

01

企業価値担保権の実装に伴う
論点とその検討

—事業性融資の推進等に関する法律の施行に寄せて—

金融庁監督局総務課 事業性融資推進室長 水谷登美男

2026年5月25日、「事業性融資の推進等に関する法律」（令和6年法律第52号。以下「推進法」という）が施行され、企業価値担保権を利用した融資が可能となった。企業価値担保権は、事業の将来性に着目した融資、いわゆる事業性融資を後押しすることを目的として創設された、新たな担保権である。本稿では、推進法や企業価値担保権をめぐるこれまでの議論を振り返り、目指すべき事業性融資の在り方（理想）を確認するとともに、現在の融資実務（現実）を前提に企業価値担保権を「実装」する場合に生じる論点について検討したい¹。

なお、本稿のうち意見にわたる部分は、制度化に向けた議論に関与してきた筆者の管見に基づくものであり、所属する組織の見解を示すものではない。また、筆者の所属は執筆時（2026年6月）のものである。

1 はじめに

推進法の施行を機に、一部の金融機関では、既に企業価値担保権の活用、あるいは活用に向けた具体的な検討が始まっている²。他方で、金融機関の現場の反応は、必ずしも好意的なものばかりではない。その理由は様々であるが、筆者の印象としては、おおむね3つの「疑問」に整理できるように思われる。すなわち、①企業価値担保権とは、結局いかなる担保なのか、②日

本の金融機関の職員に、そのような担保を扱うことができるのか、③日本の融資慣行が変わってしまうのではないか——という、施策の「理解」「実現性」「不安」に関わる3つの観点である。

第1の疑問（「①企業価値担保権とは、結局いかなる担保なのか」）は、しばしば誤解を伴う。例えば、不動産担保等の伝統的な「担保」の発想を前提に、企業価値担保権を「担保価値を厳密に算定し、その保全の範囲内で安全に融資するためのもの」

1 金融庁は、2025年9月より、積極的・先進的な取組みを進めようとする有志の金融機関との間で「企業価値担保権の実装に向けた勉強会」（以下「実装勉強会」という）を開催している。なお、「実装」という語が用いられているが、これは、企業価値担保権の利用件数の多寡ではなく、これを支える態勢（信用格付・引当、人材育成等）の整備とともに、制度が事業性融資の推進のために実際に機能することを重視する趣旨を強調するため、あえて用いられている。本稿の表題も、これに倣った。

2 片山さつき財務大臣兼内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要（2026年5月22日）では、会見当日時点で、20の金融機関から延べ26件の取組みを実施予定との報告を受けている旨が述べられている。
〈<https://www.fsa.go.jp/common/conference/minister/2026a/20260522-1.html>〉

と解されてしまうことも多い。しかし、企業価値担保権の担保価値は、不動産担保ほど安定的なものではない。この発想のままでは、企業価値担保権が借り手の利益にどう資するのかもみえてこないため、「わからない」「使えない」という反応に行き着くことが多いように見える。

この誤解が解けたとしても、その後、第2・第3の疑問が現れる。第2の疑問（「②日本の金融機関に、そのような担保を扱えるのか」）は、目指す姿と現状との乖離を悲観的に捉え、金融機関の人材・能力不足を理由に「使えない」という反応に行き着くことが多い。一方で、第3の疑問（「③日本の融資慣行が変わってしまうのではないか」）は、第2の疑問とは対照的に「使える」という前提に立ちつつ、現状からの変化に対する警戒・恐怖からくる疑問であるように思われる。

こうした疑問・反応は、特に企業価値担保権の構想を提示した当初、様々な方面から寄せられていたが、その後、政策の意図や、関連施策を含めた取組みの全体像について、金融審議会のワーキング・グループをはじめ様々な場で議論が重ねられた結果、立法に至ったという経緯がある³。当時の議論を知る身としては、懐かしく感じられる論点であるが、施行後もなお、企業価値担保権に初めて接するという方は多いため、いまま新鮮な問いとして寄せられる

ものでもある。

このような状況を踏まえ、本稿では、上記の3つの疑問を念頭に、企業価値担保権の構想当初の論点について、当時の議論を振り返りながら、改めて整理することとしたい⁴。

以下では、まず、日本の融資実務の課題を確認し、その課題に影響する諸要素について整理する（後記2）。次に、その課題に影響する3つの要素——法制度（後記3）、金融機関の態勢整備（後記4）、外部環境（後記5）——との関係を順に整理する。最後に、これらを踏まえ、冒頭の3つの疑問に対する考え方を示す（後記6）。

2

日本の融資実務の課題 —属人的な取組みとしての事業性融資

企業価値担保権は、事業性融資を推進するために導入された。目指すべき事業性融資とは、おおむね、次のような一連の取組みだといえる。

第1に、融資審査は、事業が将来生み出すキャッシュフローからの返済可能性の評価に基づく。これらは将来に関することであるから、「答え」は誰にもわからない。評価は人によって異なる。それでも、入手できる限りの情報を踏まえ、事業の将来性を議論し、融資の条件や可否を判断する。

第2に、融資後も、融資判断の前提となった将来見通しに照らし、事業の進捗状

3 例えば、法制定前の議論については、東京弁護士会倒産法部編『担保法と倒産・金融の実務と理論：担保法の検討課題〈別冊NBL178〉』（商事法務、2021年）、法制定後は、片山直也ほか編著『事業性融資推進法および企業価値担保権の課題と展望』（武蔵野大学出版会、2025年）などがある。

4 これらの疑問が解消され、具体的事案での活用という次の段階に進まれようとしている方々向けの文献には例えば、Q&A等の実務解説として、井上聡ほか『Q&A企業価値担保の実務』（商事法務、2026年）、飯島隆博ほか『企業価値担保権の実務Q&A』（金融財政事情研究会、2026年）などがあり、逐条解説としては、大来志郎監修『逐条解説 事業性融資の推進等に関する法律』（商事法務、2025年）がある。

況を継続的に把握する。その過程で、例えば、当初の将来見通しから大きく乖離した場合には、必要な事業計画の見直しも含め、支援等の対応を迅速に行う。

このような取組みは、志ある融資担当者であれば経験されてきたところであろう。しかし、それが金融機関において組織的・継続的に取り組まれているとはいいたいがたいように思われる。例えば、借り手からは、いまなお、「過去3期分の決算書の表面的な数字か、不動産担保等の保全の有無しか議論しない」「複数ある取引金融機関のどこも、メインバンクとして支援する姿勢がない」などという批判がある⁵。

金融機関との間で、事業の内容を理解し、その将来について議論したいと考えている借り手は多い⁶。それにもかかわらず、過去3期分の決算書などの限られた情報のみに依拠した対話では、借り手の事業に対する理解は深まりにくく、信頼関係の構築にも限界がある。借り手の側も、十分な理解を期待しにくい相手に対しては、情報開示に消極的になるのも無理はない。

これらの課題について、融資担当者の怠慢や能力不足に由来するとする向きもある。もっとも、筆者は、これまでの様々な

取組みの歴史を踏まえると、むしろ合理的な行動の帰結とみるほうが適切だと考えている。融資担当者にこうした行動を動機付ける要因は様々あるが、本稿では、これを大きく以下の3つに整理し、検討する。

- ・法制度（担保法制等）…後記 3
- ・金融機関の態勢整備（信用格付制度、人事・組織体制等）…後記 4
- ・外部環境（資金需要の動向、金利環境等）…後記 5

これら3つが、長らく「属人的な取組み」を「組織的・継続的な取組み」へと広げることを阻んできた大きな要因であると思われる。逆にいえば、これらの一部、あるいは精神論や啓発だけで実務が変わることは期待しにくいように考えられる。

例えば、金融機関の態勢整備について、取組みの歴史は長い。金融庁は、2002年の「金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕」⁷、2003年の「リレーションシップバンキングの機能強化」⁸、その後の事業性評価に基づく融資の推進、そして2019年の金融検査マニュアルの廃止を含む検査・監督の在り方の見直し⁹など、金融機関の態勢整備に働き掛ける様々な施策を講じてきた。もっとも、依然として、その取組みは

5 事業性融資をめぐるこうした課題は、企業価値担保権の制度化に至る検討過程でも、繰り返し整理されてきた。例えば、金融庁が2020年11月に開催した「事業者を支える融資・再生実務のあり方に関する研究会」（座長・神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授（当時））の第1回会合（2020年11月4日）では、「金融機関には事業をみてリスクを見極めて融資することが望まれるが、現状ノウハウが必ずしも十分ではない」「現在は、金融機関が事業をみてリスクを取るインセンティブをもちにくい」「再生局面で、事業をバックアップするような貸し手がいない場合が多い」といった指摘がなされた。

6 帝国データバンク「企業の資金調達に関するアンケート」（2026年2月18日）では、「企業価値担保権」活用に向けて、金融機関に対してどのようなことを期待しているのかを確認したところ、「事業理解力（決算書などの数字だけでなく、ビジネスモデルや技術を深く理解してほしい）」が60.9%と最も高い旨が紹介されている。

7 金融庁「金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕」（2002年6月公表後、数次にわたり改正）は、中小企業の実態に即した検査の着眼点を示し、財務情報のみによらない実態把握を促すものであった。

8 金融庁「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」（2003年3月）。

道半ばとされる。

次に、法制度に働き掛けるものとして新たに導入されたのが、企業価値担保権である。企業価値担保権は、事業性融資を、属人的で限られた取組みから、金融機関の組織全体としての継続的な取組みへと高めるための選択肢である。事業性融資の推進における重要な一ピースではあるものの、十分条件ではない¹⁰。

最後に、外部環境である。約7年前、ある金融機関の職員に、企業価値担保権をめぐる議論にご協力いただいた際、次のような反応をいただいたことがある。

「いまは正直、事業成長担保権〔筆者注：当時の仮称〕へのニーズは限られる。金融機関の態勢を変えるのも大ごとなので、いまはとても無理。でも、企業の投資意欲や金融政策が変化したときへの備えとして、議論しておくのは重要だと思う」。

足もと、その「変化したとき」が、現実

に近づいているように思われる。

以下では、これら3つの要素について、まず、その基盤となる法制度（後記3）、続いて金融機関の態勢整備（後記4）、そして、いま動きつつある外部環境（後記5）の順に、整理していくこととしたい。

3 法制度との関係

事業性融資と担保法制との関係については、学術的な議論の蓄積がある。近年の学説は、担保（特に事業全体に及ぶ担保）の機能を、単なる優先回収の手段としてではなく、貸し手による継続的なモニタリングや、借り手との信頼関係の構築・コミュニケーションを支え、結果として効率的な金融を可能にする仕組みとして捉え直してきた^{11,12}。

例えば、日本において不動産を中心とする企業融資が発展した背景には、法的インフラの問題があったとされる。事業の

9 検査マニュアルの廃止と同時に、「検査マニュアル廃止後の融資に関する検査・監督の考え方と進め方」（2019年12月18日公表。以下「融資DP」という）が公表された。現在は、各金融機関の経営理念を出発点として、融資方針からリスク管理、自己査定・償却・引当までの実務が一貫性をもって進められるよう、各金融機関の個性・特性を踏まえた検査・監督が行われている。

10 例えば、大来志郎「事業性融資の推進等に関する法律の概要」本誌2237=2238号13頁、井上聡「特集にあたって」本誌2263号6、8頁など参照。

11 担保の機能をめぐっては、米国を中心に理論的な蓄積がある。担保（特に事業全体に及ぶ担保）の機能を、単なる優先回収の手段としてではなく、貸し手による継続的なモニタリングや、借り手の事業の将来性（prospects）への関係的な関与を支える仕組みとして積極的に説明する立場として、例えば、全資産に及ぶ担保権を、貸し手が借り手の事業に継続的に関与する「関係的（relational）」な金融取引を支える契約上の仕組みとして説明する見解（Robert E. Scott, "A Relational Theory of Secured Financing" Columbia Law Review, vol.86 (1986) p.901）、担保による債権者間の優先順位が、モニタリングや与信の効率性の観点から説明し得ることを論じる立場（Hideki Kanda and Saul Levmore, "Explaining Creditor Priorities" Virginia Law Review, vol.80 (1994) p.2103）などがある。担保やコベナンツが貸し手のモニタリングの誘因を高める契約装置であるという見解もある（Raghuram G. Rajan and Andrew Winton, "Covenants and Collateral as Incentives to Monitor" The Journal of Finance, vol.50, no.4 (1995) pp.1113-1146）。このほかにも様々な議論の蓄積があるが、これらを整理するものとして、例えば、沖野眞巳「約定担保物権の意義と機能——UCC第9編の「効率性」に関する議論の素描」学習院法学34巻1号75頁以下、森田果『金融取引における情報と法』116～120頁（商事法務、2009年）など参照。

キャッシュフローに着目した与信が普及するかどうかは、担保・倒産法制等の法的インフラに大きく依存する。米国ではこうした与信が広く根付いているのに対し、日本については、歴史的にこうした法的インフラが十分でなかったため、不動産を中心とする企業融資が発展したと評価する実証研究がある¹³。

なお、担保の種類幅（担保メニュー）を広げることが、信用へのアクセスと経済活動を押し上げ得ることも、実証的に示されてきた¹⁴。企業価値担保権は、この担保メニュー¹⁵を事業全体へと広げ、担保のこうした積極的機能を引き出そうとする試みとも位置付けられる¹⁶。

以下では、事業性融資の実務プロセスを確認し（後記(1)）、そのプロセスが無担保のままでは持続しにくいことを示した上で（後記(2)）、企業価値担保権が、事業の継続

を法的に支えることによってこの持続性を支える基盤として導入されたこと（後記(3)）を、順に整理する。

(1) 事業性融資の実務プロセス

将来の事業運営には、不確実性が伴う。事業計画を遂行しても目標を達成できないリスクもあるが、予定されていた事業計画がそもそも遂行されないリスク——例えば、融資した資金が予定外の用途に費消される、粉飾決算が行われる、事業譲渡や新事業等により事業の内容が変えられてしまう、といったリスク——もある。

事業の将来性に基づき融資を行う場合には、これらのリスクについて、借り手との継続的なコミュニケーションを通じて対処していく必要がある（【図表1】参照）¹⁷。

具体的には——

- ① 融資前において、財務諸表・事業計画等をもとに事業の将来性を評価する

12 本文に挙げた見解のほか、担保権による優先が無担保債権者（不法行為債権者等の自らの債権を調整し得ない非調整債権者を含む）の利益を損なうとして、その効率性に疑問を呈する見解もある（Lucian Arye Bebchuk and Jesse M. Fried, "The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy" Yale Law Journal, vol.105 (1996) p.857）。一般債権者の保護は、企業価値担保権の立法過程でも議論され、担保権の機能を通じて全体のパイが拡大されるという整理だけでなく、実行時の随時弁済（推進法93条2項など）や不特定被担保債権留保額の立法対応がされている（後記6(1)エ(オ)参照）。

13 Chen Lian and Yueran Ma, "Anatomy of Corporate Borrowing Constraints" The Quarterly Journal of Economics, vol.136, no.1 (2021) pp.229-291.

14 Murillo Campello and Mauricio Larrain, "Enlarging the Contracting Space: Collateral Menus, Access to Credit, and Economic Activity" The Review of Financial Studies, vol.29, no.2 (2016) pp.349-383.

15 なお、同時期に立法された譲渡担保契約及び所有権留保契約に関する法律（令和7年法律第56号）も、担保メニューを広げるものと位置付けられる。この譲渡担保との対比から企業価値担保権を位置付ける議論として、大西正一郎「企業価値担保権と集合物譲渡担保権の対比について」ジュリ1617号87頁参照。

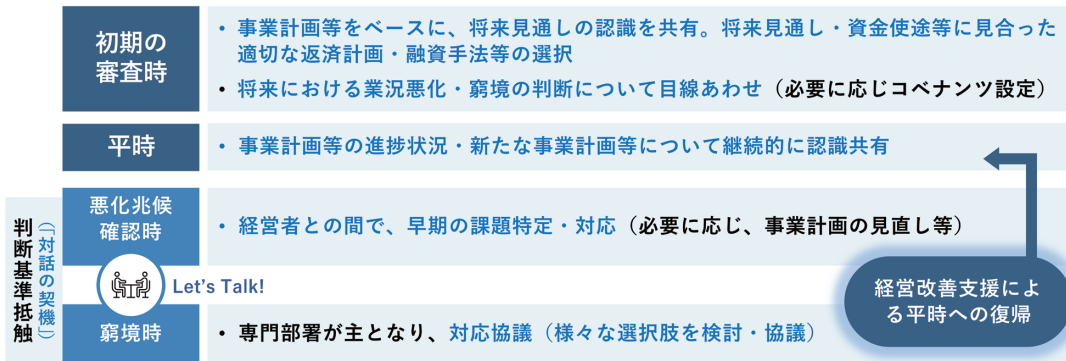
16 企業の継続価値を目的とする担保制度の構想は古く、我妻栄『近代法における債権の優越的地位』（有斐閣、1953年）は、企業全体を担保権の客体とすることを現代法の進むべき方向として説いていた。立法例として、企業担保法（昭和33年法律第106号）もある。その後も、事業全体に対する担保制度の必要性は、繰り返し提唱されてきた。企業法制研究会（担保制度研究会）報告書（2003年1月）や内田貴「倒産と非典型担保」伊藤眞ほか編『倒産法の実践』85頁以下（有斐閣、2016年）なども参照。

17 より具体的には、金融庁「事業者と金融機関の信頼関係に基づく事業性融資に関する基本的な考え方」（2026年5月18日公表、同月25日適用）参照。同文書の内容については、本号掲載の解説〔編集部注：本号35頁〕も参照されたい。

【図表1】事業性融資の実務プロセス

▶ 事業性融資（「事業の将来性」に基づく融資）のため、事業者と金融機関の間で、事業の実態と将来見通しについて継続的に認識共有

【信頼関係の構築（「事業の将来性」に着目したコミュニケーション）のイメージ】



とともに、借り手との間で、継続的に着目していくべき指標の認識を共有し

② 融資後においても、借り手と貸手の間で緊密かつ継続的なコミュニケーションを行い、窮境の予兆がみられたら、必要に応じて早め早めの経営改善支援・事業再生支援を進めていく

というプロセスが想定される。

なお、借り手とのコミュニケーションにおいて着目すべき指標や窮境の判断基準は、コベナントとして特約に落とし込むことも考えられる。事業計画の進捗に関する報告など、非財務コベナントが土台となり、必要に応じて財務コベナントを検討することになる。このとき、コベナントは、抵触したらずちに債権回収・担保権実行とするためのものではなく、経営改善に向けて

一歩踏み込んだ対話を行う契機となるものとして想定されている¹⁸。

(2) 法的基盤の必要性

そもそも、こうした事業性融資、特に借り手との継続的なコミュニケーションは、無担保でも可能ではないか、と思われるかもしれない。実際、高い志をもった融資担当者の多くは、無担保でも取り組んだ経験があるという。

もっとも、限られた融資担当者の取組みにとどまらず、広く営業店・金融機関全体としてみても可能といえるか。また、借り手との信頼関係・コミュニケーションを、融資後（自身の異動後）も長期にわたり維持することができるか。特に借り手との信頼関係は、事業の状態や経営者の心情の変化、融資担当者の異動、他行の方針変更な

18 この点は、米英の実務とも整合的である。米英の商業銀行では、中小企業向けの融資契約においても財務コベナントの設定が一般的になっているが、その数は2～3と少ないという（川橋仁美「米国及び英国の金融機関における全資産担保にもとづく融資にかかる組織態勢に関する考察」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2024-1（2024年6月）参照）。

ど、様々な要因の影響を受ける。借り手において、融資時の約束を履行しないこと（その動機や機会、正当化の要素が揃うこと）は、必ずしもまれではない。

特に問題になるのが、融資後である。借り手が、融資当初に説明していた事業計画を履行しないリスク（例えば、融資した資金が予定外の用途に費消される、粉飾決算が行われる、事業譲渡や新事業等により事業の内容が変えられてしまう、といったリスク）は、事業性融資に取り組む上で、大きな問題となる。

次のような事例をみてみたい。借り手が、貸し手Aより、事業計画（事業の将来性）に基づき、融資を受けた。借り手は、その後、他の貸し手Bとの間で、新たに不動産のサイドビジネスを始めることとし、その投資に係る資金の融資を受けた。しばらくの後、このサイドビジネスが失敗し、本業の業績も巻き込まれ、破産に至った。このような事例において、貸し手Aは、無担保である限り、貸し手Bと同じ損失率（あるいは貸し手Bが不動産担保付きであれば貸し手Bのほうが低い損失率）となる。これでは、事業性理解にかけた努力は水泡に帰すことになる。

事業性融資に取り組むためには、このようなリスクを抑える必要がある。そのため

には、借り手と貸し手の間に、信頼関係が構築され、それが持続できることが必要不可欠であり、その法的基盤となるのが、担保法制であると考えられている。

この点、立案過程の議論の場では、米国の金融機関の考え方が一例として紹介されていた¹⁹。米国の現場の融資担当者は、借り手との信頼関係を維持するため、一般に、月次レベルで借り手と密なコミュニケーションを図るが、このようなコミュニケーションを長期にわたり継続することは、経験上、無担保のままでは難しく、そのため、（企業価値担保権類似の）全資産の担保設定を受けて、法的にも特別な立場に立つことを基本としている、というものである²⁰。

なお、かつての日本の融資実務では、無担保でも継続的な関係性が構築できていた、という指摘もある。確かにそうした面はあったかもしれない。しかし、それは、一方では、メインバンク制（株式の持合いや役員派遣等）が機能し、また、（不履行に厳しい制裁を伴う）手形貸付が一般的であった時代であるため、今日の文字どおりの無担保融資とは異なること²¹、他方では、不動産バブルや特別背任事件につながるような、事業をみない融資行動も確認されること、には留意が必要である²²。

19 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」「事務局資料」9頁。柳瀬・後掲注36・14頁。

20 前掲注12参照。なお、ここでいう米国の「全資産担保（all-asset security）」は、実務上は単一の担保契約と単一のUCC-1ファイナンス・ステートメントによって包括的に設定され、将来取得財産にも自動的に効力が及ぶ（UCC § 9-204）が、担保契約上は「全資産」といった超包括的な記述では「合理的な特定」に欠けるため、財産類型を列挙するのが通例である（同 § 9-108(c)）。将来取得財産を含む「総財産」に対して1個の担保権を設定する企業価値担保権（推進法7条1項）とは、機能的には類似しつつも法的構成を異にする。本稿が米英の全資産担保実務を参照するのは、事業全体に着目した与信・モニタリング・実行の作法を比較の素材とする趣旨であって、法的構成の同一性を意味するものではない。

(3) 企業価値担保権の機能

―事業の継続を法的に支える

このような事業性融資の課題、すなわち信頼関係・コミュニケーションの持続性に対応する方法のひとつとして導入されたのが、企業価値担保権である。信頼関係の構築や事業の継続を法的に支え、事業の将来性に基づく融資を後押しする（貸し手の関心を個別資産の清算価値から事業の継続価値へと転換させる）ものである（【図表2】）。

活用が想定される場面として、スタートアップ向けの融資から、事業成長・拡大のための融資、事業再生のための融資、M&Aやプロジェクトファイナンス向けの融資まで、様々な局面が挙げられているが²³、いずれの例も、事業の将来性をみることが不可欠な点で共通する。

企業価値担保権の機能については、様々な観点から整理できるが、ここでは次の3点を指摘したい。

第1に、対話の契機の確保である。借り手は、企業価値担保権の設定後、通常の事業活動の範囲を超える担保目的財産の処分等をする場合、すべての企業価値担保権者の同意を得なければならない（推進法20条2項）。借り手にとっては、重要な経営判断に際して貸し手と協議する契機となり、貸し手にとっては、借り手とコミュニケーションを深め、早期の経営改善に向けた対話のきっかけを容易に確保できる。前記(1)でみたリスク——資金の流用、粉飾、事業内容の変更——への対処も、この継続的な対話の中で行われることになる。

第2に、他の債権者への優先性である。企業価値担保権の担保目的財産は、将来キャッシュフローを含む会社の総財産であり（推進法7条1項）、担保権者は、事業全体の価値に対する優先性を有する（同条2項）。企業価値担保権に基づく貸し手が、他の貸し手よりもよい条件で融資をできる

- 21 かつての無担保融資の中核であった手形貸付では、約束手形が期日に決済されなければ不渡りとなり、6カ月以内に2回の不渡りで取引停止処分（参加銀行との間の当座勘定取引及び貸出取引（債権保全のための貸出を除く）の2年間の停止）に至る。また、かつての日本の関係的な融資慣行が、メインバンクによるモニタリングや株式持合い・役員派遣等の仕組みに支えられていたことにつき、Masahiko Aoki and Hugh Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies* (Oxford University Press, 1994); Takeo Hoshi, Anil Kashyap and David Scharfstein, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan" *Journal of Financial Economics*, vol.27, no.1 (1990) pp.67-88（メインバンクと緊密な関係をもつ企業ほど財務的窮境からの回復が早いことを示す）参照。なお、メインバンクの規律機能を懐疑的に評価する見解もある（Yoshiro Miwa and J. Mark Ramseyer, "Does Relationship Banking Matter? The Myth of the Japanese Main Bank" *Journal of Empirical Legal Studies*, vol.2, no.2 (2005) pp.261-302）。
- 22 バブル期には、不動産担保への過信等を背景に、事業の実態を十分にみない融資が広がり、その後の巨額の不良債権と金融機関の経営破綻の一因となった。象徴的な事例として、北海道拓殖銀行による関連企業（株式会社カプトデコム等）への過剰な融資・支援が挙げられる（最決平成21・11・9刑集63巻9号1117頁・本誌1896号71頁）。事業の将来性をみない融資が抱える危うさを示すものといえる。
- 23 各局面の活用可能性を論じるものとして、井上聡ほか「特集 企業価値担保権が拓く新しい資金調達」本誌2263号6頁以下、齋藤崇ほか「特集 企業価値担保権と実務的考察」銀法920号4頁以下などを参照。なお、買収ファイナンスについて、子安智博「買収ファイナンスにおける担保権に関する近時の動向と今後の展開—企業価値担保権を中心に—」商事2373号20頁。

【図表 2】企業価値担保権の概要

▶ 事業の将来性に基づく融資のための新たな選択肢

 事業者と金融機関の 緊密な信頼関係を構築 (=将来性に依拠するための大前提)	✓ 担保目的財産は、会社の総財産(7条) ✓ 企業価値担保権は、商業登記簿に登記(15条) ✓ 企業価値担保権者には、制度概要等の説明義務(40条) ✓ 事業者は、将来性に基づく融資判断の前提(事業計画等)を超える財産処分(事業譲渡等)の際、企業価値担保権者と事前のコミュニケーション・同意が必要(20条)
 事業の継続・成長を支える (=将来性に依拠した融資の後押し)	✓ 極度額の設定は、任意であり、事業の成長に応じた資金需要の増加にも対応可能。なお、極度額は、借り手からの請求があれば、設定される(9条) ✓ 事業の継続に支障を来すような他の担保権の実行等に対して異議が可能(19条)
主な活用例 ▶ スタートアップ企業への融資 (VCと協調) ▶ 地域の中小/中堅企業への融資 ▶ 事業再生・事業承継 ▶ M&A/プロジェクト・ファイナンス	✓ アーリーステージの赤字資金への対応(新株予約権付き)等 ✓ 事業の継続・成長のために必要な設備投資等に対応 ✓ 新たな事業計画・経営体制等の下での資金需要に対応 ✓ 既存の全資産担保設定実務の負担軽減とコスト削減 ✓ ローンの譲渡性向上 (注) 現在も類似の担保設定(全財産の担保設定)が一般的な類型

ようになる。そのため、借り手としては、資金需要が生じたらまず相談に行く相手となるだろう。さらに、足もとの資金需要がなくとも、将来を見据え、平時から事業状況の情報を共有する動機が生まれる。貸し手においても、事業価値の維持・向上を支えるための継続的な実態把握や、必要な追加資金の供給を行うことが、経済合理的になる²⁴。

第3に、事業の継続価値の確保である。無担保のままでは、事業の継続を支える手

段は限られる。他の金融機関が重要な財産への担保実行等のトリガーを引く場合、事業を守るためには、それに対抗できる権利が必要である。また、従来の個別資産ベースの担保制度のもとでは、倒産手続において担保権者は個別財産の清算価値までしか把握していないものとして扱われるため、事業者の窮境時には清算価値ベースの管理が合理的にならざるを得ない。

これに対し、企業価値担保権者は、事業の継続を確保するための異議を申し立てる

24 企業価値担保権のように事業全体に及ぶ担保に基づく優先的地位は、貸し手に継続的なモニタリングと関係維持の誘因を与える。担保・優先がモニタリングの誘因となることにつき前掲注11(Rajan and Winton, Scott)・後掲注46(Cerqueiro et al.)、関係的・情報生産的な融資(リレーションシップ・レンディング)が借り手の信用利用可能性を高め、貸し手・借り手双方に便益をもたらすことにつき後掲注48(Petersen and Rajan)・後掲注66(Boot)参照。情報生産を行う「内部の」貸し手の機能とそれに伴う交渉力の問題を論じるものとして、Raghuram G. Rajan, "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt" The Journal of Finance, vol.47, no.4 (1992) pp.1367-1400。

ことができることとされ（推進法19条）、また、倒産手続が係属しても継続企業価値をカバーし続ける（同法7条1項）。そのため、窮境時においても事業の将来性を理解し、企業価値を維持・向上させることが合理的になる²⁵。事業の継続が法的に支えられることは、後述するとおり、信用格付や引当において事業の継続を前提に将来情報を織り込むための、前提条件でもある²⁶。

こうした継続的なコミュニケーション、そして事業の継続に係る法的基盤が提供されることで、信用リスク管理や会計処理においても、事業の将来性を考慮しやすくなる。その結果、事業性融資が、一部の融資担当者の属人的な取組み（一部の意欲的な職員による取組みや、経営トップの個別の決断など）から、金融機関の組織全体における一般的かつ持続可能な取組みへと展開していくことが期待される。

なお、企業価値担保権は、事業性融資のための唯一絶対の方法ではない。どのような方法を選択し、組み合わせるのは、当事者の判断にゆだねられている。企業価値担保権は、借り手との緊密かつ継続的なコミュニケーションを基盤とする融資という実務を、属人的な努力から組織の仕組みへと高めるための、ひとつの選択肢である。

以上のように、法制度は、事業の継続を

法的に支えることを通じて、組織的・継続的な事業性融資の基盤を提供する。しかし、その基盤が現場の融資担当者の行動を実際に動かすには、継続的な実態把握と伴走支援を組織的に支える態勢が整えられ、そして信用格付制度が事業の継続を前提に将来情報を取り込む方向へと変わる必要があると思われる。その仕組みを、金融機関の態勢整備の問題として検討する。

4

金融機関の態勢整備との関係

法制度が事業の継続を支えても（前記3）、それが現場の融資担当者の日々の行動に結び付かなければ、依然として、事業性融資は属人的な取組みにとどまってしまう。

事業性融資を組織的・継続的な取組みとするため、金融機関には、信用格付制度（とそれに紐づく決裁権限）と、継続的な実態把握と伴走支援を組織的に支える人事・組織体制の整備が期待されている。

以下では、まず従来の信用格付制度がなぜ組織的・継続的な取組みと関係するのかを確認し（後記(1)）、次に事業の継続が法的に支えられることを前提として信用格付が将来情報を考慮する方向へと変革し得ることを示し（後記(2)）、最後にその変革を支える態勢の整備について述べる（後記(3)）。

25 基本的な考え方・前掲注17・II(4)（BOX2）参照。

26 事業の継続を法的に支え、窮境時の支援を合理的にするという本制度の機能は、一方で、本来であれば淘汰されるべき事業の延命にもつながるのでは、という懸念をいただくこともある。本制度が支えようとするのは、価値ある事業の継続であるものの、それを失っているかどうかの判断や（後記6(1)イカ）、自己資本の毀損した銀行による追い貸しと事業の再構築の遅延の可能性（Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi and Anil K. Kashyap, "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," American Economic Review, vol.98, no.5 (2008) pp.1943-1977）など、実務上、難しい対応が迫られる場面も想定される。もっとも、これらは、企業価値担保権に限られない、融資一般における難題といえる。なお、借り手の側からモニタリングに関して留意すべき点については、志甫治宣「「企業価値担保権」の概要と想定される論点・課題（下）」債管188号131頁以下なども参照。

(1) 従来の信用格付制度

―過去の決算情報

冒頭で紹介した「過去3期分の決算書の表面的な数字か、不動産担保等の保全の有無しか議論しない」という借り手の批判(前記2)の原因は、しばしば、信用格付制度に求められる。

日本において、信用格付の判定は、多くの場合、過去3期分の決算書の情報によって、ほぼ決定される。こうして判定された信用格付は、金融機関の融資方針や、支店長の決裁権限の上限額などを決定する。また、支店長の決裁権限の上限額は、不動産担保等の保全手段の有無にも左右される。融資担当者としては、本部審査を受けるよりも、支店長決裁の範囲で業務を行うほうが手間がかからない。そのため、そこに直結する過去3期分の決算書と不動産担保等の保全の有無に、関心が向かうことになる。

このような信用格付制度は、諸外国と比べ、特異なものとされる(【図表3】)。例えば、米国の銀行実務と比較するものとして、次のような証言がある。

「ユニオン・バンクでは、一般に格付の決定は重要な融資判断の一つであり、専門家である審査役が定性的な要素を中心にして総合判断(エキスパート・ジャッジメント)するのが適切であるという考え方が非常に強かった。定量的な要素を中心とした格付の決定(自己資本比率など数項目の財務データによるスコアリング)は機械的な

作業となりやすく、本来的に複雑な企業行動を適切に反映することができないという考え方だ。親銀行の定量的な格付制度に慣れきった私にとっては大変に興味深い議論だった」²⁷。

「信用格付をやるときに、実態債務超過かどうかということを非常に大きなテーマにするわけですが、日本のお金の貸し方、今の検査マニュアルに基づくお金の貸し方と、…(中略)…アメリカでのお金の貸し方は根本的に違うわけです。アメリカのお金の貸し方は、基本的にキャッシュフローレンディングです。したがって、相手方が債務超過であってもお金を貸します。テスラはいまだに黒字になったことないですよ。ちゃんと借りていますよね。要するに、債務超過であっても、キャッシュフローをしっかりと見極めて、将来の事業性を、いろいろな分析をしながらそれをベースにして判断をし、必要なリスクをとる」²⁸。

なお、財務情報に依拠した信用格付制度には日本の金融機関による融資判断の均質化という問題も生じさせているという指摘もある。

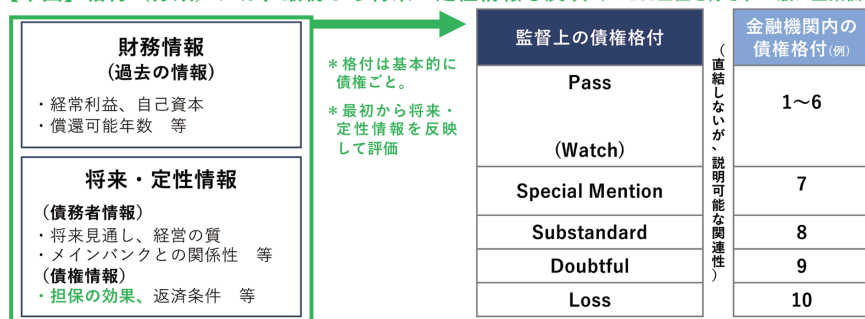
過去3期分の決算書の情報を重視する場合、同一のスコアリングモデルを用いれば、同一の借り手には基本的に同一の評価が下される。そのため、借り手からみれば、ある銀行に断られれば他のどの銀行でも結果は同じ、逆にある銀行が応諾すれば他のどの銀行でも同じ、という事態が生じる。こ

27 佐藤満『融資業務再生の処方箋——米銀と邦銀の融資管理はどこが違うか』128～129頁(金融財政事情研究会、2021年)。

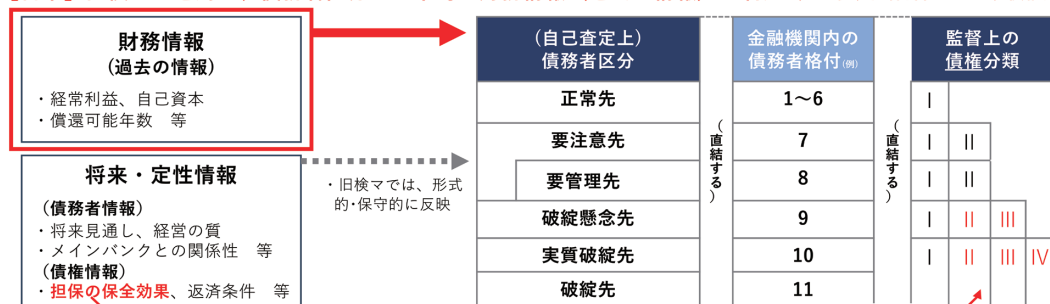
28 金融庁「融資に関する検査・監督実務についての研究会(第1回)」(2018年7月4日)議事録(田中正明委員長発言)。なお、引用中のテスラに関する言及は2018年時点のものであり、同社はその後2020年12月期において初めて通期での会計上の純利益を計上している(Tesla, Inc., Form10-K, FY2020)。

【図表3】信用格付制度の考え方（日米比較）

【米国】格付（分類）には、最初から将来・定性情報も反映（*Pass上位を除き、一般に企業価値担保権類の担保設定）



【日本】旧検マの運用上、債務者区分は基本的に財務情報（過去の情報）で判定（その後、担保評価に応じ、債権分類）



の事態について、ある銀行の支店長は「世の中には、金利がどんなに低くても借りてほしい先と、金利がどんなに高くても貸せない先の二種類しかない」といったという²⁹。

事業の将来性に対する評価の巧拙によって金融機関が差別化を図る余地は、この均質化のもとで大きく狭められてきたように思われる³⁰。これまで事業性融資に関する取組みが、一般的な融資実務と比べ、属人的・例外的な取組みとして語られることが

多かったのも、このような信用格付制度の在り方が影響しているように思われる。

なお、このような信用格付制度が構築された要因のひとつに、金融庁の検査・監督が挙げられることも多い。金融庁は、こうした批判を踏まえ、金融検査マニュアルの廃止など、検査・監督の在り方の見直しを図っている（前記2参照）。

29 大久保豊監修『究解 信用リスク管理』274～275頁（金融財政事情研究会、2018年）。

30 バーゼル委員会の枠組み（BCBS, Basel Framework, CRE36）は、借り手格付を「逆境的な経済状況や予期せぬ事象の発生にもかかわらず契約を履行する借り手の能力と意思に関する銀行の評価」と位置付け、機械的なスコアリングに「十分な人間の判断と監督」を補うことなどを要求する（CRE36.33等）米連邦準備制度のSR 98-25（1998年）も内部格付に主観的判断と経験が不可欠であるとし、欧州銀行監督機構（EBA）のガイドライン（EBA/GL/2017/16）第35項は、頑健な格付システムには人的判断が不可欠であるため（CRR第174条(e)）、統計的プロセスを補完する専門的判断（Human judgement）について、その適用基準や論拠を「適切に文書化され正当化され（appropriately documented and justified）」なければならないとしている。なお、将来・定性情報の織り込みは、行動バイアスを高め得るため、文書化・独立した検証等のガバナンスと一体で運用される必要がある。

(2) 事業の継続を前提とした将来情報の考慮へ

もちろん、信用格付制度だけ、事業の将来性を勘案するように変更すればよい、という安易な話ではない。事業の将来性というのは、本質的に不確かなものである。例えば、事業計画が履行されないリスクが大きく、あるいは、事業の継続を十分に確保できるような状況にない融資慣行にあっては、財務情報というファクトに依拠する信用格付制度は融資実務と整合しており、合理的といえる。

一方で、企業価値担保権が適切に活用され、事業の継続が法的に支えられると、状況は変わる（前記 3）。事業の継続が支えられれば、信用格付や引当においても、事業が継続することを前提として、過去の決算情報にとどまらず、事業計画に基づく将来情報や、財務諸表に表れない定性情報を考慮しやすくなる。従来、債務者の窮境時には清算価値ベースの管理が合理的とならざるを得なかったのに対し（前記 3(3)）、継続企業価値が倒産局面まで確保されることで、平時から将来を見据えた格付・引当が、信用リスク管理として整合的なものとなると考えられる。

この点は、2025年7月に公表された「企業価値担保権付き融資の評価や引当の方法等に係る基本的な考え方について」³¹は、企業価値担保権付き融資の引当方法として、(i)融資債権ごとに事業収益からの返済

可能性を直截に評価する方法、(ii)従来の「みなし債務者区分」に類似した方法、(iii)従来の貸倒引当金の見積方法をベースとする方法、の3つを例示している。

いずれによるにせよ、出発点が保全額の控除ではなく、将来収益からの返済可能性の評価におかれる点に、従来の引当実務との違いがある。その枠組みを前提に、施行直前の2026年5月に公表された「事業者と金融機関の信頼関係に基づく事業性融資に関する基本的な考え方」（前掲注17参照。以下「基本的な考え方」という）では、事業の将来・定性情報を考慮するための格付手法（又は債務者区分）の補正（又は新設）の方法例等が整理されている。

実務の現場でも、その芽は現れている。金融庁が有志の金融機関と開催してきた実装勉強会では、これまでの信用格付の判定に加え、個別に将来・定性情報を評価して格付に反映する取組み（信用金庫）や、企業価値担保権の設定契約を締結するようなリレーションの借り手について一定のノッチアップを行う取組み（地域銀行）が紹介されている³²。

もちろん、実績データの蓄積が乏しい段階では、見積りの不確実性・複雑性・主観性がいずれも高くなる。そのため、会計監査がハードルになるという意見も寄せられている。

しかし、評価・引当等の考え方が、企業価値担保権付き融資を無担保の融資と同様

31 金融庁「企業価値担保権付き融資の評価や引当の方法等に係る基本的な考え方について」（2025年7月2日公表。以下「評価・引当等の考え方」という）。同文書の公表を受け、日本公認会計士協会「銀行等金融機関の資産の自己査定並びに貸倒償却及び貸倒引当金の監査に関する実務指針〈銀行等監査特別委員報告第4号〉」も改正されている（2025年11月5日改正）。

32 基本的な考え方・前掲注17・24～25頁。

に取り扱うことは「およそ合理的でない」とする以上、出発点は、事業の継続を前提とした将来収益からの返済可能性の評価におかれる。また、会計監査は、重要性の原則に照らし、判断される³³。スモールスタートを前提とすれば、少なくとも当分の間は、大きなハードルにはなりにくいように思われる。

なお、基本的な考え方は、検査・監督上の留意事項とともに、会計監査人に期待される事項についても整理しており、金融機関・当局・監査人の三者の対話の共通基盤となることが企図されている。

このように、事業の継続を前提として信用リスクの低減が格付（債務者区分）に反映されれば、これまでは難しかった事業性融資も可能になる場面が増えるだろう。決裁権限の上限が、過去の決算書と不動産担保に左右されてきた構造（前記(1)）に対し、将来情報が新たな可能性を与える。事業性融資が、個々の担当者の熱意や使命感だけでなく、格付・引当という組織の与信規律に支えられ、回り始める好循環が期待される。

(3) 信用格付の変革を支える態勢の整備

信用格付への将来・定性情報の織り込みは、信用格付制度を変更するだけで運用できるものではない。将来情報や定性情報は、借り手との継続的なコミュニケーションを通じた実態把握があってはじめて得ら

れるものであり、企業価値担保権のような法的基盤のほか、その実態把握を組織として継続的に行う態勢——伴走支援を支える人事・組織体制——の整備と一体でなければ、格付の精緻化は画餅に帰す³⁴。

態勢整備について、具体的の方策としては、①融資担当者が継続的なモニタリングと伴走支援に専念できるようにするための支援体制（モニタリング支援を担う専門部署の設置、サポートスタッフの配置、ITの活用）、②借り手との長期的な信頼関係の構築・維持を可能とする人事運用（短期かつ機械的な人事ローテーションの見直し、長期担当を許容する設計）、③そうした取組みを適切に評価する業績評価の体系³⁵、などが挙げられる。これらは、信用格付制度の変革と相互に補完しあうことで、はじめて事業性融資を組織的・継続的な取組みとして支えることができると考えられる。

このように、第2の要素である金融機関の態勢整備は、信用格付制度の変革と、それを支える人事・組織体制の整備という、2つの側面からなる。とりわけ後者——伴走支援を担う人材を育て、組織として支える仕組み——は、しばしば「そのような人材が日本の金融機関にいるのか」という疑問のかたちで論じられるため、後記5(2)で改めて整理する。

33 企業会計原則注解〔注1〕（重要性の原則の適用について）等を参照。

34 そのため、基本的な考え方においても、信用リスク管理の高度化は、事業者との信頼関係に基づく継続的なコミュニケーション（モニタリング）の確保と一体のものとして位置付けられている。

35 特に業績評価は、融資担当者の行動変容に直結する。例えば、Sumit Agarwal and Itzhak Ben-David, "Loan Prospecting and the Loss of Soft Information" Journal of Financial Economics, vol.129, no.3 (2018) pp.608-628. 融資の新規獲得インセンティブの導入によりソフト情報が軽視された結果、承認案件のデフォルト率が24%上昇し、行内の信用モデルが予測力を失ったことを報告する。

5 外部環境との関係

外部環境も、融資担当者が事業の将来性に踏み込む取組みを、組織として行うだけの動機を与えるものだったか。属人性の背後にある第3の要素として、資金需要と金利環境の変化からみていく。

(1) 資金需要の変化

「金融機関が事業の将来性を評価せず、財務諸表や不動産担保ばかりみている」といった批判の声は、必ずしもいまに始まったものではない。

かつては、預金金利も貸出金利も事実上固定されていた。この時代には、貸出によるリターンは、事業の将来性とそのリスクの評価に基づいて設定されるものではなく、また、右肩上がりの経済成長の中にあった。借り手の事業内容を見極める力が問われる機会は、必ずしも多くはなかったと思われる。

1980年代から90年代にかけて進められた金利自由化の目的のひとつは、融資の在り方を、事業の将来性とリスクを適切に評価し、それに応じたリターンを設定する姿へと変革していくことにあった³⁶。ところが、その直後、外部環境がその動きを妨げる方向に変わった。不動産担保に依拠した融資がバブルを生み、その崩壊、そして不良債権問題が始まった。

バブル崩壊後の約30年間、名目GDPや民間設備投資は伸び悩み、借り手側の将来を見据えた投資意欲・資金需要は高まらなかった。また、ビジネスモデルの多様化も

進み、事業を理解することも難しくなった。金融行政もまた、不良債権処理を進めるため、資産査定の客観性を重視し、事業の将来性といった主観的な要素を排さざるを得ない厳しい時期となった。

このように、資金需要が乏しく、事業内容も複雑化し、かつ資産査定の客観性が最優先される環境のもとでは、事業の将来性に踏み込んだ融資は、組織的に取り組む対象とはなりにくかったように思われる。

その外部環境に、大きな変化がみられる。金融行政は、2019年の金融検査マニュアルの廃止に象徴されるように、事業性融資の適切な発展を支えられるよう、検査・監督の在り方を見直してきた。また、例えば、名目GDPや民間設備投資は伸びに転じている（【図表4】参照）ように、借り手側において、将来を見据えた投資意欲・資金需要が高まっていくことが期待され、事業性融資がより一層強く求められる状況となっていると考えられる。

(2) 「金利ある世界」

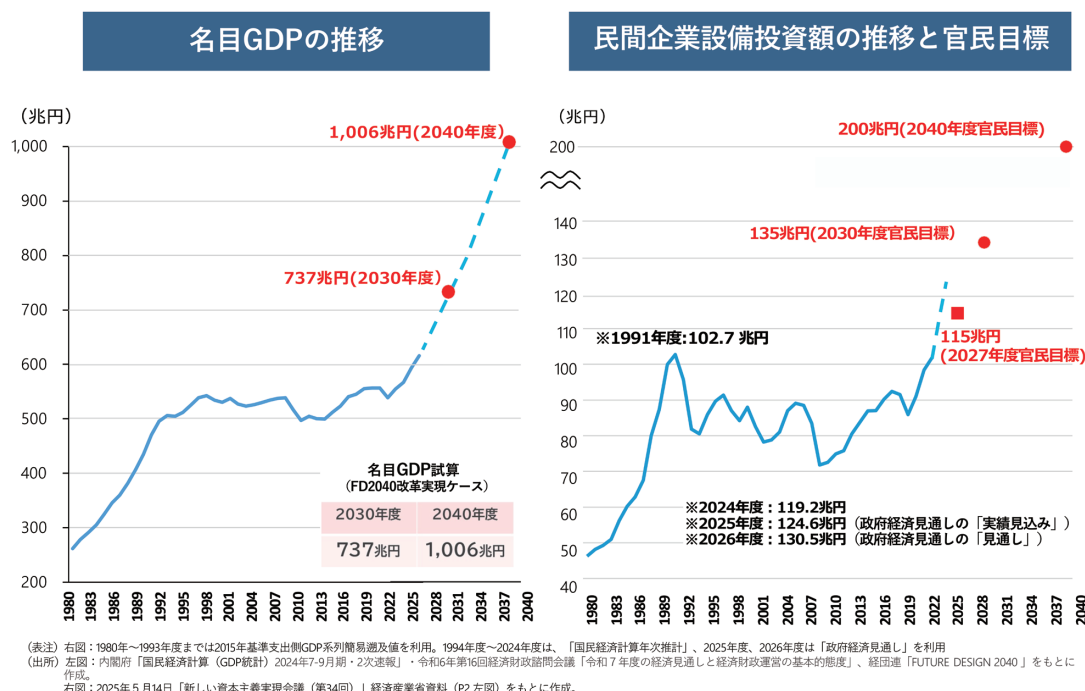
金利環境も変化している。政策金利は段階的に引き上げられ、本稿執筆時点で約30年ぶりの水準となった³⁷。このような「金利ある世界」において、金融機関は、これまでと同様の融資を続けることができるだろうか。

低金利環境のもとでは、調達コストがきわめて低廉であったため、薄い利鞘であっても融資額を伸ばすという融資行動がみられた。こうした融資行動は、これまでには一定の合理性があったかもしれないが、果た

36 柳瀬護「金融機関への「期待」」週刊金融財政事情2026年4月7日号12頁。

37 本稿執筆時点（2026年6月）において、日本銀行の政策金利（無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標）は1.0%程度である。1995年以来約30年ぶりの高さに当たる。

【図表 4】 名目GDP及び民間企業設備投資額の推移



して今後はどうだろうか。貸し手側に生じる変化について、次の3つに分けて考えてみたい。

第1に、調達コストの上昇である。調達コストが上昇する局面では、低金利を武器に競争してきた者も、貸出金利の引上げに動かざるを得なくなる。しかし、貸出金利の引上げには、借り手の納得が必要である。その納得の基礎となるのは、金融機関による伴走支援等の付加価値であろう。他の金融機関へのフリーライド等により、事業内容を理解する手間を省き、低金利だけを武器に融資額を伸ばすような競争は、企業価値担保権いかにかわらず、難しくなるおそれがある。

第2に、預金という調達サイドの制約で

ある³⁸。金融機関の現場からは、近時、「預金が集まりにくくなってきた」という声が聞かれるようになってきている。預金の獲得が貸出の量的な拡大の制約となる事態は、預金が自然に滞留していた低金利の時代には、ほとんど意識されてこなかったが、海外の実証研究では、政策金利の上昇局面において、預金が銀行システムから流出し、その資金制約が貸出の収縮につながるという経路（預金チャネル）が示されている³⁹。

金融機関のバランスシートの拡大が容易でなくなる世界では、融資額を伸ばすことによって収益を確保することは難しくなる。限られた与信枠をどの事業に配分するか、の巧拙（大規模な融資にあっては、これに加えて生保等の機関投資家をシンジケー

38 もっとも、金利の上昇は、当面は、資産サイドの利回りの改善が預金コストの上昇に先行することで、金融機関の収益にむしろ追い風として働く面もある。ただし、預金の増加が伸び悩み始めている足もとの状況も踏まえると、その追い風が長く続くとは楽観視できないように思われる。

ト団に呼び込む力⁴⁰⁾が、収益を左右するようになる。事業を見極める力は、これらの質を支える基盤である。

第3に、信用コストの顕在化である。これまで、長期にわたり企業倒産が低水準で推移してきたため、貸倒れが発生する場面、本格的な事業再生を要する局面そのものが乏しかった⁴¹⁾。信用コストが顕在化しにくい環境のもとで融資規律は緩み、例えば、表面的な財務情報や不動産の価値等に依存し、事業の見極めに要するコストをかけず、低金利で融資額を伸ばす行動がみられたとされる⁴²⁾。

しかし、その環境は転換しつつある。2025年の企業倒産は1万261件と4年連続で増加し、12年ぶりに1万件を超えた⁴³⁾。どの借り手の将来性を見極め、どの借り手を支えられるか、そして再生局面において担保をいかに活かすかという力量の差が、損益に影響しやすくなりつつある。

なお、借り手の側においても、金利環境の変化は大きな問題である。金利負担の増加により、資金調達の巧拙が事業にも影響しやすくなる。一方で、産業構造や個々の事業のビジネスモデルが複雑化し、事業運営も、かつての経済成長期よりも格段に難しくなっている。このように、借り手において、設備投資や事業承継、再生など、将来に向けた難しいリスクテイクが求められるなか、金融機関には、単なる資金供給を超えた、事業への理解に基づく助言・支援への期待が、これまで以上に大きくなるだろう。

以上の3つの要素を踏まえ、最後に、冒頭の3つの疑問に立ち返る。

6

3つの疑問への応答

ここまでの整理を踏まえ、施行後に現場で実際に寄せられることの多い疑問に即して、考え方を整理する。まず、最も多く寄

39 Itamar Drechsler, Alexi Savov and Philipp Schnabl, "The Deposits Channel of Monetary Policy" The Quarterly Journal of Economics, vol.132, no.4 (2017) pp.1819-1876. 同論文は、政策金利の上昇局面において、預金金利の引上げが抑えられる（預金スプレッドが拡大する）結果、預金が銀行システムから流出し、銀行の資金調達の制約を通じて貸出の収縮につながる経路（the deposits channel）を理論的・実証的に示す。

40 この点は、構想当初より議論されてきた。後掲注52の論点整理26頁では「事業者の資金調達をより容易にするため、事業成長担保権付のシンジケートローンが実務上利用できるよう、債権と担保権の別人への帰属を認めるか」とされ、結果的に信託によることでこれが常態とされた。基本的な考え方・前掲注17（BOX 2）は、大規模な資金需要に対して、金融機関が与信機能を適切に発揮しつつも、機関投資家等とのリスクシェアが必要になる可能性を指摘し、そのために、企業価値担保権の法的な特徴が活かすことを指摘する。

41 2021年の企業倒産は、帝国データバンクの集計で6015件と、1966年以来約半世紀ぶりの低水準となった（足もとの状況は、帝国データバンク・後掲注43参照）。

42 金融機関の利鞘の縮小と、それに伴う担保・保証への依存や薄利の量的拡大については、金融庁の分析でも繰り返し指摘されてきた。例えば、金融仲介の改善に向けた検討会議「地域金融の課題と競争のあり方」（2018年4月11日）は、地域銀行が貸出利鞘の縮小を貸出残高の増加で補おうとし、担保・保証への依存度が高く事業の将来性の評価が十分にできていない先が多いことを指摘していた。なお、倒産動向については後掲注43も参照。

43 帝国データバンク「全国企業倒産集計 [2025年報]」（2026年1月13日）。2025年（暦年）の企業倒産は1万261件（前年比3.6%増）と4年連続で増加し、2013年以来12年ぶりに年間1万件を超えた。

せられる第1の疑問——企業価値担保権とは、結局いかなる担保なのか——を、(1)で個別の疑問に分けて検討し、その上で、第2・第3の疑問に対する考え方を(2)、(3)で確認する。

3つの疑問は、本稿がみてきた3つの要素と対応している。第1の疑問（いかなる担保か）は、主として法制度（前記3）に、第2の疑問（人材がいるのか）は態勢整備（前記4）に、第3の疑問（慣行が変わるのか）は外部環境と融資慣行（前記5）に、それぞれ対応する。

(1) 第1の疑問

—企業価値担保権とは、結局いかなる担保なのか

企業価値担保権とは、結局いかなる担保であり、社会にどのような利益をもたらす制度なのか⁴⁴。構想当初から寄せられてきた様々な疑問を踏まえ、以下では、担保としての性質をめぐる疑問（後記ア～ウ）、借り手の利益をめぐる疑問（後記エ）、貸し手の経済合理性をめぐる疑問（後記オ）の順に整理し、検討する。

ア 「不動産担保のように保全できるのか」

結論からいえば、不動産担保のような意味での「保全」にはなじまない。企業価値担保権の担保価値は、事業の将来キャッシュフローに連動して絶えず変動するものであり、「担保価値を厳密に算定し、その保全の範囲内で安全に融資する」という発想とは、設計思想が異なる。

企業価値担保権の主たる意義は、事前に

保全の枠を確保することではなく、貸倒れそのものを防ぐことにある。すなわち、前記3(3)で述べたとおり、貸し手による継続的な実態把握に経済合理性を与え、窮境の予兆の早期把握と早期の経営改善支援を可能にし、再生局面では債権者間調整の主導を可能にする。

保全に依拠しない信用リスク管理・引当の枠組みについては、評価・引当等の考え方に加え、基本的な考え方が、将来・定性情報を考慮するための格付手法の補正（又は新設）の方法例等を具体的に整理している（前記4(2)）。

イ 「担保価値の算定は、常に必要になるのか」

担保価値（企業価値）の算定が常に必要となり、それは特に中小企業向けの融資には重すぎるのではないかと、という疑問である。

ここでは、「事業の将来性・返済可能性の評価」と「担保価値（換価額）の算定」とを区別する必要がある。前者、すなわち事業計画に基づく将来キャッシュフローの評価とその進捗の確認は、事業性融資である以上、企業価値担保権の有無にかかわらず常に必要である（前記3(1)）。問題は後者であり、その要否は局面によって異なる。

例えば、LBOファイナンスのように、株式の取得等を資金使途とし、第三者であるエクイティホルダーとの間の取引が存在する場合には、企業価値の評価は、資金使途の妥当性の審査そのものである。しかも、買収価格やスポンサーの事業計画というか

44 この問いに対し、効率性の観点から答えるものとして、田中亘「事業担保に関する一考察」『企業法学の方法』447頁（東京大学出版会、2024年）参照。

たちで、評価の材料は取引の中から特段の追加コストなく得られる。継続企業価値を把握した信用リスク管理は、個別資産を目的とする担保権の積上げによる従来の実務では難しかった管理の高度化に、資するようと思われる。

他方で、売却を予定していない中小企業に対する通常の融資において、スタンドアローンの企業価値評価（DCF等による換価額の見積り）を行うことは必須だろうか。売る予定のないものの売値を精緻に見積もることには、多くの場合、コストに見合う意味はないと考えられる。この場合に必要なのは、事業計画とその進捗（EBITDA等のキャッシュフロー指標）の確認であり、評価・引当においても、担保評価額の算定ではなく、事業の状況を踏まえた債務者区分・格付の判断によることが整理されている。

なお、基本的な考え方では、担保目的財産の中に従来の一般担保の要件を充たす財産（不動産等）がある場合には、重複担保権の設定がなくとも、その価値を従来どおり回収見込額の算定等において考慮できることを明らかにしている⁴⁵。

以上をまとめると、担保価値の算定は、それが意味をもつ局面——取引の中で評価が自然に得られる場合や、実行・売却が現実的な選択肢となる局面——において行えば足りると考えられる。厳格な評価実務は、すべての融資に一律に求められるものではない。

ウ 「無担保と同じではないか」

保全の枠にも、網羅的な価値算定にも依

拠しないのであれば、無担保と同じではないか——多くの場合、疑問は、こう続く。

しかし、企業価値担保権者は、無担保債権者とは法的地位を異にする。例えば——

- ① 将来キャッシュフローを含む総財産に対する優先弁済権を有し（推進法7条2項）、
- ② 通常の事業活動の範囲を超える財産処分等への同意を通じて事業の変容についてコミュニケーションを確保でき（同法20条2項）、
- ③ 事業の継続に支障を来す強制執行等に対して異議を主張でき（同法19条。いわゆる防御的機能）、
- ④ 破産・再生手続においても別除権者として扱われる（同法227条、228条）。

これらは、平時には借り手との対話と実態把握を支え、有事には事業の継続と債権者間調整の主導を可能にする法的基盤であって、いずれも無担保では確保できないものである。

米国の金融機関が、月次の密なコミュニケーションを「無担保のままでは長期にわたり継続することは難しい」として全資産担保を求めること（前記3(2)）は、この法的基盤の違いの実務的な現れである。

エ 「借り手の利益になるのか」

企業価値担保権を用いた事業性融資が、借り手の利益になるのか、という疑問は、きわめて重要である。そもそも借り手の利益にならないのであれば、取組みとして持続可能ではない。

より解像度の高い議論のために、この類型を、さらに次の6つの疑問に分けて考え

45 基本的な考え方Ⅱ(4)D参照（「貸出条件緩和債権」及び「一般担保」との関係を含む）。

たい。

(ア)「無担保で借りられたほうがよいのではないか」

初期的にみられる反応である。もっとも、融資は、有担保・無担保の別しかないわけではない。金利、融資額、元利金の返済期間・タイミング、コベナンツといった諸条件が互いに影響しあう。そのため、無担保のほうが常によい、とは必ずしもいえない。

無担保は、信用リスクを高める方向に働くため、その分、条件は厳しくなる（高い金利・手数料、少ない融資額などにつながり得る）⁴⁶。例えば、無担保であるが金利5%であるローンと、有担保で金利3%のローンとを比べると、どちらが望ましいだろうか。答えは個々の事情に応じて異なるだろう。

企業価値担保権の構想当初には、企業価値担保権によって、「リスクがあっても将来性をもとに必要な借入れができる」「経営者やVC等の持分希薄化を抑えて資金調達できる」「経営者保証に依存せず資金調達できる」という事業者側の期待が寄せられた⁴⁷。こうした声も、この諸条件の関係性を前提においている。

(イ)「借り手のその後の資金調達の可能性を狭めないか」

企業価値担保権は、融資後の資金調達の改善にも資する制度といえる。企業価値担

保権の設定を受けた貸し手は、継続的に、事業の将来性に基づく融資を行うよう動機付けられるためである（前記3）。

もっとも、この疑問は、企業価値担保権の設定後に現れる後発の貸し手の融資機会を問題にすることが多い。例えば、企業価値担保権の設定を受けた最初の貸し手へのいわゆるロックイン等により、後発の貸し手が参入できなくなるのでは、という懸念である。こうした懸念は議論の当初から寄せられているが、「参入できなくなる」というのは正確ではない。論点を腑分けすると、次のとおり整理できる。

第1に、後発の貸し手の参入は、妨げられるものではない。後発の貸し手には、リファイナンスによる借換えのほか、劣後又は無担保での追加融資という選択肢がある。実際、全資産担保が普及している米国等では、業況が悪化した借り手が、全資産担保を有するメインの貸し手に加え、複数の貸し手から無担保・劣後ローン等のかたちで調達する形態が観察されている⁴⁸。また、信託契約の変更等を通じ、同順位で追加融資をすることも可能である。

第2に、借り手には法的な対抗手段が用意されている。借り手は、いつでも、元本の確定を請求することができる（推進法28条1項）⁴⁹。そのため、最初の貸し手が借り手のニーズを満たせなくなれば、借り手

46 例えば、2004年にスウェーデンが事業全体に対する担保（浮動担保）の価値を縮減したところ、借り手の融資金利は平均24ペーシスポイント上昇し、与信限度額は13%減少したという。Geraldo Cerqueiro, Steven Ongena and Kasper Roszbach, "Collateralization, Bank Loan Rates, and Monitoring" *The Journal of Finance*, vol.71, no.3 (2016) pp.1295-1322. なお、同国のこの2004年改正は、信用入手が困難になり、特に人口希薄な地域で信用コストが上昇したことなどを背景に、2009年1月1日にほぼ元に戻されている。このほか、植杉威一郎『中小企業金融の経済学』292頁（日本経済新聞出版、2022年）は、事後的にリスクが高まる企業が「無担保・高金利」の契約を選択する傾向を指摘する。

47 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30日）。

は、よりよい条件を提示する他の貸し手からリファイナンスを受け、貸し手を交代させることができる。この点は、設定後3年間の拘束を受ける根抵当権等とは明確に異なる（民法398条の19第1項など）。

第3に、そもそも、後発の貸し手が参入していた場面というのは、現在の融資実務の課題（前記4(1)など）を踏まえると、財務情報が優良な場面や不動産担保等の保全が得られる場面等に限られるように思われる。

このような限られた具体的場面を念頭に置くと、企業価値担保権の影響というのは、不動産担保等が設定される場合と変わらないように思われる。

なお、仮に後発の貸し手が参入する場面を増やすという立場に立つ場合でも、むしろ企業価値担保権を選択肢に加え、事業の将来性に基づく融資を普及させること（例えば、後発の貸し手が、企業価値担保権により、事業の将来性に基づくようになること）が重要になるのではないかとと思われる。

企業価値担保権制度が創設されたのは、そもそも、最初にリスクを取って事業の将来性を深く理解し、支援にコストを投じる貸し手が現れなければ、事業の将来性に基づく融資は始まらないという問題意識からである。企業価値担保権の優先権は、いわ

ば最初にリスクを取る者を適切に後押しするためのものであり、制度設計の議論では、この「ファーストペンギン」の保護の必要性が指摘されてきた。

結局、この懸念が問題とすべき事態は、「借り手のニーズが満たされないまま優先権だけが残置されること」であるが、それは元本確定請求とリファイナンスにより対処可能であると考えられる。なお、リファイナンスが現実の選択肢となるには、借り手の事業性を理解した競合的な貸し手が現れることが前提となる。最初の貸し手は情報面で優位に立ち得るが（前掲注24参照）、借り手は、他の貸し手への情報開示を通じて対応することになる。

最初の貸し手が借り手のニーズを満たし続けている限り、第三者の参入機会が事実上減ることをもって「弊害」と呼ぶことはできない。第三者の参入機会の減少として観念されている事態のなかには、主体的な事業理解を伴わない追隨的な融資の余地が狭まることも含まれていようが、それは、参入の「障壁」というよりも、事業性理解に基づく競争への転換の一側面とみるべきだと考えられる。もちろん、最初の貸し手は情報面で優位に立ち得るが（前掲注24参照）、他の貸し手は、借り手からの情報開示を通じた対応が可能である。リレーショ

48 Mitchell A. Petersen and Raghuram G. Rajan, "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data" The Journal of Finance, vol.49, no.1 (1994) pp.3-37; Joshua D. Rauh and Amir Sufi, "Capital Structure and Debt Structure" The Review of Financial Studies, vol.23, no.12 (2010) pp.4242-4280; Patrick Bolton et al., "Relationship and Transaction Lending in a Crisis" The Review of Financial Studies, vol.29, no.10 (2016) pp.2643-2676 など参照。

49 大来監修・前掲注4・168頁以下（28条解説）。根抵当権設定者の元本確定請求が設定の時から3年を経過した後に可能となり、請求から2週間の経過により確定する（民法398条の19第1項）のとは異なり、債務者は、元本確定期日等の定めがあるときであっても、いつでも元本確定を請求することができ、その元本は請求の時から1週間を経過することによって確定する（推進法28条1項）。同書は、その趣旨として、債務者がリファイナンスを受ける場合の手続をより円滑にすることなどを挙げる。

ンシップバンキングの推進などを通じ、金融機関に求められてきたのは、このような競争であったように思われる。

(ウ)「経営者保証は、どうなるのか」

企業価値担保権の特徴のひとつは、経営者保証への依存からの脱却を、制度として支える点にある。個人保証契約など、一定の契約に係る権利行使が原則として制限される（推進法12条1項⁵⁰）。

他方で、経営者保証には、経営への規律付けや正確な情報開示の確保といった正当な機能があり得ることは、「経営者保証に関するガイドライン」の前提とするところでもある⁵¹。そこで、推進法は、この正当な機能の発揮が認められるよう、停止条件又は解除条件付きの経営者保証を例外として位置付けている（同法12条4項）。

借り手（経営者）の側からみれば、これにより、誠実な経営と開示を続ける限り、「経営者個人の財産」は保証から解放されることになる。経営者保証が経営者の思い切った事業展開や早期の事業再生の決断を妨げ得ることは、かねて指摘されてきたところであり⁵²、この解放は、借り手にとっての直接的な利益のひとつである。

(エ)「総財産への担保設定というのは怖くないか」

心情としては理解できる。しかし、この不安は、無担保の借入れにおいても、債務者の総財産が引当てになっていることを説明すると、解消されることが多い。

つまり、企業価値担保権の設定は、債務者が責任を負う財産の範囲を拡張するものではない。債権者間に優先順位を付すことなどにより、事業性融資を後押しすることに主眼がある。

なお、経営者個人の立場からみれば、個人保証等の権利行使が制限される結果（前記(ウ)）、「経営者個人の総財産」が解放される面がある。リスクはむしろ限定される方向に働くともいえる。

(オ)「取引先が現金払いを求めるのではないか」

企業価値担保権の設定が信用不安のシグナルと受け取られ、商取引が萎縮するのではないか、という懸念である。以下では大きく3点指摘したい。

まず、信用不安のシグナルとして機能したのは、かつてのノンバンクへの譲渡担保設定の事例であった。この事例と金融機関への担保設定とを同視することは、果たし

50 事業性融資の推進等に関する法律第十二条第一項に規定する主務省令で定める契約等を定める命令（令和7年内閣府・財務省・農林水産省・経済産業省令第1号）。同命令は、法12条4項の例外の要件として、①債務者による事業及び財産の状況の適時開示義務への違反、又は、事業の適正な運営に支障を来すおそれがある行為として合意した行為を特定被担保債権者の同意なく行ったことを停止条件とするタイプと、②履行請求時に債務者が誠実業務執行要件（合意した資料の提出、合意した重要な財産が債務者に属していることの少なくともひとつについて合意し、かつ、これに違反していないこと）を満たしていることを解除条件とするタイプなどを定める。

51 経営者保証に関するガイドラインは、経営者保証の課題への対応として、停止条件又は解除条件付保証契約等の代替的な融資手法も例示してきた。誠実に経営し、誠実に情報を開示している限り保証の履行を求められることはない、という設計であり、推進法は、同ガイドラインが示してきた方向性を、法制化したものともいえる。

52 「経営者保証に関するガイドライン」2頁、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」3頁（2020年12月25日）参照。

て合理的といえるだろうか。金融機関の融資においては、むしろ事後的にリスクが高まる企業が「無担保・高金利」の契約を選択する傾向が指摘されている（植杉・前掲注46）ことにも留意が必要である。

次に、現在の実務との比較で考えて、現実的な懸念といえるだろうか。今日でも、本社不動産や工場といった事業の重要財産に担保権が設定されることは多い。また、LBOファイナンスなどでは各財産に漏れなく担保が設定される。このようなLBOファイナンスの事案も現在では珍しくない。

こうした事案において、取引先は掛取引を停止し現金払いを求めているだろうか。担保権の設定のみをもって、平時の取引条件が変わるとはいえないように思われる。全資産担保が広く普及している米国等でも、担保の設定は通常の与信慣行の一部として定着しており、その存在自体が掛取引の停止や現金払いの要求につながるとは解されていないようである。

最後に、商取引債権者の立場からみて、企業価値担保権を従来の担保と同視するような反応が合理的といえるだろうか。

そもそも、企業価値担保権の有無にかかわらず、取引先が破産に至った場合、一般債権者がまとまった配当を受けられることはまれである。他方、企業価値担保権の実行手続は、事業全体の価値の維持のため事業の継続を図りつつ換価する手続であり、

債務者の事業の継続や取引先の保護等のために必要があると認められるときは、管財人が裁判所の許可を得て配当債権等の弁済をすることができるほか（推進法93条2項）、実行手続の遂行に必要な費用等は共益債権として随時弁済される（同法70条6項・130条1項）。

加えて、商取引先にとって重要なのは取引先の事業の継続であり、その観点からは、早期支援と事業継続型の実行手続を備えた企業価値担保権は、無秩序な個別回収よりもむしろ望ましいといえる。

企業価値担保権の設定は、むしろ事業者と金融機関の新しい関係の現れとして紹介される⁵³。借り手にとっての「勲章」だとする意見もある⁵⁴。こうした制度の全体像を踏まえれば、むしろポジティブなシグナルとして受け止められるものであると考えられる。

（カ）「実行されれば、事業を失うのではないか」

企業価値担保権の実行手続において、担保目的財産である総財産は、事業の譲渡等によって換価される（推進法157条）⁵⁵。これをもって、不安を持つ向きもあるだろう。ただし、2点確認したい。

第1に、その不安は、企業価値担保権固有のものではないだろう。確かに、法制度としては、実行手続が開始されれば、事業の経営権と総財産の管理処分権は管財人に

53 例えば、大城健司「融資慣行に変化、「事業性融資推進法」が施行目前」TSR情報全国版2026年1月22日号、柳瀬護「日本の融資慣行・金融文化をアップデートしていくシンボルに一企業価値担保権の制度開始を控えて」TEIKOKU NEWS 2026年3月27日号。

54 東京商工リサーチ「事業再生研究機構がシンポジウム、企業価値担保の設定は「勲章」」TSR情報全国版WeeklyTopics2026年6月12日号。

55 実行手続の概要につき、水谷登美男ほか「事業性融資の推進等に関する法律の概要—企業価値担保権を中心に—」債管186号88頁。

専属し、事業譲渡等による換価となる。もっとも、不動産担保等でも、事業に不可欠な財産について設定されている場合には、その実行は、事業の解体と喪失をもたらす。

第2に、企業価値担保権の実行は、確かに事業譲渡等による換価が可能なものであるが、法的に可能なことだけでなく、実務において現実的なことにも目を向ける必要がある。

そもそも、事業の価値は、経営者や従業員の知見・意欲、取引先との関係の上に成り立っている。これらの協力を欠いたまま事業を譲渡しようとするれば、譲渡の対象である事業価値そのものが毀損される。買い手（スポンサー）の探索や事業の引継ぎも、経営者の協力なくしては円滑には進まない。

だからこそ、実行に先立って、貸し手と借り手の対話が尽くされることが重要になる。米英の実務においても、事業再生や清算は、銀行にとって費用と労力のかかる選択肢と認識されており、コベナンツ抵触時の対応も、権利放棄（Waiver）、条件変更（Amendment）、権利行使の猶予（Forbearance）といった対話的な手段が先行することが想定されている⁵⁶。

なお、借り手には、ここでも退出の自由がある。貸し手の姿勢に納得できなければ、実行の申立てに至る前に、元本確定請求（前記イ）をした上で、リファイナンスにより既存の貸し手との関係を解消するという選択肢が残されている。

オ 「金融機関にとって経済合理性があるのか」

借り手の利益が説明されても、貸し手たる金融機関にとって割に合うのか、という疑問が残る。これも、5つに分けて考えたい。

（ア）「融資審査や期中管理に手間・コストがかかるのではないか」

事業計画の評価にも、期中の実態把握にも、コストはかかる。しかし、それは事業の将来性に基づいて融資をする以上、当然に必要なコストである。融資の基本に属するものであって、企業価値担保権に固有のコストではない。

なお、このコストを組織的に軽減する工夫として、米英の商業銀行では、モニタリング支援の専門部署の設置やサポートスタッフの配置、ITによる代替が進められている（後記⁽²⁾）。

（イ）「融資審査や担保評価が金融機関によって異なるのは問題ではないか」

事業計画の評価は、事業の将来に関するものである以上、金融機関ごとに異なるのは必然である。

財務情報に基づく信用格付や不動産評価に基づく融資では生じにくかったことであるため、最初は戸惑うかもしれない。もっとも、金融機関によって評価が異なるからこそ、その巧拙が競争を分ける。前記⁴⁽¹⁾でみた融資判断の均質化からの脱却であり、そこにこそ、複数の金融機関が併存し、

56 平時からのモニタリングの在り方から経営改善支援・事業再生支援まで詳細に検討するものとして、栗田口太郎「企業価値担保権に基づく予兆管理・伴走支援と経営改善・事業再生」銀法913号21頁参照。また、金融庁「企業価値担保権信託契約等の書式例に関する勉強会 議事概要及び書式例」（2026年3月11日）のうち、「貸付特約書の書式例（コベナンツの規定例）に関する基本的な考え方」は、コベナンツ抵触時の対応を整理する。

競争する意義がある。

(ウ) 「信託の仕組みに手間・コストがかかるのではないか」

企業価値担保権の設定は信託契約によることとされているため、信託業務の負担を懸念する向きもある。しかし、企業価値担保権に関する信託業務は、運用型の信託とは異なり、不合理なコストを伴わないよう設計されている。

まず、その業務内容が原則として非裁量的・定型的なものとして制度設計されている。受託者に求められる信託事務は、特定被担保債権者の指図に基づく実行手続開始の申立てや、実行手続において配当として受領した金銭の管理・処分等であり、ある程度定型的に行動すれば足りるものが多い。金融機関において、専担の人員配置が必要になることもない⁵⁷。

もう1点、業務の特徴を踏まえ、参入障壁について一定の合理化が図られている。例えば、免許要件は、信託業法上の免許よりも簡素化され、特に預金取扱金融機関等は届出のみで免許を取得したものとみなされる（推進法33条2項）。このような取扱いの背景には、貸し手である金融機関が自ら企業価値担保権信託会社を兼ねることが一般的になる、という想定がある。この場合には、第三者への信託報酬も発生しない⁵⁸。

(エ) 「登記情報に加えさらなる調査負担がかかるのではないか」

「登記には、被担保債権の残高や担保の評価額等まで公示すべきではないか」という反応もある。もっともな問題意識ではあるが、情報を登記簿に載せることの費用対効果は、冷静にみつめる必要がある。

そもそも、登記は、権利の内容の詳細を保証するものではない。例えば、抵当権の登記には、債権額や極度額の記載はあるが、被担保債権の現在の残高や弁済の状況といった「リアルタイムな実情」までは公示されていない。そのため、利害関係者は、現在でも、登記を端緒として別途の調査を行うことになる。

特に事業性融資において、事業の内容を理解しようとするれば、その事業がどのように資金を調達しているのかという調査は、いずれにせよ必ず必要になる。登記情報をいかに豊富にしても、こうした調査が不要になるわけではない。仮に、絶えず変動する情報を登記に反映させ続けようとするれば、事務負担と費用が、最終的には借り手の調達コストに転嫁されることになる。

なお、UNCITRALの担保取引モデル法（2016年）が採用する登録制度は、いわゆるノーティス・ファイリング（通知登録）の方式であり、登録される情報は、設定者・担保権者の識別情報や担保目的物の記述等に限定される⁵⁹。登録は、取引の詳細を開

57 企業価値担保権信託会社の免許については、預金取扱金融機関等は届出により免許を受けたものとみなされる（推進法33条2項）。貸し手である金融機関が自ら企業価値担保権信託会社を兼ねることは制度上想定されている（信託会社等に関する総合的な監督指針13-2-2(2)②）。

58 水谷登美男ほか「企業価値担保権に関する信託業務等の概要」信託303号23頁。

59 UNCITRAL, Model Law on Secured Transactions (2016), Model Registry Provisions, art.8, p.21; UNCITRAL, Model Law on Secured Transactions: Guide to Enactment (2017), para.174, p.57. 参照。

示するものではなく、第三者に対して担保権が存在し得ることを警告し、必要な照会を促す機能を担うものと整理されている⁶⁰。企業価値担保権の登記制度も、この国際的な到達点と整合的な設計といえる⁶¹。

(オ)「リターンは変わらないのではないか」

事業性融資に取り組むことで、融資機会そのものが拡大し、リターンが得られると考えられる。これまで有形資産の不足等を理由に謝絶し、あるいは減額査定をしていた先——例えば、有形資産に乏しいソフトウェア企業や、設備の多くをリースで賄うサービス業の成長企業など——に対して、事業の将来性に基づき融資ができるようになれば、融資ボリュームと金利収入の増加要因となる。

なぜ融資機会が広がるのか。突き詰めれば、企業価値担保権によって信用リスクが下がるからである。継続企業価値の把握、早期の予兆把握と経営改善支援、再生局面での調整の主導可能性、倒産手続まで貫徹する優先権は、いずれも将来の損失の発生確率と損失規模を引き下げる。

ここで重要なのは、この信用リスクの低減が、担保の換価額の精密な評価からではなく、関係性・モニタリング・優先権から

生じ、それが将来のPD・LGD等の評価に反映されるという点である（前記イ参照）。この下がった信用リスクが格付・引当に反映され、組織の与信規律として融資機会を広げる経路は、前記4(2)で述べたとおりである。

なお、信用リスクの抑制は、会計上、信用コストの低減というかたちで、金融機関の直接的な利益にもなる。これまで歴史的に低い倒産確率が続いてきたため、支店レベルでは、信用コストはあまり意識されてこなかったかもしれない。しかし、今後は、外部環境や会計基準⁶²の変化により、信用コストが高い水準で推移するおそれがある。

このほか、リターンに関連する要素として、取引の深化がある。企業価値担保権の設定を通じてメインバンクとしての立場が明確になれば、預金、為替といった付帯取引の機会も広がり、事業性融資に伴うリスク・コストに見合ったリターンを確保する余地が広がる。これらにより、金利競争に依存した営業から、顧客の成長とともに収益を拡大する営業への転換が可能になると考えられる。

カ 参考：「なぜ信託なのか」

前記オ(ウ)に関連して、企業価値担保権の

60 担保権の存在を知らせる（notice）機能につき、UNCITRAL, Model Law on Secured Transactions: Guide to Enactment (2017), para.188, p.61、詳細情報の照会を促す機能につき、UNCITRAL, Guide on the Implementation of a Security Rights Registry (2013), paras.59–61, pp.23–24 参照。

61 登録情報をいくら充実させても残高等は登録の時点から陳腐化することや、詳細な開示は借り手の営業上の秘密の開示を強いること、公示の充実に要するコストは結局借り手が負担することなどから、調査費用を最も適切に負担し得る者（与信を検討する者）にこれを負わせる設計とされている。例えば、Douglas G. Baird, "Notice Filing and the Problem of Ostensible Ownership" The Journal of Legal Studies, vol.12 (1983) p.53 等参照。

62 国際的には、IFRS第9号や米国会計基準（CECL: ASC326）が、発生損失モデルから将来予測を取り込む予想信用損失（ECL）モデルへと移行している。日本でも、企業会計基準委員会（ASBJ）において予想信用損失モデルの導入に向けた検討が進められてきた。事業の継続を前提に将来情報を織り込む引当の考え方は、こうした会計基準の潮流とも方向を同じくする。

設定は信託によることとされたのはなぜか、という反応も寄せられる。信託によるため、担保権者となり得る者は、新たに信託業の免許を受けた「企業価値担保権信託会社」に限定される（推進法8条1項など）。

これは、一見すると迂遠にも思えるが、担保権者を免許制の主体に限定して新しい担保権の適切な運用を確保すべきという要請と、借り手がよりよい条件で資金を調達できるよう多様な貸し手の参入を可能とすべきという要請との調和を図る目的などを背景に、技術的な仕組みとして用いられた⁶³。

なお、信託に伴うコストが過大とならないよう、免許要件の簡素化や貸し手自身による受託の許容といった立法上の手当てがなされていることは、前記オ(ウ)で述べたとおりである。

(2) 第2の疑問

—それを抱える人材が、日本の金融機関にいるのか

前記4(3)で述べたとおり、伴走支援を担う人材と、それを支える人事・組織体制の整備は、第2の要素（金融機関の態勢整備）の一翼をなす。その担い手たる人材をめぐる「日本の金融機関にいるのか」という疑問の根底には、現状と目指す姿との乖離を前にした悲観がある。

しかし、「人材がないからできない」という見方は、人材を所与のものと捉えている点で、再考の余地がある。そもそも、

始めなければ、人材は育たない。人材は「いる・いない」ではなく、経営資源の配置と組織・人事制度の設計によって「育つ・育たない」問題として捉える必要があるように思われる。

以下では、このことを、人員配置と育成設計の観点から確認したい。なお、以下で参照する米英の実務は、日本とは法文化・倒産実務・裁判所の運用を異にする環境のもとで形成されたものであり、そのままの移植は基本的に想定されないが、組織態勢や人材育成の在り方を考える上での比較の素材として参照する。

ア 「人材は、どこにいるのか」

金融機関の職員は、とても忙しい。ある職員からは、「自分は100件以上の取引先を抱え、また融資案件以外にもこなしているので、1つの取引先の事業のことを考えている時間は、1カ月に1時間もあればよいほう」という話をうかがったことがある。こうした現状を踏まえ、今後の対応の可能性について、数点確認したい。

まず、営業戦略の検討である。例えば、借り手との信頼関係に基づき、既存の取引先との関係深化やその紹介を通じた営業への比重を高めることも考えられる。法人取引においても、過去に貸出取引関係を有する銀行は、そうでない銀行に比べ、その後の追加的な融資や関連業務を受託できる可能性が高いことが、実証的に示されている⁶⁴。飛び込みによる新規開拓も重要では

63 信託（セキュリティ・トラスト）の利用が必須とされた趣旨につき、前掲注4の各解説書参照。

64 Sreedhar T. Bharath, Sandeep Dahiya, Anthony Saunders and Anand Srinivasan, "So What Do I Get? The Bank's View of Lending Relationships" Journal of Financial Economics, vol.85, no.2 (2007) pp.368-419. 同論文は、過去に貸出取引関係を有する貸し手が将来の融資を提供する確率は約42%であるのに対し、取引関係を有しない貸し手では約3%にとどまることを示し、関係を有する貸し手が情報優位を背景に情報に敏感な商品を取引先に販売（クロスセル）し得ることを指摘する。

あるものの、限られた時間を成果に結び付ける観点から、その内容や比重は検討する価値があるように思われる。

さらに、DXの活用による業務の効率化も考えられる。営業店の融資担当者は、多数の取引先を抱えながら、定型的な事務にも追われている。例えば、米国の融資担当者が外出先の車中でも端末を用いて業務を進めるのに対し、日本では、融資担当者に個人のメールアドレスが付与されず、外回りの移動手段も外出先での仕事を前提としてない場合も多く、生産性向上の余地が大きいとの指摘もある。また、定型事務の自動化やペーパーレス化に加え、近時は、AIを活用して決算情報や非財務情報の分析を補助し、事業性理解を後押しする取組みも現れている。こうして生み出された時間を、借り手との対話や事業の目利きという、人にしかできない業務に振り向けることが期待される。

もうひとつは、事業性融資への人員シフトである。低金利のもとで本業の利鞘が縮小するなか、多くの金融機関は、投資信託の販売などの他の業務に人材を投じてきた。しかし、「金利のある世界」の到来（前記5）により本業の利鞘が収益の中核に復帰すれば、人員シフトも、純粋に採算の観点から、ひとつの選択肢になるだろう。

なお、米国のコミュニティバンクの収益の柱は、クロスセルの手数料ではなく貸出スプレッド（純金利収入）である⁶⁵。事業を理解した融資によって、利鞘を持続的に確保することが本筋であると考えられている。

リレーションシップバンキングの理論も、顧客固有の情報の取得を「費用」ではなく、同一顧客との反復取引を通じて回収される「投資」として位置付けてきた⁶⁶。事業性理解への投資は、取引の集約、事業承継・M&A等の高付加価値案件、そして紹介を通じた新規顧客の獲得という、複数の経路で回収され得る⁶⁷。

イ 「育てる仕組みを、どう設計するのか」

米英の商業銀行の融資・審査担当者に対して実施されたインタビュー調査⁶⁸によれば、米英の商業銀行では、融資担当者は専門職と位置付けられ、「人事部がキャリアパスを決める日本型の人事ローテーションはない」。キャリアパスの選択は職員個人に任せられ、審査業務を経験した後に融資担当者となることが望ましいとされる。

また、融資担当者は「借り手にとって信頼できる財務アドバイザーであるべき」とされ、企業財務や審査に関する専門性と業務経験の積み重ねが重視される⁶⁹。さらに、融資担当者が顧客リレーションシップの構

65 FDIC, Quarterly Banking Profile (Fourth Quarter 2025) 参照。米国コミュニティバンクの純金利マージン（NIM）は3.77%と高水準にあり（直近の四半期推移は3.62%→3.73%→3.77%。同四半期の業界全体は3.39%）、FDICは、コミュニティバンクの増益要因を純金利収入の伸びと説明している。

66 Arnoud W. A. Boot, "Relationship Banking: What Do We Know?" Journal of Financial Intermediation, vol.9, no.1 (2000) pp.7-25. 同論文は、リレーションシップバンキングを、顧客固有の（しばしば独占的な性質をもつ）情報の取得への投資と、同一顧客との時間・商品をまたぐ反復的な相互作用を通じたその投資の回収として定義する。

67 金澤一広ほか「金融機関による事業性評価の定着に向けた採算化にかかる分析・考察」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2018-4（2018年10月）。

68 川橋・前掲注18参照。

築・維持に専心できるよう、サポートスタッフの配置やモニタリング支援業務を担う専門部署の設置といった支援体制の整備が進められ、業績評価においても、借り手と長期にわたり良好なリレーションシップを構築・維持しているかが重視されている。

この調査結果が示すのは、米英の融資担当者が特別な能力をもつということではなく、専門性とリレーションシップが蓄積されるように、組織体制と人事制度が設計されているということである。

この設計の核心を端的に示すのが、人事ローテーションとソフト情報の関係である。財務諸表に表れない経営者の資質や技術力、取引網といった定性情報（ソフト情報）の生産は、融資担当者個人に強く依存する。日本の中小企業金融データを用いた実証研究は、担当者の交代が少ないほど、また担当者が直接かつ継続的に企業と接するほど、ソフト情報が多く蓄積されることを示し、また、海外の実証研究は、担当者の不在・交代により、借り手が新規融資を

受けにくくなり、他行へ流出し、延滞・デフォルトが増えること——同時に、計画的な引継ぎがこの損失を緩和すること——を示している⁷⁰。

なお、ローテーションには、不祥事を防ぎ、職員の視野を広げる機能があるほか、交代を予期した担当者の報告の正確性を高める効果も実証されている⁷¹。これらの利点は重要である。しかし、全員一律の機械的な異動を正当化するものではない。長期担当を原則としつつ、審査部門による独立したモニタリング、強制休暇や職務の分離、計画的な引継ぎを組み合わせれば、報告の規律とソフト情報の蓄積は両立し得る。要は、二者択一ではなく、設計の問題である。

そして、この設計は、既に各金融機関の経営判断にゆだねられている。金融庁は、2019年、監督指針等を改正し、「人事ローテーションや職場離脱制度（最低限年1回、1週間以上連続して離脱）等、特定の方法を定めている記載」を削除した⁷²。少なくとも、人材・組織面の変革を妨げていた監

69 融資担当者の業界専門性がモニタリング上のシナジーを高め、中小企業向け融資の信用デフォルト率を低下させることを示す例として、Michael Goedde-Menke and Lars Ingermann, "Loan officer specialization and credit defaults" *Journal of Banking & Finance*, vol.161 (2024), Article 107077 (DOI: 10.1016/j.jbankfin.2023.107077) 参照。

70 日本のデータにつき、Hirofumi Uchida, Gregory F. Udell and Nobuyoshi Yamori, "Loan officers and relationship lending to SMEs" *Journal of Financial Intermediation*, vol.21, no.1 (2012) pp.97-122。海外のデータにつき、Alejandro Drexler and Antoinette Schoar, "Do Relationships Matter? Evidence from Loan Officer Turnover" *Management Science*, vol.60, no.11 (2014) pp.2722-2736。後者は、担当者不在時に、借り手が "are less likely to receive new loans from the bank, are more likely to apply for credit from other banks, and are more likely to miss payments or go into default" (当該銀行から新規融資を受ける可能性が低下し、他行に信用供与を申し込む可能性が高まり、延滞又はデフォルトに陥る可能性が高まる) こと、及び、離脱が予期され引継ぎの誘因がある場合にはこのコストが縮小することを示す。

71 Andrew Hertzberg, Jose M. Liberti and Daniel Paravisini, "Information and Incentives Inside the Firm: Evidence from Loan Officer Rotation" *The Journal of Finance*, vol.65, no.3 (2010) pp.795-828。同論文は、"When an officer anticipates rotation, reports are more accurate and contain more bad news about the borrower's repayment prospects." (担当者が交代を予期するとき、報告はより正確になり、借り手の返済見通しに関する悪い情報をより多く含むようになる) ことを示す。

督上の制約は、もはや存在しない。

(3) 第3の疑問

—日本の融資慣行が変わってしまうのではないか

第2の疑問が「使えない」という悲観であったのに対し、第3の疑問は、対照的に「使える」ことを前提とした警戒・恐怖である。これに対しては、以下3つの点を改めて確認することとしたい。

第1に、推進法は、融資慣行の変更を強制するものではない。企業価値担保権は選択肢のひとつであり（前記3(3)）、不動産担保や信用保証を含む既存の実務を否定するものではない。構想段階から、活用の一律の強制は適さないことが確認されてきたところであり（前掲注47参照）、金融庁の検査・監督も、各金融機関の経営理念・経営戦略との整合性を出発点とする融資DPの枠組みを前提としている。どの取引を変えるのか、各金融機関と事業者の選択にゆだねられている。

第2に、金融庁は、事業性融資について、スモールスタートで、長期的な視点に立つ方針を明確にしている⁷²。企業価値担保権を通じてメインバンクが明確になり、伴走支援の質で選ばれる競争が生まれることは、量と金利に偏った消耗的な競争からの転換であり、事業者にとっても金融機関にとっても望ましい方向であるが、事業者・金融

機関双方にとって新たな挑戦である。そのため、拙速な取組みではなく、10年、20年の時間軸の中で、挑戦と改善を着実に積み重ねていくことが望まれている⁷⁴。

第3に、そもそもの疑問の前提を見直す段階にきている。前記5でみたとおり、名目GDP、設備投資、賃金・物価、金利、そして預金など、外部環境は大きく変わりつつある。企業価値担保権いかにかわらず、「金利ある世界」において、これまでと同様の融資を続けられる保証はない。外部環境が変わりつつあるなかで、変わるリスクだけでなく、変わらないことのリスクも、同時に考える必要がある。

7 おわりに

本稿は、目指すべき事業性融資を、これまでの一部の融資担当者の属人的な取組みから、組織的・継続的な取組みへと押し上げることと位置付け、その条件として、外部環境・法制度・金融機関の態勢整備の3つを確認した。

法制度は、事業の継続を法的に支え（前記3）、金融機関の態勢——信用格付制度と、それを支える人事・組織体制——は、事業の継続を前提に将来情報を考慮し、継続的な実態把握と伴走支援を組織的に支える方向へと整えられつつある（前記4）。そして外部環境は、資金需要の増大などの

72 金融庁「『主要行等向けの総合的な監督指針』等の一部改正（案）に対するパブリックコメントの結果等について」（2019年12月18日）参照。いきすぎたルール・ベースとなって金融機関における創意工夫を妨げている規定等の見直しのなかで、人事ローテーションや職場離脱制度（最低限年1回、1週間以上連続して離脱）など、特定の方法を定めている記載が削除された。

73 片山大臣記者会見の概要・前掲注2では、「事業の将来性に基づく融資という新しい融資慣行の形成に向け、事業者と金融機関が調整と改善を積み重ねていくことができるように、政府一体として、長期的な視点に立った取組を進めてまいります」とされている。

74 柳瀬・前掲注36・15頁。

追い風を生みつつある（前記 5）。

企業価値担保権は、このうち法制度の中核をなすが、あくまでひとつのピースである。企業価値担保権をめぐる3つの疑問も、こうした背景を前提に回答されることになる。

まず、企業価値担保権は、担保価値の範囲内で安全に融資するための「担保」というよりも、借り手との継続的なコミュニケーションを支える法的基盤である（第1の疑問）。それを扱う人材は、所与ではなく、経営資源の配置と組織・人事制度の設計によって育つものであり、その制約は既に取り除かれている（第2の疑問）。そして、融資慣行は、外部環境とともに常に変わり続けてきたのであって、問われているのは、変えることのリスクだけではなく、変わらないことのリスクである（第3の疑問）。

もとより、残された課題も少なくない。実務の予測可能性は、裁判例の集積によって確保される。特に実行手続は未経験であり、管財人や裁判所の運用の形成もこれからである。信用リスク管理・引当や信託業務の運営も、事例の蓄積と検証を重ねる必要がある⁷⁵。これらの論点については、既に解釈上の課題などが指摘されている。本

稿の立論も、こうした批判的な検討に多くを負っている⁷⁶。

推進法の施行はゴールではなく、事業性融資の推進の出発点である。現場の融資担当者が、一つひとつの事業と向き合うなかで得た発見や課題こそが、この制度を育てていく。本稿が、新たな挑戦と改善を積み重ね、そして事業性融資の発展に向けた営みの一助となれば幸いである。

（みずたに とみお）

75 前掲注17の基本的な考え方Ⅳも、事例の公表や同文書の見直し・追補等を含め、事業性融資の発展に向けた取組みを継続するとする。

76 企業価値担保権に対する解釈上・実務上・倒産法上の課題や懸念は、既に国内の学説・実務においても具体的に検討されている。解釈上の課題（譲渡制限特約との関係、受託者・指図権者の善管注意義務、管財人の実体法上の地位とコベナンツの承継等）を整理するものとして、佐藤正謙「企業価値担保権の概要と若干の解釈上の課題」民商161巻4号543頁。倒産手続との関係をめぐる論点（管財人によるコベナンツの承継、別除権的な構成、他の倒産手続との調整、一般債権者の保護等）を多角的に論じるものとして、大来志郎ほか「倒産と新たな担保法」NBL1279号34頁所収の各報告及び同号所収の東京大阪四会倒産法部シンポジウム「パネルディスカッション② 倒産と企業価値担保権」、安永祐司＝富川諒「企業価値担保権の意義・内容と倒産法上の取扱い」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2024-5。実務家による期待と課題の整理として、志甫治宣「企業価値担保権への期待と今後の課題」銀法918号4頁。本稿の立論は、これらの批判的検討に多くを負っている。