ゲーム会社など新しい産業に対する新たな融資事業の提案

饗庭靖之[1]

第１　新興の産業に対する融資事業の現状

１　不動産を担保にする融資が主流であること

資産担保融資（ＡＢＬ）の金融手法につき、不動産担保融資との違いを説明すると、わが国の金融実務は、昭和初期に発生した金融恐慌以後、銀行等の商業金融機関が土地を担保に融資を行うとの方式が主流をなしていた。土地を担保としてされる融資は、弁済の原資となるべき収益力に関するリスクについて、現に存在する土地という代替的価値を把握することによって、対処しようとするものである。

このため、ゲーム会社などの新興の産業が、成長のための旺盛な資金需要を必要とするときも、不動産を有していないときには、融資に必要な担保が存在しないとして、融資を得られないという問題がある。

２　ベンチャー投資について

ベンチャー・スタートアップ企業の多くが、これまでに存在していなかった新しい技術やビジネスモデルで事業を展開することを目的としているが、新しく起業したベンチャー・スタートアップ企業には十分な自己資金がない中で、市場の変化発展していくスピードについて行くために必要な資金を手当てすることが必要である。

ベンチャー・スタートアップ企業への資金の供給については、ファンドがこれら企業に対して出資を行い、企業経営に関与しながら投資を回収するという方法が行われている。

出資という形態は、事業が成功したときは、事業の共同所有者として成功の果実としての事業発展による利益の分配を受けることになるが、事業が失敗したときは供給した資金は返さなくてよいということを意味し、事業の冒険性が高い事業に対する資金提供行為が出資という形式に適合する。

このような資金供給方法は、ベンチャー・スタートアップ企業の事業が一定の成功を収めた段階で、ベンチャー・スタートアップ企業を創業した人や投資を行ったファンドが、その一定の成功に見合った価格で、当該企業の株式を売却し、利益を確定する方法をとることを意味する。

ベンチャー・スタートアップ企業の事業が一定の成功を収めた段階で株式を売却することは、「出口」を意味する EXIT と呼ばれるが、ベンチャー・スタートアップ企業業に対して、外部の第三者が行う資金供給方法として出資という方法をとることは、ベンチャー・スタートアップ企業の事業が一定の成功を収めた段階で株式を売却して利益を確定させることになる。

---

[1]　Yasuyuki Aeba　東京都立大学法科大学院教授、首都東京法律事務所弁護士

しかしながら、ベンチャー・スタートアップ企業の事業が一定の成功を収めた段階で株式を売却する出口戦略を取ることは、それによって企業経営者の会社経営権を揺るがす可能性が高く、事業が一定の成功を収めたのであれば、企業経営者は更に事業を成長させるため経営を続けていくのが当然であるにも関わらず、出口戦略により会社経営権を喪失する可能性を生ずることは企業経営者の意思に沿うものとは言えない。

シリコンバレーで発達したベンチャー投資の手法は、一定の成功を収めたＩＴ企業を、フェイスブックやアマゾンなどの大手のデジタルプラットフォーム企業が買収して、事業や顧客の個人情報をすべて吸い上げてしまうというデジタルプラットフォーム企業の行動に左右されているところが大きいとも考えられる。

３　米国の融資で主流の資産担保融資

融資一般に関し、米国においては、融資先の債務不履行（デフォルト）による不良債権の発生を防ぐためには、融資先の収益力の的確な判断こそが決定的な要素となるとの認識が、早くから定着していた。特定の事業者がある時点で有する不動産などの資産と、その事業者の収益力とは、次元を異にするものであるところ、融資先の収益力についての分析・判断をし、その事業者の収益力の一部を、担保として優先的に把握して、デフォルトに際してはその担保を実行して融資金を回収しようとするものである。この米国で定着した担保の方法が、融資を受ける法人の在庫や売掛金、あるいは法人の預金を担保とする資産担保融資（ＡＢＬ）である。

日本においては、不動産を担保にとることが主流をなしているが、不動産に依存しない新たな担保手法として、資産担保融資（ＡＢＬ）が取り上げられ、地方銀行が中小企業による地場産業の資金ニーズに対応する手法として喧伝されてきた。

しかしそれにもかかわらず、日本の金融において資産担保融資（ＡＢＬ）は停滞している。

資産担保融資（ＡＢＬ）が停滞する原因となっているのは、融資先の収益力を分析するという金融手法が困難であることにあるのではない。ＡＢＬは、不動産である土地を担保に取る場合に比べて、動産や債権を、融資側が担保として評価すること、担保を設定した後に担保の価値が継続して失われないように管理を行うこと、債務の不履行が起きたとき担保権を実行して貸付金を回収することのいずれも事務処理と費用がかさむという点に問題がある。この負担が、融資を行う金融機関にとって大きなものとなっていることに、ＡＢＬが停滞する原因がある。

資産担保融資を行うことを銀行にとって負担が大きいことから、銀行は不動産を担保にした融資以外は手掛けないということが意味するのは、不動産を持っていない企業には、金融機関による融資は期待できないということである。

このため、不動産を持っていない企業が融資を受けることを実現するために、本稿で提案する新しい融資事業は、業界団体が金融機関から融資を受けて、業界の企業に対し

て融資事業を行うものである。

第２　新興の産業に対する新たな融資事業の提案

１　産業が発展していくために、その産業界のエースの企業が育つことの意義

業界の水準を引き上げてくれるような企業が現れてくることは、業界全体を裨益させてくれる可能性が大きい。このため、業界に属する各企業の面倒をみてくれる機能が、業界にあるべきだと考えられる。

業界団体として、業界の共同事業を行うために協同組合を立ち上げてもよいし、一般社団・財団法人でもよい。あるいはＮＰＯで事業を行うことも考えられるが、そのような業界団体が、業界の水準を引き上げてくれる有力企業を育てるために、業界の企業に対して、金融機関を通さずに、業界団体が金融機関から融資を受けて、業界に属する企業に融資を行う事業を行うことが望ましい。

２　新興の産業に対する新たな融資事業は継続企業価値を担保にするべきであること

本来の融資に必要な担保とは、融資を受けた先の収益力についての分析・判断をし、その事業者の収益力の一部を、担保として優先的に把握して、デフォルトに際してはその担保を実行して融資金を回収することである。

事業に必要となる金額の融資を可能にするためには、融資額と同等額の担保を提供できれば、融資を行う機関は融資の回収が確実になるので、低いリスクで融資を実行することができる。

大きな不動産を有していない企業が、最大の担保として提供できるのは、企業自体を担保とすることであり、会社経営権に質権ないし譲渡担保権という担保権を設定することによって、企業の継続する価値を担保とすることができる。融資を行う機関は、会社経営権についての質権ないし譲渡担保権という担保権を取得することによって、融資対象の企業の継続する価値を担保として把握し、継続企業価値に相当する価額の融資を行うことができる。

３　業界団体が、各社の事業を育成・継続するために行う融資

業界団体が、業界の総意を集約する機能を果たすことができるときには、業界団体が、業界の中核企業として真に育成すべき事業者に対して、事業を継続させ、事業を発展させることを目的にした事業継続型融資（会社経営権を担保にとった融資をいう。）。を行うことが望ましいと考えられる。

会員会社の経営権を担保にとった事業継続型融資は、仮に融資した企業が債務不履行を起こしたときは、事業を他の事業者に譲渡し、あるいは経営者を交代させる等を行うことによって事業を継続させ、継続する事業の収益から融資の元利金の返済を図るものである。

事業が発展すると見込まれ、業界の中核企業として育成すべきと考えられる事業体は、仮に事業が苦境に陥ったとしても、他の事業者が買い取る価値があると考え、経営者を交代させて事業を再生することができると考えられ、このように将来とも事業を継続できる見込みがある事業体として融資を行っていくことができる。

4　事業継続型融資の目的

会社事業が危機になったとき、事業再建をさせる価値がなく、会社を清算させざるを得ないときは、破産清算をする必要を生ずるが、事業を再建させる価値のある事業体については、会社の事業が危機になったとき、事業を継続発展させる価値を有するがゆえに、事業を再建させる手続が取られるべきである。

このため、事業再建をさせる価値のある事業体については、会社の事業が危機になったときでも、事業を継続発展させるべきであるから、債務不履行を起こして融資が焦げ付いたときにも、事業再建を目的とした手続が取られるべきことを融資する時点で融資契約の中に織り込んで、融資を行うべきである。

事業継続型融資とは、債務不履行という事業体の危機時に、事業再建が可能になるように、融資契約の中に事業再建プログラムとして、融資者が融資を受ける企業に最低限の必要な関与を行うことを規定しておくものである。

事業再建を目的とした手続がとられて事業が継続することが保障されるときには、継続企業価値が当該企業に存在し続けることから、存在し続ける継続企業価値が融資返済の担保となっているとして融資を行うことができる。

5　事業継続型融資で仮に債務不履行が起きた場合

事業継続型融資を受けた会社が融資金返済について債務不履行を起こすことは、当該会社の経営陣は、経営者として失格であり、経営権に付した担保権を実行して、経営者の経営権を喪わせ、同業者に経営権を有償で譲渡させることが必要である。

しかし、いままでの経営者は、経営権を失っても、経営権を取得した者に雇用されて事業に従事し続けることが考えられる。中小企業の場合は、経営者自身が当該事業を行う即戦力である場合が多く、経営者として失敗したとしても、会社の事業を熟知した者として、持っている能力と経験を、当該事業に活かすことは、人的資源として当該人物を業界が失うことはなくなり、業界が継続的に発展していく育成することに資する。

また、債務不履行を契機とする経営者の交代は、業界における各事業体の経営を改善し、業界の発展につながる可能性がある。事業再建のための事業を譲り受ける事業の買手は、経営権を買い取るだけの資力を有する成功している事業者である必要がある。その業界が成熟産業で過剰生産の問題があるようなときは、担保権実行による経営権の集約は、事業生産の集約につながり、業界の事業効率化につながる。

このような意味で、業界団体による経営権についての担保権の実行は、倒産事件を生

じさせないので、倒産手続における債権放棄や債権カットによる業界の信用低下を招くことなしに、業界の事業効率化の役割を果たすこととなる。

日本の各事業の発展のためには、職業人の継続的育成こそ図られるべきであるが、以上のような事業継続型融資により、融資が有効に事業展開につながる場合はもとより、たとえ事業に失敗して債務不履行が生じたとしても、担保権実行による経営者交代により、業界内で、事業体の新陳代謝を図ることができる。このことにより、業界の人材を継続的に再生し、活用していくことができれば、日本の各事業の継続発展に資していくこととなろう。

職能別の業界団体により事業継続型融資が行われることは、業界内において、業界の新陳代謝を図り、自主的自立的に業界が安定的に発展していくための礎となると考えられるので、検討されていくことが望まれる。

6　業界団体による担保権実行

会社経営権を担保にとった融資事業を行うときの最大の課題は、融資した企業が融資債務の返済につき債務不履行を起こして、融資金を回収するために担保権を実行しなければならないときである。

担保権の実行とは、担保にとった会社経営権を、会社経営者から取り上げて、第三者に有償で譲渡することである。この担保権の実行による会社経営権の譲渡において、適切な金額で、会社経営権を買う第三者が現れることが必要である。

担保権の実行による会社経営権の譲渡において、適切な金額で、会社経営権の売買が行われるためには、競争的な売却環境が整えられる必要があり、次の 3 つの条件が充たされることが必要である。

一つには、担保実行をする会社を買う能力のある人又は法人に漏れなく、応募のチャンスが与えられることである。

二つには、担保実行をする会社の経営を行う能力のある人又は法人が応募して、買受人となることである。

三つには、担保実行をする会社の経営権譲渡が、公正が確保された売却環境で、業界全体の発展に寄与するような結果となる売却が行われることである。

三つ目の点については、その企業の属する業界が伸びているときには、業界の発展の中核となっているような企業に担保実行をする会社を売却し、成長企業に経営資源を集めて、業界の発展を牽引していくようになることが望ましい。

これに対し、その企業の属する業界の提供する財・サービスの需要が飽和に達し、市場が成熟しているようなときは、業界の発展の中核となっているような企業に、担保実行をする会社の経営資源を吸収させることによって、業界の経営資源の集約化が図られることが望ましい。

その実現のプロセスは、譲渡価格のオファーによる公正な競争的な売却環境で行われ

ることが必要である。

担保権の実行がこのような、企業の経営資源を譲り受ける側、経営資源を譲り渡す側にとって、望ましい結果となるためには、公正が確保された売却環境を整え、業界全体の発展に寄与するような結果となる売却が行われるよう全体を調整していくことが必要である。

担保権実行について、競争的な売却環境を整えて、業界の発展に寄与する結果となる売却が行われるようにするためには、共益的な観点が必要であり、当該企業が属する業界団体が、公平な第三者として、担保権実行を行っていくことが必要だと考えられる。

以上のようにして、会社経営権に担保権を設定して融資を行うのは、業界団体が行う必要があり、業界団体が、その業界に属する企業に対して、経営権を担保にした融資を行うことが必要であると考えられる。

7　事業継続型融資と資産担保融資（ABL）の使い分け

真に評価に値し、会社事業が危機に陥ったときにも会社を継続させて業界の将来の中核に育成すべき組合員企業に対しては、事業継続型融資を行うのが適当と考えられる。

どの業界においても、キャッシュフローからの融資の元利金の返済が見込めるだけの事業価値を有する企業に対しては、業界の中核企業として発展すると見込まれ、真に育成すべき事業体として、事業継続型融資を行うべきと考えられる。

しかし、事業継続型融資は常に可能なものではない。事業価値が劣化してしまっており、極めてわずかなキャッシュフローしか期待することのできない借り手もある。こうした企業は破綻のリスクがより高く、かつ現実に破綻したとき、融資を行った場合は清算を通じた回収に依存せざるを得ない。したがって、そのような借り手に対する融資は、事業体の有する不動産を担保にとる不動産融資や、流動資産を担保にとる資産担保融資（ABL）を行うことが必要であり、事業継続型融資を行うべきではない。従前の不動産担保による手法による資金調達の道の閉ざされていた企業は、流動資産を担保にとる資産担保融資（ABL）を行うことにより、資金調達の道が開かれる。

第３　ゲーム業界を例示として業界団体による事業継続型融資の提案

1　事業継続型融資がどのように機能するかを見るため、ゲーム業界で、ゲームのコンテンツを担保の中心にした事業継続型融資の提案を行う。

ゲーム業界を例とするのは、今後も成長が期待される新興の産業の代表として、業界団体による融資事業の提案を行うのが適切な業界だと考えるからである。

ここで業界団体としては、ゲーム業者による協同組合を想定するが、ほかにゲーム業者による一般社団･財団法人やＮＰＯも、ゲームの業界団体として機能しているときは、同様に事業継続型融資に取り組む適性を持っていると考えられる。

ゲーム業界は、我が国の新しい有力産業であり、主たる商品が著作権の対象となって

いるという特徴を有している。現在、ゲーム会社を対象として特定した融資事業は行われていないが、シミュレーションとして、ゲーム業界で業界団体によって知的財産権を中心として担保にする事業継続型融資事業を提案する。

２　ゲーム事業の特徴

ゲーム事業の中心は、ゲームのコンテンツを作って製品化し売ることにある。

ゲームのコンテンツを作るには、プランナー、アート系（美術、音響）のクリエーターとプログラマーである人材が必要とされ、この三種の人材をどのように擁しているかで、ゲーム会社の特徴を生ずる。

ゲーム業界では、このプランナー、アート系クリエーター、プログラマー三種の人材が事業活動の基盤であり、人的資源が事業の中核をなしている、職人の世界と言ってもよい。人材がゲーム業界の中で育ち、継続的に活躍していくことができる状況を作ることが、業界の力の源泉である。

そして、ゲームのプレイ人口は世界で増加を継続するという成長市場状態が継続しているため、日本のみならず世界中にゲーム会社はできており、世界的に厳しい競争状態にある。米国のゲーム会社は、地球の数か所にゲームの制作地点を設け、地球の自転に合わせ制作する場所を移動させながら２４時間制作を続け、ゲームの早期完成を目指す会社もある。

日本のゲーム会社は、新製品への開発の圧力や企業の流動性の激しさから、ゲーム会社は、ゲームのコンテンツを作ることに集中する会社（デベロッパー）と、デベロッパーにゲームのコンテンツを作ることを委託してこれを販売する会社（パブリッシャー）への分化も生じているが、各国のゲーム産業の発展に対抗する制作方法を確立する必要と、担い手の人材を確保し育成するかという課題を背負っている。

事業活動は、ゲームを制作する事業本体と、周辺事業領域として、ゲームセンター運営したり、設置する機械（アーケイド）の製作、サラウンドヘッドホンやマウスやキーボードのようなゲームの周辺機器の製作、キャラクターのグッズ製作、ｅスポーツ事業がある。

代表的なゲーム企業である任天堂は、無借金経営が有名であるが、このことは、ゲーム会社が融資を受ける必要がないことを意味しているのではない。任天堂の無借金経営の根底には「明日がどうなるか分からない産業に銀行がまともに貸してくれるはずがない」という経営者の考えがあると言われ、同社は稼いだキャッシュを投資に回さず、いつでも使えるようにストックしておき、赤字になったときには銀行から借りずにストックから補填しているという。

ゲーム製品には急激に売れるが急速に売れなくなるものもあり、インディーズが出てきて、すぐ消えていくということも多く、映画製作に似たばくち性がある。ゲーム製品が、大当たりする場合と大外れすることがあることは、ゲームのコンテンツを作るのは、

継続的に人的資源を投入して時間をかけて創作をしていかなければならないにもかかわらず、安定的な収益を生み出すことが難しいということを意味している。

ゲーム会社がいい人的資源を抱えるためにコストをかけることが必要であるもかかわらず、運転資金と事業の継続拡大のための設備投資資金を捻出するのに困難を生じる場合があることを示している。したがって、事業の継続拡大のための運転資金と設備投資資金への融資の必要性は高い。

3　業界団体による、ゲーム会社に対する事業継続型融資の実施方法

事業継続型融資は、融資対象の企業の継続企業価値を担保として把握し、担保に取っているこの継続企業価値に相当する価額を担保実行によって資金回収することができる。このため、事業継続型融資では、原則として、継続企業価値相当額の融資を行うことができる。したがって事業継続型融資を行うには、融資対象の企業の継続企業価値を把握することが必要になる。

ゲーム会社の継続企業価値を構成するのは、ゲーム会社の中心事業である、販売されるゲーム製品のコンテンツの価値が大きな割合を占める。ゲーム会社の知的財産権（著作物）であるコンテンツの評価は、製品販売による売上額という客観的なものと、良いコンテンツはリメイクして改良版を作ったり、シリーズ化もできるので、コンテンツに対する主観的評価も必要となり、客観と主観を総合して評価を行うことが必要と考えられる。ゲームのコンテンツについての客観と主観の評価を行い得るのは、ゲーム業界の同業者であると考えられる。

主観的な評価について個々人の評価のブレをなくすためには、複数の同業者によって判断することが必要と考えられる。このため、この判断を行うメンバーによって構成される委員会を協同組合内に設置し、委員会が、ゲームのコンテンツを評価し、それに基づいて融資対象の組合員企業の継続企業価値を評価するのが適当と考えられる。委員会は、融資時と融資後も定期的に知的財産権の担保価値の評価を行う必要があると考えられる。

ゲーム会社に対する事業継続型融資の担保となるのは、知的財産権のみならず、会社の商品、知的財産権、人材を含めた事業の丸ごと全体であり、当該会社の継続事業価値全てが対象となる。事業継続型融資の担保の設定方法は、当該会社の知的財産権に譲渡担保を設定するのみならず、融資を受ける会員会社の全株式について質権又は譲渡担保権を設定する（ステップイン方式）。

融資を行うとき、融資先の企業の継続企業価値全てを担保の対象とするとき、当該企業の持っている資産のうち最大の資産を担保として把握できることから、最も大きな額の融資を行うことができ、そのことによって組合員企業の資金需要に一番応えることができる融資となる。

融資を受けた組合員企業が融資金を原資として事業を発展させ、それによって融資金

の返済を行ってもらうのが、融資の目的である。しかし融資金の回収が困難になる可能性に対しても適切に対処できることが融資事業としては必要であり、それが担保を設定する理由である。事業継続型融資を行った場合の担保権の実行としては、融資を受ける会社の商品、知的財産権、人材を含む事業の丸ごと全体を第三者に買い取ってもらい、事業全体の譲渡代金で融資金を回収することが必要となる。

これを実現するためには、ゲーム業界や関連業界の会社によって、競争的に、事業の丸ごと全体の買取りがされることが、譲渡価格のベストプライスを実現することが必要であり、そのためには、有力企業の買収を欲しているような、ゲーム業界や関連業界の中核企業が、協同組合内に設置する融資のための委員会に参加してもらうのが望ましい。

しかしながら、ゲーム業界の中で、融資を受けたゲーム会社が債務不履行を起こしたときに、当該会社を買収するスポンサーが業界内で見つかるとは限らないため、協同組合の融資のための委員会が、担保権の実行のために行う業務としては、新しいスポンサーを見つけてくることが最も重要になる。ゲーム業界の特徴は作品の当たりはずれによる収益の不安定性にあり、投資価値を外の業界に説明することの難しさが想像されるが、ゲーム業界を理解するスポンサーを、いかに外の業界から見つけてくるかが、協同組合の融資のための委員会の役割となる。

担保権の実行により、いままでの経営者は、経営権を失うことになる。しかし、中小企業の場合は、経営者こそが会社事業の中核的な資産なのであり、経営者として失格であっても、ゲーム事業を熟知している者として、持っている能力と経験を、譲渡された事業の中で活かしていく機会を与えることが望ましい。担保の実行により、経営権を失った経営者に対して、譲渡された事業の中で活動する機会を与えることにより、人的資源として当該人物をゲーム業界は失うことがなくなり、ゲーム業界が継続的に発展していくことに資することとなろう。

以上のようにして、事業継続型融資は、担保の実行によっても、事業の設備、熟練の人材が継続的に活かすことができ、そのことによって、ゲーム業界における会社の経営を改善し、ゲーム業界の発展に繋げられる可能性があると考えられる。

第４　事業継続型融資における担保設定の内容

事業継続型融資における担保の設定内容として、次のものが考えられる。

① 会員会社の株式全部に対する質権または譲渡担保権の設定

経営者の交代は、融資を受ける会員会社の株式全部ないし過半の株式に対して質権または譲渡担保権を設定し（ステップイン方式）、会社の支配権を担保にとる必要がある。

融資金返済につき債務不履行があったとき、貸付人たる協同組合は担保権を実行し、会員会社の株式全部ないし過半の株式を買受人に売却して株式譲渡代金を支払ってもらい、買受人に会社の支配権を得させる。

② リスクが顕在化したときの役員や業務受託者を更迭するための辞任の特約

融資金返済の債務不履行があるなど会社経営のリスクを生じさせたとき、①の会社支配権を移動させることに併せ、役員を辞任させたり業務受託者を更迭して、新たな経営者を選任すべきであるため、辞任等の特約を結んでおくことが必要である。

③ 融資を受ける会員会社の事業が行われている土地建物に対する第一順位の抵当権設定

土地建物につき、融資を受ける会員会社または経営者が所有するとき、会社の事業を継続させるため、不動産の利用処分について主導権を確保しておく必要があり、第一順位の抵当権を設定しておくことが望ましい。

また、事業譲渡または事業再建が難航したときに、融資の元利金を回収する手段として不動産担保の実行により債権回収を図ることが必要になる。

④ 融資を受ける会員会社が有する動産、売掛債権に対する第一順位の譲渡担保権の設定

融資を受ける会員会社が有する動産、売掛債権を、担保権実行により経営者が交替した後も利用するために、当該動産、売掛債権につき第一順位の譲渡担保権を設定しておくことが必要である。

⑤ 融資を受ける会員会社が事業を行うことに伴って取得する権利や契約上の地位の譲渡担保

融資を受ける会員会社が事業を行うことにともなって取得する権利や契約上の地位を、担保権実行により経営者が交替した後も利用するために、当該権利や契約上の地位につき譲渡担保権を設定しておくことが必要である。

⑥ 業界団体名義の口座による融資を受ける会員会社の売上げの管理

キャッシュフローに着目した融資であるからこそ可能な融資の返済を確実にするための方法として、融資を受ける会員会社の売上げのうち融資の元利金の返済に充てるべき部分を、業界団体名義の口座に入金されるようにしておくことが望ましい。

事業継続型融資は、融資を受けた組合員のキャッシュフローが融資金返済に充てられるようにする必要があり、それを具体化するものとして、融資を受ける会員会社の売上げのうち融資の元利金の返済に充てるべき部分を、業界団体名義の口座に入金されるようにしておくことが望ましい。

第５　業界団体による事業継続型融資の内容についての説明

ここで、事業継続型融の内容について説明を行う。

１　事業の継続発展を重視する融資

融資にあたって今までの不動産担保を偏重することからの脱却を目指すために、融資判断にあたって事業が生み出すキャッシュフローの評価が重視されるようになっている。

金融庁の主要行向けの総合的な監督指針（令和２年）においても、「キャッシュフローを重視し、担保・保証（特に第三者保証）に過度に依存しない融資への取組み」と指摘され、融資においてキャッシュフローの評価の重要性が指摘される。

キャッシュフローを生み出す企業の力を継続企業価値という。企業価値は、継続価値

と清算価値の２つに大別出来る。継続企業価値は、事業を継続することを前提として将来に亘って事業が生み出す価値のことを指す。これに対し、清算価値は、事業を中止して清算する場合の価値であり、現存する物件の価値が重要視される。通常の場合は、企業は事業継続することを前提としていることから、継続企業価値を評価することが重要である。

不動産を担保とするときは、担保目的物の土地を第三者に売却した価額が担保権実行による回収額となるが、キャッシュフローを生み出す継続企業価値は、会社の構成要素が有機的に結合して一体としての企業が持つ価値であるので、企業を構成する個別の財産の清算価値の総和よりも大きいと考えられるので、貸付人が事業体のすべての財産の交換価値を把握することよりも、継続企業価値が生み出すキャッシュフローの総額の方が大きくなると考えられる。

このため、キャッシュフローに着目した融資を行い、会社の継続企業価値を担保にとって、企業が継続的に獲得するキャッシュフローから融資金の返済を求めていくときには、資金回収が保証される金額が継続企業価値となり、会社の継続企業価値を、融資金額の基準とすることが可能になる。このように、会社の継続企業価値を担保にとることは企業のもっているすべてを担保にとることになるから、資産担保融資（ＡＢＬ）による場合よりも、大きい金額の融資を行うことができる。

会社の客観的な財産価値を示すとされる「継続企業価値」は、次のように計算される。

企業の価値とは、今後れだけ利益を生み出せるかであるから、１年間で実現する利益が、今後も同様な利益が実現されると仮定し、将来実現される利益額を毎年の金利で割り戻してやって、現在の価値として評価し直して、将来実現される価値を全部足し合わせたものが、その企業の現在の価値だと考えることができる。

業界団体の会員企業から協同組合に対して融資の申請があったときの、当該会員企業の簿価上の純資産額を１０、０００万円とする。そして単年度当たりの売上げが９０００万円、費用が８７００万円、粗利益が３００万円とする。

当該会社の継続企業価値は、金利を現在の法定金利の３％とすると、

会社の継続企業価値額＝３００万円／（１＋０．０３）＋３００万円／（１＋０．０３）^{2}＋３００万円／（１＋０．０３）^{3}＋…＝３００万円／０．０３＝１０、０００万円

（ここで仮定した計算では会員企業の簿価上の純資産額と継続企業価値をともに１０、０００万円としているが、企業を構成する資産の価値である純資産額よりも、企業として活動した成果としての収益の総和である継続事業価値の方が大きくなることが事業を行うことの意味なので、継続企業価値の方が純資産額より大きくならなければならないはずである。しかし、日本の上場企業の株価総額はその純資産額を平均で下回る場合もあり、実際は理論のとおりにいかないときもあるので、中立的に企業活動を評価するとの立場で純資産額と継続企業価値が一致するとして計算したものである。）

融資の審査におけるポイントは、事業が生み出すキャッシュフローを予測し、それが

元利金の返済に十分かどうかを評価することだとされる。

業界団体による融資を行う場合に、キャッシュフローが生み出す価値を担保として把握するためには、キャッシュフローの安定的に生まれる見込みが充分であって、キャッシュフローが融資した元利金の返済に優先的に充てられることが、保証されるスキームを構築する必要がある。

キャッシュフローが融資した元利金の返済に優先的に充てられることを目的とする融資形態とはストラクチャード・ファイナンスを用いる融資である。キャッシュフローが生み出す価値を担保として、業界団体が融資を行う方法として、ストラクチャード・ファイナンスを用いる融資を提案するが、本稿でこれを「事業継続型融資」と呼ぶ。

２　事業継続型融資の内容

（２）事業継続型融資の構造はストラクチャード・ファイナンスであること

ストラクチャード・ファイナンスとは、様々な場面で、資源採掘など大規模なプロジェクトのときはプロジェクト・ファイナンスとして行われ、公共的な役務を行うときはＰＦＩとして，倒産した事業体に対する融資のときはＤＩＰファイナンスとして行われている。

ストラクチャード・ファイナンスは、融資をする相手方の持っている全ての資産を継続する企業価値として担保として把握するために、融資者が債務者の行動をコントロールして融資を行う。

本来、資金の貸付人は、融資を受ける者が、弁済期に融資の元利金を返済するのを待つだけで、融資を受ける者をコントロールしない。資金の出し手が資金の受け入れ先をコントロールする方法は、出資を行い支配株主になることである。支配株主になれば、実質的に、会社の所有者となることから、会社の経営者に対して命令することができる。

これに対して、資金の貸付人は、融資を受ける者が自らの才覚で資金を適切に活用して資産を増殖し、弁済期に返済を行うのを待つのが通常のあり方である。

しかし、ストラクチャード・ファイナンスは、融資を受ける者を「契約」によって拘束し、融資を受ける者にコントロールを及ぼそうとする手法である。

ストラクチャード・ファイナンスの典型の、プロジェクト・ファイナンスの場合、次のようにして融資を受け手を契約により拘束している。

①　元利金の返済の不履行（デフォルト）があるときは、担保権を実行して事業体の経営権を取り上げ、適切な新たな者に事業体を経営させ、事業を継続させる、②事業体を、貸付人がコントロールするため、事業体に増資や新規借入れなどの資本政策を行わせず、事業内容の変更も行わせない、③元利金の返済を受ける貸付人と同一順位の債権者がいないようにするため、事業の実施に必要な債務は貸付金ですべて支払い、貸付金の返済中には他の債務負担がない状態にして、他の債権者が事業体に干渉することがないようにすることなどを行う。

ストラクチャード・ファイナンスは、会社への資金の出し手である支配株主が会社を支配するのと同じ程度に、融資をした貸付人が融資の受け入れ事業体を支配できるように、契約で事業体を拘束する。

（３）事業継続型融資における経営権の把握（ステップイン）

ストラクチャード・ファイナンスに着目した融資スキームの特色は、融資者が融資先の会社の支配権を担保にとることである。

ストラクチャード・ファイナンスでは、融資の受け手が、融資の元利金を約束通り返済せずに融資者の期待に応えないとき、経営権を会社の現在の経営者から取り上げて別の者に経営権を譲渡して譲受人から株式譲渡代金を取得する。これによって事業の担い手を別の者に置き換える。

そのために融資の際、融資先会社の全部の株式に対して質権又は譲渡担保権を設定する。その方法としては、株券発行会社の株式については、株券を質権者に交付することによって質権を設定し、株券不発行会社の株式については、当事者の意思表示のみによって質権を設定するが、株主名簿に質権者を記載・記録することが対抗要件となる[2]。質権に代えて譲渡担保権を設定することもできるが、権利の発生と対抗要件は質権と同様である。

融資の元利金の返済について債務不履行があったとき、業界団体は、担保権の実行として質権又は譲渡担保権を行使して、会員会社の株式の全部を換価する。

業界団体が融資先会社の株式を換価し、融資金残額を回収するのは、次のように行う。

担保権の実行として帰属清算方式を行う場合は、株式の価額を適正に評価し、その評価額と被担保債権額との差額を清算金として株主に交付する。担保権の実行として処分清算方式を行う場合は、株式を第三者に譲渡し、その譲渡から得られた売買代金をもって債権の回収をすると同時に、残額を清算金として株主に交付する。

このようにして融資先会社の株式全部につき、業界団体は、担保権の実行として、株式の買受を希望する者に対し、株式の全部を売却する。株式の評価額は、継続企業価値を前提としたものとなるから、株式の売却代金は、継続企業価値を基準とした額であり、一方融資金額の上限も、担保の評価額である継続企業価値を基準としていることから、業界団体に株式の売却代金が支払われることによって、業界団体は融資の残額の回収を行うことができる。

融資時の担保評価額としての継続企業価値が、その後の企業の業況の悪化により企業価値が減価している場合はありえようが、それは、融資を受けた企業の財務諸表を確認することにより、継続企業価値の減価は、担保の評価換えとして行うことが必要なので、株式の評価額は、継続企業価値を前提としたものとなるはずであるから、適性に担保の

[2] 融資を受ける会社が株式の譲渡制限会社の場合には、譲渡承認手続が遅延する可能性もあることから、会社の定款に、株式が質権実行される場合は、当該譲渡にかかる承認があったものとみなす旨の規定を置くよう要請することが考えられる。

評価換えが行われていることにより、担保の評価額である継続企業価値と、株式の売却代金の基準となる継続企業価値は一致し、融資の元利金の返済残額が株式の売却代金を上回ることはないはずである。

買受人から株式譲渡代金を取得するとともに、買受人に会社の支配権を得させることにより、会社の経営者は買受人に交替する。

業界団体は、株式の買受を希望する者との交渉で、株式の譲渡代金について、折り合えないときには、担保権の譲渡交渉をいったん中止して、株式を業界団体に留保したまま、会社の経営責任者をスカウトして、会社の事業再建を託す。そして、会社の経営をこの者に託して、会社に事業継続をさせながら、融資の元利金の残額の返済を継続させ、もって融資の元利金の返済を完成させる。

また、事業継続中に会社の事業再建の目途がたったときは、株式の買受を希望する者と再度交渉し、株式の買受希望者に対し、株式の全部を売却して、株式の譲渡代金で融資金の返済を完成させることも可能である。

3　事業継続型融資において期限の利益喪失事由を定める必要性

（1）経営権に対する担保権実行による融資金の完全回収の確保

経営権に対する担保権実行は、貸付人が経営者が保有する借入人の発行株式の出資持分に設定された質権または譲渡担保権を実行し、第三者にそれを取得させることにより実現できるが、それにより融資金の完全に回収することを確保することが必要である。

その点で、債務者が債務超過になった後に、会社の担保権を実行することによって、支配権の譲渡により融資した資金を回収できるのかが問題になる。

業界団体が、融資先会社に対し、その会社の継続企業価値とされる額の融資を行ったとする。

その後融資先会社は融資の元利金の分割弁済を行い、融資返済を進めてきたが、その会社が債務額が会社の継続企業価値となる純資産額を超過したとする。

この状態で業界団体が、担保権を実行して、会社の株式に設定してある質権または譲渡担保権を実行し、会社の支配権を有償で第三者に譲渡したときの譲渡価額は、会社の継続企業価値予知よりも債務超過額分減価することになる。

これは担保実行によっても、協同組合が継続企業価値とされる額の融資を行った金額の一部を回収できないことを意味する。

このため、担保実行によっても融資金が回収できない事態を防ぐためには、組合員が債務超過となる前に、担保権を実行することが必要である。

融資先が債務超過になる前に担保を実行するため、融資契約書に期限の利益喪失事由（失期事由）を定める必要がある。

（2）期限の利益喪失事由

期限の利益喪失条項を規定する方法として、コベナンツと呼ばれる債務者の誓約事

項を定めることが行われている。日本ローン債権市場協会の契約書雛形では、「借入人の表明及び保証した事項が真実でないことが判明したとき」を期限の利益喪失事由とし、借入人の遵守する事項を表明及び保証事項を列挙する。これにより、業界の特性から分析して、融資先会社の経営が危機状態にあることを明らかにする基準を設定して、これを遵守することを借入人の表明および保証事項（コベナンツ（誓約事項））とする方法がある。この基準として、売上高、粗利益率、在庫残高、在庫回転率、在庫構成などについて遵守する基準として設定することが考えられる。

第６　おわりに

融資を受けた会員会社が融資金返済について債務不履行を起こすことは、当該会社の経営陣は、経営者として失格であり、経営権への担保権を実行して、経営者の経営権を喪わせ、同業者に経営権を有償譲渡させる必要がある。

しかし、いままでの経営者は経営権を失っても、経営権を譲り受けて取得した者に、従業員として雇用されて事業に従事し続けることが考えられる。中小企業の場合は、経営者自身が当該事業を行う即戦力である場合が多く、経営者として失敗したとしても、会社の事業を熟知した者として、持っている能力と経験を、当該事業に活かすことは、人的資源として当該人物を業界が失うことはなくなり、業界が継続的に発展していく育成することに資するであろう。

また、債務不履行を契機とする経営者の交代は、業界における各事業体の経営を改善し、業界の発展につながる可能性がある。事業再建のための事業を譲り受ける事業の買手は、経営権を買い取るだけの資力を有する成功している事業者であろう。その業界が成熟産業で過剰生産の問題があるようなときは、担保権実行による経営権の集約は、事業生産の集約につながり、業界の事業効率化につながる。

このような意味で、同業者を組合員とする業界団体による経営権についての担保権の実行は、倒産事件を生じさせないので、倒産手続における債権放棄や債権カットによる業界の信用低下を招くことなしに、業界の事業効率化の役割を果たすこととなる。

日本の各事業の発展のためには、職業人の継続的育成こそ図られるべきであるが、以上のような事業継続型融資により、融資が有効に事業展開につながる場合はもとより、たとえ事業に失敗して債務不履行が生じたとしても、担保権実行による経営者交代により、業界内で、事業体の新陳代謝を図ることができる。このことにより、業界の人材を継続的に再生し、活用していくことができれば、日本の各事業の継続発展に資していくこととなろう。

職能別の業界団体により事業継続型融資が行われることは、業界内において、業界の新陳代謝を図り、自主的自立的な業界の発展に資すると考えられる。