

新株予約権への上限金利規制の適用関係に関する検討
～ベンチャーデット/スタートアップ向け融資を念頭に置きながら～

1. はじめに

(1) ベンチャーデットの意義・特徴

従来、わが国におけるスタートアップ向けの資金調達は、主として優先株式をはじめとするエクイティ性の資金により行われてきたが、次のエクイティラウンドまでのつなぎ資金や事業拡大等の成長資金を要する等の事情により、負債性の資金調達を行う需要も拡大してきている。かかる背景の下、近年では、「ベンチャーデット」と呼ばれる負債性の資金調達が、VC等からのエクイティ性の資金調達を補完する資金調達方法として注目されつつある。

スタートアップは事業の発展途上にあり、かつ、成長のために多額の資金を費やすことから、安定したキャッシュフローを欠くことが多い。加えて、担保となり得る資産を保有していない事例も多く、伝統的な融資の対象としては不向きとされてきた。ベンチャーデットは、融資先企業の当座のキャッシュフローや担保に依存せず、将来にわたる事業の成長可能性を基礎にする点に特色があるが、貸付人としては、相応のリスクを取ることになるため、融資先企業の事業が成功した場合のアップサイドを享受できる権利の確保が求められる。そのため、ベンチャーデットの提供に際しては、通常、貸付人にワント（新株予約権）が付与される¹。2024年6月21日に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 改訂版」では、「ベンチャーデット（金融機関から低金利の融資を受ける一方で、無償で新株予約権を発行する資金調達の仕組み）の強化について検討を行う」とされている²。経済産業省の「スタートアップ・ファイナンス研究会とりまとめ」（2024年6月24日）も、スタートアップにとってのデットファイナンスの意義について、エクイティファイナンスよりも相対的に低い資本コスト、即時の株式希薄化の回避及び次期資金調達までの期間確保（事業を拡大させてバリュエーションをより高い水準に引き上げることができたタイミングで、次の投資ラウンドを迎えるなどの対応が可能となる）と

¹ 金融庁委託による「諸外国のベンチャーデットの取組に関する調査報告書」（2025年4月25日）は、諸外国のベンチャーデット実務についての調査を踏まえ、海外のベンチャーデットでは新株予約権が設定されることが一般的であると述べる（49頁）。

² 同資料18頁。新株予約権付ローンを含む新株予約権を活用したファイナンスは、以前から中小企業向け金融の一手法として着目されており、2006年7月25日に中小企業庁が公表した「新しい中小企業金融研究会報告書」においても、創業・成長局面での資金調達方法としてアップサイドリターンを享受できる「ハイブリッド型ファイナンス」の一類型として取り上げられていた。

いった利点が存在する旨を述べる³。また、2025年2月27日に実施された規制改革推進会議「第2回 スタートアップ・イノベーション促進ワーキング・グループ」(以下「第2回WG」という。)では、「地方を含むスタートアップ成長のための融資の選択肢拡大について」という議題の下、スタートアップ向け融資の状況やベンチャーデットの有効性、新株予約権付融資の普及に向けた課題に関して議論が行われている。

実務上も、新株予約権を活用したベンチャーデットの取組事例が増えつつある⁴。

(2) 本資料において想定する新株予約権付ローンのモデル

新株予約権付ローン、すなわち、融資先企業への貸付けに際して、貸付人が当該融資先企業の新株予約権の割当てを受ける取引は、上述のとおり、融資先企業にとって通常の融資を受けられない場合においても資金調達が可能となり、かつ株式発行による即時の持株割合の希薄化を防ぐことができるほか、貸付人にとっても、融資先企業の事業の成功時等に、新株予約権の行使及び株式の売却等によりアップサイドのリターンを享受し得るメリットがある。

ベンチャーデットで用いられる新株予約権付ローンの商品設計は様々であり、必ずしも確立した実務が存在するわけではないが、本資料では、さしあたり、以下の内容の新株予約権付ローンをモデルとして検討を行う。なお、新株予約権付ローンの取引当事者は、基本的に十分な判断能力を持ち、両者間の交渉が各自の自律的な判断に基づき行われることを前提とする。

- (i) 貸付人が非上場会社である融資先企業との間でローン契約及び新株予約権割当契約を同じタイミングで締結⁵し、ローン契約により融資を実行すると同時に割当契約により新株予約権の割当てを受ける。
- (ii) 新株予約権の発行価額は無償とし、行使価額は新株予約権割当時点の株式価額を踏まえて算出される。
- (iii) 新株予約権の発行とローンの金利との関係については、後述参照。
- (iv) ローン期間と新株予約権の行使期間は別個に設定される。行使条件の限定はなく、ローン返済後も新株予約権の行使が可能である（なお、貸付人は借入人の新規株式公開を資金回収・利益の現実化のメインシナリオとする。）。
- (v) ローン債権と新株予約権は、設計上、別々に処分することも可能である。

³ 同資料43頁。

⁴ 例えば、日本政策金融公庫による「新株予約権付融資（スタートアップ支援資金）」のほか、民間の金融機関・非金融機関による取組事例もある。第2回WG資料1「利息制限法・出資法における新株予約権付融資の考え方の明確化・緩和」(2025年2月27日一般社団法人全国銀行協会)も参照。

⁵ なお、新株予約権付ローンの実務上、ローン契約と新株予約権割当契約は基本的に別々の契約となるが、ローン契約上、新株予約権割当契約の締結や新株予約権の発行に必要な会社法上の手続の履践等が貸付けの実行前提条件として定められ、新株予約権割当契約の違反がローン契約の期限の利益喪失事由を構成するなど、両契約において一定の関連性を有するものとして設計されることが多いと考えられる。

(vi) ローンの期限前弁済時の対応に関して、以下のとおり取り扱われ、又は規定が定められる。

- 融資先企業は、その選択により、満期日よりも前に、貸付債権の期限前弁済を行うことができる。
- 期限前弁済にあたり、貸付人が当初に割当てを受けた新株予約権について、両者間で特段の精算（新株予約権の一部の融資先企業への返還や償却又はこれに代わる金銭の借入人への支払い）を行うことは想定されない（以下、かかる取扱いを「不返還扱い」といい、不返還扱いについてローン契約に明示的に定められる場合における契約条項を「不返還条項」という。）。

(3) 利息制限法及び出資法に基づく上限金利規制

一方で、利息制限法は、上限利率を超える利息の契約につき当該超過部分を無効とする（同法第1条第1項）。また、出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律（以下「出資法」という。）は、上限利率に違反する利息の契約の締結、受領、要求を刑事罰をもって規制している（同法第5条第1項、第2項）。

新株予約権付ローンにおいては、貸付けに際して新株予約権が貸付人に割り当たられるため、かかる新株予約権が利息制限法及び出資法上の「利息」に該当し、当該法令に基づく上限金利規制に服するかが問題とされてきた。また、仮に上記法令上の「利息」に該当するとされる場合、実質利率の計算方法、及び、融資先企業がローンの期限前返済を行った場合における処理も問題となっている。後述のとおり、これらの課題について議論は必ずしも帰一を見ておらず、実務が不安定な状況にあるように思われる⁶。

そこで、本資料では、新株予約権付ローンにおける新株予約権への上限金利規制の適用可能性その他派生する幾つかの問題について検討する⁷。

⁶ 前述した第2回WG議事録3-4頁では、新株予約権付融資の取扱いに関する法務面の課題として、①新株予約権付融資で取得した新株予約権が利息制限法等における利息に該当するか否かが不明確な点、②新株予約権が利息に該当するとされた場合、新株予約権を勘案した貸出金利が利息制限法等における上限金利以内であることの確認が困難である点、③期限前に返済が発生した場合、貸出期間短縮化による新株予約権の利息換算値が大きくなることで上限金利を超過するリスクが存在する点を挙げ、これらの法務面の課題が存在するために多くの金融機関が新株予約権付融資について積極的に取り組めていない状況である旨が述べられている。一般社団法人全国銀行協会が設置した「新株予約権付融資に関する検討会」（2025年6月19日）においても、同様の問題意識に基づき、本文で述べた諸課題に関する検討が進められている。

⁷ ベンチャーデットにおいては新株予約権付社債のスキームもみられるところ、社債に対する利息制限法の適用について、判例（最三判令和3年1月26日民集75巻1号1頁）は「社債の発行の目的、募集事項の内容、その決定の経緯等に照らし、当該社債の発行が利息制限法の規制を潜脱することを企図して行わされたものと認められるなどの特段の事情がある場合」を除き、原則として否定している。本資料では、上記判例の判旨の当否及び上記判例を踏まえた新株予約権付社債に対する上限金利規制の適用可能性等について特に論ずるものではない。

2. 新株予約権に対する上限金利規制の適用可能性 … 「利息」に該当するか

(1) 利息制限法及び出資法上の「利息」概念

まず、この問題について検討を加える前提として、「利息」概念の意義を確認する⁸。

一般に、民法上の「利息」（同法第404条）とは、①元本使用の対価として、②（一定の利率により）貸付額と貸付期間に比例して支払われる、③金銭その他の代替物であると説明され⁹、利息制限法及び出資法が規制対象とする利息の意義についても同様の解釈が前提とされている^{10、11}。

但し、民法上の利息概念においては、利息が貸付額と貸付期間に比例して一定の利率によって算定されるという要素（上記②）が強調されている¹²が、利息制限法の適用対象となる利息については、借主保護という同法の目的に鑑み、元本額・使用期間と支払われる金銭等との比例的関係を要件としない見解も有力に唱えられている^{13、14}。

なお、利息が元本と同種類のものに限定されるか否かについては、元本と同一種類の代替物でなければならないとする学説もあるが¹⁵、利息は代替物であればよく、必ずしも元本と同一種類でなくともよいとする見解も多い¹⁶。判例（大判明治35年4月12日民録8巻4号34頁）も、金銭消費貸借に過度の利米が付けられている場合に、利息制限法の適用を認めている。かかる見解の差異は、通常の利息の観念として、利率の適用からして元本と利息は同一種類の代替物であるとみるか、特に利息制限法の適用において、法律の趣旨からその利息概念を立てるかの違いに過ぎないと説明

⁸ 利息制限法及び出資法上の利息の意義に関する説明は、当委員会平成23年1月10日公表資料、同平成21年6月22日公表資料に記載したところと一部重複する。

⁹ 我妻栄『新訂債権総論』（岩波書店、1964年）42頁、於保不二雄『法律学全集20 債権総論〔新版〕』（有斐閣、1978年）47-48頁、奥田昌道編『新版 注釈民法(10)I』（有斐閣、2003年）340頁〔山下末人・安井宏〕等。

¹⁰ 森泉章『判例利息制限法〔増補〕』（一粒社、1996年）31頁、齋藤正和編著『新出資法－条文解釈と判例解釈－』（青林書院、2012年）217頁。

¹¹ なお、利息には信用供与に伴う危険の保険料も包含されているとの指摘もある。森泉・前掲注10)31頁。

¹² 例え、我妻・前掲注9)42頁は、民法上の利息が「利率に従って計算されることを要」し、利息の対象が金銭その他の代替物である理由として、そうでなければ利率が定められないことを述べる。於保・前掲注9)48頁も同旨。

¹³ 森泉・前掲注10)38頁は、「金銭消費貸借に関する元本以上の財産上の利益であり、借主保護の目的から利息制限法の適用ありと認められる限り元本額や使用期間に比例するか否かにかかわらず利息と認めるべき」と述べる。馬場文夫「利息制限法適用の範囲」判タ55号（1956年）176頁も同旨。第2回WG資料3法務省提出資料も利息の要件として②を明示しない。

¹⁴ 但し、金銭消費貸借における利息が使用期間の経過により刻々と発生する性質のものであること（時間概念の介在）に鑑みれば、①の要件は、元来、②の要素を内包するとも考えられる。本文で言及した見解も、利息制限法上の利息概念として、②の要素がおよそ捨象されるというよりは、同法の目的・趣旨に鑑み、（一般的な金銭により支払われる利息のように）「元本×利率×（各）利息計算期間」という一義的に明確な計算式によって算出されるものでなくとも、（例えば、貸付期間全体に応じて一定の価値のある財産が一回的に交付されるような場合でも）「利息」として同法上の規制に服する旨を明らかにしたものと解すべきだろう。

¹⁵ 於保・前掲注9)48頁。

¹⁶ 森泉・前掲注10)24-25頁、我妻・前掲注9)42頁。

されている¹⁷。

まとめると、利息制限法及び出資法上の利息の意義は、①元本使用の対価として、②貸付額と貸付期間に比例して支払われる、③金銭その他の代替物とされる¹⁸。

(2) 検討

利息制限法及び出資法上の利息の意義に関する上記理解を前提に、以下、具体的な検討を行う。

(a) 新株予約権の割当ては貸付けの対価として行われるものではないと評価し得る場合

貸付けに際して新株予約権が割り当てられる場合であっても、例えば、当該新株予約権の対価として適正な価額が合意され（有償発行）、貸付金利の調整も特段行われないような設計・対応による場合には、新株予約権の割当ては貸付けとは独立して行われたものであり、元本使用の対価として行われたものではないと整理することが可能と解される^{19、20}。

(b) 新株予約権の割当ては貸付けの対価として行われるものと評価される場合

他方、新株予約権付ローンにおいては、融資にあたり、貸付人がリスクに見合ったリターンを得られるよう、本来想定される（高水準の）金利を課す代わりに、無償で新株予約権の割当てを受けることによって、（融資先企業の事業の成功時等に）アップサイドのリターンを享受できるように設計することが企図されている場合が多い。このような場合には、新株予約権の価値の分だけ通常の貸付けよりも利息が軽減される関係にある（新株予約権に一定の金利減免効果が認められる）のが実情と理解される。

このような融資に係る金利減免効果が新株予約権の対価に実質的に相当するという説明は、新株予約権に対する会社法上の有利発行規制との関係で実務上一般に依

¹⁷ 奥田編・前掲注9)341頁〔山下・安井〕。於保・前掲注9)49頁脚注(6)も、上記明治35年大判や同判例と整合する学説について、利息制限法に拠る制限利率を適用するために米穀を金銭に評価換えすることを前提としているものと整理した上で、「通常の利息の観念として、利率の適用から、元本と利息とは同種の代替物であるべきとするか否かということにすぎない。」としており、元本と同種でない代替物について利息制限法が適用される結論について否定するものではないと解される。

¹⁸ 但し、②の要件の捉え方については、前掲注14参照。

¹⁹ 斎藤崇・水井大・宮澤哲「ベンチャーデットの概要と実務上の諸論点」銀法907号（2024年）では、ローンと新株予約権とを別異に扱うコンセプトの商品設計による場合は、貸付人に付与される新株予約権が利息に該当しない可能性を示唆する。但し、具体的にどのような商品設計であれば利息制限法及び出資法の利息に該当しないかについてまでの議論は行われていない。

²⁰ かかる事情が存する限り、ローン契約上、新株予約権割当契約の締結や新株予約権の発行に必要な会社法上の手続の履践等が貸付けの実行前提条件として定められ、新株予約権割当契約の違反がローン契約の期限の利益喪失事由を構成するなど、両契約において一定の関連性が存したとしても、それだけで当然に新株予約権がローンの元本使用の対価であるとの認定に結び付くわけではないと解される。

拠されてきたロジックでもある²¹、²²。

かかる事例においては、新株予約権は、本来金銭で支払われるはずだった利息に置き換わるものとして捉えられており、（元々の金銭利息と同様）融資に係る元本使用の対価としての性質（上記①）を有するとの整理に結び付きやすくなるように思われる。

また、新株予約権が金銭でないことは、上述のとおり、利息該当性を否定する理由にはならない（上記③）。

では、「貸付額と貸付期間に比例して支払われる」という要件（上記②）との関係ではどうか。この点については、実務上、新株予約権の付与数・付与割合に応じて具体的に金利をどの程度減免するかについて対応関係が明確に定められているものではないとの指摘がある²³。これによれば、新株予約権は「一定利率により、元本の額とその使用期間とに比例して支払われる」という要素（上記②）を満たさないようにも考えられる。

ただ、上述のとおり、利息制限法及び出資法上の利息の意義として、上記②の要件を柔軟に捉える見解によれば、この点は、新株予約権の利息該当性を否定する理由にはならない可能性が高い。すなわち、新株予約権付ローンの新株予約権に一定の金利減免効果が認められる場合においては、新株予約権の付与数は、所定の算式によって形式的・機械的に算出されるものではないとしても、貸付元本額・使用期間を考慮の上決定されるのだとすると、両者の間におおまかな比例関係が存することは否めず、また、利息に該当するか否かの判断にあたってはそれで十分であるようにも考えられる（後述のとおり、かかる新株予約権に対応する貸付期間を観念して料率を計算す

²¹ 会社法上、新株予約権を無償発行した場合であっても当然に有利発行（同法第238条第3項第1号）に該当するものではなく、「有利」かどうかは、新株予約権の発行の場面において、新株予約権の引受人との間の実質的な関係等によって判断され、例えば、新株予約権の払込価額を無償とすることにより新株予約権付社債の社債部分の利息の利率を低く抑えることができたというような事情があれば、そのような事情も勘案して、特に有利であるか否かが判断される（相澤哲ほか編著『論点解説 新・会社法 千問の道標』（商事法務、2006年）236-237頁。郡谷大輔ほか編著『会社法の計算詳解（第2版）』（中央経済社、2008年）235頁も同旨）。

²² 現在の転換社債型新株予約権付社債の発行実務では、社債に付される新株予約権の払込金額を零と定めるのが通例であり、その上で、当該社債の利率を、その会社が普通社債を発行した場合に支払う必要がある利率よりも低く定める方法をとる。この点、新株予約権の払込金額を零として発行しても、普通社債に新株予約権を付すことによって発行会社が得られる金利減免等の経済的利益が、新株予約権の公正価値と見合っている限りは有利発行に当たらないと考えられている（武井一浩ほか編著『資金調達ハンドブック（第2版）』（商事法務、2017年）211-212頁）。新株予約権付社債の有利発行に関する下級審決定（東京地決平成19年11月12日金判1281号52頁）においても、新株予約権付社債について、新株予約権の実質的な対価（特段の事情のない限り、新株予約権付社債について定められた利率とその会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差に相当する経済的価値）と新株予約権の公正な価値（現在の株価、権利行使価額、行使期間、金利、株価変動率等の要素をもとにオプション評価理論に基づき算出された新株予約権の発行時点における価額）とを比較し、新株予約権の実質的な対価が公正な価値を大きく下回るときは、新株予約権付社債の発行は有利発行に該当するとの解釈が示されている。

²³ 高尾知達「ベンチャーデット・ファンドのスキーム設計をめぐる法的論点」金法2221号24頁（2023年）。前掲注1）報告書51頁では、ベンチャーデットの海外事例について「金利水準は新株予約権や保証の有無によっても変動する。金利水準については具体的に計算ロジックがあるわけではなく、○○費で1%、××費で1%...と分解して積み上げている例は見られなかった。」と分析されている。

ることも可能と解される。)。

(3) 結論

新株予約権付ローンにおける新株予約権について、上記(2)(b)で述べた意味合いにおける金利減免効果等の事情が認められる場合には、かかる新株予約権は利息制限法や出資法の「利息」に該当し、上限金利規制が適用される余地は否定できないよう解される²⁴。一方で、上記(2)(a)で述べたような事情が認められる場合には、「利息」には該当せず、上限金利規制に服しないと整理し得ると思われる。

念のため付言すると、上記(2)(a)で述べた事例において、新株予約権の対価として合意された価額につき、融資先企業が当該ローンに関して貸付人に対し支払義務を負う金員（本来の現金利息やアップフロントフィー等）との間で相殺又は差引計算により精算する処理によることもあり得る。この場合、あたかも貸付人による新株予約権の対価に相当する金額の支払がなされない一方、新株予約権の発行によって金利等が減免されたかのような外形が生じるが、これは、あくまでも上記方法による支払精算の結果に過ぎず、上記(2)(b)で述べた評価（新株予約権が本来金銭で支払われるはずだった利息に置き換わるものとして発行されたとする見方）は当てはまらないだろう。

(4) 補論

なお、新株予約権付ローンにおける新株予約権がみなし利息に該当するかという問題もある。利息に該当するとされる場合、この問題について検討する意味は乏しいが、念のため確認しておく。

利息制限法第3条は、「金銭を目的とする消費貸借に關し債権者の受ける元本以外の金銭」をみなし利息として規定し、出資法第5条の4第4項柱書も「金銭の貸付けを行う者がその貸付けに關し受ける金銭は、次に掲げるものを除き、礼金、手数料、調査料その他いかなる名義をもつてするかを問わず、利息とみなす。貸し付けられた金銭について支払を受領し、又は要求する者が、その受領又は要求に關し受ける元本以外の金銭についても、同様とする。」と規定している（それぞれ下線部筆者）。

新株予約権は「金銭」ではないため、みなし利息には該当しないと解される。また、実務上、新株予約権の買取予約が会社や創業株主等との間で結ばれることがあるが、

²⁴ 実務家による検討が行われた文献として、澤口実『平成13年改正商法 Q&A 新株予約権の実務』（商事法務研究会、2004年）154頁、中村廉平「新株予約権付融資の検討—中小企業金融・地域密着型金融における活用可能性」金法1824号（2008年）29頁、太田洋ほか編『新株予約権ハンドブック〔第4版〕』（商事法務、2018年）602頁脚注(80)。斎藤ほか・前掲注19)9頁は、新株予約権付ローンについてローンと新株予約権との関連性が強いコンセプトの商品設計とローンと新株予約権とを別異に扱うコンセプトの商品設計に分け、前者のコンセプトに従った場合には、レンダーに付与される新株予約権は元本使用の対価であり、また使用期間に比例しているため利息に該当すると考えることが自然である旨を述べる。

この場合においても、貸付人が有するのは当該合意に基づく買取請求権であるため、（かかる買取請求権が当該買取の対価たる金銭の支払請求権を内包するとしても）議論は同様である。

3. 新株予約権の利息制限法及び出資法上の取扱い … 期限前弁済手数料及びアップフロントフィーに関する議論との関連

以下に述べるとおり、(i)新株予約権付ローンにおける新株予約権は、取引の当初時点で貸付人に交付されるという点で、企業間の（新株予約権の発行を伴わない）一般的な融資案件においてしばしば授受される「アップフロントフィー」（いわゆる貸出手数料やストラクチャリングフィー等の名目で融資実行時に借入人から貸付人に支払われる一定の手数料を指す。以下同様。）と類似する面があり、また、(ii)貸付債権の期限前弁済時における新株予約権の不返還扱いは、残存貸付期間（期限前弁済時から満期日までの期間を指す。以下同様。）に対応する利益の一部を貸付人に帰属させることが企図されている点で、「期限前弁済手数料」（ブレイクファンディングコスト²⁵、プリペイメントフィー²⁶等と呼ばれる一定の金銭を指す。以下同様。）又は当初に支払われたアップフロントフィーについて期限前弁済にかかわらず一部返還を行わない場合の当該対応とも共通するところがある。

企業間の（新株予約権の発行を伴わない）融資案件における期限前弁済手数料やアップフロントフィーの利息制限法及び出資法上の取扱いについては、当委員会が 2011 年 1 月 10 日に公表した「期限前弁済手数料及びアップフロントフィーと利息制限法及び出資法に関する中間論点整理」（以下「中間論点整理」という。）において一定の検討を行っている。

新株予約権付ローンにおける新株予約権に対する利息制限法及び出資法の適用関係を検討するにあたっては、期限前弁済手数料やアップフロントフィーの同法上の取扱いに関してこれまで行われてきた議論、特に中間論点整理における検討の成果を踏まえて考察することが有益であり、かつ参考になるように思われる。以下、中間論点整理における検討内容を簡潔に再掲する。

(1) 期限前弁済手数料の取扱い

金融機関や一定の規模を有する企業等、取引当事者が十分な判断能力を持ち、交渉が自律的に行われる金銭消費貸借契約において、借入人が自らの選択により期限前弁済をする場合に、期限前弁済手数料を支払うべき旨の規定が設けられることがあ

²⁵ 期限前弁済日から次の利息支払日までの期間につき、期限前弁済に係る元本額に約定利率を掛けたものが、同元本額にインターバンク市場（短期金融市场）で運用したと仮定した場合の利率（再運用利率）を掛けたものを超える場合に発生するその差額分をいう。

²⁶ 期限前弁済に係る元本額に一定の料率を乗じた金額や約定利率による残存貸付期間に対応する将来利息相当額をいう。ブレイクファンディングコストに代わり又はこれに加えて支払われる。

る。

中間論点整理では、①期限前弁済手数料の経済的必要性及び合理性（特にプリペイメントフィーについては、期限前弁済後も同じ利回りによる再運用先を確保することが困難な事案（典型的にはLBOローン等の買収ファイナンス、プロジェクトファイナンス、不動産ノンリコースローン等）で用いられるという事情があること）、②貸付人の期限の利益、③借入人による任意の選択という要素等の観点から詳細な検討を加え、(i)期限前弁済手数料は法的には民法第136条第2項但書に基づく利益填補の範囲を事前に合意するものと言える²⁷、(ii)同手数料は、上記事情・要素に鑑み、高金利处罚の立法目的に照らしてもなおこれを侵す危険性が客観的・合理的に存しないと認められ、いわゆるみなし利息には当たらないと考えることは十分に可能である、との考え方を示した²⁸。

但し、期限前弁済手数料にも一定の限界は伴い、例えば、期限前弁済手数料が著しく高額であったり、借入人が期限前弁済手数料の内容を全く理解していない中、強引に期限前弁済を勧めたり不当に長期契約を結んだりして期限前弁済手数料の支払いを余儀なくさせるといった事情がある場合には、公序良俗違反、信義則その他一般条項によって規制されることになり得る。中間論点整理では、かかる一般条項の適用が問題となるような特殊な事情は存在しないことが前提とされている。

また、仮にみなし利息に該当するとされた場合であっても、貸付人の期限の利益（期限前弁済時点から満期までの期間についての利益）は民法第136条第2項但書により保護されていると考えるのが合理的であり、借入人により期限前弁済がなされたからといって実質借入期間（貸付実行から期限前弁済がなされた時点までの期間を指す。以下同様。）をもとに実質利率を再計算して上限金利を画すべきとの考え方は相手方たる貸付人の利益を著しく害することになる等の理由に基づき、実質利率の計算に際して、期限前弁済手数料を利息の総額に含みつつ、実質借入期間ではなく、当初約定貸付期間に対応させて計算するのが素直である旨を論じた²⁹。

(2) アップフロントフィーの取扱い

金銭消費貸借契約において、融資実行時に借入人から貸付人に対しアップフロントフィーが支払われることがある。

中間論点整理では、アップフロントフィーがみなし利息に当たるとされた場合、どのように実質利率（年率）を算定すべきか、また、満期日よりも前に借入人の選択により期限前弁済が行われた場合の処理の仕方（実質借入期間をもって実質利率の再

²⁷ 但し、この点については、後述のとおり、債権法改正過程での同条項に関する議論や同法第591条第3項の規定を踏まえた検証が必要と解される。後ほどまとめて取り上げる。

²⁸ 中間論点整理2頁以下、6頁(4)②、9頁(4)⑥。

²⁹ 中間論点整理9-10頁。

計算が必要となるか）について検討を行った³⁰。

新株予約権付ローンにおける新株予約権は、上述のとおり、取引の当初時点で貸付人に交付されるという点でアップフロントフィーと類似する側面を有することから、アップフロントフィーに関する上記検討内容は、新株予約権について同様の検討を行う際にも参考となり得ると思われる³¹。次項以降において、具体的な検討を行う。

4. 論点①：実質利率の算定方法 … 計算の基礎となる期間及び新株予約権の価額評価の基準時

(1) 問題の所在

新株予約権付ローンにおける新株予約権が利息制限法及び出資法の「利息」に該当し、上限金利規制が適用される場合には、上限金利規制違反とならないよう、割り当てられる新株予約権の価値を加味して算定される実質利率が上限金利の範囲内に収まるよう諸条件を決定する必要がある。かかる算出にあたり、(i)いかなる期間を基礎として上限利率の範囲内かを判断すべきか、また、(ii)新株予約権の価額の評価基準時についてどのように考えるべきか、という問題がある³²。

(2) 検討：計算の基礎となる期間

中間論点整理では、融資実行時に支払われるアップフロントフィーがみなし利息に当たるとされる場合を念頭に置きながら、上記(i)の問題について検討を行った上、以下の理由により、当初約定貸付期間をもとに実質利率を計算すべきであるとの結論を導いた³³。

- ① みなし利息とされる金銭は、本質的には元本使用の期間に対応するという要素がないことが多い、アップフロントフィーについても、一定の期間に対応することがそもそも想定されていないのが通常であることから、当初約定貸付期間全体について発生したものとみるのが自然である。
- ② かかる整理は、金銭消費貸借契約に利息制限法を適用する際に実務において使用されている最高裁事務総局公表の実質利率による計算方法とも整合的である。

³⁰ 中間論点整理 10 頁以下。

³¹ アップフロントフィーは、上限金利規制上はみなし利息として位置付けられるのに対し（但し、実務上アップフロントフィーという名目で支払われるものの全てが当然にみなし利息に該当するわけではないと理解される。中間論点整理 10 頁脚注 14.）、新株予約権は上述のとおり、みなし利息には該当しないという差違があるが、この点を除けば、いずれも、通常の（金銭により支払われる）利息のように（一定の利率により）貸付額と利息計算期間に比例してその計算・支払いが行われるものではなく、貸付取引の当初に貸付取引全体に対応するものとして支払われるという点で類似する部分があると考えられる。

³² (i)及び(ii)の問題のほかに、新株予約権の金銭的評価の方法についても検討を要するが、本資料ではこの課題については特に論ずるものではない。

³³ 中間論点整理 10 頁以下。

新株予約権付ローンにおける新株予約権は、上述のとおり、みなし利息ではないが、事例によっては、利息に該当する可能性があることを踏まえて検討する必要がある。しかし、その場合でも、新株予約権は、当該融資のうち特定の利息計算期間に対応するものというより、当初約定貸付期間全体における融資金額の利用の対価として付与されるのが実態であると理解される。

これらを踏まえると、中間論点整理において検討されたアップフロントフィーの場合と実質的に何ら変わることろがなく、上記の考え方（当初約定貸付期間をもとに実質利率の計算を行うという整理）が同様に当てはまるものと解される。

(3) 検討：新株予約権の価額の評価基準時

新株予約権の価額の評価基準時としては、ローン契約及び新株予約権割当契約の締結時点³⁴、新株予約権の発行・割当時点³⁵、新株予約権の行使等によるエグジット時点があり得るところ、近時の実務家の見解として、ローン契約締結時より後の事情変更により利息制限法に違反するか否かが左右されることは貸付人の予測可能性を害することを理由に、ローン契約の締結時点を評価基準時と解するものがある³⁶。

新株予約権を融資条件の一つである「利息」に該当するものとして取り扱う場合、新株予約権の「利息」としての価額の評価基準時は、当該新株予約権の価値を織り込んだ融資条件が合意されるローン契約及び新株予約権割当契約の締結時点と解するのが合理的であると考えられる³⁷。

(4) 結論

新株予約権付ローンにおける新株予約権が利息制限法及び出資法の「利息」に該当し、上限金利規制が適用される場合には、(i)当初約定貸付期間を基礎として、(ii)当該新株予約権の価値を織り込んだ融資条件が合意されるローン契約及び新株予約権割当契約の締結時点の新株予約権の価値を踏まえて実質利率を算出すべきと解される。

³⁴ 本資料における新株予約権付ローンのモデルでは、ローン契約の締結日と新株予約権割当契約の締結日は一致する。

³⁵ 本資料における新株予約権付ローンのモデルでは、ローンの実行時点と一致する。

³⁶ 中村・前掲注24)30頁、斎藤ほか・前掲注19)9頁。

³⁷ なお、ローン契約の締結時点と新株予約権の発行・割当時点のいずれが妥当かも検討すると（但し、実務上、この2つの時点は近接するため議論する実益は少ない）、新株予約権の発行・割当時点で新株予約権の価格変動リスクが貸付人に移転する点を強調すれば、新株予約権の発行・割当時点と見る余地もあるかもしれない。しかし、新株予約権の発行条件自体はローン契約締結時点までに確定し、既述のとおりローン契約において当該新株予約権の価値を織り込んだ融資条件が合意される。ローン契約の締結時点までに新株予約権のリスク・価値に関する評価は完了する以上、新株予約権の「利息」としての価額を評価すべき時点は、新株予約権の発行・割当時点ではなく、ローン契約の締結時点と解すべきと考えられる。また、以上の考え方を前提とすると、本資料における新株予約権付ローンのモデルと異なり、仮にローン契約と新株予約権割当契約が別々の日において締結される場合には、新株予約権の価値を織り込んだ一連の融資条件が確定する時点を踏まえていずれかの契約締結日を「利息」としての評価基準時と解すべきと考えられる。

5. 論点②：新株予約権付ローンの実行後、ローンの期限前弁済が行われた場合の処理

(1) 問題の所在

当初上限金利規制の範囲内で貸付け及び新株予約権の割当てが行われた後に当該ローンの期限前弁済が行われた場合、実質借入期間をもって実質利率の再計算が必要となるのが議論されている³⁸。

仮にかかる再計算（及び場合によっては一定の精算）が必要ということになると、期限前弁済の時期や融資残高、新株予約権の価額等の条件如何によっては、当該時点での再計算された実質利率が上限金利の範囲を超える事態が生じないとも限らない。一方、上述のとおり、本資料においてモデルとして想定する新株予約権付ローンにおいては、不返還扱い（契約条項として明示的に合意された場合は不返還条項）により、残存貸付期間に対応する利益の一部を貸付人にそのまま帰属させることが企図されており、仮にかかる再計算（及び場合によっては一定の精算）が求められるとすれば、かかる取扱い又は当該契約条項に込められた当事者の意図にそぐわない結果を招くおそれがある。

³⁸ 中村・前掲注24)30頁は、期限前弁済が行われた場合において、期限前弁済時以降の期間に係る利息に相当する新株予約権をどのように処理するか検討を要するとして、「少なくとも金銭での清算の規定を設けるなどの工夫が必要になると思われる。」と述べる。また、斎藤ほか・前掲注19)9-10頁も「ローンと新株予約権との関連性が強いコンセプトに従う場合は、新株予約権を一定の方法に扱り消滅させることもあり得るが、ローンと新株予約権とを別異に扱うコンセプトに従う場合は、（新株予約権自体は消滅させず）期限前弁済によって利息制限法等の上限規制を超過してしまう分を金銭で精算することも考えられる。また、別の方向性の解決としては、そもそも短期間での期限前弁済を認めないようにすることも考えられる。」と論じており、いずれの見解も、実質借入期間に基づく実質利率の再計算が必要になるという理解を前提としているものと解される。

(2) 検討

(a) 中間論点整理における検討内容

中間論点整理では、アップフロントフィーがみなし利息に該当すると整理される場合において、上限金利規制の範囲内での実質利率によるアップフロントフィーが支払われた後、期限前弁済が行われた場合の考え方についても検討を行った。そこでは、アップフロントフィーを加味しても当初の実質利率が上限利率の範囲内に収まっている場合には、以下の理由により、期限前弁済が行われても実質借入期間をもって実質利率の再計算をする必要はないとの結論を導いた³⁹。

- ① そもそも、当初の実質利率が上限利率を超えている場合には、当然に、利息制限法違反の貸付けとして期限前弁済を織り込んだ実際の弁済経過に従った元本充当計算が行われることになるのに対して、当初の実質利率が上限利率の範囲内に収まっている場合には、その時点で既に上限金利規制は本来の機能を果たしているとも言え、その限度で貸付人が有する期限の利益（当初収受したアップフロントフィーを保持する利益）は私法上も完全な保護に値すると考えるのが合理的である。かかる整理は、利息制限法第1条第1項及び第2条との関係において民法第136条第2項但書の規定の適用を排除し、約定期限までの利息の受領を否定した最判平成15年7月18日民集57巻7号895頁の判示とも矛盾しないと解される。
- ② 借入人は、アップフロントフィーの支払いと引換えに、借入を継続して元本を利用するという便益を享受することができたところ、これを借入人自らの判断であえて放棄すること自体は本来自由にできるはずであるが、他方で、自らの期限の利益を放棄する場合には貸付人の利益を損なうことはできず、損なわれる貸付人の利益がある場合には民法第136条第2項但書に基づきこれを填補する必要がある⁴⁰。
- ③ そのため、貸付人は任意期限前弁済前の期間按分相当のアップフロントフィーを「みなし利息」として保持でき、任意期限前弁済後の期間按分相当のアップフロントフィーについては、民法第136条第2項但書に基づき保持できると整理可能であるため、実質借入期間をもって実質利率を再計算する必要はない。

なお、中間論点整理では、分析的に考えると、(i)任意期限前弁済前の期間按分相当のアップフロントフィーは「みなし利息」として保持でき、(ii)任意期限前弁済後の期間按分相当のアップフロントフィーについては、民法第136条第2項但書により保持できると整理することもできる（これについては、期限前弁済手数料に関する議論

³⁹ 中間論点整理 13-14 頁。

⁴⁰ この点は、期限前弁済手数料について論じられたところと同じである。

と同様に、民法第136条第2項但書に基づく支払であると性質決定された限度でそもそも上限金利規制の適用を受けないと解するか、あるいは、(仮に同規制に服する余地が残ると解したとしても) 任意期限前弁済にかかわらず実質借入期間に対応させて実質利率を再計算する必要はないと解するか、二つの構成があり得る)、との見方が示されている⁴¹。

(b) 中間論点整理の内容を踏まえた新株予約権に関する検討

上述のとおり、本資料において念頭に置く新株予約権付ローンにおいては、不返還扱い又は不返還条項により、貸付人が当初收受した新株予約権に係る利益（これは残存貸付期間に対応する部分を含む。）を貸付人にそのまま帰属させることが企図されるところ、かかる貸付人の利益を保護する必要性は、中間論点整理において検討された期限前弁済時におけるアップフロントフィーの取扱いの場面と何ら変わることろがないように思われる。

但し、民法第136条第2項については、中間論点整理における検討後、債権法改正の過程で掘り下げた議論が行われ、消費貸借契約における期限前弁済については、同法第591条第3項の規定により一定の整理が図られたところでもある。そのため、この問題に関しては、債権法改正当時の議論・説明も十分に踏まえて考察する必要がある。

期限前弁済によって貸主に生じた損害の内容については、法制審議会の検討過程において様々な指摘・議論が行われたが、最終的に、民法第591条第3項において返還期限前に借主が返還した場合には、それによって貸主が被った損害について借主が賠償義務を負う旨が明文化されることとなった。民法第591条第3項の意義については、以下の点が特に重要と認められる。

- 期限前弁済を行った借主に対して貸主が損害賠償請求する場合、民法第419条のように利息相当額の賠償は当然には認められず、損害の発生及び損害額、並びに期限前弁済と損害との因果関係は貸主が証明する必要がある⁴²。
- 損害の有無及びその額については、従前どおり個々の事案における解釈・認定に委ねることとされたが、再運用可能性を踏まえると、弁済期までの利息相当額の損害賠償が認められるのは、「事業者間の取引における高額の貸付けのように、期限前に返済を受けたとしても金銭を再運用することが实际上困難であり、

⁴¹ 中間論点整理 14 頁脚注 41。

⁴² 鎌田薰ほか編『債権2 新基本法コンメンタール』（日本評論社、2020年）179頁〔川地宏行〕、潮見佳男『民法（債権関係）改正法の概要』（金融財政事情研究会、2017年）285頁、中田裕康『契約法〔新版〕』（有斐閣、2021年）369頁。

他方で返済期限までの利息相当額を支払ってもらうことの代わりとして利率が低く抑えられていたようなケース」等に限られるとされる⁴³。

新株予約権付ローンにおいては、一般に、貸付先の信用状況及び回収可能性や貸付先のビジネスモデル評価に基づく成長可能性は案件ごとに大きく異なり、与信方針、リスク・リターン分析や回収・利益確保に係るシナリオの立て方も、案件内容に応じて、与信機関ごとに相当な差異が見られるのが通常である。このような特性により、新株予約権付ローンにおいて期限前弁済後に同等の利回りで再運用することは一般に困難であり、とりわけベンチャーデットにおいてはその傾向が顕著である。債権法改正時には、主として消費者向けの金銭消費貸借契約等を念頭に、貸付人による再運用による利益確保の可能性を指摘し、残存貸付期間に生ずべき利息相当額の保持を否定的に捉える見解も示されていた⁴⁴が、本資料が念頭に置く新株予約権付ローンにおいては、そのような事情は基本的に当てはまらないと考えられる⁴⁵。

新株予約権付ローンにおける不返還扱いは、このように新株予約権付ローンに対する期限前弁済後の再運用が困難であることを踏まえて、残存貸付期間に対応する部分も含むものとして発行を受けた新株予約権を、民法第 591 条第 3 項の定める損害見合いとして貸付人が引き続き保持する取扱いと見ることができる。

これを分析的に見れば、アップフロントフィーについて述べたのと同様に、新株予約権のうち、(i)任意期限前弁済前の期間に対応する部分は利息として保持でき、(ii)任意期限前弁済後の期間に対応する部分については、民法第 591 条第 3 項に基づく損害賠償として保持できると整理することも可能と解される（これについては、民法第 591 条第 3 項に基づく保持であると性質決定された限度でそもそも上限金利規制の適用を受けないと解するか、あるいは、（仮に同規制に服する余地が残ると解したとしても）任意期限前弁済にかかわらず実質借入期間に対応させて実質利率を再計算する必要はないと解するか、二つの構成があり得る）。

また、民法第 591 条第 3 項の下でも、予め損害賠償の額についての特約（民法第 420 条）を結ぶことは妨げられないところ、新株予約権付ローンにおける不返還条項は、当事者が金銭でないものを損害の賠償に充てるべき旨を予定した場合として、かかる特約としての意義をも有するものである（民法第 421 条）⁴⁶。

⁴³ 筒井健夫ほか編著『一問一答 民法（債権関係）改正』（商事法務、2018 年）299-300 頁。

⁴⁴ 法制審議会民法（債権関係）部会資料 70A・59 頁等。

⁴⁵ むしろ、上記において、弁済期までの利息相当額の損害賠償が認められ得るケースとして挙げられた事例に該当するように思われる。

⁴⁶ 本文で述べた構成を踏まえて更に分析的に考えれば、(i)任意期限前弁済後の期間に対応する部分については、元本残高が零となるため、爾後、貸付人は、利息の名目でこれを保持する根拠を失う一方、これに相当する利益を民法第 591 条第 3 項に基づく損害賠償として請求することができる、(ii)①当事者は、かかる損害の賠償に充てるために、当該利益に見合う新株予約権を引き続き貸付人に帰属させることを、損害賠償額の予定（同法第 420 条、第 421 条）又は代物弁済（同法第 482 条）の予約として合意することがで

そして、かかる特約の効力は、公序良俗違反、信義則その他一般条項によって規制され得ることとなるが、本資料において念頭に置くような、取引当事者が十分な判断能力を持ち、交渉が自律的に行われる新株予約権付ローンについては、一般条項によりその効力が否定されることは考えにくい。

(3) 結論

新株予約権付ローンにおける新株予約権が利息制限法及び出資法の「利息」に該当し、上限金利規制が適用される場合であっても、取引当事者が十分な判断能力を持ち、交渉が自律的に行われる新株予約権付ローンにおいては、新株予約権の価値を加味して算出した当初の実質利率（当初約定貸付期間をもとに算出された利率）が上限利率の範囲内である限り、その後ローンの期限前弁済が行われても、それが借入人自らの選択によるものであるならば、貸付人は、当初に発行を受けた新株予約権をそのまま保持することができ、実質借入期間をもって実質利率の再計算（及び場合により一定の精算）を行う必要はないと考えられる。

6. 今後の課題

以上、新株予約権付ローンにおける新株予約権への上限金利規制の適用関係において、実務上問題となっている点に関し、利息制限法及び出資法上の現行金利規制の下で解釈論上の解決ができるかを検討し、その合理的な可能性があることを導いた。

他方、冒頭で言及した「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 改訂版」においては、新株予約権付ローンの強化について今後検討を行うこととされているところ、新株予約権付ローンの実務の広がり、ひいては今後のベンチャーデット/スタートアップ向け融資の拡充・発展の見地からは、新株予約権付ローンに係るこれらの課題について、上述した観点も踏まえ、正面から立法的対応を行うことも検討に値すると考えられる。本資料で検討した内容は、現行法の下での解釈論として参照されるのみならず、将来立法により対応する際の理論的な裏付けにもなり得ると解される。

以上

き（不返還条項はかかる合意に相当するものと捉えられる）、あるいは、②かかる事前の合意がない場合でも、当事者は、任意期限前弁済の際に、金銭による損害賠償に代えて新株予約権を引き続き貸付人に帰属させることを、例えば、代物弁済として合意することは可能である（不返還扱いはかかる合意又は当該合意に基づく措置と評価することができる）（なお、個別の取引に関わる種々の事情次第では、ローン契約締結時より、①のような趣旨の默示の合意が存在したと認められる場合もあり得よう）、(iii)これらにより、任意期限前弁済後も、貸付人は新株予約権を引き続き保持することができる一方、貸付人と借入人の間で別途金銭等の支払を行う必要も生じない、と捉えることも可能である。ただ、新株予約権は、既述のとおり、あくまで当初約定貸付期間全体を対象として一体的に付与されたものであり、期間中の特定の時点を境に前後で切り分けて捉えることには一定の困難や不自然さを伴う。その意味で、上記構成・分析は一定程度技巧的な側面を有することには留意が必要である。