の利益のために選任されるものではなく、債権者や株主のために選任されるものであり、債権者や株主のみが裁判所に対してレシーバーの選任を申し立てることができる。レシーバーは、全ての債権者に対して信託義務（fiduciary duty）を負い、裁判所に対してその業務に関する報告義務と説明義務を負う。

レシーバーは、既に独立した運営会社（例えば不動産等の資産管理会社）が存在する場合を除き、債務者の事業を管理・運営するにあたり、事業を営む会社又は事業について助言を行う会社（例えば、リストラクチャリングのためのチーフ・リストラクチャリング・オフィサー（CRO）や事業アドバイザーを行う会社）を雇用するのが一般的である。レシーバーは、上記のとおり中小企業の清算のために利用されることが多いため、経営陣は株主に近い関係を有する者になる場合もある。レシーバーは既存の経営陣の質、株主からの独立性等を評価し、既存の経営陣に引き続き会社を営ませるかどうかを決定する。

（エ）レシーバーによる事業又は資産の売却

レシーバーは、363条譲渡の場合と同じように、全ての利害関係者に通知し、裁判所の命令を得た後に、レシーバーシップの対象である事業を売却することができる。このレシーバーによる事業の売却は、既存の担保権その他の権利がある場合には、その権利の負担がある状態で売却される場合が多いが、判例法又は制定法により、担保権その他の権利の負担のない状態にした上で行うことができる場合がある⁸⁵。事業が売却された場合、担保権者は売

⁸⁵ もっとも、連邦法に基づくレシーバーシップにおいては、担保権等の負担のない状態にした上で資産を売却するための手続はないようである。また、州によっては、このような資産売却が認められない場合もあるようである。

却代金から優先して弁済を受ける。

レシーバーシップにおいては、全資産担保権が設定されている場合、レシーバーは、債務者の全ての事業を継続企業として売却することもできるし、個別の資産を売却して現金化し、その換価金を債権者に分配することが目的とされる場合には、そのような方法で債務者の清算を行うこともできる。

上記の売却は、一般に裁判所での手続によって行われ、裁判所の売却命令に基づき、レシーバーが公的又は私的な売却手続によって行うことが多い。レシーバーは、適正な経営上の判断に基づいて資産の売却を行う信託義務（fiduciary duty）がある。

担保権者からすれば、レシーバーシップは、担保目的物を保全し処分するために一般的に利用される有効な方法であるということが出来るが、利害関係者が多いなど複雑なケースでは、事業又は資産の売却についてより包括的かつ安定した仕組みを有するチャプター11 を利用することが望ましい場合も多い⁸⁶。

（オ）他の債権者その他の第三者の権利との関係

レシーバーは、債務者がレシーバー選任時に有していた資産を管理処分するのが原則である。例えば、レシーバーが選任された時点において債務者の資産に担保権、持分権、抗弁、相殺権等が附着していた場合は、レシーバーはそのような負担のついた資産を管理処分する。また、レシーバーの選任前に債務者の資産が差押えを受けていた場合は、その差押えはレシーバーの選任によって影響を受けない。

また、レシーバーシップは、363条譲渡の場合と異なり、ある特定の債権者（担保権者）等が債務者に対して提起する訴訟等の手続に関連して開始するものであることから、他の債権者又は利害関係人の参加が困難になることが少なくない。すなわち、債権者又は契約の相手方など債務者の事業に利害関係を有する他の当事者がレシーバーシップにおいて行われている行為に異議を申し立てるなどレシーバーシップの手続に参加しようとする場合、そのような他の当事者は、当該行為に関する通知を受領した上で裁判所に出頭して当該行為を争うことについて裁判所の許可を得る必要がある。

上記のとおり、レシーバーシップにおいて、担保目的物の譲渡により得られた売却代金は、担保権者⁸⁷に対して優先的に弁済され、その後余剰があ

⁸⁶ 例えば、チャプター11では、担保権その他の権利の負担をなくした上での資産の売却、DIPファイナンスの提供者の保護、買主の保護等についての仕組みがある。また、363条譲渡以外にも再建計画に基づく事業譲渡が可能であり、その場合事業譲渡のストラクチャーをより柔軟に設計することができ、大規模なシンジケートローンのリストラクチャリングの場合等に特に有効である。

⁸⁷ 担保権者間の優先順位として、債務者に対する一定の債権については、州法によって既存の担保権に優先する先取特権が与えられ、レンダーの担保権に優先することについては、前述のとおりである。

る場合に限り無担保債権者に弁済がされる。

なお、後述のとおり、連邦倒産法では、債務者等が担保目的物の保存又は処分のために合理的かつ必要な費用を担保権者の利益になった範囲内で担保目的物から回収することができる費用償還請求権（surcharge）が認められているところ、多くの州では、州法に基づくレシーバーシップにおいても同様の権利を規定している。実際にこのような権利が既存の担保権に優先することはあまり多くないが、カリフォルニア州ではこれを認めた裁判例⁸⁸もある。

無担保債権の優先順位及び配当のルールについては、州法等で明確に規定されていない場合も多く、裁判所の命令による場合も多いところ、連邦倒産法におけるルールに類似したルールを採用する州もある。例えば、ミネソタ州⁸⁹やワシントン州⁹⁰は、労働債権、消費者が預託した預託金の返還請求権、子供の養育費請求権、租税債権について、この順位で優先権を与えている。

⑥ 363 条譲渡（チャプター11）

（ア）概要

法的倒産手続において、債務者（又は管財人）は、裁判所の許可を得て、再建計画に基づくことなく債務者の通常の業務過程外で債務者資産を譲渡することが認められている。この米国連邦倒産法第 363 条 (b) (1) に基づく計画外資産譲渡は、363 条譲渡（363 sales）と呼ばれている。363 条譲渡は再建計画の承認・認可を待たずに実行できる簡易かつ迅速な方法であるため、債務者がチャプター11 の開始と同時に 363 条譲渡の承認を申請するケースも多い。

363 条譲渡は、担保権の実行手続そのものではないが、担保権者は、363 条譲渡の入札手続に参加した場合、被担保債権を譲渡代金支払義務と相殺できる（クレジットビッドの権利がある）ことから、担保権者による債権回収方法としてもよく利用される。

また、363 条譲渡には以下のようなメリットがあることから、チャプター11 の実務上も 363 条譲渡が目指されることが多い⁹¹。

第一に、363 条譲渡は、チャプター11 申立後 60 日以内という短期間で完了することが一般的であり⁹²、債権者の承認や倒産裁判所の認可を要するチ

⁸⁸ County of Sonoma v. Quail, 56 Cal. App. 5th 657 (Ct. App. 2020); City of Sierra Madre v. SunTrust Mortgage, Inc., 32 Cal. App. 5th 648, review filed (Apr. 5, 2019)

⁸⁹ Minn. Stat. Ann. § 576.51

⁹⁰ RCW § 7.60.230

⁹¹ 2017 年及び 2018 年に申し立てられたチャプター11 事件のうち、363 条譲渡が行われたケースは、全体の 45% を占める（Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 『Distressed Mergers and Acquisitions』（2019 年）57 頁）。

⁹² American Bankruptcy Institute 『Final Report and Recommendations of the Commission to Study the Reform of Chapter 11』（2014 年 12 月）85 頁によれば、2012 年に行われた 363 条譲渡に

ャプター11における再建計画に基づく譲渡（いわゆる「プランセール」）よりも迅速に実施できる。その結果、手続コストの節減や事業価値の毀損抑制も期待できる。

第二に、363条譲渡の買主は、基本的に、承継する資産等を自由に取捨選択できる。買主は、債務者の未履行契約（executory contract）⁹³や期間満了前の賃貸借（unexpired lease）（以下「未履行契約等」と総称する。）について履行・拒絶・譲渡の選択権（米国連邦倒産法第365条）を行使できるため、承継を希望しない未履行契約等についてはこれを拒絶できるし、逆に承継を希望するものについては、譲渡禁止特約があっても承継できる。

第三に、363条譲渡は、入札手続や資産譲渡に関して、売却承認命令という裁判所の「お墨付き」の下で行われるため、倒産手続外での譲渡にはない特別の保護が買主に与えられる。例えば、売却承認命令には、①誠実な買主（good faith purchaser）への売却であること、及び②譲渡対価が公平かつ合理的であることを確認する旨が記載されることが多いが、①が認められれば利害関係人の異議によっても譲渡の効果は覆滅されることはなく、②が認められれば事後の否認リスクも抑えられる。さらに、一定の条件を満たせば、担保権等の負担⁹⁴のない状態（free and clear）で譲渡が行われるため、購入後に第三者の権利等の存在が判明して紛争化する懸念も少ない。363条譲渡を行うにあたっては、債務者は、363条譲渡で排除される権利が適切に保護されていることを示さなければならず、債務者が担保権等の負担なく事業や資産を売却するために、担保権者の保護されるべき権利が弁済され満たされることを示す必要がある⁹⁵。このため、通常、担保権者の担保権を売却代金にも及ぼす形がとられる。このように、363条譲渡は、倒産裁判所の承認を必要とするため、その手続の安定性が高く、基本的に買い手が誠実に行動した場合、売却の有効性に影響を与えることはできない。このことが、当事者、特に買い手と担保権者が売却プロセスに対して信頼を寄せることを可能にし、もって、363条譲渡を迅速に完了させることを可能にしているといえる⁹⁶。

において、チャプター11の申立てから裁判所の売却承認命令までに要した期間は平均で51日間であった。

⁹³ 未履行契約とは、債務者と相手方の義務が双方とも未履行であり、少なくとも一方の不履行が重大な契約違反として相手方の履行義務の免除をもたらすものをいう。

⁹⁴ 条文上の文言は“interests”であるが（米国連邦倒産法第363条(f)）、この文言は、担保権やリーエン（lien）のみならず、譲渡対象資産に付着するあらゆる請求権を含むと解されている。もっとも、州法上の承継人責任（successor liability）の遮断の可否及び範囲については争いがあるため、この点では、チャプター11再建計画の認可による免責（米国連邦倒産法第1141条）の方が偶発債務遮断の確実性が高いといえる。

⁹⁵ 担保権者がチャプター11の再建計画に基づく分配を待つのではなく、直ちに収益を受け取るよう規定することができる。

⁹⁶ なお、倒産事件開始前に、債務者がマーケティングを行い、ストーキングホースを選定した場合、363条譲渡がより早期に成立することも珍しくない。

(イ) 手続

363 条譲渡は、最高金額かつ最善の提案 (highest and best offer) を行った者との間で行われなければならないため、通常は、入札手続を通じたマーケットチェックにより買受人が選定される。そして多くの場合、債務者は、より迅速かつ円滑に売却を行う観点から、あらかじめ特定の買主候補者と交渉を行い、その候補者を、入札における最低売却価格を設定する権利を有する「ストーキングホース (当て馬)」(stalking horse) に選定する。ストーキングホースを利用した 363 条譲渡のプロセスは、大要以下のとおりである。

まず、債務者は、正式な入札手続の前に (早ければ、チャプター11 の申立前から) マーケティングを行い、買受人候補者のうち最高金額かつ最善の提案者をストーキングホースに選定する。その後、ストーキングホースとの間で、資産譲渡契約 (以下「ストーキングホース APA」という。) ⁹⁷を締結するとともに、その後に実施される入札手続の条件等に関する交渉を行う。

債務者は、チャプター11 を申し立てた後、裁判所に対し、ストーキングホースとの間で合意した入札手続を承認するよう申請する。裁判所は、債権者委員会その他の利害関係人に対する審問を行った上で、通常、申立てから 2 週間以内に承認命令を発令する。

かかる承認命令の発令後、入札手続が実施され (入札資格を満たした者が複数いる場合には、オークションの方法によることが一般的である。) 、落札者が決定される。多くの場合、入札手続の中で各入札者のためのデューデリジェンスの期間や入札期限は非常に短く設定される (通常は入札手続の承認命令後 20~30 日間) 。

オークションの開始前には、債務者は、(場合によっては担保権者又は無担保債権者委員会と協議の上) どの入札が有力であるかを公表する。その後、債務者はオークションの要領を説明する。通常、正式なオークションの方法は、債務者から委託を受けた FA (投資銀行等) が決定するが、その方法は、競合入札の数、譲渡対象資産の種類、債務者による部分入札 (すなわち、譲渡対象資産の一部のみの買受希望を旨とする入札) の諾否等によって影響を受ける可能性がある。デラウェア州等の多くの法域では、オークションの実施方法について、参加する各入札者が入札や売却に関して談合を行っていないことを確認すべきこと、あらゆる債権者が参加できるオープンな手続とすること、入札時の録音・録画を義務付けること等、一定の要件が定められている。

⁹⁷ 通常、ストーキングホース APA には、入札手続においてストーキングホースが落札できなかった場合の債務者のブレイクアップフィーの支払義務やデューデリジェンス費用の償還義務が規定される。また、ストーキングホースと債務者との間では、ストーキングホース APA と併せて、チャプター11 や 363 条譲渡の実施に関して必要となる債務者へのサポートの提供について定める再建支援契約 (restructuring support agreement) が締結されることも多い。

各入札者の入札価格は、ストーキングホースの提示金額を上回る金額でなければならず、また、各入札者が提示する資産譲渡契約案の条件は、ストーキングホース APA と同等かそれよりも債務者に有利なものである必要がある。

オークションの終了後、債務者は最高金額かつ最善の提案を選定する。珍しいケースではあるが、入札金額としては最高額ではないものの、より確実性の高い、又はより迅速に完了できる提案が最高の提案として選ばれることもある。この例として、最高金額の提案を行った入札者との取引について、規制当局の許認可等が必要となる場合や、規制当局のクリアランスに大きな支障がある場合などが挙げられる。

裁判所は、オークション終了後（適格な入札がなかった場合には入札期限の経過後）数日以内に、落札者に対する資産譲渡の許否を判断するための審問を行い、売却に「十分な事業上の理由」(good business reason)⁹⁸等が認められる場合には、売却承認命令を発令する。そして、売却承認命令の発令後 14 日間の待機期間が満了すると（実際には、この待機期間は裁判所により短縮されることが多い。）、売却の実行が可能となる。

(ウ) 債権者のイニシアティブ

363 条譲渡に係る裁判所の承認の申請権者は債務者（又は管財人）であり、担保権者が自ら申請を行うことはできない。しかしながら、担保権者は、前述「Ⅱ 1 (2) (ii) ② (イ) (d) 全資産担保権者の交渉上の立場」のとおり、また、以下にも述べるように、担保権者と債務者との交渉過程において、担保権者が希望した場合、担保権者との関係性において、債務者に 363 条譲渡の承認申請を行うインセンティブが生じるケースが多く見られる。

債務者の全資産に担保権が設定されている場合には、債務者のエクイティホルダー（株主等）が追加の資金提供を行う用意があるようなケースでない限り、全資産担保権を有する債権者以外に経済的窮境に陥った債務者に対する救済融資を行うことができる者は、事実上存在しない場合が多い。チャプター 11 手続においては、債務者が、裁判所の許可を得て、既存の担保権に優先する「プライミングリーエン」(priming lien) 付の債務を負担することも認められてはいるが、通常、既存のシニア担保権者の同意がなければプライミングリーエンの付与を正当化することはできない。そのため、債務者が既存担保権を有する金融債権者以外の者から救済融資の提供を受けることは極めて困難であるのが通常である。このような状況の下で、担保権者による担保権の実行を回避するため、担保権者から 363 条譲渡の承認申請を要求された場合、これに応諾するようインセンティブ付けられる。

⁹⁸ Comm. of Equity Sec. Holders v. Lionel Corp., 722 F.2d 1063 (2d Cir. 1983) 等。

(エ) 担保権者がストーキングホースとなることのメリット

担保権者としては、自己をストーキングホースとして選定した上で 363 条譲渡の承認申請を行うよう債務者と交渉することが考えられる。ストーキングホースは、①他の（後発の）入札者よりも先行して入札準備（デューデリジェンスや買収資金の調達）に時間をかけることができ、②入札手続や資産譲渡契約のフレームワークの作成に大きな影響を与えることができる等の利益を享受することができ、実際上も、最終的な落札者となる可能性が高い。また、仮に最終的に自らが落札できない（又は落札者に選定されたものの利害関係人の異議などにより裁判所の売却承認許可を得られない）場合であっても、ブレイクアップフィー（想定通りにストーキングホースが落札できなかった場合に支払われる補償金）の支払いやデューデリジェンス費用の償還といった入札保護条件の交渉を通じて、投下資本・コストの回収リスクを低減させることも可能である。

(オ) 他の債権者等との利害調整

チャプター11 では、債務者は事業を継続し、共益債権（administrative expenses）は優先して弁済を受ける⁹⁹。そのため、米国の倒産裁判所は共益債権を支払えるだけの十分な現金があるかどうかを手続の最初に確認するのが通常の実務になっており、共益債権が支払えない場合はチャプター11 事件が棄却され又はチャプター7 に移行され事業の継続が困難になるおそれが生じる。この共益債権には、様々な費用が含まれ、財団保全のために必要な費用、租税、専門家費用、申立後の労働関係の債権及び費用等が含まれる。

米国の倒産手続においては、一定の場合、無担保債権が担保付債権（担保付の DIP ローン債権を含む）に優先することを認めている。例えば、実務上、倒産裁判所が DIP ファイナンスを承認する際に、DIP レンダーが同意した場合、債務者や無担保債権者委員会のために裁判所が選任する専門家の報酬債権を担保権に優先させることがある。また、363 条譲渡においてレンダーがクレジットビッドを行う際に一定の契約又は賃借権を引き受けた上で譲渡する場合、その譲渡の条件として債務者が当該契約上の債務不履行を治癒する義務があり、そのための支払いは優先的に行われる。

また、363 条譲渡では、無担保債権者の利益になる否認訴訟を提起するために売却代金のうち一定額を訴訟信託に入れることを担保権者に合意させるため、無担保債権者委員会が 363 条譲渡に異議を出すということも実務上よく見られ、米国の倒産裁判所では、債務者と担保権者が担保権者のみに利益を与えるような事業譲渡を行うためにチャプター11 を利用する場合、

⁹⁹ 米国連邦倒産法第 507 条 (a) (2)

担保権者が一般債権者の利益のために売却代金のうち一定額を残すことが適切な実務であるといわれている。

なお、連邦倒産法では、債務者（又は管財人）が担保目的物の保存又は処分のために合理的かつ必要な費用（例えば担保目的物の資産税等）を担保権者の利益になった範囲内で担保目的物から回収することができる（surchargeと呼ばれている）¹⁰⁰。もっとも、実務上は、実際に上記の費用を担保権者の担保目的物から回収することはあまり一般的ではないとされる¹⁰¹。

このように、363条譲渡では、担保権者は担保目的物の売却代金から優先的に弁済を受けることができるという原則は維持されているものの、実務上、売却代金の一部を一定の一般債権者への弁済に充てることが行われているといえる。

（iii）後順位担保権者や労働者、商取引債権者との優先順位

担保目的物が売却された場合には、売却代金から第一順位の担保権者が優先的に弁済を受け（ただし、工事人先取特権（mechanic's lien）等の優先的な担保権がある場合を除く）、その後後順位担保権者、さらに残余金があれば無担保債権者が弁済を受けるという原則が倒産手続外か倒産手続内かを問わず、維持されている。すなわち、担保権者としては、労働債権者、商取引債権者等であっても無担保債権者に対して売却代金の一部を分配する法的な義務を負わない。

しかしながら、他方で、実務上、担保権者が主導して担保目的物を売却する場合には売却に関する一定の共益費用等を負担せざるを得ない場合がある。また、債務者の事業の継続価値を維持しながら事業を譲渡する場合には、事業を継続するために労働債権者、商取引債権者等に対する弁済を行うことがある。このように、上記の優先順位の原則は維持されてはいるものの、実務上、売却代金の一部を労働債権者、商取引債権者等の一定の一般債権者への弁済に充てることが行われているといえる。

¹⁰⁰ 米国連邦倒産法第 506 条 (c)

¹⁰¹ その理由として、既存の担保権者（DIP ファイナンスのレンダーになることが多い）は債務者から費用償還請求権を放棄する旨の合意を取っていることが多いこと、裁判所は費用償還請求権を直接的に担保目的物の利益になる行為に限定して解釈する傾向があること、連邦最高裁判所は費用償還請求権は債務者の財団の利益のために存在するものであり担保目的物の利益になる費用を支出した無担保債権者はそのような請求権を有しないという立場をとっていること（Hartford Underwriters Ins. Co. v. Union Planters Bank, N.A., 530 U.S. 1 (2000)）等がある。

2 英国の制度・実務の概要

(1) 契約融資・期中管理局面

(i) 全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方

① キャッシュフローレンディングにおける全資産担保の制度や実務上の機能・位置付け

(ア) 全資産担保の設定方法としての浮動担保 (floating charge) と固定担保 (fixed charge)

英国法 (English law) の下では、担保の設定方法として大きく分けて浮動担保 (floating charge) と固定担保 (fixed charge) の2種類がある¹⁰²。これら二つの機能は、以下のように整理できる¹⁰³。

浮動担保は、担保権設定者が保有する現在及び将来の事業資産の全部又は一定の範囲の財産に対して担保権を設定するものである。浮動担保の設定者は通常の営業過程でこれらの資産を処分することが認められており、それ故に担保対象物は一定の結晶化 (crystallization) 事由 (期限の利益喪失事由その他担保契約において規定される事由) が生じて特定の資産に対する固定担保に転化するまでは確定することなく浮遊状態 (通常の事業の範囲内で譲渡等され得る状態) を維持する。浮動担保の対象が担保権設定者の資産の全て又は実質的に全てをカバーしている場合、当該担保権者 (qualifying floating charge holder) は、浮動担保の結晶化事由が生じた際に、担保契約の定めに従い、担保目的物の管理を行うアドミニストレイタ (会社管理人) を選任することができる¹⁰⁴。浮動担保は、在庫や仕掛品、移動や入れ替わりが生じやすいオフィス機器等に設定されることが一般的であり、また、固定担保の対象から除外された資産を浮動担保の対象とすることもある。

一方、固定担保は、特定の資産に対して設定される担保権であり、担保権者が対象物に対するコントロール (対象物に即時に干渉する権能) を有していることを要する (かかるコントロールが認められない場合は、浮動担保と性質上決定される)¹⁰⁵。一般的に固定担保の対象とされることが多い資産の

¹⁰² これらのほか、不動産や株式に対して設定される mortgage、売掛債権や契約上の地位についての assignment も用いられる。なお、株式 (shares)、証券 (securities) 及び預託金 (cash deposits) は、Financial Collateral Arrangements (No. 2) Regulations 2003 (SI 2003/3226) (「FiCARs」と略称される) 上の「financial collateral」に該当し、担保設定にあたっての登録手続等が免除されるなど、担保権者に有利な規律が適用される可能性がある。

¹⁰³ 池田真朗・中島弘雅・森田修編『動産債権担保——比較法のマトリクス』434頁〔森田〕(商事法務、2015年) 参照。

¹⁰⁴ 浮動担保の対象が担保権設定者の資産の全て (又は実質的に全て) をカバーできない場合、アドミニストレイタの選任権は認められない。

¹⁰⁵ 売掛債権に対する固定担保の有効性が争われた事案として、*National Westminster Bank plc v Spectrum Plus Ltd and others* [2005] UKHL 41 (以下「Spectrum Plus 事件判決」という。) がある。同判決では、担保権者が担保目的物たる売掛債権に対して実質的にコントロールを及ぼしていると言えるか否かを厳格に判断する姿勢を示している。同判決の示した規律の下では、売掛債権に対してコントロールが及んでいるといえるためには、例えば、①売掛債権を担保権者に譲渡 (assign)

種類としては、不動産所有権及び不動産賃借権、株式、知的財産権、車両・設備・機械その他の動産（在庫・仕掛品・オフィス機器等を除く）、売掛債権¹⁰⁶、預金、保険金請求権、企業グループ内の会社間の貸付債権、その他個々に特定された重要契約などが挙げられる。

原則として、適切に対抗要件を具備した固定担保は、先に成立した浮動担保に対しても優先する¹⁰⁷。また、固定担保は、租税債権や労働債権に対しても優先することとなる。他方、浮動担保は、これらの優先債権に劣後するため、優先弁済権の確保という観点からは弱い権利である。もっとも、担保権設定者の全資産又は事業が浮動担保の対象となっている場合において、全資産又は事業に対して処分権限を有する管理レシーバー（administrative receiver）の選任権が認められており、この選任権を背景に、保全というよりも、危機時期の債務者に対し、事業に対する影響力を保持することに、浮動担保を取得することの主眼の一つがあったといえる。なお、2002年のエンタープライズ法の改正¹⁰⁸によって、管理レシーバーの選任権を認められる場面が極めて限定されたことにより、かかる意味合いでの浮動担保の優位性は限定的となっている。

英国では、債務者の全ての資産を担保目的物として、事業キャッシュフローに着目した融資を実現するにあたり、担保権者は、浮動担保の優先性の低さも踏まえて、優先性の高い固定担保と組み合わせる形で被担保債権の保全を図っている。

このような全資産担保権の設定については、一通の担保権設定契約で合意することが可能である。浮動担保を設定するには、担保権設定契約において担保対象物、当該担保権が浮動担保である旨、当該担保権が適格浮動担保（qualifying floating charge）に該当する旨、担保権者が個々の担保物に関する固定担保レシーバー¹⁰⁹や、英国倒産法上のアドミニストレイタの選任

してしまつて担保権設定者による処分その他の取引を阻止するか、②担保権設定者による取引を禁止した上で、第三債務者からの入金先を担保権者によりブロックされた（あるいは担保権者が固定担保の設定を受けた）預金口座に指定させるといった手当てを講じる必要がある。

¹⁰⁶ Spectrum Plus 事件判決を踏まえ、売掛債権に対する担保設定は実務上概ね次の整理の下で行われている。ABL の場合は、与信の直接の引当てとなる売掛債権に対して債権者が実際にコントロールを及ぼして固定担保を確保する。他方、LBO 等のレバレッジドファイナンスにおける債権者は、対象会社の有する売掛債権に対してコントロールを及ぼすことまでは通常望まないため、担保契約上は固定担保を設定すると規定しつつ、期限の利益喪失事由その他の所定の事由が生じるまでは、実際にコントロールを及ぼすことを留保する（したがって、浮動担保としての位置付けにとどまる）。

¹⁰⁷ ただし、複雑な例外規定も存在することから、常に固定担保が浮動担保に優先するとは限らない。また、担保権者間の合意により配当の優先順位を変更することもある。

¹⁰⁸ 同法施行後に管理レシーバーの選任が許容されるのは、2003年9月15日より前に浮動担保を取得した場合、及び、古典的融資取引の範疇に属さない一定の取引類型（プロジェクト・ファイナンス等）に限定された。

¹⁰⁹ 固定担保レシーバー（fixed charge receiver）は固定担保権が設定されている個々の資産に対する処分権限を有するレシーバーであり、担保権設定者の全資産又は事業が浮動担保の対象となっている場合における全資産又は事業を処分対象とする管理レシーバー（administrative receiver）とは異なる。

に係る規定、当該浮動担保の結晶化事由といった事項の定めが必要となる。債務者の全ての資産（別途固定担保の対象とされるものを除く）を浮動担保とする場合には、担保目的物の規定方法として例えば「all its undertaking, property, assets and rights not otherwise effectively mortgaged, charged or assigned under this agreement」といった包括的な記載がされ、将来取得する資産についても、都度の登録を要することなく、担保目的物に含むことができる。

公示を行う場合、浮動担保も固定担保も、その設定後 21 日以内に会社登記所（Companies House）における会社担保（company charge）の登録が必要となる¹¹⁰。当該登録申請書の作成（オンラインでの申請も可能）にあたっては、債務者の名称及び法人番号、担保権設定日、担保権者の名称、担保権の内容並びに担保権の性質に関するいくつかの事項の記載が必要となる。浮動担保の登録にあたっては、当該担保権が浮動担保であるか否か、また、債務者の資産の全て又は実質的に全てを対象とするものかどうかを明らかにする必要がある。

（イ）全資産担保の活用局面

英国の商業銀行による中小企業¹¹¹に対する全資産担保を活用した融資商品の提供においては、米国同様、キャッシュフローレンディングにより運転資金の提供を行う場合、ベンチャーデットの提供を行う場合、レバレッジドファイナンスにおける貸付の場合、Asset Based Lending（ABL）を行う場合に大別される（「Ⅱ 1（1）（i）①（ア）全資産担保の活用局面」図表参照）。

Sub-investment grade¹¹²あるいは中小企業の事業キャッシュフローを引当てとした運転資金の融資（当座貸越や line of credit という一定の信用枠を付与する形態が多い）においては、債務者及び保証人の保有する全資産に担保権が設定されることが多く、かかる全資産担保の取り方として、英国の商業銀行は、固定担保と浮動担保の両方を担保として設定することが一般的である。その理由は、他社の貸出が入る余地を残さず、デフォルト時におけるシニアレンダーとしての権利を確実なものとするためである。

もっとも、2008 年の金融危機以降、英国では、バーゼル自己資本比率規制の改正の結果、キャッシュフローレンディングよりも ABL の資本賦課が低くなった。このため商業銀行は、より資本賦課の低い ABL への借換えに力を

¹¹⁰ ただし、極めて限定的な場面ではあるが、例外的に登録が不要とされる担保権も存在する（賃貸人が賃借人に対する債権を担保するために有する保証金に対する担保権等）。

¹¹¹ 調査対象となった商業銀行により異なるが、概ね年商 2,000 万英ポンド未満の企業を指す。

¹¹² 債券の格付会社である、Standard & Poor's において「BB+」以下、Moody's investor Services において「Ba1」以下、又は他の国際的に認められた格付機関において、これらと同様の格付を付された債券の発行体に対する融資を、sub-investment grade loan と呼ぶ。

入れるようになった。特に、不動産などの固定資産を持たない中小企業に対して、ABLは主たる運転資金の調達手段となっているようである。中小企業が成長し、バランスシートが強固になるとともに、事業キャッシュフローが成長・安定するようになると、ABLからキャッシュフローレンディングへと移行する。

また、新規顧客開拓などの営業上の目的で、浮動担保のみを担保として運転資金の提供を行うことや、固定担保を担保とする他の担保権者からの借入の満期が近づいている場合に、その借換えを狙って、当該債務者に浮動担保を担保として運転資金を提供するといったこともある。

さらに、不動産のような固定資産を持たない中小企業に対して、浮動担保のみを担保として運転資金の提供を行うケースもみられるが、この場合は、バランスシートや事業キャッシュフローに成長性と安定性があることが条件となる。

英国では、浮動担保と固定担保を一緒に設定する場合も含めると、浮動担保は、企業規模を問わず、幅広い借り手に対する貸出の担保として活用されている。その融資残高は、5万英ポンドという小さなものから、200～300万英ポンドという大きなものまで様々である。

(ウ) 全資産担保の主要な機能

全資産担保の主な機能については、米国におけるもの（「Ⅱ 1（1）（i）①（イ）全資産担保の主要な機能」参照）と大きな違いはなく、英国においても全資産担保には、主に、債務者とのリレーションを築く動機付けになること、債権者による担保権の実行を回避するため、債務者が事業価値の維持・向上に強いインセンティブを有することになること、リストラクチャリング時の交渉過程において、担保権者である債権者と債務者が事業継続に向けた目的を共有することで、建築的な交渉を行うことができること、といった機能があると考えられる。

(エ) 実務上の「全資産担保」の範囲

前述のとおり、全資産担保でのキャッシュフローレンディングを行う場合、債務者及び保証人の保有する全資産に担保権が設定されることが一般的である。この場合の保証人には、（共同債務者に対する融資など債務者が複数存在する場合の）各債務者のほか、債務者の親会社及び重要な関連会社も含まれる。重要な関連会社に該当するか否かは、グループ全体の EBITDA（又は資産額若しくは収入額）に占める当該関連会社の寄与度（EBITDA 等の総額に占める当該関連会社の EBITDA 等の割合。通常は 5%以上）を基準とする。また、保証人の EBITDA 等の合計がグループ全体の EBITDA 等のうち 80～85% を超えることを要するものとするケースが多い。債務者及び親会社は、融資

契約上、どの会社が「重要な関連会社」に該当するかについて、定期的な報告・証明を求められる。

債務者が複数の事業を営む場合においては、担保対象外の事業に用いられる資産について、①担保対象からの除外を行う場合のほか、②全資産担保の対象（したがって、担保権の実行時の優先弁済の原資）としつつ、平時においてはその使用・処分等を許容することがある。この場合、債務者は、かかる除外・許容規定に基づく資産の保有・利用・処分等の状況について定期的に報告する義務を負う。一旦、全資産担保の対象となった資産について、事後的に別の資金調達のための担保対象とする必要が生じた場合は、全資産担保の担保権者は当該資産についての担保の対象からの解除を行うことで対応する。また、担保対象事業と対象外事業の両方に用いられる資産については、担保対象に含めるのが原則的な取扱いである¹¹³。

（オ）親会社による担保・保証提供

債務者の100%親会社が純粋持株会社である場合、当該親会社の保有する全資産についても担保対象とされることがある。この場合、融資関連契約上、当該親会社は債務者の株式を保有すること以外は事業を営む（したがって他の金融債務を負担する）ことが禁止され、また、債務者の全株式を保有し続けることが義務付けられる。一方、大規模企業向け担保付き融資の場合は、親会社は保証人とはならず、債務者株式に対する担保設定のみが要求されることが多い。これは、大規模企業の場合には資金調達構造が複雑になる可能性が高く、例えば社債権者など、他の金融債権者に対して担保提供を行う余地を残す必要があるためである。

また、英国には、保証の徴求に関して様々な法規制があるため、金融機関は、保証を徴求する場合は、保証人として適切かどうか、弁護士等の専門家から法的助言を得た上で行っている¹¹⁴。なお、借り手が子会社であり、親会社が存在する場合は、親会社に支払能力があれば、保証を徴求することもある。

¹¹³ なお、グループ内の別会社（兄弟会社等）からサービスの供与（例えばバックオフィス機能の提供）を受けているような場合であって、当該別会社自体は担保権設定者とできないようなケースでは、債務者と当該別会社との間で共通サービス契約（shared service agreement）を締結させ、当該契約上の債務者の権利に対して担保設定をさせるというアレンジが行われることもある。

¹¹⁴ 保証については、創業間もない企業や中小企業については、徴求することが一般的である。しかし、企業が成長し（業歴3年以上）、経営も安定し、借り手の信用リスクが低下し、多くの貸し手が当該企業に貸したいと思うようになると、競争が激しくなるため、保証を徴求することが難しくなる。なお、浮動担保のみを担保として資金提供する場合は、保証を徴求することが一般的であるとのことである（この点は、レバレッジドファイナンスなどの場合も同様である）。例えば、借り手に担保として差し入れる自己株式がないときは、代わりに保証の差入を求めている。保証は、企業オーナーや取締役から徴求することが一般的である（借り手企業の事業運営と関係が薄い人からは保証は徴求しない）。

② 融資契約・担保契約の内容

(ア) 財務コベナンツ

米国と同様、英国においても、財務コベナンツは、中小企業取引において一般的になっている。財務コベナンツを設定する目的は、早期に債務者の財務上の問題点を検知・対応することにある。

中小企業を債務者とする場合には、財務コベナンツの数は、2～3項目である。これに対して、債務者の企業規模が大きくなると、貸付のストラクチャーが複雑になることから、財務コベナンツの数も増加する傾向にある。

財務コベナンツの種類は、事業キャッシュフローに関するもの（ミニマム EBITDA の額、インタレストカバレッジ・レシオ等）、レバレッジに関するもの（負債比率、元金返済カバー率等）及びバランスシートに関するもの（純資産額や流動性比率等）が挙げられる。具体的には、各項目における指標について、一定の期間（例えば、四半期末日）における一定の水準（企業の業種・規模等に応じてケースバイケース）を定め、その水準を下回らないように維持することを求める。

融資契約上、財務コベナンツに抵触した場合には、債務者は期限の利益を喪失し得る。もっとも、債権者は、期限の利益を喪失させることに関して、機械的な対応を行っているわけではない。例えば、債務者から財務コベナンツに抵触する可能性があるという相談があった場合は、一時的な猶予を与えている。これは、商業銀行が、事前に相談をする顧客を協力的な顧客と認識しているからである。

(イ) 財務コベナンツの報告・表明保証等に関する条項

米国と同様、英国においても、債務者の財務コベナンツの遵守状況について、一定の期間ごとに債権者に報告し、また、その報告する内容について真実であることを表明保証しなければならないとする条項が財務コベナンツの設定とともに一般的に設定される。

(ウ) エクイティ・キュア条項

有力なスポンサーが存在するケースや、中規模以上のレバレッジドファイナンス案件においては、エクイティ・キュア条項（一定の財務制限条項や期限の利益喪失事由への抵触があった場合において、株主からの出資により、当該抵触状態を治癒する権利を債務者に認める旨の規定）が設けられることが多い。当該条項の内容は、個々の債務者・スポンサーの特性、一般的な市場環境、ファイナンス構造等の諸事情を勘案して定められる。

(エ) キーパーソン条項

融資契約上、いわゆるキーパーソン条項（所定のキーパーソンを会社組織

内の一定の役職に選任・維持することや、当該者に係る役員保険の付保を義務付ける条項）が設けられることがある。

かかる条項を入れるかどうか、また、入れる場合の具体的な内容（キーパーソン条項違反を期限の利益喪失事由とするか否かを含む。）は個別案件ごとに交渉事項となるが、一般的な傾向としていえば、特定の個人（特に創業者）が代替困難であると考えられるスタートアップ企業その他の類似企業を債務者とする融資契約において設けられることが多い。また、信用力の高いスポンサーが存在する案件においては、キーパーソン条項の導入は稀である。キーパーソン条項が含まれるケースでは、関連する役員保険が担保対象とされることも少なくない。役員保険への担保設定は、保険金の支払いが生じた際に当該保険金を債権者が直接受領できるようにすることのほか、債権者の承諾なく保険契約を変更させないということも目的としている。

（オ）合意された担保原則（担保目的物の範囲に関する条項）

融資契約においては、「合意された担保原則（agreed security principles）」が定められることが多い。これは、全資産担保を原則としつつも、法制上あるいは実務上、担保設定が不可能若しくは困難又は時間的・費用的に多大な負担を伴う財産が存在し得るという共通認識の下で、どのような原則に従って担保設定及び対抗要件具備を行うかの指針を、融資関連当事者間で定めるもの（融資契約上の一内容）である。

合意された担保原則において、具体的な財産又は一定の種類 of 財産について、担保対象からの除外がされたり、対抗要件具備が猶予されたりすることもある。

例えば、重要性の乏しい預金口座や、担保権の設定・維持に過大な費用を要する預金口座に関しては、担保目的物の範囲から除外され得る。不動産についても、その重要性や所在地（特に国外にある場合など）、賃借物件の場合は賃借期間等に鑑みて、担保目的物の範囲から除外されることがある。大規模企業向けの融資においては、その事業全体に占める重要性に鑑みて、保有不動産が一律に担保目的物の範囲から除外される（浮動担保の対象にもしない）ケースもみられる。また、浮動担保の対象には残す場合であっても、不動産の価値が債務者の資産全体に占める割合が高くないケースでは、固定担保の対象からは除外することも多くみられる。

国際私法上、英国法に基づく担保権の対象とならない資産（国外所在の不動産、外国で設立された子会社の株式、外国法準拠の契約等）についても、担保目的物の範囲から除外され得る。

なお、設定者が締結している重要な契約が担保対象となる場合において、当該契約上に譲渡制限が付されている場合には、融資実行の前提条件として、当該契約相手方からの承諾取得が求められることもある。

(カ) 担保目的物の処分に関する条項

英国の浮動担保では、担保の性質上、結晶化して固定担保となる前について、債務者は通常の事業の過程により在庫等の資産を処分することが性質上許されており、融資契約及び担保契約においては、債務者においてどのような処分が許容されるかについて、契約上定められることが一般的である。どのような処分が許容されるかは市場環境やファイナンス構造によって差異があり、処分対価の取扱い等の諸条件とのパッケージで交渉・決定される事項となる。

他方、固定担保の場合は、債務者は担保目的物である資産を処分することが性質上許されていない。

このように各担保権の性質に応じて、担保目的物の処分の可否や許容される条件が決められているところ、債務者がかかる制約に反して担保目的物の処分を行った場合には、期限の利益喪失事由になり得る。

また、債権者は、債務者が事業にとって重要な資産を処分した場合において、株主による事業への再投資やローンの強制期限前弁済を要求することがあり得る。

(キ) 他の債務負担・担保提供等の制限に関する条項

米国と同様、英国では、全資産担保を設定する場合には、担保資産に対する権利を確実なものとし、担保権の実行を円滑に実施するため、債権者は、第一順位担保権を取得することが一般的であり、融資契約上で、後順位担保権の設定を制限する条項を入れる場合が多い。債権者は、債務者から設備購入に際して他の金融機関等から借入れを行いたいという相談を受けた場合には、当該設備を全資産担保の対象から除外することについて協議を行うことになる。

融資契約において、新たに購入する資産について他の金融機関からファイナンスを受ける場合や後順位担保権を設定する場合には、債権者から承諾を得る必要があることが明記されることが多い。債権者から承諾を得ることなく、後順位担保権を設定する等した場合には、債務者は期限の利益を喪失し得る。また、債権者は、債務者から設備購入に際して他の金融機関から借入れを行いたいという相談を受けた場合には、当該設備を全資産担保の対象から除外することについて協議を行うことになる。

(ク) 被担保債権の譲渡に関する条項

米国同様、債権譲渡に際して行う譲受人候補者に対する情報提供については、融資契約上の秘密保持条項において、譲受人候補者が秘密保持義務を負うことを条件として、債務者やその資産の詳細等に関する一定の範囲で許容する旨が定められることがあり、特にシンジケートローンにおいては

一般的に設けられている。こうした条項の設定により、被担保債権の譲渡（後述「Ⅱ 2（1）（i）④被担保債権の譲渡契約に係る制度・実務」）が円滑に行われやすくなる。

（ケ）固定担保レシーバー及びアドミニストレイタの選任に関する条項

固定担保レシーバーや、アドミニストレイタの選任権を有する旨の規定が担保権設定契約に置かれることが多い。これにより、債務者が倒産状態に陥った場合や、期限の利益を喪失して担保権の実行が可能となった場合において、債権者が主導的に管理・回収のために動く手立てを講じている。

（コ）担保権の実行に関する条項

担保契約においては、担保権の実行を円滑に行えるようにする目的で、上記（ケ）で挙げたものに加えて、債務者が期限の利益を喪失した場合には担保権者が裁判所の許可を得ることなく担保目的物を売却又は取得することができること等¹¹⁵が定められていることが典型的である。また、担保権者が担保目的物の売却処分等を行うにあたって債務者に対して負う責任（最良の価格での処分を行うべく合理的な技量と注意（reasonable skill and care）を果たす義務等）を減免する（ただし、故意又は重過失に基づく責任は免れない）旨の規定も設けられることが多い。

③ 担保資産の評価方法、審査のポイント

英国における融資の審査においては、事業キャッシュフロー、レバレッジ、純資産が重視される。

キャッシュフローレンディングの場合は、債権者は債務者の将来キャッシュフローの安定性と成長性をみて判断している。事業キャッシュフローに着目している点が、売掛債権や在庫などの担保資産の評価額の範囲内で貸し出す ABL レンダーとの大きな違いである。なお、浮動担保の場合は、デフォルトの可能性が高まった場合に担保が結晶化する（crystallize）ため、無担保貸出とみなして審査している商業銀行もあるようである。

また、2022 年 3 月以降は、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の高騰や金利上昇の影響を受け、商業銀行は、感応度分析¹¹⁶に力を入れているとのことである。具体的には、金利上昇、経費増加、取引減少などの事業キャッシュフローへの影響を評価し、審査判断やモニタリングに活用して

¹¹⁵ FiCARs 上の financial collateral（前掲注 102 参照）については、当該担保目的物をもって被担保債権の弁済に充当する権利（right of appropriation）が法定されているため、その手続についても契約上で定められる。

¹¹⁶ 金利などの変数がある一定の大きさに変動した場合に、最終的な利益やキャッシュフローなどどの程度影響を与えるかを分析する手法。

いる。

財務指標に加え、中小企業の場合は、マネジメントの質を重視しているとの指摘もある。商業銀行は、取締役の経歴（学歴、職歴、業界での経験年数など）を確認するだけでなく、債務者と面談し、詳細な経歴や経済及び業界の将来見通しなどについて話を聞いているとのことである。

担保資産は、事業キャッシュフローが滞った場合の第二の返済原資であるため、商業銀行は、その価値と存在を定期的に確認している。担保資産の評価方法は、貸出金額の大きさにより異なる。貸出金額が小さい場合（100あるいは200万英ポンド未満）は、債務者が提出した財務情報（財務諸表や納税申告書等）に基づいて担保資産の価値と存在を把握するにとどまり、評価頻度は、多くて四半期ごと、年1回が一般的である。貸出金額が大きな場合は、売掛債権や在庫などの担保資産に関して月次報告を求めるなど、より頻度高く、詳細な確認を行っている。なお、担保資産の評価や存在確認のために、外部専門家に定期的（年1回など）に債務者を訪問させていることもある。

商業銀行は、モニタリングの結果、帳簿上十分な担保資産がないと判断した場合には、一時的に信用枠を減らすなどの対応をとっている。

④ 被担保債権の譲渡契約に係る制度・実務

相対貸付の場合、assignment（権利のみの譲渡）又はnovation（義務の移転を伴う地位承継）により、被担保債権の譲渡に伴い担保権も移転させることができる。assignmentの方法とnovationの方法のいずれを取るかは、融資契約において債権譲渡に対してどのような制約が課されているか、担保権又は担保契約の中にassignmentが許されない性質の権利（特定の者に対してのみ履行可能な債務に係る権利など）が含まれていないかどうか、被担保債権の全部を譲渡するのかそれとも一部のみを譲渡するのか、担保権設定者を譲渡手続に関与させることが可能か（あるいは積極的に関与させたいかどうか）などの諸事情に鑑みて選択される。

Assignmentは譲渡人と譲受人の間のassignment agreementによって行われ、担保権設定者に対して通知がされることが一般的である。また、既存の担保権や担保対象物の種類に応じて、担保権の移転に係る対抗要件具備（perfection）のための手続が必要となる。

Novationの場合は、担保権設定者もnovation agreementの当事者となる必要があり、当該契約において、譲渡人のために設定された既存の担保権の解除（release）と、譲受人のための新規の担保権の設定（creation of fresh security）が行われることが一般的である。この場合は新規の担保権設定を伴うため、当該担保権の設定時点で譲受人が否認リスク（担保権設定者について倒産手続が開始された場合に、担保権設定の効力が否定されるリスク）

を負うことにもなる。

シンジケートローンの場合は、当初からセキュリティ・エージェントを担保権者として担保権の設定が行われる（個々の債権者は直接の担保権者とはならない）ため、被担保債権の譲渡にあたって担保権の移転に係る手続は求められない。

⑤ 他の担保権者や他の口座開設金融機関との調整に係る制度・実務

（ア）複数の順位の担保権者の存在

英国においては、貸出金額が大きな場合¹¹⁷は、浮動担保に第二順位担保権を設定する場合もある。

（イ）債権者間協定

複数の順位の担保権者が存在するケースでは、それらの担保権者の間では債権者間協定が締結されることが一般的である（かかる合意なしに複数の順位の担保権が同一の対象物に対して設定されることは稀である）。債権者間協定の内容は当事者間の交渉により決められるものでありケースバイケースであるが、比較的多くみられるアレンジとしては、①担保権者の意思結集が必要となる場面（再生手続など）において、後順位担保権者は先順位担保権者の意思に従う旨の合意（かかる意思に従い、セキュリティ・エージェント（シンジケートローンにおいて、個々の債権者のために自ら担保権者となり担保の管理等を行う者）が担保権の解除を行う権限の授与等も含む。）や、②後順位担保権者による担保権の実行に関する制約（先順位の被担保債権の失期を要することとしたり、さらにその後一定の期間（standstill period）は後順位担保権の実行を禁止したりすること）などが盛り込まれるほか、主要な建付けは米国における債権者間協定と概ね同様である。

また、後順位担保権者による先順位債権の買取権が定められることもある。先順位担保権者は、たとえ後順位担保権者に損失が生じるような場合であっても先順位担保権の実行に踏み切ることは珍しくない。もっとも、実際にどのようなタイミング・方法で担保権の実行をするかは個別の事情を踏まえて判断される¹¹⁸。特に複数レイヤーの債権者がいる場合には、担保権の実行手続のプロセスは、債権者間協定に定められている。

¹¹⁷ 具体的な規模についてはケースバイケースであるが、特に、貸出金額が100あるいは200万英ポンド以上の場合に、第二順位の浮動担保が設定されるケースが見られる。

¹¹⁸ 先順位担保権者が実際に担保権の実行に踏み切るかどうかの判断にあたっての考慮要素はケースバイケースで多岐にわたるが、レピュテーションへの悪影響や特定の債務者・後順位担保権者との関係性の悪化を避けたいという動機、担保権の実行の結果、損失が確定したり追加コストが発生したりすることへの懸念などがあり得る。いずれにしても、これらの要素は当初の与信判断の際に既に織り込み済みであることが多い。

(ウ) 他の口座開設金融機関との調整

他の口座開設金融機関との調整は、ファイナンスの構造や当該口座の重要性、当該口座開設金融機関が債務者に対して有する債権の有無等に鑑みて個別案件ごとに検討されることになるが、預金担保の設定にあたって、口座開設金融機関との間で相殺禁止の合意を取り交わすことがある(かかる合意は、担保権設定者から口座開設銀行に対する通知(承諾依頼)とこれに対する口座開設金融機関からの承諾をもって成立させることが多い)。

(ii) 期中のモニタリング方法

① 貸出期間中の担保価値のモニタリング方法

(ア) 財務状況のモニタリング

債務者の財務状況のモニタリングは、債務者が提出した財務情報と財務コベンツの遵守状況に基づいて行われる。財務情報は、融資契約に基づき債務者から定期的を取得している。頻度は、月、四半期、半期、年単位などケースバイケースで定められるが、一般に、貸出金額や企業規模が大きくなると、取得頻度が高くなる傾向にある。

債権者が入手した財務情報に基づいて、財務コベンツの遵守状況を確認する。契約で定められたコベンツ・テストの実施頻度は、四半期、半期又は年単位のいずれかとすることが多い。なお、中小企業の場合は、年1回が一般的とのことである。

キャッシュフローレンディングの場合は、ABLと比較し、債務者の信用力評価に必要な財務情報の入手頻度が低い(多くて月次であるが、商業銀行が情報を入手するまでにはさらに1ヶ月、計2ヶ月ほどかかる)。商業銀行は、この点を補うために、債務者の資金決済口座の入出金情報もモニタリングしている。注意すべき兆候(ヒストリカルなトレンドを重視する)があれば、その理由を債務者に確認している。

そして、浮動担保の設定を受けている場合、担保資産のモニタリングは、前述のとおり、貸出金額により異なる。貸出金額が小さい場合(100あるいは200万英ポンド未満)は、債務者が提出した財務情報に基づいて担保資産の価値評価や存在確認を行うことが一般的である。他方で、貸出金額が大きい場合は、売掛債権や在庫などの担保資産に関して月次報告を求めるなど、より頻度高く、詳細な確認を行っている。なお、外部専門家が担保資産の評価や存在確認のために定期的(例えば、年1回)に債務者を訪問することもある。

(イ) リレーションシップマネージャーの役割

債権者内部の責任分担として、モニタリングの第一義的責任は、債権者のリレーションシップマネージャー(融資担当者)にある。債務者の財務上の

問題を早期に特定するという点において、リレーションシップマネージャーの果たす役割は大きい。例えば、財務コベナントに抵触はしていないもののその水準に近づいている場合は、リレーションシップマネージャーがその理由を債務者に確認している。また、貸出額は信用枠内に収まっているが、入金がなく、引出が続いている場合も、債務者にその理由を確認している。

英国の商業銀行では、(審査担当者による正式な財務情報の精査としてではなく)リレーションシップマネージャーが定期的に、財務状況に関して債務者と話し合うことが慣行となっている。その頻度は、企業規模、取引金額、保有商品、債務者の事業成長の速度などにより異なるが、月1回～年1回である。

リレーションシップマネージャーは、債務者の財務情報を精査し、事業運営が計画通りに進んでいないなどの懸念事項があれば、その理由を上記の対話の場で確認する。

リレーションシップマネージャーは、債務者との会話を文書にまとめ、審査担当者に提出する。債務者に確認した結果を審査担当者に伝えることも、リレーションシップマネージャーの重要な役割である。

② 全資産担保に基づく融資のモニタリングコストの考え方

キャッシュフローレンディングの場合は、モニタリングコストは貸出金利に含まれる¹¹⁹。一方、ABLの場合は、契約時のデューデリジェンス及び契約後に定期的実施する担保資産の評価や存在確認のコストは、手数料として債務者から徴求している。

キャッシュフローレンディングの場合であっても、期中モニタリングの結果、資産評価(不定期)が必要であると判断した場合は、そのコストは、債務者に負担してもらうとのことであった。なお、こうした費用負担に関する取決めは、融資契約に記載される。

③ レンダーライアビリティの考え方や制度とそれによる実務上の制約

債権者は、顧客の本人確認義務や、経済制裁法制、汚職・贈収賄禁止等の一般的な法令に基づく義務(銀行は規制業種であるため、顧客を公正に扱うことや、顧客を支援することが求められている。特に、中小企業向け融資に関しては、業界団体による任意の行動準則が設けられている¹²⁰)。また、問題債権処理プロセスにおいても、債務者と話し合い、条件変更に応じるなどの

¹¹⁹ Bank of England の資料によれば、2022年11月末時点の銀行の中小企業向け貸出の平均金利は、5.52%である。

¹²⁰ <https://www.lendingstandardsboard.org.uk/wp-content/uploads/2022/11/Standards-of-Lending-Practice-for-business-customers-November-2022.pdf>

対応が念頭に置かれているとのことである。) 以外には、債務者のモニタリングに係る義務を負わない。この点の明確化のために、融資契約上に「no monitoring」条項（債権者は債務者の財務状況（失期のおそれの有無や、融資関連契約上の義務違反の有無など）について監視する義務を負わない旨の規定）を設けることが一般的である。

金融規制法上も、債務者が個人（個人事業主を含む。）や少人数の組合であるというような場合を除き、上記で述べたものを超えて担保付き融資を行う債権者に対して一般的に適用される英国法上の規制は存在しない。

なお、法令や融資契約上でモニタリングに係る義務を負わなかったとしても、金融機関は貸付債権の回収可能性の維持という観点から債務者に対して自発的にモニタリングを行うことになる。

また、後述「Ⅱ 2（1）（ii）④経営者が事業価値の維持・向上に協力する要因」のとおり、債権者による債務者の事業運営に対する関与の態様・度合いによっては、英国会社法上の「影の取締役」（shadow directorship）の法理による責任を負う可能性がある。

④ 経営者が事業価値の維持・向上に協力する要因

中小企業のオーナーや取締役は、個人資産を投じて起業していることが多く、早期に事業キャッシュフローの問題を特定して事業継続を確実なものとする事は、債権者と債務者の共通の目標であるといえる。債権者との関係が悪化した場合や、事業継続の確実性に疑義を持たれた場合は、担保権の実行に踏み切られる可能性が高まる。担保権の実行に至る局面を回避するため、経営者は債権者に協力するインセンティブを有する。契約実務としては、経営者に定期的に又は一定の事由発生時¹²¹において、財務コベナントその他の誓約事項に係る遵守状況の報告・証明義務を課したり、取締役会へのオブザーバーとしての参加権（board observer rights）を債権者に付与することによって債務者の義務の遵守状況に係る透明性を高める手立てを講じたりすることもある。

また、英国の法制度上も、債務者の財務状況が悪化した場合には、経営者が債権者の利益を無視できない構造になっている。すなわち、英国会社法上、経営者は一義的には当該会社の株主（members）総体の利益のために行動する義務を会社に対して負っている（Section 172 of the Companies Act 2006）。もっとも、近時の最高裁判例においては、当該会社が財務破綻又はこれに近い状態にある場面では債権者一般の利益を図ることも会社の利益に含まれ、債権者の利益を無視した行動を経営者がとった場合はその義務違反を構成し得る（insolvency liquidation 又は administration の開始が不

¹²¹ 遵守状況について債権者が疑義を持った場合等。特に事業再生ファイナンスの場合には、例えば1年に2回を上限とする等の条件の下で、債権者にかかる報告徴求権を付与するケースがみられる。

可避とまではいえない場合は、債権者一般の利益と株主の利益を均衡させることが求められ、これらの開始が不可避となった場合は債権者一般の利益が優先されることとなる）とされている。

また、担保権の実行の前段階として、担保契約上、担保権者には、代理権（power of attorney）が付与されており、融資関連契約上の条項に従って事業を運営しない経営陣を交代させることができる権利を有することが一般的である。もっとも、担保権者は、債務者の経営に過度に関与することにより英国会社法上の「影の取締役」（shadow directorship）¹²²として通常取締役と同様の善管注意義務を負ってしまうリスクを懸念して、しばしば（自ら付き合いのある）第三者の事業再生専門家を起用することを強く求める傾向にある。取締役がリストラクチャリングの協議に協力しない場合には、当該取締役には善管注意義務違反のリスクがある。専門家の助言に基づく行動は、取締役が善管注意義務違反に基づく請求に対して防御することにも繋がる。

（２）実行再生局面

（い）担保権の実行・事業再生に至るまでの制度と実務上の対応

① 経営状況の悪化の兆候がある時の対応

まず、債務者の経営状況が悪化しているものの、債権者にとって許容可能な水準を下回らない場合には、債権者は引き続き債務者に対するローン債権を保有し続け、債務者の経営状況を注意深くモニタリングし、状況に応じて早期にリストラクチャリングの協議を行うことになる。

② 経営状況の悪化が判明した時の対応

経営状況が悪化した時の対応は概ね米国と同じである。すなわち、英国においても、期限の利益喪失事由発生の有無を確認した上で、債権者と債務者の間で一時停止契約（standstill agreement）¹²³を締結するなどして、その間にリストラクチャリングの協議を進めることになる。商業銀行が債権者の場合、モニタリングやリストラクチャリングの協議等により債務者の経営状況が改善せず、その悪化の程度が商業銀行にとって許容可能な水準を下回ってしまった場合には、セカンダリーマーケットで不良債権化したローン債権（被担保債権）を売却することが多いと言われる（CLO¹²⁴を含む）。英国では

¹²² 英国会社法第 251 条第 1 項。「影の取締役」とは、会社との関係において、その者の指揮又は指図に従って会社の取締役が行動することを常とする者を意味する。

¹²³ 米国における一時猶予契約と同義であり、特定の契約における期限の利益喪失事由の解消に向けた交渉、又は、（複数の借入について問題が生じている場合に）より包括的なリストラクチャリングの実施に向けた交渉を債権者と債務者とが行う間に、現状を保全し事業価値の毀損を防ぐ観点から定められる。

¹²⁴ CLO（Collateralised Loan Obligations）とは、ローン担保証券（資産担保証券の一種）のことであり、金融機関が企業に対して貸し出しているローン債権（特に信用力が相対的に低い融資）を

ローン債権のセカンダリーマーケットが存在しており、よりリスク選好の高い代替的機関投資家がディストレスト局面にあるローン債権をディスカウント価格で商業銀行から購入することになる。ただし、商業銀行は、銀行内部にワークアウト部隊（邦銀の審査部類似の、リストラクチャリング案件の専門部隊）を抱えており、中小規模のリストラクチャリング案件であれば、商業銀行はローンを保持し続け、債務者のリストラクチャリングを主導する傾向にある。一方、大規模又は複雑なリストラクチャリングを要する大企業案件やシンジケートローン化されており債権者が多数存在する案件など、商業銀行が自らリストラクチャリングを主導できる立場にない場合には、商業銀行はセカンダリーマーケットで売却する傾向にある。商業銀行としては、リストラクチャリングの機会コストとそれに付随するリスク（リストラクチャリングが不奏功に終わるリスクやリストラクチャリング後の二次破綻リスクなど）と、セカンダリーマーケットでの売却価格を天秤にかけながら、売却の可否を判断する。

一般論として言えば、リスク回避的な機関投資家は、債務者との協議・対話に協力的で、事業再生計画の立案や実行を支援する傾向にあるため、事業価値を毀損するような担保権の実行をとる可能性は低い（その結果、当該機関投資家のレピュテーションリスクも回避できる。とはいえ、担保権の実行を嫌がる一般的な傾向があるわけでもない）。一方、リスク選好の高い投資家（ヘッジファンドやプライベート・エクイティファンドなど）は、債権者の権利や地位をより厳格に防御する傾向にあり、担保権の実行に対してよりオープンである傾向にある。

③ 債務者と担保権者以外のプレーヤーの関係・役割

英国では、債務者が大企業や公開企業の場合、開示資料や民間の情報プロバイダー（Reorg など）が提供する情報などをもとに債務者のローンや社債の弁済期限はコンサルティングファームや投資銀行などによって把握されており、例えば、債務者の財務状態からして1年後に弁済期が到来するローンや社債が返済できない可能性がある場合には、コンサルティングファームや投資銀行などから債務者にどう対応するか（金融債務の調整を行うのか、リファイナンス用の資金調達を新たに行うのか等）について営業の提案がされることが多い。

また、債務者は、債権者から財務リストラクチャリングの協議にあたって、コンサルティングファームや投資銀行などのアドバイザーの紹介を受けることも多い。債務者は、起用したコンサルティングファームや投資銀行の助言（財務リストラクチャリングの内容、事業上の各種施策、債権者に提示

証券化するもので、ローン債権の元利金を担保にして発行される債券をいう。証券化の際に組成者が複数のローン債権を集約して証券化し、投資家に販売することになる。

する再建計画案の作成、資金調達の要否・内容など)を受けながら、債権者の間でリストラクチャリングの協議を進めることになる。

(ii) 全資産担保に係る実行

① 全資産担保権に係る実行方法

(ア) 概要

担保権の実行時には、浮動担保の結晶化 (crystallization)¹²⁵により固定担保に変更させた上で、当初の固定担保権とともに実行するのが通常である。担保権者にとっては、浮動担保を実行し結晶化させるタイミングが非常に重要になる。担保契約上、浮動担保権を担保権の実行前に結晶化させることも可能であることが多く、担保目的物に対し債権者のコントロールを及ぼす場合には担保権の実行時よりも前に結晶化することもある。もっとも、担保契約上許容されている場合であっても、浮動担保権の結晶化による商取引への悪影響や、浮動担保権の結晶化がアドミニストレーション(会社管理手続)(後述「Ⅱ 2 (2) (ii) ③アドミニストレーション(会社管理手続)下による事業譲渡」参照)の予兆として世間で認識されていることを勘案して、担保権者は、再生計画がない中では浮動担保権の結晶化を行わず、合意された再生計画の下で浮動担保権の結晶化を行うことも多い。担保権の実行時の債権者の目標は、典型的には、第三者又は(担保権者の有する被担保債権残高を上回る第三者によるビッドがない場合には)担保権者が保有若しくは支配するエンティティへの事業売却によって回収を図ることである。

担保権の実行といっても、まずは、債務者は全ての担保権者との間で同意することが可能な場合には、同意ベースでの(裁判所が関与しない形での)事業譲渡を実施しようとする。これは、前述の米国における任意の事業譲渡の実務と基本的には同様であり、ここでは割愛する。

同意ベースの事業譲渡が困難な場合には、担保権の実行という形で事業譲渡を実行することになるが、担保権の実行という形での事業譲渡が困難な場合には、担保目的物を構成する個別資産の売却により、債権者が被担保債権の回収を図ることになる。

以下では、全資産担保権の実行の方法として実務上利用されている方法を概説する。なお、担保権者が担保権実行として個々の担保目的物を第三者(固定担保レシーバー又はアドミニストレイター)に委ねずに自ら処分する方法もあるが、後述する株式担保の実行はそれに該当する。

¹²⁵ 浮動担保 (floating charge) とは、結晶化 (crystallization) されるまでの間、担保権設定者が通常の営業の範囲内において担保目的物について処分権限を有する、英国のアセット上の担保権である。英国の担保法制全般については、Louise Gullifer "Goode and Gullifer on Legal Problems of Credit and Security 6th Ed.", Louise Gullifer & Jennifer Payne "Corporate Finance Law: Principles and Policy 3rd Ed."参照。日本語文献として、池田真朗・中島弘雅・森田修編『動産債権担保——比較法のマトリクス』433頁以下〔森田ほか〕(商事法務、2015年)も参照。

(イ) 各方法の特徴

英国における全資産担保権を実行するために用いられる方法は、主に、①任意の事業譲渡、②レシーバーシップ、③アドミニストレイションの3つが挙げられる。各方法について、一般的な特徴を整理すると、以下のとおりである。

	任意の事業譲渡	レシーバーシップ	アドミニストレイション
裁判所の関与	なし	なし	あり
債務者等の協力が必要か	必要	不要	不要
後順位担保権を強制的に削除できるか	できない(ただし、債権者間協定次第)	できる(ただし、債権者間協定次第)	できる(先順位担保権から債権者間協定に基づく分配)
費用	低い(場合による)	低い	高い
公平な第三者(管財人等)の決定又は裁判所の許可	不要	必要	必要
契約関係の移転時における当該契約相手方の同意なく譲渡できるか	(契約次第ではあるが)原則としてできない	(契約次第ではあるが)原則としてできない	(契約次第ではあるが)原則としてできない
実行までのスピード	場合による	早い	遅い(プレパックスール型は早い)

② レシーバーシップ

第一に、担保権者が固定担保権を実行し(浮動担保権の場合には結晶化させて固定担保権にした上で実行し)、固定担保レシーバー(fixed charge receiver)を選任し、固定担保レシーバーが(担保目的物の処分を通じて)実質的に債務者資産の売却を実施する方法である。

(ア) 固定担保レシーバーの選任

固定担保レシーバーは、担保契約の規定に従って選任されるのが通常である¹²⁶。1925年LPAが定める固定担保レシーバーの選任権限・処分権限の範囲が担保契約において定める場合に比べて限定的であるため、実務上は、担保契約上の権限に基づいて選任されるのが一般的である¹²⁷。固定担保レシー

¹²⁶ ただし、不動産抵当権(mortgage or charge created by deed)の場合には法令(Law of Property Act 1925: 1925年LPA)に基づく選任権限が付与されている。

¹²⁷ 1925年LPAは不動産抵当権を対象としてレシーバーの選任権限を定めており、また、同法はレシーバーの処分権限を定めているものの、レシーバーの権限として財産保全の対象となる資産の売却権限が含まれていない。そのため、本文記載のとおり、固定担保レシーバーの選任は、1925年LPAではなく担保契約に基づく契約上の選任としてされるのが一般的である。なお、固定担保レシーバ

バーの選任のタイミングについては、担保契約においていつの時点から選任が可能となるかが通常定められている。担保権の実行が可能となる時点（典型的には期限の利益喪失時点）以降はいつでも選任可能、という条項が設けられるのが一般的である。

（イ）固定担保レシーバーの権限

担保契約において固定担保レシーバーの各種の権限が規定されている。例えば、固定担保レシーバーが選任された対象資産の売却その他の処分権限、対象資産の占有権限、付保や修理などの対象資産の保全権限、訴訟・仲裁・和解権限、契約締結・変更・解除権限に加えて、対象資産の占有及び保全に必要な一切の権限といったバスケット権限が契約上付与されるのが一般的である。なお、留意すべきなのは、固定担保レシーバーは財産保全（レシーバーシップ）の対象となる担保目的物との紐付きで選任されるという点であり、そのため、固定担保レシーバーが選任された財産保全の対象となる資産以外の資産を固定担保レシーバーが占有した場合には不法占拠者（trespasser）として扱われることになる。

（ウ）固定担保レシーバーの地位・義務

固定担保レシーバーは、会社管理手続におけるアドミニストレイタとは異なり、英国倒産法上の公的機関（officeholder）ではなく、財産保全（レシーバーシップ）の対象となる担保目的物との関係でのみ信認義務を負っている。そのため、固定担保レシーバーは財産保全の対象となる担保目的物との関係で利害関係を有することは許されず、当該担保目的物を購入することはできない。また、固定担保レシーバーが主として信認義務を負っているのは、選任した担保権者に対してである。もっとも、担保権者が担保権設定者に対して誠実行動義務（act in good faith）を負うことに照らし、固定担保レシーバーも、担保権設定者に対して、同様の誠実行動義務を負う。例えば、担保権設定者は担保目的物に対する受戻権（equity of redemption）を有することを背景として、担保権者の担保権設定者に対する義務と同様、固定担保レシーバーは、担保権設定者に対して、合理的な売却価格を取得する義務（duty to obtain a reasonable price）、合理的な資質をもって行動する義務（duty to act with reasonable competence）等を負う。ただし、担保権者と担保権設定者の利害が対立する場合には、固定担保レシーバーは担保権者の利益を優先してよいとされる。

また、固定担保レシーバーは、担保契約上、担保権設定者の代理人（agent）

ーはLPAレシーバー（LPA receiver）とも呼称されるが、LPAレシーバーは1925年LPAに基づいて選任されたレシーバーだけを指すものではなく、実務上は固定担保レシーバーの別称として用いられている。

とされるのが一般的である（なお、1925年LPAでは法令上、担保権設定者の代理人とされている。）。その趣旨は、固定担保レシーバーを代理人とすることにより買受人との間で担保目的物の売買契約を成立させる点、固定担保レシーバーの行為により生じた債務から担保権者を隔離させる（すなわち、固定担保レシーバーの行為につき担保権設定者が責任を負う）点にある。

（エ）固定担保レシーバーによる売却・弁済

固定担保レシーバーは、財産保全の対象となった担保目的物を占有・保全後に売却し、売却代金を担保契約に規定された序列に従い担保権者に分配することになる。ただし、浮動担保権の結晶化による実行の場合には、浮動担保権者に対する弁済に先立って、浮動担保権に優先する優先債権者（1986年英国倒産法第40条）に弁済し、かつ、無担保債権者に対する一部のプール（prescribed part）を留保しなければならない（同法第176A条）。

全資産担保型の場合には、担保権が設定された全ての資産について固定担保レシーバーが選任され、当該資産を全て売却することにより実質的に事業譲渡を実現することになる。また、持株会社が有する事業会社株式に質権が設定されている場合には、当該株式質権との関係で固定担保レシーバーを選任し、固定担保レシーバーが事業会社株式を売却することにより、事業会社のエクイティ・オーナーシップを変更することもできる（後述の株式質権の実行（ステップイン）も参照）。もっとも、全ての資産を一括売却せずに個別にそれぞれ売却することも可能である。また、一部の資産についてのみ担保権を実行することもでき、その場合には当該一部の資産についてのみ固定担保レシーバーを選任し、固定担保レシーバーの下で売却することになる。

③ アドミニストレーション（会社管理手続）下による事業譲渡

第二に、アドミニストレイタを選任することによりアドミニストレーション（会社管理手続）を開始させ、同手続の下で当該アドミニストレイタが事業譲渡を実施する英国法上の再建型倒産手続である。レシーバーシップ、アドミニストレーションのどちらの方法が望ましいかは個別事案によるが、特に税務上又はストラクチャリング上の事項が考慮されるとのことである¹²⁸。アドミニストレーションでは、アドミニストレイタは、後述（「Ⅱ 2（2）（ii）③（ウ）アドミニストレイタの地位・義務」）のとおり、裁判所の機関（an officer of the court）として位置付けられており、担保権者にとっては訴訟リスクの軽減が期待できるため、よりパブリックで、大規模、複

¹²⁸ 例えば、債務者に未払いの公租公課が存在しており、事業全体をそのまま承継すると公租公課まで承継することになる場合、固定担保レシーバーによる株式質権の実行は、株式譲受人は公租公課を実質的に承継することになるため適切ではなく、アドミニストレイタの下での承継資産・負債を特定した形での事業譲渡のほうが適切な選択肢になることもある。

雑かつ時間・コストを要する事案に向いている¹²⁹。ただし、その他の条件が同一であれば、裁判所が関与しない形で、比較的 low コストで早期に実行することが可能なレシーバーシップがしばしば望ましい選択肢と考えられているようである。

なお、これらの方法は、反対の担保権者や劣後債権者を拘束するために裁判所が関与する権利変更手続であるスキームオブアレインジメント¹³⁰としばしば一緒に利用されてきたが、2020年の Corporate Insolvency and Governance Act (CIGA) 施行によりスキームオブアレインジメントの後継としてリストラクチャリングプランの制度¹³¹が新たに導入され、劣後債権者クラスのクラムダウンが可能になったので、スキームオブアレインジメントの利用頻度は減り、リストラクチャリングプランの利用頻度が高まる傾向にあると言われている。

(ア) アドミニストレイタの選任

アドミニストレイタは、債務者、その取締役又は適格浮動担保権者 (Qualifying Floating Charge Holder) のいずれかにより選任される (なお、裁判所がアドミニストレイタを選任する場合もある)。適格浮動担保権者に該当するためには、債務者の実質的に全ての資産に対して一つ以上の浮動担保権を有していることが必要となる (1986年英国倒産法スケジュール B1.14 項(3)参照)。債務者又はその取締役がアドミニストレイションを行う場合には債務者が支払不能、債務超過にある又はそのおそれがあることが選任の要件として求められるが、適格浮動担保権者が選任する場合には、この要件は不要である。担保権の実行の方法としてアドミニストレイションを行う場合であっても、実務上は、市場や取引先における見え方・レピュテーション等を考慮して、適格浮動担保権者が担保権の実行として選任するというよりは、同意ベースで債務者又はその取締役がアドミニストレイタを選任するのが一般的である。

アドミニストレイタは、固定担保レシーバーとは異なり、資格を有する倒産実務家 (Insolvency Practitioner) の中から選任されなければならない。

¹²⁹ 大企業や公開会社のリストラクチャリング事案であることに起因して、日本において報道等で目にするのはアドミニストレイションが主であると思われる。近年では、Powa Technologies (2016年)、Arlington Infrastructure Ltd (2020年)、ECNAVL A 8 UK (2021年)、Kurt Urban Partners (2021年) などがある。

¹³⁰ スキームオブアレインジメントとは、英国の会社法上の権利変更制度をいい、権利変更に関する計画を利害関係者間の集会と裁判所の認可を経て行う仕組みである。

¹³¹ リストラクチャリングプランとは、スキームオブアレインジメントと同様、英国の会社法上の手続であり、スキームオブアレインジメントの手続を踏襲されることが想定されており、スキームオブアレインジメントの実務の蓄積が適用可能であると解されている。

なお、スキームオブアレインジメントとリストラクチャリングプランの違いを含む各手続の詳細については、長島・大野・常松法律事務所「英独仏韓における多数決原理に基づく倒産前手続 (私的整理手続) に関する調査報告書」参照。

アドミニストレイタの選任によりアドミニストレイションが開始されると、再建型法的整理手続として一時停止効が生じる。これは、英国の他の事業再生制度であるスキームオブアレインジメント、リストラクチャリングプラン及びCVA¹³²にはない特徴であり、一時停止効を得るためにこれらの手続と併せて用いられることもある。

(イ) アドミニストレイタの権限

アドミニストレイタは、日本の再建型法的整理手続における管財人（更生管財人、再生管財人）と同様、債務者の管理処分権を専属的に有することになる。固定担保レシーバーが財産保全の対象となる担保目的物の管理処分権のみを有することと対照的である。

(ウ) アドミニストレイタの地位・義務

アドミニストレイタは、裁判所の機関（an officer of the court）であり、（たとえ適格浮動担保権者が選任又は推薦した場合であっても）特定の債権者の利益のためでなく、債権者総体の利益のために自らの職務を遂行する義務を有する。アドミニストレイタの職務の目的は、第一に、会社をゴーイングコンサーン（継続企業）として救済（rescue）すること、第二に、清算手続の場合と比較してより債権者総体に望ましい結果を実現すること、第三に、担保付債権者や優先債権者に対する配当を行うために資産を売却することである（倒産法スケジュール B1.3 項(1)）。これらの目的には優先順位があり、アドミニストレイタが第一の目的を合理的に実現することができない（実務上は第一の目的を合理的に実現することができない事案が通例である。）、又は第二の目的の方が債権者総体の利益に適うと判断する場合には第二の目的がアドミニストレイタの職務となり、さらに、アドミニストレイタが第一の目的及び第二の目的を合理的に実現することができず、かつ、債権者総体の利益を必ずしも害しないと判断した場合には、第三の目的がアドミニストレイタの職務となる（同項(3)(4)）。

(エ) アドミニストレイタによる事業譲渡

アドミニストレイタは、原則として手続開始から 8 週間以内に、前述のアドミニストレイションの目的に照らした遂行方針等を定めた提案を作成し、これを債権者に提出し、手続開始から 10 週間以内に、当該提案について債権者の多数決による議決を求めなければならない。アドミニストレイタが提案する内容は典型的にはスポンサーへの早期の事業譲渡であり、とりわけ手

¹³² CVA (Company Voluntary Arrangement) とは、英国における事業再生手続の一種であり、無担保一般債権者を対象とした多数決型の権利変更手続をいう。詳細は、前注・長島・大野・常松法律事務所「英独仏韓における多数決原理に基づく倒産前手続（私的整理手続）に関する調査報告書」参照。

続開始前から契約交渉を進め開始直後に行う事業譲渡はプレパックスール（pre-pack sale）と呼ばれる。英国では、このプレパックスールについて関係者（connected parties）に対する廉価譲渡が問題となっており、倒産実務家（Insolvency Practitioner）向けの指針（SIPs）¹³³を含め、関係者に対する事業譲渡の場合には譲渡プロセス・譲渡価格の精査を含め厳格に審査しようとする傾向にある（なお、英国法上は廉価譲渡だからといって直ちに事業譲渡が否認等により無効になるわけではなく、廉価譲渡に伴う責任はアドミニストレイタが個人責任を負う形で牽制している。）。

また、担保権者は、前述のとおり、固定担保レシーバー又はアドミニストレイタを選任することにより、株主又は経営陣の介在なく、選任された第三者の下で事業譲渡を実行することができる。株主又は経営陣の介在が支障になる場合には、債権者間協定上の保証及び担保の解除規定とともに、持株会社の株式をアドミニストレイションの下で売却することが事業譲渡を実施する典型的な方法である。事業譲受人候補によるデューデリジェンス（DD）についていえば、担保権者は自らが保有する DD 結果を買い手候補の第三者に共有することが許容されており、また、管理処分権を有するアドミニストレイタの下で買い手候補の第三者は DD を行うことができる。売却価格が適正であったかどうかについては、売却代金に基づく配当に一部又は全く与れない劣後債権者から争われる可能性があるが、その立証責任は固定担保レシーバー又はアドミニストレイタにある。そのため、前述のとおり、売却価格の判断等について、倒産実務家向けに指針（SIPs）が出されている。

なお、アドミニストレイタが、事業譲渡が困難であると判断した場合には、債務者が有する個々の資産を処分することになる。

④ 株式質権の実行（ステップイン）

また、上記以外の債権者が採り得る手段の一つとして、債務者企業の株式の流質を実行する方法（ステップイン）もある。すなわち、欧州では持株会社が事業会社の株式を保有している資本構造が多く見受けられるが、持株会社が保有する事業会社株式についても全資産担保の一環として担保権者のために質権が設定されるのが一般的である。そこで、担保権の実行の方法としては、担保権者が、又は担保権者が選任した固定担保レシーバーが、この

¹³³ アドミニストレイションでは、資格を有する倒産実務家（Insolvency Practitioner）からアドミニストレイタを選任する制度を採用しており、ICAEW（The Institute of Chartered Accountants in England and Wales）が倒産実務家向けに職務上の指針である Statements of Insolvency Practice（SIPs）を発行している。このうち SIP 16 はアドミニストレイション下のプレパックスール（Pre-packaged sales in administrations）に関する指針であり、プレパックスールではアドミニストレイタは債権者に対して事前の十分な情報開示をしなければならないなどの指針が定められている。

<https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/insolvency/regulations-and-standards/sips/england/sip-16---england-and-wales-300421.ashx>

事業会社株式に設定された質権を実行して（ステップイン）、第三者（又は担保権者が保有するSPC）に対して処分清算するという方法もある。

担保権者が私的実行をするこの方法では、固定担保レシーバー又はアドミニストレイタを選任する場合と異なり、担保権の私的実行をする担保権者自身が、誠実に行動する義務（act in good faith）、当該担保目的物につき適切な価格を取得するよう合理的な手段を講ずる義務（take reasonable steps to obtain a proper price for the asset）、合理的に入手可能な最良価格を取得する義務（obtain the best price reasonably obtainable）、合理的な注意と技量をもって行動する義務（act with reasonable care and skill）、債務者に対して公正に行動する義務（act fairly towards the borrower）等を負うことになる。なお、担保権者がこれらの義務を負う相手は、当該担保目的物について利害関係を有する者であり、債務者の無担保債権者一般ではないとされている。担保権者が選任した固定担保レシーバーが株式質権を行使する場合については、前述「Ⅱ 2（2）（ii）②（エ）固定担保レシーバーによる売却・弁済」の記述を参照されたい。

担保権者が私的実行をした後に得た売却代金については、担保契約において定める順序（waterfall）に従って弁済されることになる。

⑤ 担保権の実行のタイミング

債務者の経営状況が悪化すると、多くの場合、ローン契約等の融資関連契約に定められた請求失期等の債権者の権利を背景に、債務者と債権者の間でリストラクチャリングに向けた協議が開始されることになる。例えば、債権者委員会（steering committee or creditors' committee）が組成され、債権者と債務者との間で一時停止契約（standstill agreement）を締結し、一時停止期間中に事業再生計画案（弁済計画を含む。）について合意する等の流れを経ることがしばしば見られる。融資関連契約上、権利変更に必要な意思結集が成立せず、事業再生計画案の任意の合意ができない場合などでは、法的な事業再生制度（スキームオブアレンジメント、リストラクチャリングプラン、CVA）を用いて債権者の多数決による債権者の権利変更を行うこともあり、全員合意型アプローチ（ロンドンアプローチ）ではなく、債権者の多数決に依拠する権利変更手法のほうが現在ではむしろ主流になっている。そして、全員合意、融資関連契約上の意思結集又は法的な事業再生制度（債権者の法定多数決）により成立した事業再生計画の一環として、担保権者が担保権を実行することがある。

（iii）後順位担保権者や労働者、商取引債権者との優先順位

後順位担保権者との間の規律は債権者間協定によって定められる。

固定担保権者の弁済順位は英国法上、最優先（第一順位）である。一方、

浮動担保権者は、結晶化して固定担保権者、(アドミニストレーションの場合における) 財団債権者(第二順位)、租税債権者や労働債権者などの優先債権者(第三順位)に、それぞれ劣後する(第四順位)。加えて、浮動担保権者に対する弁済に先立って、一定の金額を上限として無担保債権者に対する弁済の原資を留保しなければならない(この留保分は“prescribed part”と呼ばれる。英国倒産法第 176A 条)¹³⁴。

¹³⁴ The Insolvency Act 1986 (Prescribed Part) (Amendment) Order 2020 に従い、無担保債権者に対する弁済原資の留保額の上限値は、2020 年 3 月 3 日付けで 60 万英ポンドから 80 万英ポンドに変更されている。

Ⅲ 日本の実務への示唆

1 日本におけるキャッシュフローレンディング

日本においても、不動産などの従来型担保や個人保証のみに依存せず、債務者の事業計画や収益力に着目し、適切に資金を供給する事業性融資への取組みに各金融機関が注力する方向性にあり、その手法にも注目が高まっている。債務者の事業キャッシュフローに着目したファイナンス手法であるキャッシュフローレンディングは、企業が安定的に産み出すキャッシュフローに依拠して全資産担保を取得する LBO ファイナンスやプロジェクトファイナンスが典型例であるが、より使い勝手の良い制度が導入された場合には、LBO ファイナンスやプロジェクトファイナンスにおいて活用されるのみならず、中小企業向けの事業性融資や、スタートアップ企業の将来的な成長も見込んで行うベンチャーデット、特定の担保に依存することなく、資金繰りや業績改善計画の進捗等を総合的にモニタリングしながら行うプレ DIP ファイナンス等においても今後の活用が想定され得る。

中小企業やスタートアップ企業は価値の把握が比較的容易な資産を保有していないことも多く、ファイナンスや担保取得の方法について、その担保評価も含めて確立した実務が現状はない状況と思われる。

この点、米国・英国の実務を見るに、LBO ファイナンスやプロジェクトファイナンスに限らず、中小企業向けの運転資金の提供においてもキャッシュフローレンディングの手法が用いられるなど、比較的広範囲にキャッシュフローレンディングが利用され、ある程度確立した実務が定着しているようである。例えば、米国・英国においては、財務コベナンツの設定が中小企業取引においても一般的とされ、実行後のモニタリングを適切に行うために契約時から債権者と債務者との間でコミュニケーションが重ねられていることが見て取れる。そして、米国・英国ともに、コベナンツに抵触した場合には期限の利益を喪失させることができるものの、債権者としては必ずしも機械的な対応を行っているわけではなく、債務者からコベナンツへの抵触可能性があるとの相談があった場合に猶予を与えるなどの対応をしているようであり、これらの実務は、債務者が不都合な状況についても債権者に相談することを躊躇せず、債権者と債務者が債務者の経営環境や経営課題について早期にコミュニケーションを図る仕組みとして参考になるものと思われる。

2 契約融資・期中管理局面

(1) 日本における全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方

(i) 日本における全資産担保融資の位置付け

① 想定される活用局面

(ア) 現状において「全資産に担保設定」がされている局面（LBO ファイナンス・プロジェクトファイナンス）

LBO ファイナンスやプロジェクトファイナンスは、各資産（不動産、動産、売掛債権、預金債権等）を個別に積み上げて担保設定を行うのが、現状の実務において一般的である。その結果として「全資産に担保設定」する、という手法（形態）を採っている¹³⁵。この点、米国における UCC 第 9 編のように、事業者の資産に対し包括的に担保権を設定できる制度が導入されれば、これらのファイナンスにおいても全資産担保の利用が促進されることが期待できる。

また、日本における、これらのファイナンス手法では、債務者が提出した財務情報と財務コベンツの遵守状況に基づいて財務状況のモニタリングが行われ、延滞が生じる前に事業キャッシュフローの脆弱性を検知して、その対応策や問題点の解消について早期に債務者との対話を実現しており、この点は、米国・英国の実務と同様である。

(イ) 全資産担保の活用によりファイナンスの幅が広がり得る局面（事業性融資、ベンチャーデット）

前述のとおり、中小企業向けの事業性融資については、不動産担保や個人保証に依存しない融資慣行の確立に向けた取組みの一環として各金融機関が注力する方向性にあるものの、その手法について一般的な実務が確立されているわけではない。また、スタートアップ企業等の成長局面の事業者等は事業キャッシュフローの成長性や安定性が見込めても、価値の把握が比較的容易な不動産等の担保資産を保有していないケースが多々ある。スタートアップ企業等を対象とする融資においては、当該事業者の事業計画や成長性を金融機関として把握、分析することが求められるが、ベンチャーデットに関する実務についても、日本においては確立した実務が積み上がっているわけではない。特にベンチャーデットにおいては、当該事業者の「事業」に着目した融資を行うにあたり、当該事業者が保有している売掛債権のみならず、契約上の地位、のれん等の無形資産も含めた全ての資産からなる有機的な一体としての事業を担保目的物とすることが期待されていると思われる。

中小企業向けの事業性融資やベンチャーデットにおいても、事業全体の価

¹³⁵ そのため、担保対象としてのれんやノウハウといった無形資産まで含めて捕捉できない。

値を捉えて担保権を設定することで、そのような担保権を設定しない場合と比べて利息等の融資条件が債務者に有利になるであろうことに加えて、金融機関にとっては債務者の事業価値を適時かつ正確に把握するインセンティブが働き、債務者にとっては事業価値の把握に有意な財務指標や財産状況などを金融機関に報告するインセンティブが働き、両者間の緊密な関係性が構築されることも期待できる。もっとも、この種のファイナンスに取り組むにあたっては、キャッシュフローをベースにした担保価値算定が現状必ずしも広く行われていないことや、米国のように比較的早期の任意の事業譲渡や担保権の実行が浸透している土壌や、当該事業を適切に評価するマーケット、買い受けるプレーヤーやマーケットが必ずしも醸成されないことが課題になろう。この点は、米国の実務慣行などを参考にしつつ、トラックレコードを積み上げて、「実務としての正当性・合理性」を確保していくことが期待される。

② 融資金額の規模感や対象企業等

前述のとおり、全資産を包括的に担保とする制度の導入に伴い、キャッシュフローレンディングの考え方が浸透することで、規模については事業特性等に応じてケースバイケースではあるが、中小企業向けも含めた事業性融資がより促進されることが考えられる。

また、これまで活発な融資手法が模索されてきたとは言い難いベンチャーデットなどにおいても、同制度を利用した事業性融資は新たな選択肢となり得る。同制度を活用し、債権者と債務者との間の緊密な関係性の確立などの実務が定着するに伴い、不動産等の有形資産を持たないスタートアップ企業がアーリーステージからレイターステージに成長する局面の融資が行いやすくなることが期待される。

また、前述のとおり、LB0ファイナンスやプロジェクトファイナンスにおける全資産担保融資は、「担保積み上げ方式」で既に実現している。そのため、仮に日本において、UCC第9編における包括的に担保権を設定できる実務を参照し、これを効率的・簡便にできたとしても、これらのロット（100億円～1,000億円以上）の規模感の融資が劇的に増加することは考えにくいようにも思える。他方で、上記は、担保権設定時の局面を想定したものであり、エグジット局面も想定すると、新たな制度の設計において、LB0ファイナンスやプロジェクトファイナンスのエグジットを実効的なものにするを目的として、債務者が危機状況に陥った際に、円滑な事業譲渡やスポンサー支援までのプレDIPファイナンスの優先性を確保する仕組みを作るなど、「実行からエグジットまでのフィージビリティをパッケージ化するルール」が併せて整備されれば、円滑な事業再生にも資する可能性もあり、その結果として、LB0ファイナンスやプロジェクトファイナンスがより活発に行

われることも期待し得る。

制度設計次第ではあるものの、現行の制度と比較して低コスト・迅速に全資産への担保設定が可能である場合には、これらのファイナンスにおける利用が広がることも期待できる。また、有形資産のみならず、のれん等の無形資産も含めた全ての資産からなる有機的な一体としての事業を担保目的物とすることができるのであれば、現行法ではできなかった、本当の意味での「全資産担保」が実現し、LB0ファイナンスの実務に前向きな効果をもたらす可能性もある。

(ii) 融資契約・担保契約の内容

日本においても、債権者・債務者間の関係性の明確化やモニタリングの実効性確保の観点から、ローン契約書等にコベナンツを定めることは、シンジケートローンなどの比較的規模の大きな融資において相応に行われている。日本においてもシンジケートローンなどにおいて、「Ⅱ 1 (1) (i) ②及び 2 (1) (i) ②融資契約・担保契約の内容」で例示されているようなコベナンツが、「債務者の財務内容や事業内容を適切にモニタリングするためのツール」として設けられることがよく見られる。

ただし、「一定の財務制限条項や期限の利益喪失事由への抵触があった場合において、株主からの出資により、当該抵触状態を治癒する権利を債務者に認める旨の規定」である「エクイティ・キュア条項」については、日本ではほとんど見られない。純資産比率維持条項という形で、一定の財務内容の健全性を債務者に課す点では実質的には同じ目的を有するものであるが、「期限の利益喪失事由」を構成する日本の実務に対し、「資本を増強する機会を与える」という方向からアプローチしている米国の手法が興味深い。ここから得られる示唆としては、後述「Ⅲ 2 (2) (i) ①財務状況のモニタリング」にもあるように、「コベナンツをベースに債権者と債務者が比較的密度濃くコミュニケーションする」という「コベナンツの使い方」に差異があるように思われる。また、所定のキーパーソンを会社組織内の一定の役職に選任・維持する条項である「キーパーソン条項」についても、日本では一部のベンチャーデットには見られるが、一般的とまでは言えないと思われ、事業全体の価値を把握した融資手法の工夫の一つとして実務上参考になるものと思われる。

また、米国・英国ともに、中小企業取引においても財務コベナンツ等の設定が一般的であるという点が興味深い。日本においても、中小企業取引において財務コベナンツを設定することはあるが、主に債務者の財務状況が悪化傾向にあるときに追加的に設定されることが多いように思われる。米国及び英国では、融資実行の時点から事業計画を分析し、債務者とコミュニケーションを図った上で適切な財務コベナンツ等を設定する実務が定着している

ように見える点が、主に日本における中小企業向けの事業性融資への示唆という観点からは、参考になるとと思われる。

担保契約については、米国・英国とも、法制上又は実務上担保目的物とすることが不可能又は合理的でない場合には、担保契約において担保目的物の範囲から除外する合意がされるようであり、日本において同様の制度を構築する場合において、米国・英国のような担保目的物の範囲から除外する対応が可能となれば、より活用の幅が広がり得ると考えられる。

(iii) 担保資産の評価方法、審査のポイント

米国・英国の実務として、審査においては事業キャッシュフロー、レバレッジ、純資産を重視するという点は、日本においても同様と考えられる。もっとも、レバレッジについては、将来のキャッシュフローの確実性に左右されるため、LBO ファイナンス等の場面では考慮要素となり得る一方、ベンチャーデットにおいては、その重要性は低くなるのではないかとと思われる。

担保目的物の評価方法については、事業融資 WG において議論された事業成長担保権の制度設計を考慮する必要がある。従来、金融機関の融資実務において、「担保」として利用されてきた制度としては、抵当権、質権、譲渡担保権が挙げられる。これらはいずれも物権として、一定の財産を特定の担保権者の独占的・優先的な引当財産とすることを可能とし、その換価金から他の債権者に優先して自己の貸付債権を回収することができる制度であり、そのことを前提として、担保評価の実務も形成されてきたと考えられる。

これに対して、事業成長担保権の担保目的財産の範囲は、将来において設定者に属する財産を含めた総財産とされており、実行の局面においても担保権設定者に帰属する個別財産を処分して換価することは、担保権設定者の事業の一体性が損なわれることになり望ましくないとされている¹³⁶。また、実行前の段階においても、①事業成長担保権設定者は、通常の事業活動の範囲内において財産の処分権限を有しており、追及効は認められていない¹³⁷、②他の債権者からの強制競売や後順位担保権者による担保権の実行がされた場合でも、配当参加をすることはできないとされている¹³⁸など、個別財産の換価価値を独占的・優先的に把握する制度ではない。

このように、事業成長担保権の制度設計は、個別財産の換価価値を把握する従来の「担保」とは質的に異なるものであり、このような特徴を考慮に含めた評価の仕組みを検討することが必要になると考えられる。

¹³⁶ 事業融資 WG 報告 13 頁参照。

¹³⁷ 事業融資 WG 報告 13、16 頁参照。

¹³⁸ 当該財産が競売にかけられた場合には設定者の事業の継続に支障を来すものであるなどの一定の条件が満たされた場合に限り、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ができるにとどまる（事業融資 WG 報告 18 頁参照）。

(iv) 被担保債権の譲渡契約に係る制度・実務

日本において貸付債権が譲渡される場合、状況に応じて、債権者の地位の譲渡又は債権譲渡の形式がとられ、貸付債権の移転とともに、当該貸付債権を被担保債権とする担保権も移転させることが可能である。担保権信託の仕組みを用いて担保権が設定されている場合には、被担保債権の譲渡に伴い担保権の移転は生じないことから、担保権移転のための手続は不要となる。ローン・パーティシペーション¹³⁹の形で実質的に貸付債権の流動化がされる場合もあるが、この場合も担保権移転の手続は不要となる。また、セカンダリーでの譲渡が想定されている融資取引では、融資契約上の秘密保持条項等において、債権譲渡に際して行う譲受人候補者に対する債務者に関する情報の提供を一定の条件の下で認める旨が明示的に規定されるのが一般的であると思われる¹⁴⁰。

以上を踏まえると、被担保債権の譲渡契約に関しては、米国・英国の実務と日本の実務との間に有意かつ実質的な差異はなく、全担保資産を活用した事業性融資の利用を日本において促進していくにあたって、現在の実務をベースにして対応できるのではないかと思われる。もっとも、米国・英国ではシンジケートローン債権向けの多様な属性の投資家が参加するセカンダリーマーケットが存在するとのことであるが、日本では貸付債権の取引についてオープンなマーケットは発達しておらず、各売り手が独自に潜在的な取引相手を探し、個別に条件交渉の上で取引を行っているのが実情であると思われる。今後の日本における全資産担保を活用した事業性融資の利用促進は、貸付債権を取引するマーケットの発展とも相関するのではないかと思われる^{141 142}。

(v) 他の担保権者や他の口座開設金融機関との調整

日本では、中小企業においても複数の金融機関から融資を受けていることは通常であるが、シンジケートローンの場合を除き、複数の貸付債権者間で利害関係を調整する取決めを行うことは一般的ではないと思われる¹⁴³。しか

¹³⁹ 一般に、債権者と債務者との間の貸付契約に基づく権利義務関係を移転させることなく、当該契約に基づく貸付債権に係る経済的利益（債務者から支払われる元利金等）及びリスクを投資家に移転させる仕組みのこと。

¹⁴⁰ 例えば、JSLA（日本ローン債権市場協会）が公表している「コミットメントライン契約書（JSLA2019年版）」第33条第1項第2号（<https://www.jsla.org/ud0200.php>）。

¹⁴¹ 日本においてローン債権のセカンダリーマーケットが米国・英国と比して未発達であることの要因は様々であって（債務者との関係性への配慮やドキュメンテーション上の制約等）、一概に論じることは難しいものの、全資産担保を活用した事業性融資が広がることにより、多様な投資家によるセカンダリーマーケットでの取引に適した貸付債権が増加することは期待し得るようにも思われる。

¹⁴² なお、ローン債権を被担保債権とする債権譲渡担保、動産譲渡担保の設定を受け、その対抗要件を登記で具備しているような場合を想定すると、動産・債権譲渡登記制度の使い勝手のよさがそのようなマーケットの発展に影響するのではないかと思われる。

¹⁴³ その背景には、日本では、主に抵当権や質権等の担保権が設定され、他の担保権者との優先関係や充当方法等についての予測可能性が高く、他の担保権者との事前の調整が必要な場面が少なかった。

し、全資産担保を活用した実務が定着するにつれ、債権者間の権利関係の調整や規律付けを要する場面が増えてくることが想定される。また、日本において中小企業に対する事業性融資を促進していくにあたっての貸し手側の課題はその期中のモニタリング、実行、再生などの各局面におけるコスト及び不確実性にあり¹⁴⁴、全資産担保の活用を通じて、契約時からコストや不確実性とリターンとの適切なバランスをとることが可能となれば、中小企業に対する事業性融資が行いやすくなる場面もあると考えられる。米国・英国の実務のように、例えば、債務者が後順位担保権を設定するためには全資産担保権者の承諾を要する建付けとし、さらに、後順位担保権の実行方法や再生局面における意思決定方法等の事項についてあらかじめ全資産担保権者と後順位担保権者の間で利害関係の調整を図る協定書を締結することによって、コストや不確実性を相応にコントロールできることは有用と思われる（「Ⅱ 1（1）（i）⑤及び2（1）（i）⑤他の担保権者や他の口座開設金融機関との調整に係る制度・実務」参照）。また、そのような枠組みによって後順位担保権の設定が可能となるのであれば、債務者にとっても、複層的な資金調達が可能となり、資金調達の途が広がることにもなる。こうした実務もあり、米国・英国では、全資産担保に関して過剰担保が一般的に懸念されるものではないようである。なお、かかる協定書の内容は当事者間の交渉に基づき個別具体的に決められるべきものであるが、一般的に各当事者が直面することが想定される課題についてどのように利害関係を調整し得るか¹⁴⁵を示す指針等があれば、（特にリターンと比較したコスト負担が相対的に大きい中小企業向けの）全資産担保を活用した事業性融資を促進していくために有用と思われる。

なお、日本において他行に開設されている預金に質権や譲渡担保権を設定するためには、当該他行の承諾を得る必要がある（民法第466条の5第1項参照）。当該他行としては、債務者との与信取引がある場合、当該預金を自己の与信を実質的に保全するものとして期待しているのが通常と考えられることから、中小企業向けの融資においてそのような担保権の設定が行われることは、特に流動性預金についてはほぼないといつてよいのではないかと思われる。むしろ、中小企業に対する与信を行うにあたっては、保全やモニ

たことや、顧客に対する守秘義務や独占禁止法への配慮等もあるのではないかと考えられる。他方、取引ごとに債務者からの依頼又はその同意に基づき複数の債権者が当初から参加する枠組みであるプロジェクトファイナンス等では、顧客に対する守秘義務や独占禁止法上の課題に適切に対応することが可能であり、異なる優先順位を有する貸付債権者間の利害関係の調整を図り明確化するための取決めがされるのが一般的であると思われる。債務者からの全資産担保権者に対する後順位担保権設定の承諾を求める依頼に基づき交渉・締結されることになるであろう債権者間の取決めにおいても、同様に守秘義務や独占禁止法上の課題に適切に対応することが可能と思われる。

¹⁴⁴ 「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会 論点整理2.0」5頁参照。

¹⁴⁵ 具体的な調整の取決めの内容は、事業融資WGにおいて検討された事業成長担保権の具体的な制度設計（個別の資産に対する担保権設定のあり方や事業成長担保権者と後順位担保権者の関係の規律等）を踏まえ、また、米国・英国における実務も参考として、今後さらに検討される必要がある。

タリングの観点から自行に開設された預金口座を決済口座として利用するよう働きかけていくことが通常ではないかと思われる。もっとも、例えばプロジェクトファイナンスやアセットファイナンスなど、取引の内容を踏まえて債務者が他行に開設している預金口座に担保権が設定される例もあると思われ、そのような場合には、当該口座開設金融機関の承諾を得る過程において、当該口座開設金融機関と債権者（預金担保権者）との間で利害関係の調整が図られていると考えられる（例えば、担保権の実行の通知を受けるまでの間は当該口座開設金融機関による債務者への払戻しを認め、口座開設金融機関による一定の相殺権が留保されることなど）。このように、他の口座開設金融機関との関係においては、米国・英国の実務と日本の実務との間に有意かつ実質的な差異はなく、全資産担保を活用した事業性融資の利用を日本において促進していくにあたっては、現在の制度・実務をベースにして対応できるのではないかと思われる。

（２）期中のモニタリング方法

（い）貸出期間中の担保価値のモニタリング方法

① 財務状況のモニタリング

債務者が提出した財務情報と財務コベナントの遵守状況に基づいて財務状況のモニタリングが行われること、その目的としては、延滞が生じる前に事業キャッシュフローの脆弱性を検知して、その対応策や問題点の解消について早期に債務者との対話を実現することに主眼が置かれている点は、日本においても米国・英国の実務と同様と思われる。

これに対して、日本の実務への示唆として参考になる点としては、中小企業の債務者に対しても、財務コベナントを設定した融資が一般的に行われていることが挙げられる。

日本の金融機関における融資実務では、シンジケートローンなど比較的金額規模が大きい融資では詳細なコベナントが誓約事項として設定される一方、そのような融資形態の利用を必ずしも必要としない規模の企業向け融資や、単独の金融機関による融資においては、銀行取引約定書及び金融機関所定の金銭消費貸借証書を用いることが実務上は通常と考えられる。そして、このような金融機関所定の書式のみによって融資が実行される場合、個々の債務者の特性に応じたコベナントが設定されることは必ずしも一般的ではなかったと思われる¹⁴⁶。

¹⁴⁶ 日本の融資実務において、長年にわたりコベナントの利用が一般的とならなかった理由・背景は必ずしも明らかではない。もっとも、かつての日本の契約実務は、融資契約に限らず契約一般についてシンプルで詳細な規定を置かないものが一般的であり、金融分野の契約実務だけが異例ということではないように思われる。また、営業店の実務運用としても、取引先ごとに契約内容が異なるような状況は極力回避し、統一的・画一的な内容（所定の書式）での契約を志向していたものと思われる。

もつとも、シンジケートローンの普及等により、債務者ごとに異なるコベナンツを導入する実務は、以前と比べれば営業店における通常の融資においても徐々に浸透してきているように思われる。事業成長担保権の導入によってこのような契約実務がさらに普及し、債務者の特性に応じたコベナンツを契約により設定し、これに基づいた定期的な財務情報等の提供を受けることができるようになれば、金融機関としてもこれらの情報提供を契機として、債務者との間でより一層の深度あるコミュニケーションを実現できる可能性が広がるのではなかろうか。

② 債務者との関係性の維持

債務者とのコミュニケーションにおいては、融資担当者（リレーションシップマネージャー）が重要な役割を果たしていること、その役割は債務者の各種金融ニーズへの対応と、経営上の問題を早期に検知することの双方がある点も、日本の実務と同様と思われる。日本においても融資担当者は上記の役割を実現するために、債務者とのコミュニケーションを日常かつ特段の問題なく、実施できていることが通常と思われる。

しかしながら、融資担当者の経験量や債務者の意識によっては、具体的な財務諸表に基づいたコミュニケーションが、金融機関と債務者との間で必ずしも円滑に実現できない場合も生じ得るであろう。このような場合においても、融資の実行時に、債権者と債務者との議論に基づいて、その事業特性や状況に応じたコベナンツが契約によって設定され、債務者が定期的な報告・情報提供を金融機関に対して行う仕組みができれば、融資担当者にとっては適切かつ実効的なコミュニケーションを実施するための材料を定期的に入手することができ、債務者にとっては、契約でコベナンツが設定されていることにより、金融機関とその進捗や課題についてのコミュニケーションを図ることの必要性を認識する契機になるものと思われる。

このように、コベナンツの利用がシンジケートローンのような融資形態にとどまらず一般的に利用されるようになれば、資金の調達によって達成すべき目的・目標の明確化と、借入期間中にその進捗状況を共有して事業の進捗を議論することの動機付けとなり、金融機関、債務者経営者の双方においてその必要性・重要性が認識されることが期待できるように思われる。

(ii) 全資産担保に基づく融資のモニタリングコストの考え方

米国・英国においては、ABLのストラクチャーを導入する場合は別として、全資産担保の取得によるキャッシュフローレンディングの場合には、そのモニタリングコストは通常、貸付金利に含まれるものとされている。

日本でも、一般的な事業資金の融資において、その資金提供から返済までの間、与信管理の一環として債務者との対話やモニタリングがされることは

通常であり、かつそのコストは貸付金利に含まれているものと考えられる。そうすると、融資契約締結時において、定期的な報告・情報提供が必要となる事項を債務者と協議して契約上のコベナンツとし、これを利用して融資期間中のコミュニケーションを実施することは、従前から行われているモニタリングの内容・目的の明確化・精緻化であって、これによってそのコストが大きく上昇するものではないと考えられる。したがって、コベナンツの設定やそれに基づくモニタリングの目的が上記の範囲にとどまる限りにおいては、日本において事業成長担保制度及び上記のような融資実務が導入されたとしても、そのコスト回収のために別途の手数料等を導入する必要が生じる可能性は高くないものと思われる^{147 148}。

もっとも、債務者の事業の特性や状況に応じたコベナンツを選択して契約内容とすること自体がプロセスとして追加されることは事実である。このような金融機関の負担を軽減するためには、どのような問題意識を有する場合にどのようなコベナンツが有効であるかといった知見や、具体的なコベナンツの条項を含んだ契約書の参考例が広く共有されることも、上記の実務が円滑に普及するためには重要かつ効果的であるものと思われる。

(iii) レンダーライアビリティについて

① 日本の融資実務とレンダーライアビリティ

レンダーライアビリティは債権者が債務者に代わって何らかの決定をする、あるいは事業に対して必要以上の管理をするといった債権者の行為によって債務者に生じた損害に対する責任とされており¹⁴⁹、米国においては、リレーションシップマネージャーが経営に口を出すなどといった、債務者の事業に対する過剰な介入行為を回避することが一般的とされている。

日本の融資実務においては、このような観点は、主に優越的地位の濫用の問題として議論されてきたように思われる。したがって、日本に対する示唆という点では、事業成長担保制度が導入され、前述「Ⅲ 2 (1) (ii) 融資

¹⁴⁷ このように考えられる理由として、米国の実務においても、中小企業を債務者とする場合の財務コベナンツの数は、複雑化を避けるため2~3項目程度であるとする水準感も参考になる(Ⅱ 1 (1) (i) ②参照)。これに対して例えば、通常であれば融資を受けることが困難な債務者に対して、債務者の状況に応じた厳格なモニタリングとコベナンツ設定を前提として初めて融資の提供が可能となるストラクチャーを導入するような場合には、その枠組みを構築するコストやモニタリングコストが、別途の手数料や貸付金利の上乗せという形で必要となる場合もあり得るものと考えられる。

¹⁴⁸ 事業融資 WG においては、事業成長担保権の設計として担保権信託を前提とした制度を導入すること、担保権の受託者となる信託事業者は免許制とすることが検討されている(事業融資 WG 報告 10 頁参照)。事業成長担保制度の必要的要件として担保権信託が導入される場合には、受託者が負い得る受託者固有の責任の範囲・内容や裁量権の程度等は、モニタリングコストの考え方に影響を与え得るが、この点につき同報告では、各種コストやリスクによって制度の利用が事実上困難となることがないように留意する必要があるとされ、合理的な参入要件、信託事務内容の明確化・定型化、与信者が受託者を兼ねる設計の許容等の方向性が示されている(事業融資 WG 報告 11-12 頁参照)。

¹⁴⁹ Ⅱ 1 (1) (ii) ③参照。レンダーライアビリティという言葉は論者によってやや多義的に用いられることもあるが、本報告書では本文中の定義を前提とする。

契約・担保契約の内容」のようなコベナンツを設定する実務が日本でも定着した場合には、従前の優越的地位の濫用の議論¹⁵⁰に加えて、米国における実務のような配慮をする必要が生じるかが問題となる。

日本でも、特に経営再建中の融資先企業との間において、金融機関が再建計画を議論することは一般的に行われている。しかしこのような場面でも、議論の結果として経営判断を行う当事者は債務者であって、金融機関が債務者に特定の経営判断を強要することや、事実上債務者を支配して自ら判断をすることは行われておらず、また避けるべき行為と理解されているものと思われる。事業成長担保権は、債務者の総財産を担保とすることを通じて事業を担保とする制度であることから、特に上記のような事態が懸念されているものと考えられるが、注意すべき本質的な問題は従前と同様と考えられる。そうすると、優越的地位の濫用とならないために従前から意識されていた行動や考え方を、事業成長担保制度の導入によってさらに保守的な運用とする必要性はないものと思われる。特に、日本において金融機関は、資金供給者としての役割のみならず、顧客企業に対するコンサルティング機能の発揮を通じて、中小企業をはじめとする顧客企業の経営改善等に向けた取組みを最大限支援していくことが求められている¹⁵¹。優越的地位の濫用が過剰に意識され、あるいは曲解されて、債務者との事業活動に関するコミュニケーションやコンサルティング機能の提供が不必要に委縮することになれば、事業成長担保制度の導入意義が失われることになりかねない。このような観点からも、債務者の事業に対する金融機関の積極的なコミュニケーション、コンサルティング機能の提供と、優越的な地位に基づく不当な要求とは本質的に異なるものであることは、正しく理解される必要がある。

② 融資契約におけるコベナンツ

融資契約におけるコベナンツは、財務状況や財務上の具体的数値に関して設定されることが一般的と考えられる。それ自体がレンダーライアビリティの観点で問題となることは通常ないと考えられるが、特に事業再生の局面においては、例えば債務者が策定した経営改善計画や事業リストラクチャリングの達成にとどまらず、その実現のための具体的な手段もコベナンツとして規定され、かつそれが債務者との議論を経ることなく一方的に設定されたと

¹⁵⁰ 2006年6月に公正取引委員会が公表した「金融機関と企業との取引慣行に関する調査報告書」では、融資を背景として取引上優越した地位にある金融機関が借り手企業に対して行う独占禁止法上問題となる行為として、正当な理由のない融資に関する不利益な取引条件の設定・変更、債権保全に必要な限度を超えた預金等の受入要請・解約拒絶、融資等での不利な取扱いを示唆しての自社・関連会社のサービス購入・株式取得の要請、貸出条件等を不利にする旨を示唆しての他の金融機関からの借入をしないことの要請、資金調達・運用又は資産の管理・運用の拘束、などが挙げられている。

¹⁵¹ 主要行等向けの総合的な監督指針Ⅲ-4-1及びⅢ-5-1、中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針Ⅱ-4-1およびⅡ-5-2-1を参照。

このような場合には、その設定プロセスから債務者の経営裁量を事実上拘束する干渉との評価を受ける可能性があることは留意する必要がある¹⁵²。

コベナンツによって将来における財務上の数値目標を規定したとしても、それを実現するための方法は、債務者の経営裁量に委ねられるものである。したがって、例えば、コミュニケーションを経て債務者から提示された経営計画の内容を、金融機関として積極的に評価して融資をする場合であれば、融資におけるコベナンツでは、当該経営計画に基づく数値を採用する等、金融機関が経営に介入することを企図したコベナンツ設定であるとの誤解を生じないための配慮や工夫がされることが望ましいといえよう。

(iv) 経営者が事業価値の維持・向上に協力する要因

米国・英国とも財務コベナンツやその他の誓約事項に係る遵守事項の報告義務を課すことにより、債務者の事業が悪化傾向にある際に、比較的早期の段階で金融機関と債務者（事業会社）が向き合う工夫がされているようであり、この点は日本における契約実務と大筋で相違はないように思われるものの、コベナンツ抵触を端緒とするコミュニケーションの密度が高いことが（特に米国では）指摘されており、この点は参考にすべき点もあると思われる。また、全資産担保権（当該担保権者はシニアレンダーであることが多いと思われる。）が設定されていることで、シニアレンダーによる担保権の実行を懸念する経営者が事業価値の維持・向上に協力することが期待できる側面もあろう。ただし、その実効性を高めるには、単に全資産担保の設定を受けるのみではなく、具体的・合理的な財務数値や目標を共有し設定することが重要と考えられる。

また、レンダーによるガバナンスのほか、経営者としての第三者への義務といった観点も、経営者への規律付けを考えるにあたって重要である。米国のデラウェア州や英国においては、法令上の明文はないものの、裁判例等において、会社が財務破綻又はこれに近い状態にある場面では債権者一般の利益を図ることも会社の利益に含まれ、債権者の利益を無視した行動を経営者がとった場合はその義務違反を構成し得るとされているようである。こうした制度や実務により、平時においてもディストレスト局面においても経営者が事業価値の維持・向上に尽力するインセンティブが生じていると考えられる。

日本においては、会社の取締役等が任務懈怠をし、その任務懈怠が悪意又は重過失によるものであり、それによって第三者に損害が発生した場合には、損害賠償責任を負わなければならないと法定されている（会社法第 429 条

¹⁵² なお、労働契約に関する融資者からの要請が、その具体的態様・内容次第では労働法上、融資者の使用者性の問題を惹起する可能性について、事業融資 WG 第 4 回会議議事録を参照。
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/jigyoyushi_wg/gijiroku/20221223.html

第1項参照)。近年は、こうした取締役の義務がより厳格に解される傾向にあり、経営が逼迫している状況下では、取締役等は第三者（会社の債権者も含む）との関係において、損害を回避するために、事業の縮小・停止・譲渡、場合によっては事業の解体等を慎重に検討しなければならないとした裁判例も出ている¹⁵³。このように、日本の実務も米国・英国の実務と大きくは変わらないが、米国・英国においてより浸透している経営者としての株主や債権者に対する責任や義務による規律付けの考え方は、日本においても参考になると考えられる。

¹⁵³ 福岡高宮崎支判平成11年5月14日判例タイムズ1026号254頁では、「本件のように代金支払の見込みがないのに商品を仕入れる行為は第三者に対する直接の加害行為であるところ、破綻の危機に瀕している企業が状況打破のために冒険的、投機的な経営をすることも株主との関係ではときに正当化されることがあるとしても、第三者である取引先との関係では、単に危険な取引を強いるだけで、これを合理化する根拠はないのであって、取締役の注意義務を軽減すべき理由にはならない。第三者との関係においては、経営が逼迫している状況下では、その損害を回避するため、事業の縮小・停止、場合によっては破産申立をすべきではないかを慎重に検討する必要があるというべきである」とされている。

3 実行再生局面

(1) 経営悪化時の事業継続に向けた対応

(i) 全資産担保の活用を通じた債権者と債務者との目線の共有

米国・英国において全資産担保を活用する場合、両国の担保権の制度は異なるものの、将来取得する資産も含めた事業価値を担保価値として把握でき、実行時には事業を一体として処分できる方法が整備されている。債権者にとっては、担保価値である事業価値の毀損を防ぐことが回収価値の最大化に繋がり、債務者にとっては、事業譲渡や事業の解体等を回避する観点から、財務コベナントの遵守、ひいては、事業価値の維持・向上に強いインセンティブを有することとなる。そのため、経営状況の悪化等により期限の利益を喪失した場合であっても、債権者が必ずしも直ちに担保権の実行等を開始しないケースも少なくない。このように、債権者と債務者との間で事業継続に向けた目的意識を共有できているため、継続的なモニタリングやコミュニケーションを通じて、早期に経営悪化の兆候を察知できる。また、経営状況が悪化した際にも、早期のリストラクチャリング協議を開始し経営改善に向けた対策をとるといった実務が確立しやすい環境にある。

特に債権者と債務者との信頼関係の維持が困難となる再生局面においては、経営者が再建に向けた債権者との話し合いに、早期に応じない場合も少なくない。日本においても、米国・英国のような全資産担保融資が定着するとともに、契約上再生局面における権利関係がコベナント設定等を通じて具体化されることで、債務者との交渉が円滑化する実務が広がることが期待される。こうした実務慣行は、リストラクチャリング時の交渉過程において、債権者と債務者の事業価値の維持に向けた建設的な交渉を行う動機付けを与えるなどの良い影響をもたらすのではないだろうか。経営悪化の兆候が見られた際には、債権者と債務者の双方による早期の対応が事業価値の毀損を防ぐ上で、非常に重要である。全資産担保の活用を契機に、日本においても、リストラクチャリング時に債権者と債務者との間で早期に、かつ積極的に問題解決に向けた協議を行える実務が定着することに期待したい。

(ii) セカンダリーマーケットの発展の可能性

「Ⅲ 2 (1) (iv) 被担保債権の譲渡契約に係る制度・実務」でも言及されたとおり、米国・英国においては、主としてシンジケートローン債権向けの多様な属性の投資家が参加するセカンダリーマーケットが非常に発達しており、特にある程度の規模の債務者に対する債権やシンジケートローンの場合には、タイミングや費用、時間等を考慮し、商業銀行等当初の債権者が自らリストラクチャリングや担保権の実行を行うことなく、ディストレスト投資家に債権を譲渡することも有力な選択肢の一つになっている。

他方、日本では現状、貸付債権の取引についてオープンなマーケットは必

ずしも発達しているわけではなく、各売り手が独自に潜在的な取引相手を探
索し、個別に条件交渉の上で取引を行っているのが実情であると思われる。

米国・英国では、発達したセカンダリーマーケットを背景として、担保権
者が自ら債務者との協議によってリストラクチャリングを進めていく際に、
ローン債権を譲渡する選択肢も有することで、担保権の実行を回避できる場
合がある。そして、こうしたセカンダリーマーケットの発展やそこに参加す
る多様な属性の投資家等の存在は、担保権者による担保価値の多様な還元方
法をより実効的な選択肢にしているものと考えられる。

全資産担保を活用した事業性融資の定着が、今後日本における貸付債権を
取引するマーケットの発展やプレーヤーの多様化にも繋がり、そうしたマー
ケットやプレーヤーの醸成が、事業の継続や事業価値の最大化の実現を目指
す実務をさらに促進させるといった好循環をもたらす可能性もあると考え
られる。

(iii) 一時猶予契約・一時停止契約

米国・英国では、債務者の経営状況の悪化等への対応策として、債務者と
債権者との間で、リストラクチャリングに向けた交渉を行う間も現状を保全
する観点から、一時猶予契約（forbearance agreement）や一時停止契約
（standstill agreement）が締結される場合が少なくない。一時猶予契約や
一時停止契約には、与信残高の維持や担保権の実行の制限と引き換えに、融
資に関する追加的な条件の設定、最高再建責任者（CRO）の任命に関する規
定、財務・法務アドバイザー報酬の債務者負担に関する規定などを含むため、
債務者の現状の経営状況を維持させることにより債務者の責任財産を保全
し、債権者の債務者に対する被担保債権の回収可能性を高めることができる
とともに、債務者に対し追加的な制約を課すことにより債務者への規律付け
を効かせやすくなる。現状の日本の実務においてもこうした契約を締結する
ことは可能であり、リストラクチャリング時の権利関係の明確化や経営状況
の維持が図られることで、円滑な事業再生が促進され得るという観点から、
日本の実務においても参考になるものと思われる。

(iv) 債権者間協定

米国・英国では、債務者において、後順位担保権により担保される劣後債
務を含む、複数階層の債務を設定するケースがしばしばみられるとのこと
である。このような取引における債権者間の調整は、債権者間協定において行
われる。債権者間協定における典型的な合意事項としては、例えば、先順位
担保権者の担保権が争われたり無効となったりした場合でも、後順位担保権
者が先順位担保権者に劣後することを認めること（これにより、後順位担保
権者が先順位担保権者の担保権を争う可能性が低くなる。）や、先順位担保

権者が後順位担保権者への支払いに先立ち、その債権の利息を（倒産法の下で許容されない場合でも）受け取ることができるとする合意（必ずしも担保権劣後と整理されるわけではないが、契約上の劣後の一種である。）等がある。

このような債権者間協定により複数階層の債権者の意思結集が可能となり、債務者の経営状況の悪化時において、債権者間の調整に時間を要することなくリストラクチャリング等を進められることは、事業価値の毀損を防ぐことに資する。

日本の実務においては、一つの債務者に対して多数の債権者が存在する場合、それぞれの債権者の持つ債務者に対する再生のイメージや方向性が必ずしも一致せず、債権者間調整に時間がかかり、事業再生が早期に行われにくいケースも少なくない。そこで、債権者間協定を通じて、あらかじめ債権者間で、担保権の実行時の目線についても共有しておくことで、事業価値の維持を重視した実務が醸成されやすくなることも参考になると考えられる。

（２）担保権の実行局面に関する示唆

（い）事業全体の処分とその譲渡対価からの優先弁済

米国・英国の全資産担保権の実行方法等の特徴の一つは、全資産担保権の目的である事業の全てを第三者に譲渡し、その譲渡対価から担保権者が一定の優先弁済を受けられる点である¹⁵⁴。事業全体を担保として把握することを設定段階だけでなく回収段階においても貫徹させることによって、事業キャッシュフローに着目した融資を促進するものであると考えられる。

日本の実務においても、LBO ファイナンスやプロジェクトファイナンス等の取引において、事業を構成する個別資産ごとに担保権を設定することで事実上事業全体を担保の目的とすることが行われている。このような方法で担保権が設定された場合、担保権者と債務者との合意により事業全体を第三者に譲渡することは可能である。他方で、債務者の意思に反して担保権を実行しようとしたとき、事業全体を第三者に譲渡する実行方法が法律上整備されていないことから、事業会社株式の質権実行の場合を除けば、現行実務では困難を生じ得る。

また、事業を構成する個別資産ごとに担保権を設定する日本の現状実務で

¹⁵⁴ 米国における全資産担保権の実行においては、チャプター11の363条譲渡を除き、継続企業価値を維持した上で事業を一体として売却するための仕組みが必ずしも法制度として確立されているわけではない。そのため、実務上、継続企業価値を維持したまま事業を譲渡するために事案に応じて様々な方法がとられている。例えば、レシーバーは、事業を管理運営するにあたり、必要に応じて事業経営能力のある会社又はそのようなアドバイスができる会社を雇用することがある。また、場合によっては既存の経営陣に事業の継続を行わせることもある。さらに、UGCセールにおいて債務者の事業を一体として売却する場合に、その事業に関連する重要な契約が円滑に移転できるようにするために、あらかじめそのような契約の相手方と契約の継続、解除の禁止等について合意しておくなどという実務上の工夫も存在する。

は、担保権を実行する局面において、個々の担保権が把握しているのはあくまでも個々の資産の換価価値であることから、仮に事業全体を第三者に譲渡したとしても、その譲渡対価から優先弁済を得られるのは個々の資産の換価価値の合計を超えるものではなく、超過収益力相当部分から優先弁済を受けることはできないのが原則である¹⁵⁵。

このような日本の実務に対して、事業全体の処分とその譲渡対価からの優先弁済を可能にしている米国・英国の全資産担保権の制度及び実務は、事業キャッシュフローに着目した融資を促進させる上で参考になり得る。

なお、担保の処分については、米国・英国においては司法手続を経ることのない実行が認められているが（米国では UCC 第 9 編に基づく担保権実行、英国では担保権設定契約の規定に基づく担保権実行）、担保目的物の処分は商業上合理的（commercially reasonable）であることなどが要求されており、この点も日本の制度構築の参考になり得ると考える。

（ii）実行方法における複数の選択肢

二つ目の特徴は、米国と英国との間において細かな違いはあるものの、概して担保権者と債務者との合意による事業の譲渡、債務者の意思に反して担保権を実行する方法として裁判所外での手続及び裁判所内での手続という複数の選択肢が用意されている点である。多様な実行方法等が用意されていることで、米国・英国においては、担保権者が回収局面において、担保価値である事業の継続価値をより適切な方法及びタイミングで実現することが可能になっているものと考えられる。

米国では、担保権者が担保権を実行し被担保債権を回収する方法としては、前述「Ⅱ 1（2）（ii）全資産担保権に係る実行」のとおり、任意の事業譲渡、UCC セール、ABC、レシーバーシップ、363 条譲渡（倒産手続での事業譲渡）の方法がある。これらの中から、債務者及び保証人等の利害関係者（以下「債務者等」という。）が協力的か、費用がどの程度かかるか、裁判所やレシーバー等の公平な第三者を関与させて透明性及び予測可能性を高めるべきかなどの様々な要素を検討した上で、担保権者が具体的な状況に応じて適切な実行手続を選択することができる。その場合、債務者等が協力的であるか否かは、担保権を実行する局面において重要な考慮要素になる。債務者等が協力的である場合には、まず任意の事業譲渡（事業再生として行われる場合もあるし清算として行われる場合もある）を検討するという点については、日本の実務と大きな違いはないと思われる。他方、債務者等が協力的でない場合は、米国の実務においても、より完全に近い形で事業を継続させた

¹⁵⁵ 全資産担保の事案であっても、再生手続における別除権協定では、担保価値の評価は事業キャッシュフローに着目しておらず、個々の担保目的物の処分価値の積み上げによってされているのが通例であると思われる。

まま事業を譲渡することは実務上必ずしも容易ではない場合があり、この点については、実務上の工夫が求められる。米国の実務では、この点の困難を軽減し担保目的物である資産の価値を維持しながら処分する手法の一つとして裁判所を介した手段が採られることもあるが、その手段が確保されていることが前段階での担保権者と債務者との合意を後押しするものであると考えられる。

英国における担保権実行手続は（事業会社株式の質権実行を除くと）大きく二つあり、一つが、担保契約に基づく固定担保レシーバー、もう一つが、アドミニストレーション（会社管理手続）を利用した担保権実行である。英国において担保権者は、一つには、信用毀損が少ない、裁判所外の実行手続である固定担保レシーバーの手続を検討し、それでは解決せず、裁判所の関与による透明性・公平性が必要な事案では、アドミニストレイターという法的倒産手続を用意する、という、二つの異なったメニューを提示し、使い分けをしていくスタイルに見える。米国同様、手続負担、レピュテーションリスク、法的効果等が違う異なるメニューを用意し、ニーズや状況によって使い分けられる環境になっている。

米国・英国においては、債務者の協力が得られる場合には、担保権者と債務者との合意によって事業を譲渡することが事業の継続価値を円滑、安価かつ確実に実現できると考えられ、このような形で担保権の実現が図られる場合が少なくない。他方で、債務者の協力が得られない場合、強制的な手段を講じざるを得ないが、その場合でも所要時間、所要費用及び法的安定性を考慮して可能な限り裁判所を介さない手続を選択し、やむを得ない場合には裁判所を介した手続が選択される、という流れが一般的である。

他方、日本の現状実務では、前述のとおり、事業を構成する個別資産ごとに担保権を設定することで事実上事業全体を担保の目的とした場合、事業全体を第三者に譲渡することは担保権者と債務者との合意による時のみ可能であり、これを債務者の同意なく実現することは困難である。このような日本の実務に対して、実行方法における複数の選択肢を用意して事業の継続価値のより適切な実現を目指している米国及び英国の全資産担保権の制度並びに実務は、事業キャッシュフローに着目した融資を促進させる上で参考になり得る。

日本において全資産担保が導入された際にも、債務者の経営悪化時には、担保権者のモニタリングにより早期に問題点が洗い出され、事業価値維持のための対策が早期に採られることが念頭に置かれる。そのため、事業全体を担保目的物として処分する強制的な実行手続の手段が確保された場合にも、事業売却が必要となった際に、信用毀損を避け、事業の継続価値がなるべく高い状態で換価するにあたっては、まずは債務者と建設的な交渉を行いながら任意の処分を第一の選択肢とし、それが難しい場合に、厳格な手続に移行

していくという流れが通常の実務となることが想定される。

加えて、米国・英国においては、裁判所が関与する実行方法においても、裁判所の手続開始前から事業売却先との間で契約交渉を進め、早期の事業売却を行っている実務がある点も特徴的である。米国では、チャプター11の363条譲渡において、債務者は、あらかじめ特定の買主候補者と交渉を行い、その候補者を入札における最低売却価格を設定する権利を有する「ストーキングホース(当て馬)」(stalking horse)に選定する実務がある。英国では、裁判所が関与する再建型倒産手続であるアドミニストレーションを利用する場合、プレパックセールで早期の事業売却を図ることが可能である。このように、法的手続を利用する場合も、任意や合意に基づく簡易迅速な方法が選択でき、法的手続を利用する場合も事前協議での早期事業売却を目指すといった、合意・簡易・迅速を鍵とする方針がとられているように見える。より早期の事業価値の換価を実現可能とする観点からは、日本においても参考となるように考えられる。

(3) 担保権実行時の一般債権者及び労働債権者等の保護について

米国では、担保目的物が売却された場合には、売却代金から第一順位の担保権者が優先的に弁済を受け(ただし、工事人先取特権(mechanic's lien)等の優先的な担保権がある場合を除く)、その後には後順位担保権者、さらに残余金があれば無担保債権者が弁済を受けるという原則が倒産手続外か倒産手続内かを問わず、維持されている。すなわち、担保権者としては、労働債権者、商取引債権者等であっても無担保債権者に対して売却代金の一部を分配する法的な義務を負わない。

しかしながら、実務上、担保権者が主導して担保目的物を売却する場合には、売却に関する一定の共益費用等を負担せざるを得ない場合がある。また、債務者の事業の継続価値を維持しながら事業を譲渡する場合には、事業を継続するため、必要に応じて労働債権者、商取引債権者等に対する弁済を行うことがある。このように、上記の優先順位の原則が維持されてはいるものの、実務上、売却代金の一部を労働債権者、商取引債権者等の一定の一般債権者への弁済に充てることが行われているといえる。担保権者にとっても、事業継続に不可欠な負担を負ったり一般債権者への弁済を行ったりすることが事業価値の維持に繋がり、自身の債権回収の最大化にも資するため、そうした実務が動機付けられるのだと考えられる。

他方、英国では、浮動担保権の実行時に一般債権者、労働債権者等を保護する法的な枠組みが用意されている。すなわち、固定担保権の弁済順位は最優先であるものの、浮動担保権の結晶化による実行の場合には、浮動担保権者は租税債権者や労働債権者などの優先債権者に劣後し、かつ、一定の金額を上限とした無担保債権者に対する弁済原資を留保しなければならないこ

とになっている。

米国のようにこれを実務上の取扱いに委ねるか、英国のように一定の一般債権者への弁済を優先するような法的枠組みを作るかの違いはあるものの、事業を継続させたまま事業譲渡を行うことを担保権の実行方法の原則とする場合には、そのために必要な範囲で一定の一般債権者とコミュニケーションを図るとともにそのような一般債権者を保護するという方向性については、債権者と債務者の双方にとって合理的な帰結であり、日本においても妥当するように考えられる。

卷末資料

米・英の全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの概要

	米国	英国
設定方法	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>統一商事法典（UCC）第9編の下、一通の担保権設定契約にて、包括的な担保権設定が可能（ただし、担保対象物を合理的に識別できる方法で記載する必要がある）</u> □ <u>将来取得する資産についても、都度の登録を要することなく、担保目的物に含むことができる</u> □ <u>公示（UCC-1 financing statementの記載）では、「全ての資産」又は「全ての人的財産」等の包括的な記載が認められる</u> <p>(※) 不動産等、資産の種類によっては設定・公示方法について州法や米国連邦法で定められる</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>浮動担保（floating charge）と固定担保（fixed charge）の双方を一通の担保権設定契約にて設定することにより包括的な担保権設定が可能</u> ● 浮動担保は、在庫・仕掛品等に設定 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 設定者は、<u>通常の営業過程で担保目的物を処分できる</u> ➢ <u>将来取得する資産についても、都度の登録を要することなく、担保目的物に含むことができる</u> ● 固定担保は不動産、機械・設備、売掛債権、知的財産権等に設定 <ul style="list-style-type: none"> ➢ <u>担保権者は、担保目的物に対するコントロール権を得る</u> □ <u>浮動担保については、契約上も公示上も、「全ての資産」等の包括的な記載が認められる</u>
実行方法	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>担保権者と債務者間の合意、裁判所外の手続又は裁判所の手続に則って、事業を一体として処分する方法が整備されている</u> □ <u>担保権者は事業の処分価値から原則として優先弁済を得られる（実務上は一定の優先債権への弁済も配慮される）</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>担保権者と債務者間の合意、裁判所外の手続又は裁判所の手続に則って、事業を一体として処分する方法が整備されている</u> □ <u>担保権者は事業の処分価値から優先弁済を受けられるが、法律上一定の優先債権への弁済及び無担保債権に対する一定の留保を求められる</u>

全資産担保の活用を通じて、取得時には、現在及び将来の資産を担保目的物とし、実行時には、事業を一体として処分する方法が整備されていることから、事業価値を担保価値として把握でき、事業のキャッシュフローに着目した融資が促進

米・英の全資産担保融資の機能

- キャッシュフローレンディングにおいて全資産担保を設定した上で貸付を行う場合には、事業キャッシュフローの成長性と安定性を評価し、それを返済の裏付けとする。
- 担保対象となる資産の清算価値による評価額以上の資金需要に対しても、柔軟に対応しやすい面がある。
- 債権者と債務者との間、及び債権者間相互のコミュニケーションを密に行うことで、全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングにおける実行的なモニタリングの実務が実現されている。

米・英の全資産担保融資の実務上の機能

① 債務者とのリレーションを築く動機付け

- 事業キャッシュフローが第一の返済原資であるため、債務者の財務上の問題を早期に特定できるよう、債権者と債務者との間で良好なリレーションを構築・維持することが、双方にとって重要となる。定期的なモニタリング等を通じて、そうしたコミュニケーションを実現することになる。

② シニアレンダー（第一順位担保権者）として経営者への規律付け

- 債権者による担保権実行を回避するため、債務者は、財務コベナントの遵守、ひいては事業価値の維持・向上に強いインセンティブを有することになる。

③ リストラクチャリング時の交渉過程における債権者・債務者間の事業継続に向けた目的の共有

- リストラクチャリング時の交渉過程（約定の見直し・追加融資等）において、シニアレンダーである債権者と債務者が事業継続に向けた目的を共有することで、建設的な交渉を行うことができる。

米・英の全資産担保融資における契約内容・モニタリングの視点

契約の内容		モニタリングの視点
融資契約・担保設定契約	財務制限条項	<ul style="list-style-type: none"> ○ 審査の目線 <ul style="list-style-type: none"> ・ 主に事業キャッシュフロー ○ 審査の対象 <ul style="list-style-type: none"> ・ 債務者の財務情報 ・ 財務コバナンツの遵守状況 ○ 確認頻度 <ul style="list-style-type: none"> ・ 事業者の規模や契約内容等によって異なる（中小企業の場合は四半期ないし年に1回が一般的）
	その他の条項	

(複数の債権者が存する場合：担保権者間)

債権者間の協定

後から他の担保権者が現れた場合には、順位の異なる担保権者間の権利関係の調整・明確化を図るため、契約上、極度額や担保権実行時の充当方法等を定める。こうした実務慣行により、実行時の円滑な調整が可能となる。

(他の金融機関の預金に対する優先権確保を要する場合：対口座開設金融機関)

預金口座コントロール契約等

- ファイナンスの構造や口座の重要性等に鑑みて調整がなされる
- 米：預金口座コントロール契約の締結や、債務者口座の名義自体の担保権者に対する移転が行われる
 - 英：口座開設金融機関に対する通知（承諾依頼）と、これに対する口座開設金融機関からの承諾による

(参考) 米・英の全資産担保融資の財務制限条項

	概要	設定の場面	違反した場合の効果
事業キャッシュフローに関する条項	<ul style="list-style-type: none"> □ 指標の具体例は、以下のとおり <ul style="list-style-type: none"> ・ 事業キャッシュフローに関する項目：ミニマム EBITDAの額、インタレストカバレッジ・レシオ等 ・ レバレッジに関する項目：負債比率、元利金返済カバー率等 ・ バランスシートに関する項目：純資産の額等 □ 各指標について、<u>一定の期間（例：四半期末日）における一定の水準（企業の業種・規模等に応じてケースバイケース）を定め、その水準を下回らないように維持することを求める</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>中小企業向けの場合には、財務コベナントの数は2～3項目設定されることが一般的（規模が大きくなるほど増える）</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>期限の利益喪失事由となる</u> □ <u>ただし、エクイティ・キュア条項などの存在により、債務者には、期限の利益喪失事由を治癒させるための期間が与えられることが一般的</u>
レバレッジに関する条項			
バランスシートに関する条項			
財務コベナントの報告・表明保証に関する条項	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>財務コベナントの遵守状況について、一定の期間ごとに担保権者に報告しなければならないとする</u> □ <u>また、その報告する内容について真実であることを表明保証しなければならないとする</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>広く一般的に設定される</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>報告は、事務手続の遅れ等による場合もあり、治癒期間が設けられることが多い</u>
エクイティ・キュアに関する条項	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>一定の財務コベナントや期限の利益喪失事由への抵触があった場合において、株主からの出資により、当該抵触状態を治癒する権利を債務者に認める</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>シンジケートローンや中規模のレバレッジドファイナンス案件において設定されることが多い</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>当該条項による治癒期間が経過すると、期限の利益が喪失する</u>

(参考) 米・英の全資産担保融資のその他の条項

	概要	設定の場面	違反した場合の効果
キーパーソン条項	<ul style="list-style-type: none"> □ 所定のキーパーソンを会社組織内の一定の役職に選任・維持するよう求める条項（キーパーソンの役員保険を付保することもある） 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>ベンチャーデット等において設定されることが多い</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>期限の利益喪失事由</u>となり得る
担保目的物の範囲に関する条項	<ul style="list-style-type: none"> □ 担保契約において具体的に除外する財産の範囲をあらかじめ合意 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>法制上又は実務上、担保設定や対抗要件具備が困難な場合等において、一定の財産が除外の対象となる</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>期限の利益喪失事由</u>となり得る
担保目的物の処分に関する条項	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>通常の事業過程における処分等を除き、担保目的物となっている資産を処分することを制限等する</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ 広く一般的に設定される 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>期限の利益喪失事由</u>となり得る
他の債務負担・担保提供の制限に関する条項	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>他の債務を負担すること、債務者の担保目的物となっている財産について他の担保権を設定すること、また、信用供与や出資等の投資を行うことなどを制限する条項</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ 広く一般的に設定される 	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>期限の利益喪失事由</u>となり得る
被担保債権の譲渡に関する条項	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>債務者の情報（信用情報等）について、債権譲渡の譲受人候補者に対しての情報提供は可能である旨定める</u> 	<ul style="list-style-type: none"> □ 広く一般的に設定される 	—

米・英の全資産担保融資実務のフロー



<兆候事例>

- ・ 財務コバナンツの抵触や支払遅滞の懸念
- ・ 事業キャッシュフローに懸念
- ・ 株価の下落や外部格付の格下げ
- ・ 流動性その他の財務上の懸念
- ・ 期限の利益喪失事由の発生
- ・ その他（重大な訴訟提起・行政処分、許認可の取消し、経営陣の退任、従業員・店舗数の大幅削減等）

<悪化事例>

- ・ 財務コバナンツの抵触や支払遅滞
- ・ 事業キャッシュフローに問題があると判断した場合
- ・ 期限の利益の喪失

通常、直ちに担保権実行には至らない

対応方針の検討・実施

- ・ 融資約定の見直し（弁済の一時猶予等）
- ・ 追加融資・借換えの判断、新規投資家からの資金調達
- ・ ディストレスト投資家への債権売却
- ・ 再建計画案の作成

財務リストラクチャリングが困難、更なる経営状況悪化、債務者に事業継続の意思がない等

事業価値換価のタイミング等を考慮して回収方法を選択

担保権の実行等

【米国】

- UCCに基づく担保権実行
- Assignment for the Benefit of Creditors（譲受人による私的整理での清算）
- 363条譲渡（チャプター11）

【英国】

- レシーバーによる事業譲渡
- アドミニストレーション下の事業譲渡（プレパックスールなど）

任意の事業譲渡

任意の事業譲渡が困難な場合

財務リストラクチャリング

- ・ 条件変更（弁済期限の延長、DDS等）
- ・ 追加融資、新規投資家からの資金調達
- ・ DES、債務の減免
- ・ 担保目的物の売却、任意の一部事業譲渡（ノンコア）等

債務者の協力有

債務者の協力無

【米国】

- UCCに基づく担保権実行
- レシーバーシップ（裁判所選任のレシーバーによる手続）

【英国】

- 担保契約に基づく既存経営陣の排除
- レシーバーシップ（合意に基づく実行方法）
- アドミニストレーション（再建型倒産手続）

状況改善

状況改善

状況改善

債権者・債務者間の事業継続に向けたコミュニケーション

モニタリング

モニタリングの強化

- ・ 経営・財務状態の確認
- ・ モニタリング頻度を高める
- ・ 早期の話し合い等の対応

(参考) 米・英の全資産担保融資の担保権の実行方法等

	手続の概要	裁判所の関与	債務者の協力	後順位担保権の消除	費用	公平な第三者の決定又は裁判所の許可	契約関係移転の際の相手方の同意	実行までのスピード	
米国	任意の事業譲渡	債務者との合意により、債務者の事業を第三者に譲渡する手続	なし	必要	できない	低	不要	必要	場合による
	UCC	債務者に債務不履行があった場合の担保権の実行	なし	不要	できる	低	不要	必要	早い
	ABC	州法に基づき、債務者より全ての資産を移転された譲受人が資産の換価・分配等を行う清算手続	州による	必要	できない	中	必要	必要	早い
	レシーバシップ	裁判所が選任したレシーバーが債務者の資産の保全、管理、処分等を行う手続	あり	不要	できない(ただし例外あり)	高	必要	必要	遅い
	363条譲渡	債務者が、裁判所の許可を得て、再建計画に基づくことなく通常の業務過程外で債務者資産を譲渡するチャプター11上の手続	あり	必要	できる	高	必要	不要	表中の他の手続に比べ遅い
英国	任意の事業譲渡	債務者との合意により、債務者の事業を第三者に譲渡する手続	なし	必要	できない(ただし債権者間協定次第)	低	不要	必要	場合による
	レシーバシップ	担保権者により選任された代理人が裁判所の関与なくして、債務者資産の売却や清算を行う手続	なし	不要	できる(ただし債権者間協定次第)	低	必要	必要	早い
	アドミニストレーション	債務者等が選任する会社管理人が債務者資産の売却を行う再建型倒産手続	あり	不要	できる	高	必要	必要	遅い(プレパックスール型は早い)

日本の実務への示唆（契約融資・期中管理局面）

- 米・英の全資産担保を活用した融資契約実務については、日本の実務との比較において、主に、以下の特徴が見られる。
 - ① 中小企業向け融資においても、契約時に財務コベナンツが設定され、財務コベナンツの遵守状況等に基づき、財務状況のモニタリングが行われる
 - ② 財務コベナンツは、期限の利益喪失事由としてのみならず、債権者と債務者との間のコミュニケーション密度を高める契機として用いられる
 - ③ 債権者間協定の締結により、極度額や担保権実行時の充当方法等を定め、後順位担保権者等との権利関係の調整・明確化が図られる

日本の実務への示唆	
コベナンツ設定	<ul style="list-style-type: none"> □ <u>債務者の特性に応じた財務コベナンツの設定については、実効的なモニタリングや債務者とのより深度あるコミュニケーションを実現させる観点から、日本の中小企業向け融資においても参考となり得る</u> □ その他、日本においても全資産担保が導入された際には、契約時に、債権者・債務者間で、<u>担保目的物の範囲や処分権限について合意が可能となれば、より活用の幅が広がり得ると考えられる</u>
モニタリング	<ul style="list-style-type: none"> □ 手法の大枠は米英と同様であるが、債務者の提出する財務情報のほか、<u>債務者の特性に応じた財務コベナンツの遵守状況を確認することは、中小企業向け融資においても参考となり得る（シンジケートローンの場合には既に行われている）</u> □ 財務コベナンツが設定された場合でも、その内容が従前から行われているモニタリングの内容・目的を明確化・精緻化するものととまる限りは、<u>モニタリングコストが大きく上昇するものではないと考えられる</u>
他の債権者との調整	<ul style="list-style-type: none"> □ 債権者間で利害関係の調整を図ることで、<u>債権者にとっては事業性融資におけるコストや不確実性をコントロールしやすくなり、債務者にとっては多様な資金調達が可能となる実務は、参考となり得る</u> □ 保全やモニタリングの観点から、自行に開設された口座を決済口座として利用するよう働きかけていくことが想定される（日本においては、他行に開設されている預金に担保権が設定等されることは一般的ではない）

日本の実務への示唆（実行・再生局面）

- 米・英の全資産担保の実行・再生実務については、日本の実務との比較において、主に、以下の特徴が見られる。
 - ① 事業の継続が債権者及び債務者との間で共通目的となっていることから、経営悪化時において債務者は、早期かつ積極的に問題解決に向けた協議を担保権者と行っている
 - ② 担保権の実行方法等について、多様な選択肢が用意されていることで、事業価値換価のタイミング等を考慮して、より適切な回収方法を選択できる
 - ③ 担保目的である事業を継続した形で譲渡するために、労働債権者や商取引債権者等の一定の一般債権者に対して優先弁済等による保護が図られている

日本の実務への示唆	
経営悪化時の対応	<ul style="list-style-type: none"> □ 事業キャッシュフローの問題を早期に特定、解決して、<u>事業継続を果たすことが、債権者・債務者との間で共通目的</u>となっていることを背景として、<u>早期に、かつ債務者が積極的に問題解決に向けた協議を担保権者</u>と行う実務は参考となり得る □ 一債権者によるハンドリングが困難な案件では、<u>セカンダリーマーケットでローン債権を売却するケース</u>があり、日本でも全資産担保を活用した事業性融資の広がりにより、同様のマーケットが発展することを期待し得る
実行方法等	<ul style="list-style-type: none"> □ (ア)債務者との合意に基づく任意の事業譲渡、(イ)強制的な実行方法としての裁判所が関与しない方法及び(ウ)裁判所が関与する方法といった<u>多様な担保価値の実行方法等が用意され、より適切なタイミングでの事業価値の換価を実現する観点から、債務者の協力の有無、客観性・公平性の要請の大小等も考慮して、事業を一体として処分する方法を債権者が選択できる実務は、参考</u>となり得る □ 加えて、(ウ)を選択する場合も、裁判所の手続開始前から事業売却先との間で契約交渉を進め、早期の事業売却を行っている実務も、より早期に事業価値の換価を実現可能とする観点から参考となり得る
実行時の他の債権者との調整	<ul style="list-style-type: none"> □ 制度上又は実務上、<u>労働債権者や商取引債権者等の一定の一般債権者を優先弁済等によって保護する方向性は、日本で事業の継続を重視した担保目的物の処分にかかる実務慣行を醸成するにあたり参考</u>となり得る

商事法務研究会 御中

海外インタビュー調査最終報告書

～調査結果のまとめ～

株式会社野村総合研究所

2023年3月

目次

1. はじめに～本調査の枠組み	1
(1) 調査対象	1
(2) 調査項目	1
(3) 調査方法	2
2. 米国	3
(1) 契約・融資局面	4
① 全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方	4
② 期中のモニタリング方法	8
(2) 担保権実行・再生局面	12
① 担保権実行・事業再生に至るまでの実務上の対応	12
② 担保権実行の方法	15
3. 英国	17
(1) 契約・融資局面	18
① 全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方	18
② 期中のモニタリング方法	22
(2) 担保権実行・再生局面	25
① 担保権実行・事業再生に至るまでの実務上の対応	25
② 担保権実行の方法	27

1. はじめに～本調査の枠組み

本調査報告書は、米国及び英国の商業銀行(各3行、計6行)に対して実施したインタビュー調査の結果をまとめたものである。調査の枠組みは、以下の通りである。

(1) 調査対象

調査対象となった商業銀行の資産規模(概算)は、以下の通りである。

米 国	
地域銀行 A	900 億ドル
地域銀行 B	600 億ドル
コミュニティバンク A	4 億ドル
英 国	
大手銀行 A	1,000 億英ポンド超
地域銀行 A	100 億英ポンド
地域銀行 B	2 億英ポンド

(出所)インタビュー調査結果及び開示情報等にもとづき NRI 作成

なお、インタビュー調査は、融資・審査担当者を対象として実施した。回答は、インタビュー対象者の業務経験にもとづくものであり、必ずしも組織としての見解を示すものではないことには留意されたい。

(2) 調査項目

調査項目は、以下の通りである。なお、質問項目は、調査項目にもとづいて「全資産担保を活用した融資・事業再生実務に関する研究会」メンバーが検討、設定した。

- ① 全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングのあり方
- ② 期中のモニタリング方法
- ③ 担保権実行・事業再生に至るまでの実務上の対応

④ 担保権実行の方法

(3) 調査方法

インタビュー調査は、電話あるいはビデオ形式により実施した。

2. 米国

米国では、下表の通り、全資産担保類似制度である UCC1 filing (blanket lien) は、運転資金の提供から、ベンチャーファイナンス(デット)、事業再生、バイアウトなど様々な融資目的で用いられている。

図表 1 全資産担保制度を活用した融資商品

	クレジットライン (銀行の伝統的な融資商品)	Asset Based Lending (ABL) (売掛金・在庫等を担保とした貸出)	ベンチャーデット	レバレッジド・ファイナンス (含む、シンジケートローン)
提供主体	・銀行	・銀行、ノンバンク	・ベンチャーキャピタル、銀行	・銀行、ノンバンク
目的	・運転資金	・運転資金、再生 (含む、DIP Finance)	・運転資金	・バイアウト、買収・合併、資本増強、事業売却
対象とする 借り手	・成長段階にある借り手 ・事業キャッシュフローが安定している借り手	・事業キャッシュフローは脆弱であるが、売掛先の信用力や在庫の質が高い借り手 ・経営困難に陥っている借り手 (Chapter11適用など)	・ベンチャーキャピタルから支援を受けている成長初期段階にある借り手 ・現状、キャッシュフローはネガティブだが、高い成長率が見込める借り手	・負債比率の高い、非投資適格の借り手 ・長年、事業キャッシュフローが安定し、業界での競争優位が証明されている借り手
担保	・全資産担保。売掛金、在庫、設備など全ての資産に担保設定。	・全資産担保。最も一般的な担保は、売掛金と在庫。 ・登記は、担保資産を特定した上で行う。	・全資産担保。なお、知的所有権は重要な担保資産の一つ。	・全資産担保。売掛金、在庫、設備だけでなく、株式 (借り手保有) を含む。
貸出額	・事業キャッシュフローにもとづいて判断	・売掛金や在庫の評価額にもとづき、貸出可能額 (borrowing base) を設定。例えば、売掛金×75% = 上限貸出可能額。	・借り手企業の企業価値の10~20%。控除済資本額25%を上限。過度なエクスポージャーを持たないことを方針としている。	・株価やディスカウントキャッシュフロー法等により評価した企業価値にもとづいて判断 ・なお、貸出額が大きな取引は、シンジケートローンが一般的。
モニタリング対象	・事業キャッシュフローをモニタリング	・担保資産 (売掛金や在庫等) をモニタリング	・借り手の事業運営だけでなく、借り手に対する投資家や投資家コミュニティ全体の評価をモニタリング	・企業価値や事業キャッシュフローをモニタリング
モニタリング頻度	・四半期毎 ・借り手は、財務諸表を提出	・月次 (最頻週次) ・借り手は、貸出可能額 (borrowing base) の見直しに必要な売掛金・在庫等のリストを提出	・最頻週次。借り手は、財務諸表を提出 ・更に、借り手とのミーティングを月次で実施	・四半期毎 ・借り手は、財務諸表を提出
モニタリングコスト	・財務データのモニタリングが主であり、ABLよりコストは低い。 ・モニタリング手数料を明示、徴求していない。	・貸出可能額 (borrowing base) の設定・見直し、担保資産の確認・精査の実施 (最低年1回) など、モニタリングコストは高い。 ・借り手からモニタリング手数料を徴求	・借り手の事業に関する高い専門性、ベンチャーキャピタルコミュニティとのネットワーク、非財務的な評価 (例えば、経営陣) が必要になるため、モニタリングコストは高い。しかし、これが銀行の強みになっている。	・企業価値評価の精度に依存した貸出であり、高い専門性と技術が必要になるため、通常の銀行貸出よりモニタリングコストは高い。 ・モニタリング手数料を明示、徴求していない。
提供主体にとって のリスク	・事業キャッシュフローが滞った場合は、担保価値が貸出額より低くなる可能性があること。	・売掛金の不正計上や在庫などの担保資産が知らぬ間に処分されてしまう可能性があること。	・事業キャッシュフローがネガティブであるため、問題発生時には、企業価値がないという可能性があること。	・仮説への依存度が高く、予測した事業価値が現実と乖離する可能性があること。

(出所) インタビュー調査結果及び各種資料にもとづき NRI 作成

米国調査では、このうち中小企業¹を対象としたクレジットラインの提供に焦点を当ててインタビューを実施した。

¹ 銀行により異なるが、年商 3,000 万ドル未満の企業。

(1) 契約・融資局面

① 全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方

1) キャッシュフローレンディングにおける全資産担保の実務上の位置付け

銀行による運転資金の提供には、大きく 2 つの種類がある。1 つは、キャッシュフローレンディングである。代表的な商品は、クレジットラインである²。なお、図表 1 のベンチャーデットも広くクレジットラインに含まれる。もう 1 つは、Asset Based Lending (以下、ABL) である。

キャッシュフローレンディングは、事業キャッシュフローの成長性と安定性を評価し、それを返済の裏付けとする貸出である。事業キャッシュフローが良ければ、全資産担保の評価額以上の貸出を行うこともあり、借り手の資金需要に柔軟に対応できるというメリットがある。反対に、事業キャッシュフローが滞った場合は、銀行にとってリスクが高くなるため、事業キャッシュフローに成長性と安定性がある借り手を対象とした貸出である。一方、ABL は、借り手の保有する売掛債権や在庫の評価額が貸出可能額の上限となる。このためキャッシュフローレンディングに比べ、借り手の資金需要に対する柔軟性は劣る。なお、ABL は、事業キャッシュフローが脆弱な借り手(含む、起業まもない企業)を対象とした商品と位置付けられている。

キャッシュフローレンディングの貸出金額(信用枠)³は、銀行や借り手の規模により異なる。概ね、5,000ドル(コミュニティバンクの場合)～100万ドル(大手行の場合)の範囲内である。

² 銀行は、設備資金の提供を目的とした貸出を行っているが、全資産担保は、主に運転資金の提供に活用されている。

³ 運転資金を目的とした貸出の商品性は、銀行が設定した信用枠を上限として、借り手が必要な時に引き出しを行うリボルビング貸出。

2) 融資契約・担保契約に関する実務上の慣行

全資産担保を設定する際には、銀行はシニアレンダーとしての権利を確保するために第 1 順位担保権を取得することが一般的である。

銀行は、担保資産に対する権利を確実なものとし、担保権実行を円滑に実施するために、融資契約書において後順位担保権の設定を制限している。担保権者の数が多くなると、問題債権処理プロセスが複雑になるだけでなく、担保権者間が合意に至るまでに相当の時間がかかる。その結果、借り手の倒産確率が高まるため、銀行は、後順位担保権の設定を好まないということである。

なお、新たに設備を購入した際に、借り手が他社からの借入を望む場合は、銀行から許可を得る必要がある。融資契約書には、貸出期間中に、後順位担保権を設定する場合や新たに購入した担保資産について他社からファイナンスを受ける場合は、銀行から許可を得る必要があることが明記されている。銀行は、借り手から設備購入に際して他社から借入したいという相談を受け、銀行が借入を許可する場合は、当該設備を全資産担保の対象から除外している。

銀行に許可を得ずに、後順位担保権を設定した場合は、デフォルトと見做される。

また、他の貸し手から全資産担保に後順位担保権を設定したいという申し出があった場合は、銀行は借り手に債務の全額返済を求め、後順位担保権設定を申し出た貸し手への借り換えを行うことが一般的である。

希な事例ではあるが、全資産担保について後順位担保権の設定を容認する場合は、担保権者間で話し合い、権利関係について合意を得た上で行う。これは、後々権利関係に問題が生じないように担保権者としての自らの権利を明確にするためである。

財務コベナントは、中小企業取引においても一般的になっている。財務コベナントを設定する目的は、早期に借り手の財務上の問題点を検知し、対応することにある。

中小企業の場合、財務コベナントの数は、2～3 個である。企業規模が大きくなると、貸出のストラクチャーが複雑になるため、財務コベナントの数も増える。

財務コベナントの種類は、1) 事業キャッシュフローに関するもの。例えば、EBITDA⁴。2) レバレッジに関するもの。例えば、負債比率、debt service coverage ratio (元利金返済カバー率) など。3) バランスシートに関するもの。例えば、純資産額や流動性比率。

財務コベナントの抵触は、融資契約上、デフォルトと見做される。しかし、銀行は、機械的な対応はしていない。財務コベナントの抵触は、借り手と銀行が事業運営について正式に会話する契機と位置付けられている。ただし、借り手が銀行に協力的でない場合 (連絡しても返答がない、質問にきちんと回答しないなど) は、直ちに債権を問題債権担当部署に移管する。

保証は、事業キャッシュフローが良く、レバレッジも低く、担保資産 (売掛債権、在庫、設備等) も十分である場合は、徴求していない。レバレッジが高い場合や担保資産が不十分な場合は、保証を徴求することもある。なお、事業キャッシュフローが脆弱な場合は、担保や保証があっても貸さない。

契約時に保証を徴求していない場合でも、貸出期間中に事業キャッシュフローが脆弱になった場合は、借り手に保証の差し入れを求めている。

3) 審査・担保資産の評価方法のポイント

審査では、1) 事業キャッシュフローと 2) レバレッジを重視している。

銀行は、過去 3～5 年間の財務情報⁵にもとづいて、将来の事業キャッシュフローの成長性や安定性を評価している。借り手が創業まもない場合 (起業～5 年) は、事業性評価の参考とするため事業計画書の提出を求めることが一般的であるようだ。

⁴ 経常利益 + 支払利息 - 受取利息 + 減価償却費

⁵ 財務諸表や納税申告書など。

担保資産は、事業キャッシュフローが滞った場合の第2の返済原資と位置付けられている。今回インタビューした全ての銀行が、事業キャッシュフローが無ければ、担保があっても貸さないと回答した。このように事業キャッシュフローの成長性と安定性をより重視している点が、担保資産である売掛債権や在庫を裏付けとして資金を貸し出すABLとは大きく異なる点である。

担保資産については、借り手が提出した財務情報⁶にもとづいて価値評価と存在確認を行うことが一般的である。なお、銀行によっては、担保価値を評価するために、借り手から売掛債権や在庫のリストを入手しているところもある(貸出金額によって銀行の対応は異なる)。

売掛債権や在庫については、経営が難しくなる過程で売却されてしまう可能性が高いため、銀行は、掛け目にもとづいて担保価値を評価している。

4) 他の担保権者に係る実務

前述の通り、銀行は、全資産担保にもとづく貸出については、融資契約上、後順位担保権の設定を制限している。

米国では、担保権者間で権利関係について直接話し合うことが一般的になっているようだ。これは、登記制度が担保権を確定するものではなく、担保権があることを他の貸し手に通知する登記制度(notice filing system)であることによる。担保権者は、自らの権利をより確実なものとするために、登記の内容に不明な点があれば、他の担保権者に問い合わせをしている。この担保権者間の対話は、銀行の借り手に対する責任を明確にするもの(e.g. 誰がメインバンクなのかなど)となっている。

⁶ 財務諸表や納税申告書など。

担保資産の電子登記に際しては、対象となる担保資産を「all assets(全ての資産)」という表現で一括に登記することが認められている。しかし、銀行は、「all assets」という表現のみでは、担保権者の権利が認められない可能性もあるため⁷、十分でないと考えている。

望ましい登記方法は、「担保契約書(security agreement)に記載されている all assets」と記載し、担保契約書(security agreement)を添付することである。しかし、銀行は、プライバシー保護の観点から担保契約書(security agreement)を添付することには消極的である。その場合は、担保契約書(security agreement)を添付せず、「全資産担保制度の資産分類に準じて担保資産を可能な限り詳細に記載する」あるいは「登記用の簡略化した担保契約書(security agreement)を作成して添付する」という方法を選択するとのことである。

全資産担保の電子登記は、5年毎に更新手続を行う必要がある。これは、借り手と銀行の双方にとって取引を継続するか否かを再検討する機会となっている。

② 期中のモニタリング方法

1) 貸出期間中の借り手の財務状況や担保価値のモニタリング方法

キャッシュフローレンディングの場合、貸出期間中に事業キャッシュフローが滞る可能性がある。このため期中モニタリングでは、延滞が生じる前に、事業キャッシュフローの脆弱性を検知することに主眼が置かれている。例えば、コロナ感染症拡大を受けて政府による金融支援⁸が実施されたが、銀行は、2020年第4四半期には、ストレス・テストなどを活用し、業種別あるいは取引先毎に政府支援が終了した場合の財務的な影響を把握し、その結果にもとづいて取引先と今後の対応について話

⁷ 認められないケースと認められるケースがあるため、銀行は、より確実な表現で登記を行っている。

⁸ 代表的な中小企業に対する金融支援は、給与保障プログラム (paycheck protection program)。

し合いを始めていた。更に、2022 年第 1 四半期以降は、金利上昇やインフレーションの事業キャッシュフローへの影響を分析し、その結果を借り手とのコミュニケーションに活用している。

借り手の財務状況のモニタリングは、1) 借り手が提出した財務情報⁹と 2) 財務コバナンツの順守状況にもとづいている。財務情報の提出頻度は、企業規模により異なる。中小企業の場合、四半期あるいは年単位である。

モニタリングでは、財務状況の悪化を早期に捉えるために、事業キャッシュフロー、負債、支払利息、経費や税金などのヒストリカルなトレンドに着目している。例えば、前年・前期や前々年・前々期と比べて、財務コバナンツの抵触に近づいているのか否か、など。

モニタリングで事業キャッシュフローに懸念が生じた場合は、借り手に理由を聞くだけでなく、借り手の資金決済口座の動きも確認している。この場合もヒストリカルなトレンドに着目している。

銀行は、借り手の財務上の問題を早期に特定するためには、借り手と良好なリレーションシップとコミュニケーションを維持することが重要であるとの認識を持っている。この点において、リレーションシップマネジャー（融資担当者）の果たす役割は大きい。リレーションシップマネジャー（融資担当者）の役割は、1) 借り手とのリレーションシップを構築、維持することに加え、2) 借り手の金融ニーズに対応すること（営業）、3) 借り手の経営上の問題を早期に検知すること（リスク管理）にある。なお、2008 年の金融危機以降、リレーションシップマネジャー（融資担当者）のリスク・マネジャーとしての役割が高まった。

期中モニタリングで懸念事項が生じた場合は、リレーションシップマネジャー（融資担当者）が借り手にその理由を聞いている。なお、リレーションシップマネジャー（融資担当者）が四半期に一度借り手と面談し、業績について話しを聞いているという銀行もある。業績について定期的に話し合える関

⁹ 財務諸表や納税申告書など。

係が構築できると、借り手も銀行に何でも相談してくれるようになるため、銀行は、借り手とこうした良好な関係を構築・維持することに日々努力している。

また、リレーションシップマネジャー（融資担当者）だけでなく、審査担当者が直接借り手と話しをするなど、借り手が銀行にアクセスし易いように複数の顧客接点を提供している銀行もある。これは、営業だけでなく、モニタリングにも役立っている。

2) 全資産担保にもとづく融資のモニタリングコストの考え方

定期的に担保資産（売掛債権、在庫や設備など）の評価や存在確認を行う ABL とは異なり、キャッシュフローレンディング（含む、全資産担保融資）の場合は、借り手の財務状況のモニタリングが主となる。このため ABL に比べ、モニタリングにかかるコストは低く、またそのコストは貸出金利に含まれる。なお、2023 年 1 月 10 日時点のプライム金利¹⁰は、7.50%である¹¹。

一方、ABL の場合は、担保資産の評価や存在確認などのモニタリングに伴うコストは、手数料として借り手から徴求している。インタビュー調査によれば、手数料は、融資金額に応じて決まる。月額 500 ドルからとのことである。なお、これには、売掛金回収サービスも含まれる。

3) レンダーライアビリティの考え方や制度とそれによる実務上の制約

米国の銀行取引においてレンダーライアビリティは、非常に重要であると考えられている。第 1 の理由は、銀行が借り手に対する法的責任を問われる可能性があることである。例えば、借り手から銀行に言われたからこうしたと訴えられ、その責任を問われる可能性がある。銀行は、こうした責任を回避するために、こうしたらよいか、こうすべきなど借り手の経営に口を出すことはない。この点につい

¹⁰ 銀行が短期の商業ローン金利を決める際の基準金利。

¹¹ Federal Reserve Board

ては、リレーションシップマネジャー（融資担当者）や審査担当者にも徹底されている。リレーションシップマネジャー（融資担当者）等は、借り手と会話した時は、その内容を必ず記録している。

なお、問題債権処理プロセスにおいて、借り手の経営状況に関する説明に満足がいかない場合や再建計画に同意できないという場合は、銀行は、多くの質問をし、納得のいくまで説明を求めるといった対応をしている。この点からも、銀行は、日頃から借り手と良好な関係を構築・維持することが不可欠であると考えており、そのために日々努力している。

第2の理由は、銀行は顧客に誠実に対応することが求められていることである。このため銀行は、問題債権処理プロセスにおいてだけでなく、常に顧客に協力的であることを基本方針としている。借り手の経営に口を出さない理由は、銀行が責任を問われる可能性があることだけでなく、借り手の意思を尊重することが重要であると考えていることにある。ただし、顧客が約束を守らない、嘘をつくなど銀行に非協力的である場合はこの限りではない。

4) 期中における事業者による担保処分について

貸出期間中に担保資産を販売目的以外で処分する場合や新たに資産を購入する場合には、銀行から許可を得る必要がある。融資契約書には、貸出期間中に、新たに購入した資産を担保に他社からファイナンスを受ける場合は、銀行から許可を得る必要があることが明記されている。

5) 経営者が事業価値の維持・向上に協力する理由

銀行は、借り手の事業キャッシュフローの問題を早期に検知し、解決すること、即ち、借り手の事業継続を確実なものとするのは、銀行だけでなく、借り手にとっても良いことであるとの認識を持っている。なお、銀行が早い段階で経営上の問題を特定した場合は、借り手は総じて銀行に協力的であるとの指摘があった。

(2) 担保権実行・再生局面

① 担保権実行・事業再生に至るまでの実務上の対応

1) 経営状況の悪化等が判明したときの対応

銀行は、モニタリングの結果、事業キャッシュフローに問題があると判断した場合は、借り手に話しを聞いている。なお、問題債権への対応は、この時点から始まる。

借り手の説明に納得がいかない場合は、更に情報を収集、分析した結果にもとづき、借り手と話し合う。

財務状況の悪化、例えば、事業キャッシュフローに問題があると判断した場合には、銀行は、借り手に改善を求めると共に、財務コベナントを厳しくする、財務報告の頻度を上げる(例えば、月次や四半期毎)、追加的な情報の提出を求める、追加担保や保証の差し入れを求めるなどの対応を行っている。

なお、借り手の売掛先の信用力が高い場合は、ABL への借り換えを提案することもある。米国では、2008年の金融危機以降、銀行がABLの提供に力を入れるようになった。その理由は、1)借り手の事業キャッシュフローが滞った場合でも、ABLであれば、売掛債権や在庫の範囲内ではあるが、引き続き借り手の資金繰りを支援することができること、2)成長の初期段階にあり、事業キャッシュフローが少なく、安定していない借り手の資金繰りを支援することができることにある。銀行は、ABLをそれまで銀行が対象としていなかった借り手へ貸出機会を創出し、収益向上を図る手段と認識している。なお、銀行は、ノンバンクと異なり、レバレッジの低い企業を対象としてABLを提供している。

更に財務状況が悪化し、延滞が生じた場合は、金利支払や返済期間などの条件変更を行う。この時点で、ABLへの借り換えを提案する銀行もある。

なお、銀行は、問題債権担当部署へ移管する前は、借り手を正常債権に戻すことを目標として借り手に対応している。

延滞が 90 日続いた場合(あるいは、格付が要管理区分となった場合)は、問題債権担当部署へ債権を移管することが基本ルールとなっている。しかし、その対応は、機械的なものではない。移管に際しては、事業継続が可能かどうかを判断基準としている。例えば、条件変更を行った場合は、3～6ヶ月程度様子を見てから判断している。

事業継続が難しいと判断した場合でも、問題債権担当部署へ移管する前に、借り手に今後の事業運営について検討するための時間的猶予とその間事業運営に必要な資金を提供している銀行もある。猶予期間を与えることには、借り手に気持ちの整理を付けてもらうという目的もあるようだ。なお、猶予期間中に事業再生のために必要な資金を提供してくれる投資家や支援者を探す借り手もいる。

条件変更にもかかわらず、状況が改善しない場合は、問題債権担当部署へ移管する。問題債権担当部署では、1)他社への借り換えと 2)銀行に留まり、更なる財務リストラクチャリングを行い、事業再生を図るという 2 つの選択肢を提示している。この時点では、事業キャッシュフローがある場合も多く、大部分の借り手が、金利等の貸出条件は厳しくなるが、事業再生を図るための資金を求めて、1)を選択する。米国には、事業キャッシュフローがあれば、それを裏付けとして借り換えに応じる銀行やノンバンクがあることも、こうした選択肢を可能としている¹²。

借り手が 2)を選択し、銀行も当該借り手と引き続き取引したいと考える場合は、銀行は、借り手の事業再生を資金面から支援する。例えば、毎月返済可能な額だけ返済してもらう、借り手の再建計画に同意し、追加的な資金提供を行うなど。銀行は、レンダーライアビリティだけでなく、借り手の事業に関する専門的知見を持たないという理由から、借り手の経営には口を出さず、財務面から借り

¹² 借り換えに際しては、ABL が用いられることが一般的である。

手を支援することに徹している。なお、銀行に残って再生を試みると決断する借り手は、銀行に協力的であるとのことである。

米国の監督当局は、問題債権をバランスシートにとどめない方針であるため、時間をかけて事業再生を行う場合は、銀行は債権を償却する。

2) 他の担保権者との調整

(金融機関調査対象外)

(ご参考)銀行は、担保資産に対する権利を確実なものとし、担保権実行を円滑に実施するために、全資産担保に後順位担保権を設定することを融資契約書において制限している。希な事例ではあるが、後順位担保権を設定する場合は、担保設定時に、担保権者間で話し合い、権利関係について合意を得た上で行う。これは、後々権利関係に問題が生じないように担保権者としての自らの権利を明確にするためである。

3) 債務者と担保権者以外のプレーヤーの関係・役割

(金融機関調査対象外)

(ご参考)銀行は、借り手の事業運営についての専門性を有しないため、財務面から借り手を支援する。このため借り手が、事業運営や事業再生に長けたコンサルタントを雇い、経営改善に取り組む場合もある。銀行は、借り手の依頼を受け、コンサルタントのリストを提供することもある。しかし、レンダーライアビリティの観点から、特定のコンサルタントを使えということはない。

② 担保権実行の方法

1) 全資産担保権に係る実行手続

担保権実行のタイミングは、1) 事業再生が困難である、事業キャッシュフローが回復しないと判断した場合と 2) 借手が銀行に協力的でない場合（例えば、約束を守らない、嘘をつくなど）である。

銀行が後者を問題視する理由は、借手との信頼関係なしに事業を再生することはできないからである。なお、問題債権処理においては、大手行に比べて、中小銀行のほうが借手の状況に柔軟に対応している。また、大手行に比べて、中小銀行では、非協力的な借手は少ないとのことであった。これは、大手行の場合は、顧客数も多く、マニュアルに則した機械的な対応が主となっていることによる。

担保権実行に際して、銀行は、担保処分権を得るために、まず借手にデフォルト通知を送付する。次いで、管財人を任命し、借手に担保権実行の通知を行う。その後、個々の担保資産を精査する。必要な場合は、外部に資産評価を委託する。その後、担保資産の処分を行う。

全資産担保の場合、担保資産が動産であることが多いため、デフォルト通知の送付から清算までの期間は短い。一方、不動産の場合は、州毎に法律が異なるため、処分に時間がかかる。

なお、米国では、大企業の場合は、法的整理が一般的であるが、中小企業の場合は、裁判所外取引が一般的とのことである。その理由は、1) 裁判所を介した場合に比べて、費用が低く、迅速な処理が可能なこと。2) 借手の事業継続を重視していること。裁判所を介して処理する場合、それを理由に取引先が取引を断ってくることもあり、借手の事業継続が困難になる。3) 借手やその関係者が問題解決に協力的であること。例えば、返済のために追加資金の提供や追加担保・保証の差し入れを行うなど。3)は、中小銀行にはよくあるケースとのことである。

2) 事業譲渡について

(金融機関調査対象外)

(ご参考)米国では、中小企業の場合、問題債権担当部署への移管後に返済のために事業売却を行うことは希である。これは、事業キャッシュフローがなくなると事業価値が低くなり、事業売却自体ができなくなるという理由による。事業売却は、問題債権担当部署へ移管する前に行うことが一般的とのことである。

3) 債務者の協力の有無

銀行は、問題債権対応を円滑に進める上では、借り手と良好な取引関係を維持することが重要であると考えている。このため借り手が何でも相談できるような関係を構築・維持することに日々努力している。

4) 実行主体と関係者の職務・責任の内容等

(金融機関調査対象外)

(ご参考)担保権実行に際して、銀行は、担保処分権を得るために、まず借り手にデフォルト通知を送付する。次いで、管財人を任命し、借り手に担保権実行の通知を行う。その後、個々の担保資産を精査する。必要な場合は、外部専門家に資産評価を委託する。その後、担保資産の処分を行う。

担保権実行プロセスにおいて、事業譲渡を行う場合は、管財人が譲渡先を探す。銀行が協力して譲渡先を探す場合もあるとのことである。しかし、中小企業の場合は、この時点では事業価値・事業キャッシュフローがほとんど残っていないため、事業譲渡は一般的でない。

3. 英国

英国には、大きく fixed charge と floating charge という 2 つの担保制度がある。Fixed charge は、不動産 (property)、車両、設備、売掛債権 (銀行等が買い取ったもの)、知的所有権などを対象に設定される。一方、floating charge は、全資産担保類似制度であり、売掛債権、在庫や仕掛品、オフィス機器¹³などを対象に設定される。

下表に fixed charge と floating charge の違いを簡単に整理した。

図表 2 floating charge と fixed charge の概要

	担 保 制 度	
	Floating charge	Fixed charge
対 象 資 産	・売掛債権、在庫や仕掛品、オフィス機器など。	・不動産 (property)、車両、設備、売掛債権 (銀行等が買い取ったもの)、知的所有権など。
所有権確定のタイミング	・借手がデフォルトする確率が高まった時。	・担保設定時。
貸出期間中の担保処分	・処分できる。	・処分できない (借手の許可が必要)。

(出所) インタビュー調査にもとづき NRI 作成

英国調査では、floating charge のみにもとづく中小企業¹⁴に対する運転資金の提供に焦点を当ててインタビューを実施した。

¹³ 簡単に移動できる設備は、floating charge の対象となるとのことである。

¹⁴ 銀行により異なるが、年商 2,000 万英ポンド未満の企業。

(1) 契約・融資局面

① 全資産担保を活用したキャッシュフローレンディングの融資のあり方

1) キャッシュフローレンディングにおける floating charge の実務上の位置付け

英国では、floating charge を担保とする運転資金の提供は、大きくキャッシュフローレンディングと ABL に分けられる。英国では、2008 年の金融危機後、バーゼル自己資本比率規制の改正の結果、キャッシュフローレンディングよりも ABL の資本賦課が低くなった。このため銀行は、より資本効率の高い ABL への借り換えに力を入れるようになったとのことである。なかでも不動産(property)などの固定資産を持たない中小企業に対して、floating charge のみを担保として運転資金を提供する場合は、ABL を用いることが一般的になっている。

なお、バランスシートが強固であり、事業キャッシュフローに成長性と安定性がある場合は、中小企業でもキャッシュフローレンディングの対象となるとのことであった。また、中小企業が成長し、バランスシートが強固になると共に、事業キャッシュフローが成長・安定するようになると ABL からキャッシュフローレンディングによる資金調達へと移行する。

銀行が提供するキャッシュフローレンディングの一般的な商品は、銀行が設定した信用枠内で借り手が必要に応じて資金を引き出す当座貸越や line of credit (クレジットライン) である。

英国では、銀行は、貸出に際して、fixed charge と floating charge の両方を担保として設定することが一般的である。その理由は、他社の貸出が入る余地を残さず、デフォルト時におけるシニアレンダーとしての権利を確実なものとするためである。

ただし、次のような場合は、floating charge のみを担保として資金を提供することがある。1 つは、前述の ABL、LBO やレバレッジ・ファイナンスを提供する場合である。なお、この点を踏まえると、英国における全資産担保の活用範囲は、図表 1 に示した米国における活用範囲と変わらない。2 つ目は、新規顧客開拓など営業上の目的で提供する場合である。例えば、fixed charge を担保とする他

社からの借入の満期が近づいている場合に、その借り換えを狙って、当該借り手に floating charge のみを担保として運転資金を提供する。3 つ目は、不動産のような固定資産を持たない企業(e.g. 中小企業)に資金を提供する場合である。前述の通り、この場合は、借り手のバランスシートや事業キャッシュフローに成長性と安定性があることが条件となる。

英国では、floating charge と fixed charge の両方を設定する場合も含めると、floating charge は、企業規模を問わず、幅広い借り手に対する貸出の担保として活用されている。融資残高は、5 万英ポンドという小さなものから、200～300 万英ポンドという大きなものまで様々である。

2) 融資契約・担保契約に関する実務上の慣行

英国の中小企業貸出においても、財務コベナントは一般的になりつつある。財務コベナントを設定する目的は、早期に借り手の財務上の問題点を検知することにある。

中小企業の場合、財務コベナントの数は、2～3 個である。一般に、企業規模が大きくなると、貸出のストラクチャーが複雑になり、財務コベナントの数も増える。

財務コベナントの種類は、1) 事業キャッシュフローに関するもの。例えば、EBITDA、interest coverage ratio(金利カバレッジ比率)、debt service ratio(債務返済比率)。2) レバレッジに関するもの。例えば、負債比率。3) バランスシートに関するもの。例えば、純資産額。

財務コベナントの抵触は、融資契約上、デフォルトと見做される。しかし、銀行は、機械的な対応はしていない。例えば、借り手から財務コベナントに抵触する可能性があるという相談があった場合は、一時的な猶予を与えている。これは、銀行が、事前に相談をする顧客を協力的な顧客と認識しているからである。

保証については、創業まもない企業や中小企業については、徴求することが一般的である。しかし、企業が成長し(業歴 3 年以上)、経営も安定し、借り手の信用リスクが低下し、多くの貸し手が当

該企業に貸したいと思うようになると、競争が激しくなるため、保証を徴求することが難しくなるのとことであった。

なお、floating charge のみを担保として資金提供する場合は、保証を徴求することが一般的であるとのことである¹⁵。この点は、レバレッジ・ファイナンスなどの場合も同様である。例えば、借り手に担保として差し入れる自社株がない場合は、代わりに保証の差し入れを求めている。

保証は、企業オーナーや取締役から徴求することが一般的である。借り手の事業運営と関係が薄い人からは保証は徴求しない。英国には、保証の徴求に関して様々な法規制があるため、銀行は、保証を徴求する場合は、保証人として適切かどうか、法的助言を得た上で行っている。

なお、借り手が子会社であり、親会社が存在する場合は、親会社に支払能力があれば、保証を徴求することもある。しかし、親会社の資産に担保設定することはないとのことである。

3) 審査・担保資産の評価方法のポイント

審査では、1) 事業キャッシュフロー、2) レバレッジ、3) 純資産を重視している。

キャッシュフローレンディングの場合は、借り手の将来キャッシュフローの安定性と成長性をしっかりみて判断している。事業キャッシュフローに着目している点が、売掛債権や在庫などの担保資産の評価額の範囲内で貸し出す ABL レンダーとの大きな違いである。

なお、floating charge の場合は、デフォルトの可能性が高まった場合に、銀行の担保所有権が確定するため(詳細、後述)、無担保貸出と見做して審査していると回答した銀行もあった。

¹⁵ その理由は、floating charge の場合は、借り手がデフォルトする確率が高まった場合に担保資産が確定することにある。

また、2022年3月以降は、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格の高騰や金利上昇の影響を受け、銀行は、感応度分析¹⁶に力を入れている。具体的には、金利上昇、経費増加、取引減少などの事業キャッシュフローへの影響を評価し、審査判断やモニタリングに活用している。

前述の財務指標に加え、中小企業の場合は、マネジメントの質を重視しているとの指摘があった。銀行は、取締役の経歴(学歴、職歴、業界での経験年数など)を確認するだけでなく、借り手と面談し、詳細な経歴や経済及び業界の将来見通しなどについて話しを聞いている。

担保資産は、事業キャッシュフローが滞った場合の第2の返済原資である。銀行は、担保資産の価値と存在を定期的に確認している。評価方法は、貸出金額の大きさにより異なる。貸出金額が小さい場合(100あるいは200万英ポンド未満)は、借り手が提出した財務情報¹⁷にもとづいて担保資産の価値と存在を把握するに留まる。評価頻度は、多くて四半期毎、年1回が一般的である。

貸出金額が大きな場合(100あるいは200万英ポンド以上)は、売掛債権や在庫などの担保資産に関して月次報告を求めるなど、より頻度高く、詳細な確認を行っている。なお、担保資産の評価や存在確認のために、外部専門家に定期的に(例えば、年1回)借り手を訪問させている銀行もある。

銀行は、モニタリングの結果、帳簿上十分な担保資産がないと判断した場合は、一時的に信用枠を減らすなどの対応をとっている。

4) 他の担保権者に係る実務

貸出金額が大きな場合(100あるいは200万英ポンド以上)は、floating charge に第2順位担保権を設定する場合もある。しかしそうしたケースは、極めて希であるとのことであった。

¹⁶ 金利などの変数がある一定の大きさで変動した場合に、最終的な利益やキャッシュフローなどにどの程度影響を与えるかを分析する手法。

¹⁷ 財務諸表や納税申告書など。

なお、第 2 順位担保権を設定する場合は、担保権者間で、どちらが優先権を持つのかについて合意した上で行う。これは、後々権利関係に問題が生じないように担保権者としての自らの権利を明確にするためである。

また、銀行は、floating charge を設定した日から 21 日以内に電子的にあるいは郵送で、会社登記所 (Companies House) へ登記することが求められている。

② 期中のモニタリング方法

1) 貸出期間中の借り手の財務状況や担保価値のモニタリング方法

借り手の財務状況のモニタリングは、1) 借り手が提出した財務情報¹⁸と 2) 財務コベナントの順守状況にもとづいている。財務情報は、借り手から定期的を取得している。頻度は、月、四半期、半期、年単位である。一般に、貸出金額や企業規模が大きくなると、取得頻度が高くなる。

銀行は、入手した財務情報にもとづいて、財務コベナントの順守状況を確認している。契約で定められたコベナント・テスト¹⁹の実施頻度は、四半期、半期あるいは年単位である。なお、中小企業の場合は、年 1 回が一般的とのことである。

キャッシュフローレンディングの場合は、ABL と比較し、借り手の信用力評価に必要な財務情報の入手頻度が低い(多くて月次であるが、銀行が情報を入手するまでには更に 1 ヶ月、計 2 ヶ月ほどかかる)。銀行は、この点を補うために、借り手の資金決済口座の入出金情報もモニタリングしている。注意すべき兆候(ヒストリカルなトレンドに着目)があれば、その理由を借り手に確認している。

前述の通り、floating charge の場合、担保資産のモニタリングは、貸出金額により異なる。貸出金額が小さい場合(100 あるいは 200 万英ポンド未満)は、借り手が提出した財務情報にもとづいて担

¹⁸ 財務諸表や納税申告書など。

¹⁹ コベナントの順守状況を確認すること。

保資産の価値評価や存在確認を行うことが一般的である。貸出金額が大きい場合(100 あるいは 200 万英ポンド以上)は、売掛債権や在庫などの担保資産に関して月次報告を求めるなど、より頻度高く、詳細な確認を行っている。更に、外部専門家が担保資産の評価や存在確認のために定期的(例えば、年 1 回)に借り手を訪問することもある。

モニタリングの第一義的責任は、リレーションシップマネジャー(融資担当者)にある。借り手の財務上の問題を早期に特定するという点において、リレーションシップマネジャー(融資担当者)の果たす役割は大きい。例えば、抵触はしていないが、コバナンツの水準に近づいている場合は、リレーションシップマネジャー(融資担当者)がその理由を借り手に確認している。また、貸出額は信用枠内に収まっているが、入金がなく、引き出しが続いている場合も、借り手にその理由を確認している。

英国の銀行では、リレーションシップマネジャー(融資担当者)が定期的に財務状況に関して借り手と話し合うことが慣行となっている。頻度は、企業規模、取引金額、保有商品、借り手の事業成長の速度などにより異なるが、月 1 回～年 1 回である。

リレーションシップマネジャー(融資担当者)は、借り手の財務情報²⁰を精査し、事業運営が計画通りに進んでいないなどの懸念事項があれば、その理由をこうした対話の場で確認する。

借り手との定期的な話し合いの後、リレーションシップマネジャー(融資担当者)は、会話を文書にまとめ、審査担当者に提出する。懸念事項について借り手に確認した結果を審査担当者に伝えることも、リレーションシップマネジャー(融資担当者)の重要な役割である。

²⁰ 財務諸表や納税申告書など。

2) 全資産担保にもとづく融資のモニタリングコストの考え方

キャッシュフローレンディングの場合は、モニタリングコストは貸出金利に含まれる。2022年11月末時点の銀行の中小企業向け貸出の平均金利は、5.52%である²¹。

一方、ABLの場合は、契約時のデューデリジェンス及び契約後に定期的を実施する担保資産の評価や存在確認にかかるコストは、手数料として借り手から徴求している。

なお、キャッシュフローレンディングの場合であっても、途上審査の結果、資産評価(不定期)が必要であると判断した場合は、そのコストは、借り手に負担してもらうとのことであった。こうした費用負担に関する取り決めは、融資契約書に記載されている。

3) レンダーライアビリティの考え方や制度とそれによる実務上の制約

銀行は、規制業種であるため、顧客を公正に扱うことや、顧客を支援することが求められている。特に問題債権処理プロセスにおいては、この点を念頭において借り手に対応しているとのことである(例えば、借り手と話し合い、条件変更に応じるなど)。

4) 期中における事業者による担保処分について

Floating charge の場合は、借り手は、借入期間中であっても担保資産を自由に使用又は処分できる。借り手は、この点を floating charge のメリットと考えている。一方、fixed charge の場合は、担保設定時に担保資産の所有権は貸し手に移転されるため、貸し手の許可なく、担保資産を処分することはできない。

²¹ Bank of England

5) 経営者が事業価値の維持・向上に協力する理由

企業のオーナーや取締役は、個人資産を投じて起業しているため、早期に事業キャッシュフローの問題を特定し、事業継続を確実なものとする事は、借り手と銀行の共通の目標である。借り手が銀行に協力的な理由は、この点にある。

(2) 担保権実行・再生局面

① 担保権実行・事業再生に至るまでの実務上の対応

1) 経営状況の悪化等が判明したときの対応

銀行は、財務コバナンツの抵触や延滞が生じた場合だけでなく、延滞や財務コバナンツの抵触が生じていなくても事業キャッシュフローに問題があると判断した場合には、要注意債権と見做し、モニタリングを強化している。

銀行は、借り手から今月は期日に返済ができない、財務コバナンツに抵触する可能性があるなどの相談を受けた場合は、一時的に信用枠を引き上げる、財務コバナンツを緩和するなどの猶予を与えている。これは、銀行が、借り手が事前に銀行に相談するという行為を銀行に協力的であると受け止めているからである。なお、銀行に相談せず、延滞や抵触をしてしまうなど、借り手による非協力的な行為が続いた場合は、銀行は、問題債権と見做し、担保権実行 (administrative process) を速める。

更に、延滞が3回続いた場合は、問題債権担当部署に債権を移管する。なお、事業キャッシュフローに問題があると判断してから3回延滞するまでの期間は、銀行は、借り手を正常債権に戻すことを目標とし、借り手に対応している。

銀行は、借り手と協力し、事業キャッシュフローを改善するためにあらゆる手段を講じる。例えば、コバナンツの緩和や債務リストラクチャリング (金利支払や貸出期間などの条件変更) など。銀行が

借り手にお願いして、借り手が保有する自社株式を売却し、流動性を確保してもら場合や、在庫の販売に力を入れてもらい、取引が元の水準に戻る場合もある(事業売却については後述)。この間、銀行は、借り手の状況をよく理解するために、多くの質問をすると共に、追加的な情報の提出を求める。なお、借り手が深刻な財務上の問題を抱えていると判断した場合は、会計士に委託し、精査を実施することもある。

問題債権担当部署では、借り手に2つの選択肢を提示している。1)他社への借り換えと2)清算(liquidation)である。なお、銀行だけでなく、一般に貸し手は、清算を好まない。その理由は、administratorを雇う必要があるなど、コストがかかることにある。このため1)を提案することが一般的である。英国には、銀行以外に、不動産担保レンダー、ABLレンダー、プライベート・エクイティなど、リスク・アペタイトの異なる多様なレンダーが存在することも借り換えを可能としている。貸し手が銀行の場合は、下位行やノンバンクへの借り換えが一般的である。

この時点では、まだ事業キャッシュフローがあるため、借り手も金利などの貸出条件が多少厳しくなっても借り換えができ、事業再生を試みることができるのであれば、喜んで借り換えを行うとのことである。

なお、英国では、延滞債権に対する資本賦課が大きいことも銀行が借り換えを提案する理由との指摘があった。

一方、清算の際は、floating chargeを担保とする場合は、担保設定された資産を個別に売却することが一般的である。

2) 他の担保権者との調整

(金融機関調査対象外)

(ご参考)貸出金額が大きな場合は、floating chargeに第2順位担保権を設定する場合もある。しかしそうしたケースは、極めて希であるとのことであった。第2順位担保権を設定する場合は、貸し手

間で、どちらが優先権を持つのかについて合意した上で行う。これは、後々権利関係に問題が生じないように担保権者としての自らの権利を明確にするためである。

② 担保権実行の方法

1) 全資産担保権に係る実行手続

担保権実行 (administrative process) のタイミングは、1) 借り手が支払不能になった場合や存続する可能性がない場合、2) 借り手が銀行に協力的でない場合の 2 つである。

担保権実行 (administrative process) は、費用がかかり、銀行の損失が拡大するため、銀行は、このプロセスに入る前に、借り手に他社への借り換えを提案することが一般的である。その目的は、銀行の損失を可能な限り小さくすることにある。

なお、floating charge は、借り手のデフォルトの可能性が高まった場合に、結晶化 (crystallization) プロセスを通じて fixed charge に転換され、銀行の担保資産に対する所有権が確定する。このため銀行は、結晶化 (crystallization) のタイミングが非常に重要であると考えている。このタイミングを誤ると、めぼしい担保資産が残っていないことが多い。このため借り手が非協力的な場合は、銀行は迅速に結晶化 (crystallization) プロセスに入るとのことである。

結晶化 (crystallization) プロセスは、1) 借り手が返済義務を怠り、貸し手が債権を取り立てる行動を起こした場合、2) 借り手が破綻する可能性がある場合、3) 借り手が管財人 (receiver) を指名した場合、4) 借り手が消滅する場合に行われる。銀行は、floating charge が借り手のデフォルトの可能性が高まった場合に、迅速に結晶化 (crystallization) プロセスに入る権利を認めていることをメリットと認識している²²。一方、fixed charge については、銀行は、担保設定時に担保所有権が認められることをメリットと認識している。英国の銀行が貸出に際して floating charge と fixed charge の両方に担保

²² 「借り手が返済義務を怠り、貸し手が債権を取り立てる行動を起こした場合」を指している。

設定することが一般的である理由は、2つの異なる担保制度の利点を活かし、デフォルト時における銀行の権利を確実にすることにある。

2) 事業譲渡について

(金融機関調査対象外)

(ご参考)問題債権処理における事業売却には、2種類ある。1つは、借り手が事業キャッシュフローの問題に直面した段階で、資金提供者(事業売却先)を探す場合である。英国では借り手が早い段階で資金提供者を探すことは一般的とのことである。もう1つは、担保権実行(administrative process)時に事業を売却する場合である。なお、中小企業の場合は、担保権実行(administrative process)時の事業売却は少ないとのことであった²³。

担保権実行(administrative process)時における事業売却は、多額の費用がかかり、銀行にとって損失が大きいため、好まれていない。こうした状況に陥ることを回避するために、銀行は、早期に借り手の事業キャッシュフローの問題を特定し、一定期間努力しても問題が解決しない場合は、他社への借り換えを提案する。

3) 債務者の協力の有無

銀行は、問題債権対応においては、借り手と協力的な関係を維持することが不可欠であるとの認識を持っている。なお、借り手が協力的でない場合は、銀行は、担保権実行(administrative process)を速める。その理由は、借り手の協力なしに、事業を再生することは困難であることにある。

以上。

²³ Floating charge を担保とする場合は、担保権実行 (administrative process) において個別資産売却が主となる。



Venture Debt Primer

Financial Services Agency | October 2022

Venture Debt

Venture debt is a type of loan offered by banks and nonbank lenders that is designed specifically for early-stage, high-growth companies with venture capital backing.

The vast majority of venture-backed companies raise venture debt at some point in their lives from specialized banks and nonbank lenders such as Silicon Valley Bank and SVB Capital.

The First Rule of Venture Debt: Venture debt follows equity; it doesn't replace it. Venture lenders use venture capital support as a source of validation and the primary yardstick for underwriting.

Entrepreneur's Perspective: If price were the only consideration, most entrepreneurs would fund their business exclusively with debt to avoid ownership dilution. Venture debt can be used as performance insurance, a lower-cost runway extension, funding for acquisitions or capital expenses and inventory, or a short-term bridge to the next round of equity.

Simplified Example: Series A company and investors get 25-30% more capital to pursue milestones and increase enterprise value.

\$10M Venture Round Equity Cost: 25% of Company	+\$3M in Venture Debt Equity Cost: 0.25% of Company	\$13M in Total Capital Equity Cost: 25.25% of Company
---	---	---



Disclosures

SVB Financial Group (SVB) (Nasdaq: SIVB) is the holding company for all business units and groups. © 2022 SVB Financial Group. All rights reserved. SVB, SVB FINANCIAL GROUP, SILICON VALLEY BANK, SVB CAPITAL, SVB PRIVATE, SVB SECURITIES and the chevron device are trademarks of SVB Financial Group, used under license. The Boston Private name, logo, and any related marks are trademarks of SVB Financial Group, used under license. Silicon Valley Bank is a member of the FDIC and the Federal Reserve System. Silicon Valley Bank is the California bank subsidiary of SVB Financial Group.

Banking, lending and trust products or services are offered by Silicon Valley Bank, a California bank with trust powers. Silicon Valley Bank is the California bank subsidiary of SVB Financial Group (Nasdaq: SIVB) and a member of the Federal Reserve System and the FDIC.

SVB Wealth LLC (an SEC-registered investment adviser) offers wealth management services. SVB Investment Services Inc. (member [FINRA](#) and SIPC) offers brokerage products and services. Both SVB Wealth LLC and SVB Investment Services Inc. are wholly-owned, non-bank subsidiaries of Silicon Valley Bank. Investment Products offered by SVB Wealth LLC and/or SVB Investment Services Inc. are:
Not FDIC Insured | Not Bank Guaranteed | May Lose Value

Not all products/services are offered by all advisors or registered representatives. None of Silicon Valley Bank, SVB Wealth LLC, SVB Investment Services Inc., or any of their respective affiliates provide legal advice. Estate planning requires legal assistance. Please consult your tax or legal advisors for such guidance.

All loans are subject to underwriting, credit, and collateral approval. Financing available and varies by stats. Restrictions may apply. All information contained herein is for informational purposes only and no guarantee is expressed or implied. Rates, terms, programs, and underwriting policies subject to change without notice. This is not a commitment to lend. Terms and conditions apply. NMLSR ID 442029.

SVB Securities LLC, Member [FINRA](#)/SIPC

日本のベンチャーデット事情について

2022年10月14日

あおぞら企業投資株式会社

4. ベンチャーデットとは？

Q.ベンチャーデットとは？

① 転換社債や普通社債+ストックオプション等の、「エクイティ（普通株、優先株）とデット両方の性格を持った金融商品の総称」を指す

② スタートアップ企業に対するデット全般を指す

or

→ 世界では①、つまりワラント付のデットをベンチャーデットと呼ぶ

Q.ベンチャーデットの市場規模はどれぐらい？

資金調達ラウンドに占めるベンチャーデットの割合

米国

約10%

欧州

約5%

日本

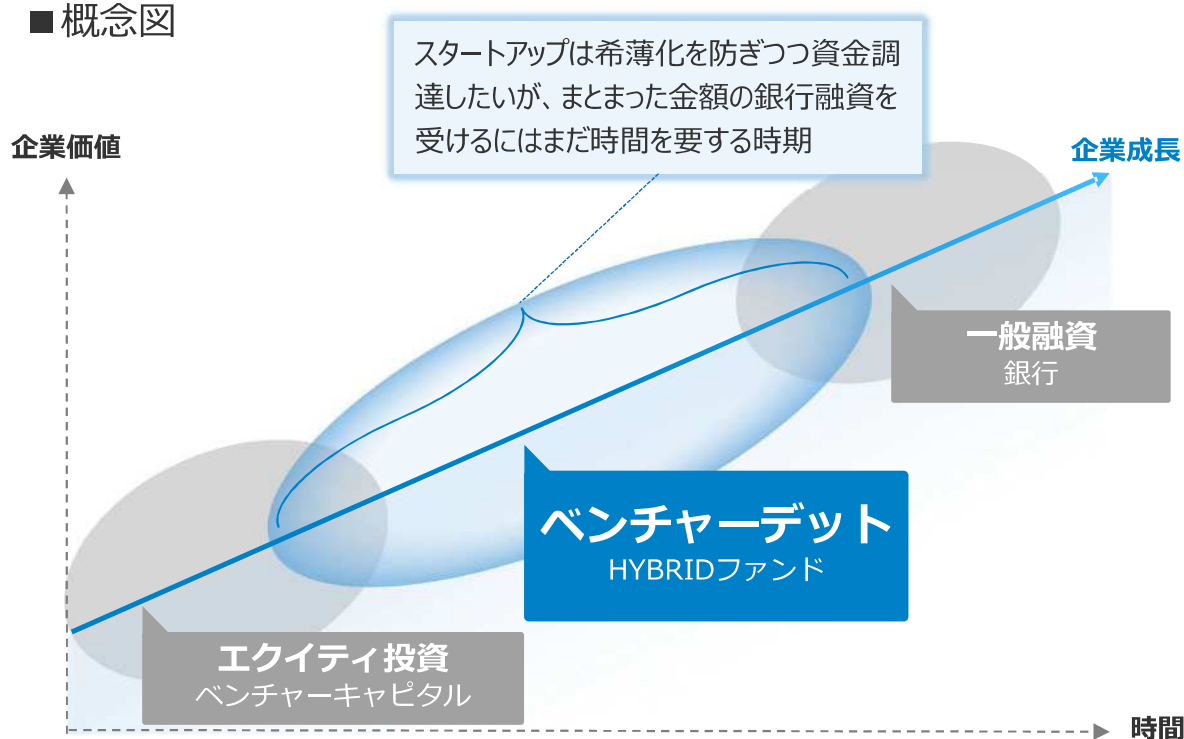
1%未満

出所：2021年度あおぞら企業投資調べ

4. ベンチャーデットとは？

- ベンチャーデットは、“資金需要が旺盛であるがリスクも相応に高い”スタートアップに対し、“デット”による資金調達手段を提供、選択肢を増やすもの
 - また、「保有株式シェアの希薄化を防ぎつつ、成長資金を確保したい」というニーズにも一定応える
- ⇒ スタートアップにとって、エクイティだけではない資金調達手段が誕生したと捉えるのが良い

■ 概念図



■ スタートアップの調達手段

	一般融資	ベンチャーデット	エクイティ投資
ステージ	レイトー(後期)	アーリー～レイトー(前期)	シード～レイトー
返済義務	有	有	無
金利	有	有	無
株式希薄化	無	やや有	有

4. 日本のベンチャーデット事情について ～日本 VS 米国～

- 足下のベンチャーデットの条件面についての日米比較は下表の通り。
- ①収益構造（金利、ワラント付与状況）、②担保制度（制度、経営者の意識）に格差がある認識。今後の健全な発展が求められる。

■ベンチャーデット実行条件について

	米国	日本	コメント
融資額 (/件)	5MUS\$ 以上	1-3億円以上	・日本での融資額は1-3億円/件程度から入る事例が多い。ステージの成長に応じて、調達金額規模の拡大事例有り
期間	3-5年	2-5年	・米国は約定返済が一般的 ・日本では期間：3年程度が多い。返済は約定返済と期日一括返済が併存
金利	10%以上	5%未満	・金利とワラントを組合わせて収益化を図るのがベンチャーデットの収益構造の基本 ・米国は2021年度（利上げ前）から金利で10%を超える水準、ワラントも5-10%を確保できている。金利収益中心、+αでワラント収益がある収益構造
ワラントカバー率 (ローン額面に対するワラント付与率)	5-10%	5-30%	・日本は、 低金利の影響が大きく、金利で10%を超える水準確保は困難。収益構造確立に向けて過渡期の状況
担保	有	一部有	・ 米国では全資産担保等の取得が基本 ・日本では、売掛債権担保等の事例はあるが少数
保証	無	一部有？	・米国は保証なし ・日本では代表者の連帯保証をなくす動きが主流 (リスク・リターンの観点からの保証取得も一部残っている！?)



ご留意いただきたい事項

- 本資料は、ディスカッション目的で作成しており、同目的以外にご利用いただくことは想定してはおりません。
- 本資料の内容の全部または一部は、信頼できると考えられる公開情報等に基づき作成しておりますが、当行はその正確性および完全性を保証するものではなく、記載内容については一切の責任を負いません。ご利用に際しては、貴社内にて十分にご検討のうえ、貴社ご自身によってご判断願います。
- 記載内容につきましては、法令、規則その他の諸条件を踏まえて、大幅に変更される可能性があります。また、当行は、法律、会計、税務等の専門的資格を求められる内容に関し、アドバイスをを行う立場にございません。これらの専門的内容等につきましては、独立したそれぞれの専門家にご相談いただきますようお願い申し上げます。
- 当行及び当行グループが営める業務の範囲は、銀行法に規定する業務範囲規制により制限されています。したがって、当該規制により禁止される業務については取扱いを行いません。
- 本資料は、配布された関係者のみによる利用を目的としており、それ以外の目的での利用を一切想定しておりません。当行の書面による事前の許可なく、本資料の全部または一部を第三者に閲覧させ、または、複製、送信および配布することはご遠慮願います。



金融庁・全資産担保研究会

2022年10月14日

ペンバートン社プレゼンテーション

(2020年2月クレジットセミナー資料抜粋)

Disclaimer: This Japanese version is a true translation of the original in English for information purposes only. In case of a discrepancy, the English original will prevail.

Professional Client Use Only | Strictly Private and Confidential | www.pembertonam.com



定義 – プライベートデット、ダイレクトレンディング、キャッシュフローレンディング 業界内でも様々な定義が存在・混在するので本日は以下の定義でお話をさせていただきます

プライベートデット：銀行以外の機関（ノンバンク）が提供する負債性金融商品でパブリック市場で取引がなされないもの。これらには不動産やインフラストラクチャーを担保とする融資のほか企業の創出するキャッシュフローを裏付けにする融資（キャッシュフローレンディング）も含む。

プライベートデットのうち**ダイレクトレンディング**（乃至はプライベートクレジット）は銀行以外の機関によるキャッシュフローを裏付けにする企業向け融資（キャッシュフローレンディング）をいう。一般的に借入企業はパブリックデット市場（社債、シンジケートローン、HY債）へのアクセスを有さず（若しくは敢えてアクセスしないことを選択）、信用力はシンジケートローン（バンクローン）やHY債の対象企業同様に非投資適格だが売上や利益はより小規模である事が多い。

こうした特性からダイレクトレンディング・キャッシュフローレンディングにおけるボロアーの特性は：

- 1) **非投資適格のミッド・マーケット企業**
(シンジケートローンやHY債と似た信用力・格付だが、企業規模はより小さい事が多い)
- 2) **強いキャッシュフロー創出能力**を持つ企業
- 3) **企業価値（EV: Enterprise Value)を担保**として拠出できる・する企業 – 従来の銀行融資が取る実物担保（不動産等）が担保となる事はあまりなく、企業の株式を担保とした融資がダイレクトレンディングの基本

キャッシュフローレンディング vs 従来の伝統的融資

様々な切り口で多くの違いが存在

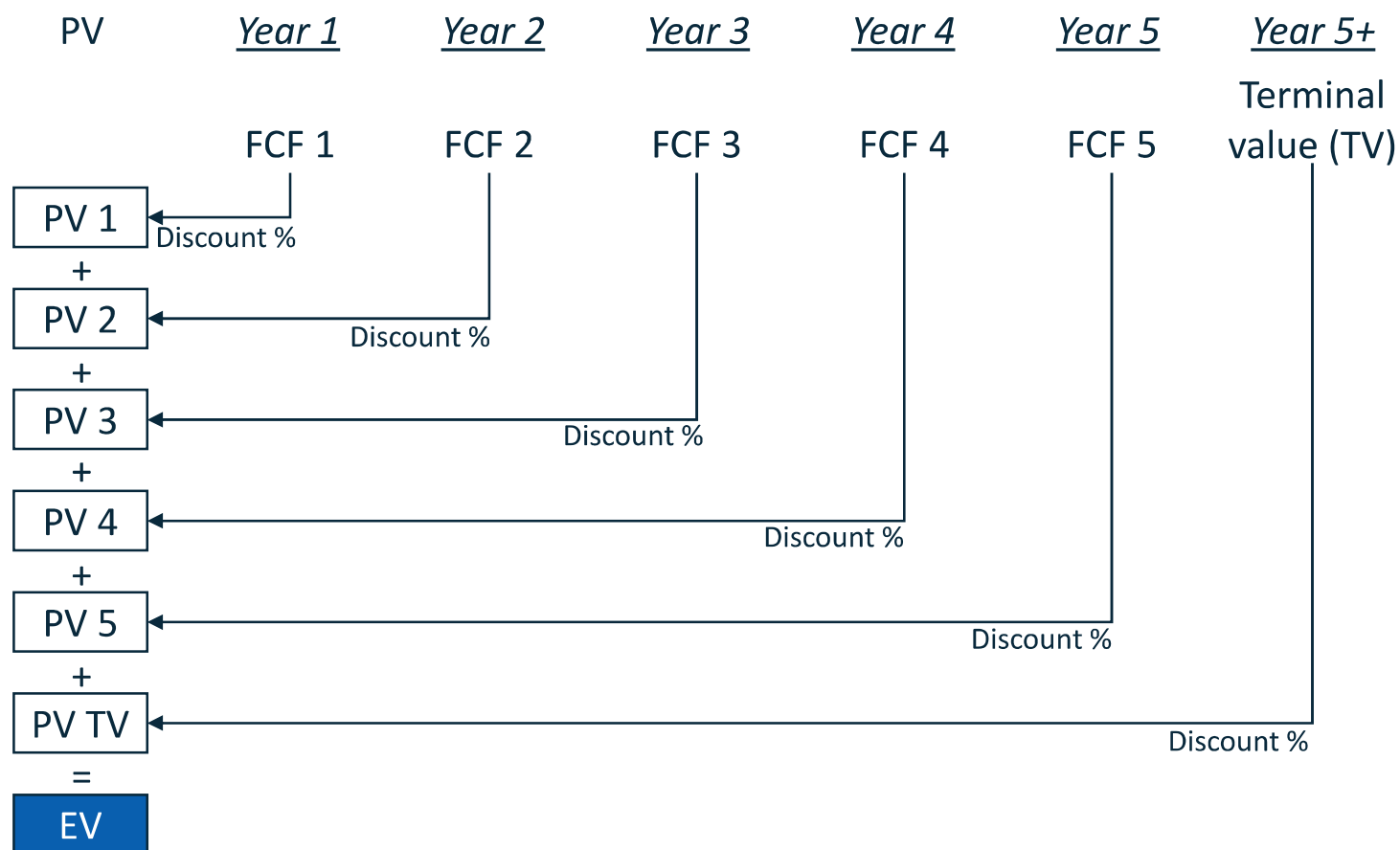
		キャッシュフローレンディング (ダイレクトレンディングファンドによる)	バランスシートレンディング (従来の金融機関により伝統的融資)
信用分析	担保	企業価値・EVに対する株式担保 (EV = Enterprise Value)	多くの場合は実物資産に対する担保設定
	LTVの見方・意味	負債の下にあるインプライド株式価値は？ (LTV = net debt / EV)	ローン金額に対する担保価値はいくらか？ (LTV = net debt / 担保の市場価値)
	PD/LGDへの視点	(一部のローンがデフォルトする事を想定した上で、) デフォルト時の損失額 (loss-given-default “LGD”) は幾らか？	どうやってデフォルト率を (probability of default “PD”) をゼロにできるか (最悪の場合でも LGD がゼロ)
	主要な分析 (例)	<ul style="list-style-type: none"> キャッシュフローを将来幾ら見込めるか？ レバレッジ比率はどのように減少していく見込みか？ EVが今後どのように増大していくか？ 	<ul style="list-style-type: none"> バランスシートの健全性は？ ローンが全額滞りなく返済される可能性は？ 担保は何か？ その担保に流動性はどれだけあるか？
本セクションのフォーカス			
モニタリング	頻度	月次 (マネジメントアカウント)	
	モニタリングの注目点	<ul style="list-style-type: none"> 各ボロアーに対して異なるKPIを設定 潜在的な懸念点の洗い出し (フォワードルッキング) 	<ul style="list-style-type: none"> バランスシートを注視する傾向 指標の悪化がないかの確認 (バックワードルッキング)
	必要資本(Capital requirement)	ファンド形態の為、Baselの様な資本要件は無い (ローンの全期間をコミット頂いたLP資本で融資を実行)	債務区分に応じて規制資本が変化 (例：銀行のRisk Weighted Assetに伴い資本規制)
ワークアウト		必要であればLPの資金を守る為にステップインし、スポンサーを排除してワークアウトを自ら実行 (LGDを最小化し、リカバリー率を高める方策を取る)	現在の規制環境下の中、銀行が自らフルワークアウトを行う可能性は低く、セカンダリー市場で売却を選択する可能性が高い (Non-performing-exposure “NPE”を保有する事のコストが高い)

よく受ける質問: EVは本当に担保になるのか？ キャッシュフローがあってもバランスシートが貧弱な企業に
どうやって融資を実行できるのか？

キャッシュフローレンディング vs 従来の伝統的融資 EVとは何なのか？ どう計算されるのか？

SIMPLIFIED EXAMPLE

将来のキャッシュフローの現在割引価値の合計



ターミナルバリューの計算

3タイプの計算方法

EBITDA マルチプル
(EBITDA x multiple)

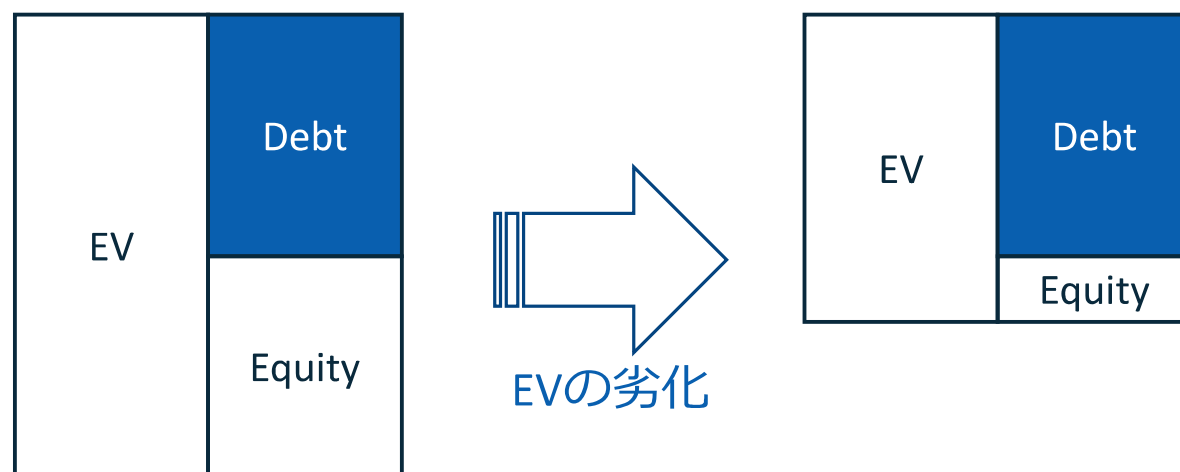
FCF マルチプル
(FCF x multiple)

成長永続価値
(FCF / WACC – growth rate)

Source: Pemberton Capital Advisors LLP

キャッシュフローレンディング vs 従来の伝統的融資 将来のキャッシュフローは十分に担保となりえる

資本構造からのプロテクション



- シニアレンダーは企業全体の価値（EV）を担保として設定
- もし何らかの理由でEVが毀損した場合、資本構造上劣後するエクイティホルダー・メザニンレンダーがバッファーとして機能
- コベナンツ・ブリーチ時にはシニアレンダーはエクイティホルダーを排除し、企業の所有権を取る事ができる（銀行が住宅ローンで返済が滞った時に担保物件を差し押さえるのと同様）

欧州資本市場の深さも 担保となる理由の一つ

- 欧州資本市場の成熟度・市場の深さもキャッシュフローが担保となりうる理由の一つとなる
- 成熟した資本市場では、**キャッシュフローが予見される限り、ローンがリファイナンスされる可能性が高い**
- 同様にキャッシュフローが予見される限り、**企業株式の買い手（PEスポンサーとストラテジックバイヤーの両方）が存在する可能性が高く、買収時に既存の債務はリファイナンスされる可能性が高い**

信用分析

きめ細かな信用分析を励行 – 分析項目例

例示

企業実態

- 市場におけるポジション / セクター属性
- ビジネスモデルリスクとリスク軽減要因
- マネジメントトラックレコード / キーマンリスク
- 財務安定性・柔軟性 / 顧客集中リスク
- 仕入れ・製造・販売能力と効率性

スポンサー（PE企業）

- 特徴/トラックレコード（グローバル、地域、業界）
- ディールチームの強みとトラックレコード
- 投資戦略の確実性(買収価額や売却戦略の妥当性含む)

キャッシュフローモデル

- マネジメント・スポンサー ベースケース
- 当社ベースケース (感度分析も同時に考慮)
- 当社ストレスケース (最低2ケース)
- ワークアウト戦略 (有事の場合の対応策を事前に想定)
- ハードブレイクジットケース (英国企業の場合)

貸出条件/契約書

- コベナンツ / ヘッドルーム / エクイティ・キュア / バスケット
- EBITDA アジャストメント
- 重要資産の売却/新規買収に係る制限
- 株式担保/ストラクチャー
- 財務情報開示の内容と頻度、準拠法等

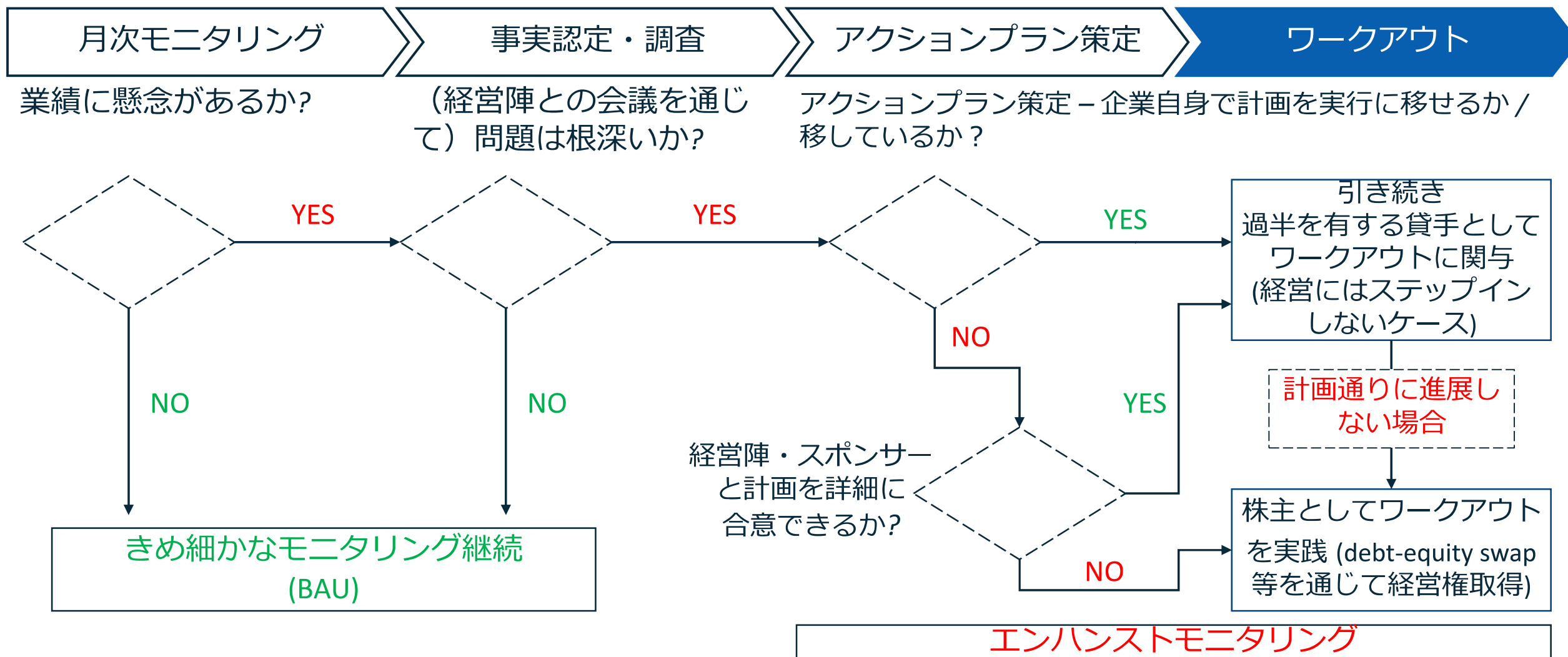
+

信用格付けモデル

月次モニタリング/ワークアウト

きめ細かなモニタリングをし、必要に応じて経営への関与を行う

簡易版フローチャート



BAU 通常モニタリング / エンハンスドモニタリング

通常モニタリング (月次、四半期、半期)

全てのアセットに対して行われる
BAU(Business as usual)のモニタリング

エンハンスドモニタリング (週次)

過度な業績の悪化からウォッチリストに乗った案件
に対して行われるEnhanced Monitoring Committeeによる
モニタリング

参加者

審査部、PM、オリジネーション

CCO, Managing Partner, PM, 審査部

活動例

- ボロアーより提出される月次の財務状況のチェック（必要な場合はボロアー・ステークホルダーと協議）
- セクター内でのトレンドのチェック
- Financial covenant compliance certificates のチェック（四半期）
- 正式な半期レビューの実行（格付けの再付与含む）

- 直近の状況・進展の報告（クレジットアナリストによる）
- 過去に実行したアクションとその効果の議論
- 次のアクションプランの制定
 - リストラクチャリングに関する意思決定は通常クレジットコミティーを通じて行われる

デューデリジェンス/ストラクチャリング時の考慮点 各国の法制度によって注意すべきことは異なる

	英	独	仏	伊	西
債権者間の争点 <ul style="list-style-type: none"> 債権者の権利や支払いを一時停止する条項 担保権解除 					
担保権 <ul style="list-style-type: none"> 設定可能性・有効性 設定/実行費用 					
再生計画承認 & 定足数 <ul style="list-style-type: none"> 変更契約の可否 100%合意は不要（国・事案毎に必要な割合が異なる） 					
企業再生の実際 <ul style="list-style-type: none"> デフォルトの種類 利害関係人の特定方法 倒産法廷主導/法廷外 					
新規運転資金 <ul style="list-style-type: none"> 資金注入スキームの差（スーパーシニア等） 既存レンダー vs 株主 融資契約上の規定 					

Source: Pemberton Capital Advisors LLP (2019), Latham and Watkins LLP (2017), Milbank LLP (2019).

良いワークアウトに必要な要素 ワークアウト・ツールキットに含まれる7つの要素



Source: Pemberton Capital Advisors LLP

PROFESSIONAL CLIENT USE ONLY | Strictly Private and Confidential | www.pembertonam.com

[詳細はAppendixをご覧ください](#)

DISCLAIMER: Pemberton Capital Advisors LLP

This document is intended only for the person to whom it has been delivered and is solely for discussion / information purposes and does not constitute an offer or a commitment of any kind to provide any investment opportunity, fund structure or return. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such.

Investments of a direct lending nature are likely to be long-term and of an illiquid nature. Such investments are also likely to involve an above average level of risk. This document does not purport to identify the risk factors associated with such investments and prospective investors need to make their own assessment. There is no guarantee of trading performance and past or projected performance is no indication of current or future performance / results. The value of investments may fall as well as rise.

An investment in direct lending is suitable for sophisticated investors only and requires the financial ability and willingness to accept for an indefinite period of time the risk and lack of liquidity inherent in the market. Any third-party information (including any statements of opinion and/or belief) contained herein is provided by Pemberton Capital Advisors LLP (“we”, “our” or “us”) and has not been independently verified. Statements of opinion and/or belief, or any projected or forecast financial, market or performance information and any forecasts, estimates and expressions of opinion, intention and expectation contained in this document are prepared on the basis of assumptions and conclusions reached (it being understood that such forecasts, estimates and expressions of opinion, intention and expectation may be subject to significant contingencies and uncertainties which are beyond our control and no assurance can be given that they will be realised or achieved) believed to be reasonable by us at the time.

No representation, warranty, assurance or undertaking (express or implied) is given (and can therefore not be relied upon as such), and no responsibility or liability is or will be accepted by us or any of their respective affiliates or their respective officers, employees or agents as to the adequacy, accuracy, completeness or reasonableness of the information, statements and opinions expressed in this document or any other information (whether written or oral), notice or document supplied or otherwise made available to any interested party or its advisers. Any opinions expressed in this document do not constitute legal, tax or investment advice and can therefore not be relied upon as such. Please consult your own legal or tax advisor concerning such matters.

The information contained in this document (which does not purport to be comprehensive) is believed to be accurate only at the date of this document and does not imply that the information herein is correct at any time subsequent to the date hereof and such information is subject to change at any time without notice. The views expressed herein are subject to change based on market and other conditions and we give no undertaking to update the information, to reflect actual events, circumstances or changes in expectations or to provide additional information after its distribution, even in the event that the information becomes materially inaccurate.

The recipient acknowledges and agrees that no person has, nor is held out as having, any authority to give any statement, warranty, representation, assurance or undertaking on our behalf in connection with any potential investment. No part of this document may be reproduced in any manner without our written permission.

This document has been prepared and issued by Pemberton Capital Advisors LLP. Pemberton Capital Advisors LLP is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (“FCA”) and entered on the FCA Register with the firm reference number 561640 and is registered in England and Wales at 52 Grosvenor Gardens, London, SW1W 0AU, United Kingdom. Registered with the US. Securities and Exchange Commission as an investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940 with CRD No. 282621 and SEC File No. 801-107757.

Tel: +44(0) 207 993 9300 www.pembertonam.com

Pemberton is a registered trademark. © Pemberton.

Disclaimer: This Japanese version is a true translation of the original in English for information purposes only. In case of a discrepancy, the English original will prevail.