

『証券経済学会年報』第49号別冊  
第81回春季全国大会  
学会報告論文

「証券化と債権譲渡ファイナンス」

## 証券化と債権譲渡ファイナンス

高橋 正彦

横浜国立大学

### 1. 債権譲渡ファイナンスの意義と重要性

私法（民法・財産法）上の基本概念として、特定人（債権者）が他の特定人（債務者）に対して、一定の行為（給付）を請求することを内容とする権利を債権、それに対応する義務を債務といい、債権・債務を包括する法律関係を債権債務関係と呼ぶ。債権の発生原因としては、当事者間の意思表示の合致によって成立する法律行為である各種の契約が最も重要である。

経済的取引の客体を目的とする権利である財産権のなかで、債権は物権とともに主要なものである。これらのうち、所有権などの物権が、権利者が現存の財貨を直接に支配する、人と財貨との関係（物に対する権利）であるのに対し、債権は、他人（債務者）の行為を介して、将来において財貨を獲得する、人と人との関係（人に対する権利）と構成される。

法制史上、古くローマ法においては、債権債務関係は、債権者と債務者を結ぶ法鎖（*juris vinculum*）ないし紐帯であり、個人的な関係である債権債務関係を変更することはできないとされていた。そのため、同関係の当事者を変更するためには、既存の債権を消滅させると同時に、それに代わる新たな債権を成立させる契約である更改（*novation*）によるほかなかった。

しかし、近代にかけて、経済取引が発達するにつれて、法鎖としての債権債務関係の個性が希薄化するとともに、債権の効力を確実なものとするために、法制整備が行われ、債権自体が没個性的な財産権として、独立の価値を認められるようになった。これに伴い、債権債務関係の当事者を変更する社会的・経済的要請が高まり、法制度上も、そうした要請が反映されるようになった。例えばドイツ法では、債権者の変更である債権譲渡や、債務者の変更である債務引受が規定されているが、それらのなかでも、特に重要な意義を有するのが債権譲渡である。

債権譲渡（*assignment of an obligation*）は、売買、贈与、代物弁済、譲渡担保、信託などによって、債権者が、債務者に対する債権を、同一性を維持したまま債権譲受人に移転し、新債権者となった譲受人の債務者

に対する債権とすることをいう。債権譲渡自体は、債権の帰属を移転することを直接の目的とする法律行為であり、有体財産（動産・不動産）に係る所有権移転等の物権変動を目的とする物権契約に類似しているため、準物権契約ともいわれる。これは、そうした譲渡を目的とする債権債務の発生を直接の目的とする、前述の売買等の債権契約とは観念的に区別される。

債権譲渡に関しては、我が国の現行民法では、第3編「債権」・第1章「総則」・第4節「債権の譲渡」（第466条～第473条）で規定されている。民法学の講学上では、債権譲渡は、債権総論と呼ばれる分野（前述の第1章「総則」にはほぼ相当）における重要な論点となっている。

現行民法は、欧州大陸法（ドイツ法、フランス法等）に主な淵源を有する。債権譲渡については、フランス民法の流れを汲み、物権変動の場合と同様、意思主義と対抗要件主義をとっている。すなわち当事者（旧債権者・譲渡人と新債権者・譲受人）間では、準物権契約である債権譲渡のみによって、債権が有効に移転するが、その効力を第三者に主張（対抗）するためには、不動産に係る物権変動の場合の登記などと同様に、そのための法律要件である対抗要件が必要となる。

前述のとおり、現行民法上、指名債権（手形債権等の指図債権や、無記名債権などの証券的債権と異なり、債権の発生・行使・移転等において証券との結合がなく、かつ債権者が特定している債権）は、原則として譲渡可能であるが、当事者間の合意（譲渡禁止特約）により、譲渡を制限できる（ただし、その意思表示は善意の第三者に対抗できない）とされている（民法第466条）。

指名債権譲渡の場合、債務者に対する対抗要件（債務者対抗要件、または権利行使要件）として、旧債権者（譲渡人）から債務者への通知、または債務者の承諾が定められており、債務者以外の第三者に対抗する（第三者対抗要件）ためには、さらに、この通知または承諾が、確定日付のある証書（公正証書、公証人役場または登記所で日付のある印章を押捺した私署証書、内容証明郵便等）をもって行われることを要する（民法第467条）。

こうした民法の対抗要件制度は、債務者にインフォメーション・センター（公示機関）としての役割を果たさせることにより、債権譲渡の事実が公示されることを想定したものである。債務者対抗要件と第三者対抗要件では、本来、それぞれ機能が異なるが、通知・承諾を共通して定める民法の規定の構造上、両対抗要件は不可分に結び付いており、例えば、第三者対抗要件が具備されている場合には、債務者対抗要件も必ず具備されていることになる。

金銭債権は、金銭の給付を目的とする債権であり、通常は、一定額の金銭の給付を目的とする債権（金額債権）を指す。ここでの金銭は、財貨の交換の媒介物として、法律により一定の価格を与えられた物であり、経済的には現金通貨（銀行券・貨幣）に相当する。指名債権形態の金銭債権である指名金銭債権は、例えば、民法上の典型契約（法律にその名称と内容が規定されている契約類型）である売買、賃貸借、請負、委任、雇用など、様々な契約に基づいて発生する。とりわけ、多岐にわたる金融取引に伴って発生する金銭債権は、種々の金融商品・資産として、現代の経済・社会において、極めて重要な役割を果たしている。

経済学（金融論）の観点から、金融（ファイナンス）とは、「自己の利益とリスクにより、資金または購買力を他者に融通または移転する、異時点間の資金取引」と定義できる。資金を融通する貸し手ないし与信者からみれば、借り手ないし受信者の依頼を受けて、その信用（債務不履行）リスク等の諸リスクを負いながら、自己の購買力を移転することになる。そうした購買力移転の対価として、貸し手が借り手から受け取る利益が金利（利息）である。

代表的な貯蓄性の金融商品・資産である銀行預金は、法的にみると、民法上の典型契約である（金銭）消費寄託契約に基づく、預金者（債権者）の銀行（債務者）に対する指名金銭債権である。また、銀行貸出は、同様に、（金銭）消費貸借契約に基づく、銀行（債権者）の借り手（債務者）に対する指名金銭債権である。預金金利と貸出金利は、各契約に基づく対価として定められる、元本に対する法定果実とされる。こうした金銭債権・債務関係は、金融取引（この場合は銀行預金・貸出による間接金融仲介）の法的・経済的な帰結である。

一方、指名債権に限らず、民法に対する特別法である手形法（1932年制定）に基づく手形債権、同じく電子記録債権法（2008年12月施行）に基づく電子記録債権などを含め、金銭債権の譲渡は、大半の場合、対価・利益

とリスクを伴う金融資産ないしキャッシュフローの移転による信用の授受という意味で、それ自体、金融取引の性格を有する。

前述のとおり、金銭債権は金銭の給付を受ける権利であり、金融は資金または購買力（その中核は金銭）の融通・移転であるから、法的な概念である金銭債権譲渡を経済的な側面からみれば、固定した資金を流動化する機能を有しており、それが金融取引に相当することは、定義上、当然のことともいえる。しかし、この点に関して、法律学（民法・商法ないし金融法）、経済学（金融論）の両研究分野においても、ほとんど自明のことと認識されているせいか、あらためて正面から深く議論されることは少ない。

これに関連して、前述のように定義される金融について、購買力の融通・移転の態様に着目すると、①移転型金融（貸借、出資）、②留保型金融（売掛、分割払い・割賦・信販）、クレジットカード、リース）、③補完型金融（保証）、④派生型金融（デリバティブ、金銭債権譲渡）などに分類することができる。

派生型金融のうち、先物、オプション、スワップ等のデリバティブ（金融派生商品）は、本来、市場（価格変動）リスクを回避（ヘッジ）するための金融手段であり、現物取引から派生する取引である。一方、金銭債権譲渡は、後述の債権譲渡担保や流動化・証券化などの形態を問わず、先行する企業・金融取引に伴って発生した、売掛債権、貸付債権、リース債権、クレジット債権等の金銭債権を譲渡することによって、再度の信用授受を行う（元の与信者が新たに受信者となり、金銭債権を現金化する）取引である。その意味で、これらは、やはり先行する取引から派生する金融取引といえる。

金銭債権譲渡の形態をとる具体的な金融取引として、様々な取引が行われている。例えば、①債権者が負担している他の債務の弁済（代物弁済）として行われる債権譲渡、②ファクタリング（企業の売掛債権等の指名金銭債権を金融機関が弁済期前に買い取り、債権者に信用供与を行い、当該債権者は投下資本を回収するという、債権買取）、③手形割引（期限未到来の約束手形を銀行等が買い取ることによる、手形の受取人に対する信用供与）、④シンジケート・ローン（複数の銀行等の金融機関が、幹事行の下で協調融資団を組成し、同一条件で実行する貸付等の大型信用供与）等の貸付債権の流通市場での売買（ローン・セール）、⑤バルクセール（不良債権処理の目的で、不動産担保等とともに、複数の貸付債権を相対・入札方式で一括売却する手法）、⑥第三者

(サービサー)に金銭債権の管理・回収(サービシング)を行わせるために、債権譲渡の形態をとる取引、⑦金銭債権の譲渡担保(信用強化のために、債務者に属するある財産権<この場合は金銭債権>を一旦債権者に移転させ、債務者が債務を弁済したときにそれを返還するという形式の物的担保で、民法に規定のない非典型担保)、⑧金銭債権の流動化・証券化(多数の金銭債権をSPV<特別目的媒体>に一括して真正譲渡し、それらを裏付けとして組成した金融商品である流動化・証券化商品を投資家に販売)などが挙げられる。

上記のような様々な金銭債権譲渡形態の金融取引は、いくつかの類型に分類することができる。すなわち、上記①は債権回収機能(債権譲渡が他の債権の回収手段として機能)、②・③(④・⑤は発展型)は換価機能(金銭債権を弁済期前に売却して現金化)、⑥は取立て機能(金銭債権の取立てのために第三者に債権を譲渡)、⑦は担保機能(財産としての金銭債権を担保に提供するために債権譲渡を利用)、⑧は資金調達機能(換価機能に類似するが、元の金銭債権自体を投資家に譲渡するのではなく、多額の債権を加工・小口化<有価証券化を含む>し、投資家に転売することによって資金調達を行う、より進化した形態のアセット・ファイナンス<資産金融>の手法)といった、債権譲渡の現代的な諸機能を実現するための代表的な取引事例といえる。このように、我が国でも既に、金銭債権譲渡は、資金の一層の流動化を伴いながら、金融取引の多様な局面で重要な地位を占めるに至っている。

さらに、近年では、債権譲渡のフロンティアとして、既発生債権だけでなく、将来債権、すなわち将来発生すべき債権としての金銭債権の譲渡取引も、広く行われるようになってきている。こうした将来債権譲渡の普及により、金銭債権を活用した資金調達等のファイナンス手法が拡大・多様化してきている。その反面で、将来債権譲渡をもともと明示的に想定・規定していなかった現行民法等の法制度の下で、理論・実務上、重要な論点がいくつか浮上しており、後述するように、現行法の解釈論としてだけでなく、これまで進められてきた民法(債権法)改正をめぐる検討・審議のなかでも、大きな争点となってきた。そこで、本稿では、金銭債権譲渡の形態をとる様々な金融取引の総称として、「債権譲渡ファイナンス」(finance by assignment of obligations)という、新たな上位概念を用いて考察を行う。

## 2. 債権譲渡取引の変容と立法・判例の進展

### (1) 債権譲渡取引の変容

1980年代後半のバブル経済の頃までは、一般に、債権譲渡取引は、経営危機に瀕した企業が行うものという、根強い偏見があった。企業が有する資産のうち、売掛債権の金額は土地に匹敵する総量があったにもかかわらず、債権譲渡担保などは、不動産担保等が不足する場合にはやむなく設定される、「添え担保」的な位置付けにとどまっていた。

実際に、その頃の債権譲渡をめぐる係争の多くは、譲渡人の債務不履行等に起因する、資産状態の悪化時に債権譲渡が行われた事案であったため、そうした紛争は、金銭債権の多重譲渡や、譲渡と差押え(民事執行や租税滞納処分など、特定の有体物や権利について、国家権力により、私人の処分を禁止すること)の競合というかたちで現れた。その結果、当時の債権譲渡に関する判例法理は、危機対応型の金銭債権譲渡を中心に形成されることになった。

1990年代初頭のバブル経済の崩壊による地価の急落と、その後の長期的低迷により、従来の不動産担保融資に過度に依存した金融システムは、機能不全に陥った。多数の銀行や、住宅金融専門会社(住専)等のノンバンク(預金等を受け入れずに、資金の与信業務を行う企業)などの不良債権問題や経営破綻による金融危機は、クレジット・クランチ(信用収縮、貸渋り)などを通じて実体経済にも波及し、景気停滞とデフレが続く「失われた10(余)年」を招くに至った。この間、政府も、望ましい金融システムのビジョンとして、銀行中心の間接金融から、資本(証券)市場を経由する直接金融または市場型間接金融への転換、という政策的な方向性を打ち出した。

こうしたなかで、金銭債権譲渡は、企業の危機時の取引から、正常業務のなかの資金調達取引へと、徐々に変容してきた。金銭債権譲渡の資金調達への活用方法としては、売掛債権等の債権譲渡担保(前述の担保機能)と、真正譲渡ないし真正売買形態の債権流動化・証券化(前述の資金調達機能)に大別される。これらのうち、債権流動化・証券化は、直接金融または市場型間接金融に属する新しい金融技術であるが、採算的に、ある程度以上の原債権の規模を要するため、どちらかといえば大企業向けの資金調達手法といえる。これに対し、債権譲渡担保は、伝統的な間接金融に属するが、受信者である債権譲渡人の信用力ではなく、当該債権すなわち第三債

務者（下請企業の売掛債権の場合の販売先等で、大企業も多い）の信用力を引当てとした担保であるため、多くの中小企業にとっても、融資機会を得られやすいという利点がある。

近年の米国発の世界金融危機以来、債権流動化・証券化市場は、イメージの低下、金融規制の強化、金融緩和による金利低下などの逆風を受けてきた。また、現在、全国銀行の総貸出残高が増加基調にあるなかで、貸出債権を売却する銀行が少ないことなどから、シンジケート・ローン等の流通市場での売買（ローン・セール）も頭打ち傾向にある。このように、現状では、広義の債権流動化を包含する市場型間接金融が順調に拡大しているとはいえない。ただ、債権譲渡担保も含め、正常業務のなかでの金銭債権譲渡取引の重要性については、一般の認識が定着しつつあると思われる。

## （2）債権譲渡関連の立法

我が国では、「金融ビッグバン」などの金融システム改革や、金銭債権譲渡を活用した資金調達への実務的なニーズの高まりなどを背景として、1990年代以降、関連する法的インフラの整備として、以下のとおり、一連の立法が行われてきた。

①特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律、1993年6月施行）により、リース・クレジット債権の流動化・証券化目的の譲渡に関し、民法上の指名債権譲渡の対抗要件である通知・承諾とは別に、簡易な第三者・債務者対抗要件具備手段として、日刊新聞への公告制度と、書面閲覧制度が導入された。本法は、バブル経済崩壊後のノンバンクの資金調達問題を背景に、証券取引法等とは独立した単行法として立法されたものである。これにより、我が国では、1970年代に住宅ローン債権が証券化の嚆矢となった米国と異なり、リース会社や信販・クレジット会社といった、ノンバンクの金銭債権から本格的な証券化が始まった。

②SPC法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律、1998年9月施行）により、不動産、指名金銭債権、およびこれらを信託した信託受益権を対象に、証券化を行うための器となる本法上のSPC（特別目的会社）として、特定目的会社（TMK）の制度が創設された。これにより、指名金銭債権の一種であるリース・クレジット債権に限らず、多様な資産を対象として、証券化が普及・拡大することになった。

③債権譲渡特例法（債権譲渡の対抗要件に関する民法

の特例等に関する法律、1998年10月施行）により、法人の指名金銭債権譲渡（金銭債権の種類を問わず、譲渡の態様としても、流動化・証券化、営業譲渡、債権譲渡担保等を含む）の対抗要件に関する民法の特例として、第三者対抗要件としての電子化された法務局への債権譲渡登記と、債務者対抗要件（対債務者権利行使要件）としての登記事項証明書を交付した債務者への通知・承諾の制度が導入された。これにより、債権譲受人間での債権譲渡の対抗要件は、登記の先後によって優劣を決する不動産の物権変動（所有権移転等）の対抗要件と、類似した態様を有することになった。また、債権譲渡登記制度では、民法上の通知・承諾や、特定債権法上の公告と異なり、債務者・第三者対抗要件が分離され、第三者対抗要件だけが具備されるという状況が一般化した。その後、債権譲渡登記は、様々な場面で広く利用されてきており、近年の同登記の件数は、年間4万件程度で推移している。

④サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法、1999年2月施行）により、弁護士法の特例として、不良債権など、特定の金銭債権を対象とする債権管理回収業が、一定要件の下で、許可を受けた株式会社に認められた。

⑤ノンバンク社債発行法（金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律、1999年5月施行）により、従来、出資法（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律）によって禁止されていた、貸金業者（ノンバンク）による貸付資金調達目的の社債（証券化商品を含む）発行が、一定要件の下で解禁された。

これらの法律は、その後、機能拡充や規制緩和のために改正され、②のSPC法は資産流動化法（資産の流動化に関する法律、2000年11月施行）、③の債権譲渡特例法は動産・債権譲渡特例法（動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律、2005年10月施行）に改称された。また、流動化・証券化関連のフロントランナー立法であった①の特定債権法はその役割を終え、2004年12月に廃止された。

## （3）将来債権譲渡に関する判例

現行民法には、将来債権譲渡に関する明文の規定は存在しない。ただ、債権譲渡は、既発生の債権だけでなく、将来にわたって発生する債権も対象にできなければ、資金調達取引としての実効性が希薄化する。既発生債権（を集めた集合債権）に加え、資金調達主体が今後

も同様の債権を作り出す能力を評価し、それをファイナンスの引当てとするために、将来債権を現時点で譲渡するという、実務上のニーズが存在する。また、副次的な効果として、資金調達者の財務指標の改善や、調達した資金を新たな投資に振り向けることなどが可能になる場合もある。

例えば、金融実務において、かなり以前から、保険医療機関（医療法人等）による銀行等からの資金調達のために、将来発生する債権を含め、診療報酬債権の譲渡担保取引が広く行われてきた。また、債権流動化・証券化は、原債権が既発生債権であっても、経済的には、将来キャッシュフローを活用したファイナンス手法としての性格を有している。実際に発生させるために、どの程度の費用と労力が必要か（信用リスク等に加え、どの程度の発生リスクがあるか）によって相違はあるものの、証券化の対象債権が既発生か未発生か、あるいは両者が混在しているかは、金融取引として決定的に重要な要素ではないともいえる。こうした実務上の要請から、将来債権譲渡に関する判例法理の進展が望まれるようになった。

戦前の大審院時代の判例は、一般論として、将来債権譲渡の有効性を広く認めていた（大判昭和9.12.28民集13巻2261頁）。戦後しばらく、関連する最高裁判決は出現しなかった。最判昭和53.12.15（裁判集民事125号839頁）は、当事者が1年間の将来債権譲渡の有効性を争い、これが認められたものであったために、それ以来、実務では、1年以内の将来債権譲渡しか行われないう慣行が続いていた。

最三小判平成11.1.29（民集53巻1号151頁）は、医師が社会保険診療報酬支払基金から支払いを受けるべき診療報酬債権に関して、将来債権の具体的な発生可能性の程度は契約の有効性を左右しないと、8年余りの将来債権譲渡の有効性を肯定した。これにより、複数年にわたる将来債権譲渡契約は、初めて最高裁で有効性が認められたことになり、実務界から歓迎された。最二小判平成12.4.21（民集54巻4号1562頁）は、将来の集合債権譲渡予約に関して、譲渡の目的となる債権が、譲渡人が有する他の債権と識別可能な程度に特定されていればよいと判示した。最一小判平成13.11.22（民集55巻6号1056頁）は、既発生債権と将来債権は、譲渡担保契約により確定的に譲渡されており、民法上の確定日付のある証書による通知により、第三者対抗要件を具備することができるとした。

将来債権譲渡と国税債権との優劣に関して争いとなっ

た事案において、最一小判平成19.2.15（民集61巻1号243頁）は、前掲の平成11年・13年最高裁判決を前提として、国税の法定納期限等以前に、将来発生すべき債権を目的として、債権譲渡の効果の発生を留保する特段の付款のない譲渡担保契約が締結され、その債権につき第三者対抗要件が具備されていた場合には、譲渡担保の目的とされた債権が国税の法定納期限等の到来後に発生したとしても、当該債権は、国税の法定納期限等以前に譲渡担保財産となっているものとした。これにより、債権譲渡担保や債権流動化の阻害要因であった、国税債権が優先するリスクは減少した。

このように、平成11年（1999年）以降の一連の最高裁判例により、将来債権譲渡に関する法的安定性がかなり高まってきた。これらの判例は、いずれも将来債権譲渡担保に関するものであるが、それらの主要な判旨は、将来債権の流動化・証券化など、真正譲渡形態の将来債権譲渡にも、基本的に妥当すると考えられる。

この間、前述した動産・債権譲渡特例法（2005年10月施行）により、法人による動産・債権譲渡に関して、①動産譲渡登記制度（動産譲渡の対抗要件である引渡し〈民法第178条〉があったものとみなされる）が創設されたほか、②（第三）債務者が不特定の将来債権譲渡についても、債権譲渡登記によって第三者対抗要件を具備できるようになった。これらには、実務上、重要な意味がある。特に②に関しては、債務者不特定の将来債権譲渡が民法上有効であることを前提としており、将来債権譲渡に関する判例法理の進展のなかで、対抗要件に関する規定のレベルにとどまらず、残された課題を立法的に解決したものである。一方、このような立法は、債務者をインフォメーション・センターとする民法上・従来型の債権譲渡の対抗要件制度のあり方にも、大きな変容を迫るものといえる。

### 3. 将来債権を活用した新たな金融取引

#### （1）将来債権を活用した金融取引の拡大

我が国では、将来金銭債権のキャッシュフローを活用したファイナンス手法として、従来、①債権譲渡担保（診療報酬債権担保借入など）、②一部債権（クレジットカード債権・キャッシング債権等）の流動化・証券化、③事業の証券化（WBS）、④プロジェクト・ファイナンス、⑤買収ファイナンス（LBO等）などが行われてきた。これらに加え、近年、⑥アセット・ベース

ト・レンディング（ABL）、⑦レベニュー債など、資金調達のための新たな金融取引も行われるようになっていく。

これらは、金銭債権の真正売買型取引（上記②・③・④・⑦）か、譲渡担保型取引（上記①・⑤・⑥）かを問わず、債権譲渡ファイナンスのフロンティアを、将来キャッシュフローの活用の方に、一層拡大するための契機となるものである。これらの金融取引を、特に「将来債権譲渡ファイナンス」（finance by assignment of future obligations）と呼んでもよい。

## （2）ABL

ABL（asset-based lending）は、売掛債権等の金銭債権や在庫資産などの流動資産を担保として、融資を行う方法である。米国では、1970年代から、ノンバンクがこうした融資を始めたが、その後、大手商業銀行の参入もあって、様々な企業が、M&A（企業の合併・買収）、LBO（leveraged buyout＝M&Aのうち、買収先の収益や余剰資産の売却により、買収資金を賄う方式）、リファイナンス、設備投資、運転資金など、多様な用途の資金調達に利用するようになった。

我が国では、2000年代半ばに、経済・実務界や、中小企業行政等の所管官庁である経済産業省などで、ABLの導入に向けた議論が進んだ。前述した動産・債権譲渡特例法により、動産譲渡登記や、債務者不特定の将来債権譲渡に係る債権譲渡登記が可能となったこともあって、地方銀行等の地域金融機関を中心に、担保に適した保有不動産等に乏しい中小企業向けの貸出などで普及してきた。「動産・債権担保融資」、「動産・売掛金担保融資」、「流動資産一体担保型融資」などとも呼ばれる。

ABLによる動産・債権担保は、借入企業による営業の継続を前提に、「在庫→（販売）→売掛債権→（回収）→預金（→現金）」といった、一連の企業保有資産ないし事業キャッシュフローである「商流」ないし営業循環を全体として捕捉する、「全資産担保」の性格を有する。そうした企業内または企業間の商流に基づき、企業活動に必要な資金を供給・調達する方法という意味で、売掛債権のファクタリングや流動化、売掛債権担保融資などと並び、ABLは「商流ファイナンス」の重要な手法といえる。そのなかには、将来発生する売掛債権の債権譲渡担保も組み込まれることが一般的である。

最近では、日本銀行や金融庁なども、金融政策・行政等の一環として、ABLを政策的に推進しようとしている。

こうした取組みは、バブル経済崩壊後も不動産担保や個人保証中心の融資から脱却しきれていない銀行等の金融実務に対し、全資産担保や商流ファイナンスの考え方に立って、政策的に修正しようとするものともいえる。また、時限立法である中小企業金融円滑化法（2009年12月施行）が、2回にわたる延長後、2013年3月末に期限切れとなったことへの配慮もあるものと推測される。

## （3）プロジェクト・ファイナンスと事業の証券化

プロジェクト・ファイナンスは、典型的には、事業主体となる企業の債務保証を伴わず、対象事業（プロジェクト）から生じる収益ないしキャッシュフローを返済原資とする、ノンリコース（非遡求）の金融手法である。対象事業を一体として維持・管理するための受け皿として、SPCが広く用いられるなど、証券化と同様、ストラクチャード・ファイナンス（仕組み金融）の一種といえる。また、プロジェクト・ボンド（プロジェクトのための資金調達を目的として発行される証券）の活用のように、証券化の手法と組み合わせられることも多い。

プロジェクト・ファイナンスは、一般的に、資源開発関連など、事業リスクと所要資金の大きいプロジェクトを対象とするため、通常、シンジケート・ローンの形態がとられる。また、公共施設の建設・運営など、社会資本の整備に民間の資金やノウハウを活用する手法であるPFI（private finance initiative）にも、多くの場合、プロジェクト・ファイナンスの金融技術が用いられる。

資産の証券化に対し、事業の証券化またはWBS（whole business securitization）は、特定の事業から生み出される一切のキャッシュフローを裏付けとする流動化・証券化取引である。主に英国におけるユニークな法制度の下で、水道事業、空港、病院、パブ・チェーン事業の証券化などが行われてきた。我が国でも、近年、事業の証券化に類する試みとして、有料道路、駐車場、ゴルフ場、パチンコホール、通信・携帯電話事業などの証券化が行われている。

事業の証券化とプロジェクト・ファイナンスの典型例を比較すると、前者は、特定の既存事業を母体企業の他の事業から分離したうえで、通常のコポーレート・ファイナンス（事業金融）と、資産流動化・証券化のようなアセット・ファイナンス（資産金融）との中間的な手法で、資金調達を行うものである。一方、後者は、新規の

特定事業について、関係者間のリスク分担を図りながら、ノンリコース・ファイナンスの仕組みを組成するものである。ただ、①SPCなどを用いたストラクチャード・ファイナンスの一種であること、②特定事業から生じる将来キャッシュフローを裏付けとするノンリコースの資金調達手法であることなどの点で、両者はかなり重なっている。

#### (4) レベニュー債

将来債権や事業の証券化に類する仕組みは、インフラ事業のための資金調達の手法としても、有用なスキームの一つになり得る。米国で広く普及しているレベニュー債 (revenue bond) は、地方公共団体が発行する地方債のうち、発行体の信用力ではなく、その運営する道路、水道、空港、病院などの公共施設から生じる運営収益だけを元金の支払原資とするものである。

我が国では、米国のレベニュー債のような制度は基本的に存在しない。通常の地方債は、「暗黙の政府保証」があるとの見方もあるものの、政府保証債のような中央政府による明示的な保証はなく、発行体である地方公共団体の課税権が実質的な担保になっているという点で、米国の一般財源保証債と同様の性格を有する。

我が国へのレベニュー債の導入に関しては、従来、財政規律の向上や財政運営の透明化などのメリットが指摘されてきた。実際にも、21世紀に入って、レベニュー債に類する資金調達への取組みが散見されるようになった。そうしたなかで、最近、インフラ事業に基づいて、安定的に発生する将来債権を真正譲渡の形態で証券化することにより、その経済的実質において、米国のレベニュー債と類似する資金調達の第1号案件が実現した。

証券化の手法を用いたレベニュー債について、前述した事業の証券化やプロジェクト・ファイナンスと比較すると、事業主体が地方公共団体・第三セクターか民間企業かという相違はあるものの、特定事業に関わる将来キャッシュフローを活用した資金調達という、債権譲渡ファイナンスとしての目的と実態において、両者は相当程度、共通しているといえる。

このように、レベニュー債は、金融技術としては先進的なものといえるが、償還原資が特定事業からの収入に限定されているため、地方公共団体よりも信用リスクが高いとみられやすい。地方債市場が発行体からみて良好な需給環境にあり、発行利率が低水準で推移している現状では、地方公共団体による通常の公募地方債より高い

コストをかけて、レベニュー債によって資金調達を行うことについては、一般の理解を得られにくい面もある。そうした事情もあって、現時点では、前述の第1号案件の後、同様の案件が相次いで組成・発行される状況にはなっていない。

一方で、我が国の今後の地方財政を展望すると、地方税の大幅な増収は見込めないうえ、国の厳しい財政状況から、地方交付税等の依存財源の増加も期待しにくい。さらに、社会インフラ、公共施設の更新需要や、少子高齢化に伴う社会保障費の増加などの将来負担も大きい。そのなかで、地方公共団体の財源確保のために、地方債等による資金調達の重要性が高まっていくと予想される。とりわけ、レベニュー債のような新たな資金調達手法の導入は、東日本大震災で被災したインフラ事業の復興などに役立つだけでなく、深刻化する国・地方の財政負担を抑制しつつ、インフラ事業のために必要な資金を民間から効率的・安定的に調達するという、我が国の中長期的な課題に対し、有効な解決策になり得ると考えられる。

この点に関連して、政府の内閣府国家戦略室成長ファイナンス推進会議による「成長ファイナンス推進会議とりまとめ」(2012年7月)でも、証券化の分野として、①民間資金等活用事業推進機構の設立等(PFIの株式・債権譲渡に関するガイドライン改正など)、②カバードボンドの導入と並び、③インフラ投資向け基盤整備(全国自治体の公社等によるレベニュー債の活用促進策の検討)などが取り上げられている。今後、我が国でレベニュー債の普及を図っていくためには、法制度面等での一層の整備が必要になると考えられる。

#### 4. 証券化における倒産隔離性の要件

資産流動化・証券化 (securitization) は、信用リスクをコントロールする金融技術という意味で、クレジット・エンジニアリング (信用工学) としての性格を有している。すなわち、流動化・証券化スキームにおいては、その資産流動化 (asset-backed) 性と仕組み

(structured) 性に基づき、①SPC (special purpose company=特別目的会社) 等のSPV (special purpose vehicle=特別目的媒体) への資産譲渡 (信託を含む) により、オリジネーター (原資産保有者) の信用リスクから基本的に切り離されており、②対象 (裏付) 資産の信用力 (通常、信用補完措置によって信用度が高められる) のみが、投資家にとっての引当てとな

る。

アセット・ファイナンス（資産金融）の手法である流動化・証券化の対象資産としては、キャッシュフローを生み出す資産であれば、基本的に制約はなく、不動産や知的財産権（それらを信託した信託受益権を含む）なども対象となる。ただ、我が国で発行される流動化・証券化商品の対象資産の大半は、住宅ローン債権、クレジット債権、リース債権、消費者ローン債権などの金銭債権である。こうした債権流動化・証券化は、債権譲渡ファイナンスのなかでも、重要で先進的な金融取引といえる。前述した事業の証券化やレベニュー債なども、将来債権を含む事業キャッシュフローを裏付けとする証券化取引の一種であり、通常の資産流動化・証券化の発展型と位置付けられる。

資産流動化・証券化の仕組みのなかで、上記①のオリジネーターの信用リスクが先鋭に表れるのが、オリジネーター（債権流動化の場合、通常、原資産の回収に当たるサービサーを兼ねる）が経済的に破綻し、倒産に至るケースである。ABS（資産担保証券）等の流動化・証券化スキームにおいて、オリジネーターが法的倒産手続（清算型の破産、再建型の会社更生、民事再生等）に入った場合、SPVに譲渡されたはずの流動化対象資産が倒産財団に取り込まれてしまい、SPVやABSの投資家が倒産手続のなかでしか弁済を受けられないと、当該資産を裏付けに発行されたABS等のデフォルト（債務不履行）を引き起こしかねない。

こうした究極的なリスクを回避するべく、アレンジャー（仕組みの組成業者）が、弁護士等の助言を受けて仕組みを組成する際には、流動化・証券化がオリジネーターの倒産処理手続に巻き込まれない、という意味での「倒産隔離」（bankruptcy remoteness）性を実現することが重要になる。このように、クレジット・エンジニアリングとしての資産流動化・証券化において、法的な倒産隔離を図る局面では、リーガル・エンジニアリング（法工学）的な性格が強まることになる。

倒産隔離性を実現するためには、①オリジネーターからSPVへの資産（債権）譲渡に係る（第三者・債務者）対抗要件の具備、②資産譲渡の真正譲渡ないし「真正売買」（true sale）性、③倒産管財人による否認リスクの回避、という3要件を充足することが必要となる。これらのうち、①・②は主に民法、③は倒産法（破産法、会社更生法等）レベルの論点である。

これらのなかでも、②の真正売買性、すなわち「資産（債権）譲渡が売買か担保か」という問題が、中心的な

論点として議論されてきた。債権譲渡ファイナンスの観点からみると、資金調達後の返済・償還の引当てとして、真正売買・ノンリコース型の債権流動化・証券化の場合には、対象債権の資産価値を一義的に考え、譲渡担保・リコース型の債権譲渡の場合には、調達者自身の返済能力を一義的に考えることになる。ただ、観念的にはともかく、現実には、これら両類型の債権譲渡の性格は連続しており、個別の取引が限界的にどちらの類型に属するかは、契約の解釈または取引の性格付け（characterization）の問題となる。

流動化・証券化が全体として、オリジネーターの資金調達を主目的とするスキームであり、その意味で、実質的な金融取引（前述の派生型金融）であることと、倒産隔離性の観点から、SPVへの資産譲渡が真正売買であるべきである、ということは矛盾しない。従来の真正売買論の主流は、米国での議論の影響も受けて、真正売買性のメルクマールとなる様々なファクターを総合的に判断するというものであった。

2001年9月に経営破綻したマイカルの会社更生事件において、同社グループが保有していた店舗不動産（ショッピングセンター）の商業用不動産担保証券（CMB S＝commercial mortgage-backed securities）による証券化案件の真正売買性をめぐり、倒産法学者等による論争が展開された。この「マイカルCMB S論争」のなかで、従来の総合判断的な真正売買論を批判し、譲渡担保に関する判例・学説に従って、①被担保債権の存在、②担保目的物の処分に係る実行権と補充性、③設定者による受戻権という3要件により判断するべきである、との見解も主張された。しかし、その後も、この問題に関する議論が十分に深められたとはいえない。

債権流動化・証券化における真正売買性の判断に関しては、一般論としては、既発生債権と将来債権とで、基本的な相違はないはずである。例えば、将来債権の場合、会計上は、もともとオリジネーターのバランスシートに資産計上されていないため、その譲渡により資金調達しても、担保付きの借入れと同様、金融取引として扱わざるを得ない。ただ、そうした会計処理上の取扱いは、その背景となる実態にそれほど実質的な意味がない限り、本来、法的な真正売買性の判断には直接影響しないと考えられる。

ただし、一例として、事業の証券化において、特定の事業から生じる将来債権を証券化するにあたり、優先・劣後方式（原債権からの弁済が後順位となる劣後部分をバッファーとすることにより、先順位の優先部分の信用

力を高める仕組み)により信用補完を行う場合、真正売買性の検証に際し、将来債権の金額を譲渡時において十分に把握することが難しいため、適切な劣後比率を判断できるか、といった問題がある。このように、将来債権の証券化においては、既発生債権の場合と比べて、一般的に真正売買性の実現・検証が困難化するとまではいえないとしても、個別の判断要素に関する予測可能性が低下することはあり得る。

さらに、将来債権の証券化後、ABS等の償還期前に、債権譲渡人であるオリジネーターの倒産手続が開始した場合、譲受人であるSPVやABS等の投資家は、第三者対抗要件の具備を前提として、将来債権譲渡の効力を倒産管財人に対抗できるか、という問題もある。これは、後述する民法(債権法)改正に関する論点に直結する。また、証券化における倒産隔離性の要件という観点からは、前述の3要件(対抗要件の具備、真正売買性、否認リスクの回避)に続いて、将来債権の証券化の場合に考慮を要する、4番目の要件ないし留意点と位置付けることもできる。

## 5. 民法(債権法)改正と債権譲渡

### (1) 民法(債権法)改正の経緯

我が国の民事関係の基本法である民法(1896年<明治29年>制定)のうち、同法第3編「債権」を中心とする、いわゆる債権法の改正に関して、2006年2月、法務省が抜本的な見直しを行うことを発表した。同年10月に、民法学界の有力な学者を主な構成員とし、法務省関係者も参加する、民法(債権法)改正検討委員会が設立されて活動を開始した。同委員会は、2年半の活動を終え、2009年3月に「債権法改正の基本方針(改正試案)」(以下、基本方針)を取りまとめた。同年10月に、債権法改正に関して、法務大臣から法制審議会に諮問が行われた。改正の目的として、民法制定以来の社会・経済の変化への対応を図ることと、国民一般に分かりやすい民法にすることが挙げられた。また、改正の対象として、国民の日常生活や経済活動に関わりの深い、契約に関する規定を中心に見直しを行うこととされた。

2009年11月に、法制審議会に民法(債権関係)部会が設置され、審議が始まった。第1ステージとして、1年半をかけて論点整理を行ったうえ、2011年5月に「民法(債権関係)の改正に関する中間的な論点整理」(以下、中間論点整理)を公表し、パブリック・コメントの

手続きをとった。その後、第2ステージの審議を経て、2013年2月に「民法(債権関係)の改正に関する中間試案」(以下、中間試案)が取りまとめられた。同年4月から6月にかけて、同中間試案に対するパブリック・コメントの手続きがとられた。これを受けて、同年7月から、第3ステージの審議が行われ、2014年8月に「民法(債権関係)の改正に関する要綱仮案」(以下、要綱仮案)が決定され、9月に全文が公表された。

2015年2月に要綱案を取りまとめ、要綱の決定を経て、法制審議会から法務大臣に答申を行う。その後、民法改正法案が2015年の通常国会に提出される段取りとなっている。実現すれば、約120年ぶりの抜本改正となる。

### (2) 将来債権譲渡に関する論点

債権法改正に関わる論点は多岐にわたるが、それらのなかで、民法学者・弁護士・実務家などの関係者間で、最も熱心に議論されてきた論点の一つが、債権譲渡に関するものである。

中間試案の「第18 債権譲渡」の部分は、「1 債権の譲渡性とその制限(民法第466条関係)」、「2 対抗要件制度(民法第467条関係)」、「3 債権譲渡と債務者の抗弁(民法第468条関係)」、「4 将来債権譲渡」から構成されている。これらのなかでも、とりわけ白熱した議論が行われてきており、証券化や譲渡担保などの債権譲渡取引への影響も大きいと考えられたのが、将来債権譲渡と対抗要件制度である。

中間試案の前段階の中間論点整理では、「第13 債権譲渡 4 将来債権譲渡」で、(1)将来債権の譲渡が認められる旨の規定の要否、(2)公序良俗の観点からの将来債権譲渡の効力の限界、(3)譲渡人の地位の変動に伴う将来債権譲渡の効力の限界、という具体的な論点が挙げられていた。

法制審議会部会での審議状況に関する事務当局(法務省民事局参事官室)の補足説明では、前掲(1)の論点に関して、将来債権譲渡の有効性および対抗要件に関する明文の規定を設けるべきであるという考え方について、特段の異論はなかったとされている。この点については、その後の中間試案の「4 将来債権譲渡」で、「(1)将来債権は、譲り渡すことができるものとする。将来債権の譲受人は、発生した債権を当然に取得するものとする。」、「(2)将来債権の譲渡は、第三者対抗要件(「2 対抗要件制度」で規定)を具備しなけれ

ば、第三者に対抗することができないものとする。」、

「(3) 将来債権が譲渡され、権利行使要件が具備された場合には、その後に譲渡制限特約(「1 債権の譲渡性とその制限」で規定)がされたときであっても、債務者は、これをもって譲受人に対抗することができないものとする。」として、明文化された。ただし、これらのうち(3)については、(注1)で「規定を設けない(解釈に委ねる)」という考え方がある。」とされている。

中間論点整理での前掲(2)の論点に関して、上記補足説明では、将来債権譲渡担保が公序良俗(公の秩序・善良の風俗)の観点から、過剰担保を理由に否定される場合などを想定し、将来債権譲渡の効力の限界に関する具体的な基準を設けることについて、賛否両論があったとされている。その後、法制審議会部会の第2ステージの審議過程での部会資料では、担保物権法制における過剰担保の制限法理など、他の制度等との関係に留意しつつ、有意な要件を定めることは困難であることから、公序良俗の観点からの将来債権譲渡の効力の限界に関する規定は設けないことが提案されている。この点については、中間試案でも、そのとおり明文化されておらず、解釈に委ねられている。

中間論点整理での前掲(3)の論点に関して、先行する民法(債権法)改正検討委員会の基本方針の

3.1.4.02<2>では、「将来債権が譲渡された場合には、その後、当該将来債権を生じさせる譲渡人の契約上の地位を承継した者に対しても、その譲渡の効力を対抗することができる。」というルールが提案された。この点に関して、提案要旨では、「具体的には、将来の賃料債権が譲渡された後に賃貸不動産が譲渡された場合や、将来債権譲渡の譲渡人が倒産した場合において、賃貸不動産の譲受人の下で新たに締結された賃貸借契約から発生する賃料債権や、管財人の下で新たに締結された取引から発生する債権などについて、譲渡人で行われた将来債権譲渡の効力が及ぶかどうかという問題を、賃貸不動産の譲受人や管財人が第三者に当たるか否かという形で議論することができるようにしようとするものである。」という説明が行われた。

この基本方針の提案を引き継いだとみられる、中間論点整理の前掲(3)の論点では、次のように述べられている。「将来債権の譲渡の後に譲渡人の地位に変動があった場合に、その将来債権譲渡の効力が及ぶ範囲に関しては、なお見解が対立している状況にあることを踏まえ、立法により、その範囲を明確にする規定を設けるか

どうかについて、更に検討してはどうか。具体的には、将来債権を生じさせる譲渡人の契約上の地位を承継した者に対して、将来債権の譲渡を対抗することができる旨の規定を設けるべきであるとの考え方が示されていることから、このような考え方の当否について、更に検討してはどうか。」

上記補足説明では、将来債権の譲渡の後に譲渡人の地位に変動があった場合に、その将来債権譲渡の効力が及ぶ範囲について、具体的に問題となり得る場合として、①不動産の賃料債権の譲渡後に、賃貸人が不動産を譲渡した場合において、当該不動産から発生する賃料債権の帰属、②売掛債権の譲渡後に、事業譲渡等によって事業が譲渡された場合において、同一事業から発生する売掛債権の帰属、③将来債権を含む債権の譲渡後に、譲渡人に倒産手続が開始された場合において、管財人または再生債務者の下で発生する債権の帰属、という例が挙げられている。

これらはいずれも、理論的にも実務上も重要な問題点である。特に③に関しては、前述したように、将来債権の証券化の場合における倒産隔離性の要件にも関わる。将来債権の譲渡・証券化の後に、譲渡人であるオリジネーターの倒産手続が開始されると、「譲渡人の地位に変動があった場合」に該当する。その場合、倒産管財人等の第三者性、すなわち「譲渡人の契約上の地位を承継した者」に当たるかという、倒産法に関わる論点との関連も含め、第三者対抗要件の具備を前提として、将来債権譲渡の効力を管財人等に対抗できるか、ということが問題となる。

この③(および②)の点に関して、上記部会資料では、甲案として、「将来債権譲渡の効力は、譲渡の対象となった将来債権が譲渡人以外の第三者の下で発生した場合であっても、当該第三者に対抗することができる旨の規定を設けるものとする。」、乙案として、「将来債権譲渡の効力は、譲渡の対象となった将来債権が譲渡人以外の第三者の下で発生した場合には、当該第三者に対抗することができないが、譲渡の対象となった将来債権が譲渡人から当該将来債権を発生させる契約上の地位を承継した第三者の下で発生した場合には、当該第三者に対抗することができる旨の規定を設けるものとする。」、丙案として、「規定を設けないものとする。」という、三つの考え方が示された。

これらのうち、甲案に対しては、債権譲渡取引の安全に資するとして評価する意見がある反面、将来債権譲渡の譲渡人に、第三者の下で発生する債権の処分権を無制

限に認めることについて、理論的な根拠を疑問視する意見もある。一方、乙案に対しては、債権の譲受人と債権を発生させる契約上の地位の譲受人との利益衡量のあり方として妥当であるとの評価がある反面、特に甲案の立場から、債権譲渡の効力が事後的に覆され得ることについて、債権譲渡取引の安全を害するという批判がある。さらに、乙案に対しては、前述の「契約上の地位を承継した者」に該当するかどうかの判断が困難な場合もあり、予測可能性に欠けるという批判もある。

上記の甲案に対する反論と関連して、主に倒産実務家の側から、将来債権譲渡の倒産手続における効力を制限しようとする提案が行われている。こうした提案は、将来債権の譲渡後に譲渡人に倒産手続が開始された場合に、管財人の下で発生する債権に譲渡の効力が及ぶとすると、債権発生のための費用は、倒産債権者の共同の引当財産である倒産財団から支出されるにもかかわらず、発生した債権は譲受人が取得することになり、会社更生や民事再生などの再建型倒産手続の遂行を阻害する、という懸念に基づく。

こうした中間論点整理での前掲(3)の論点に関して、中間試案の「4 将来債権譲渡」では、「(4) 将来債権の譲受人は、～譲渡人以外の第三者が当事者となった契約上の地位に基づき発生した債権を取得することができないものとする。ただし、譲渡人から第三者がその契約上の地位を承継した場合には、譲受人は、その地位に基づいて発生した債権を取得することができるものとする。」とされている。

この点に関して、事務当局の文責により、中間試案の内容を理解するための一助とする趣旨で記載された概要欄では、次のように説明されている。「将来債権の譲渡は、譲渡人が処分権を有する範囲でなければ効力が認められないため、譲渡人以外の第三者が締結した契約に基づき発生した債権については、将来債権譲渡の効力が認められないのが原則である。しかし、第三者が譲渡人から承継した契約から現実に発生する債権については、譲渡人の処分権が及んでいたものなので、将来債権譲渡の効力が及ぶと解されている。本文(4)は、以上のような解釈を明文化することによって、ルール of 明確化を図るものである。」

また、同じく事務当局の文責により、中間試案の内容を理解するために記載された補足説明欄では、次のように述べられている。「倒産手続の開始決定後に発生した債権に将来債権譲渡の効力が及ぶか否かという問題について、立法的に解決すべきであるという意見が主張され

ている。しかし、この問題は、倒産手続における管財人の地位についての理解を始めとして、倒産法上の論点と密接に関わる上に、倒産手続開始決定後における債権の譲受人とその他の一般債権者との利益調整についての政策的な判断を必要とする問題であるので、倒産法の分野の問題として議論されるべきものであると考えられる。～本文(4)は、上記の問題についての結論を得ることを意図するものではなく、引き続き、倒産法上の議論に委ねられるという理解を前提としている。」

この(4)のルールは、上記部会資料での甲・乙・丙案間の見解対立のなかで、いわば妥協の産物として、基本的に乙案を引き継いだものと推察される。ただ、ここでの第三者に、将来債権の譲渡人が倒産した場合の管財人を含む趣旨かどうかは明らかではない。上記の概要での説明も含めると、そこでは、「譲渡人の処分権」と、部会資料の乙案でも言及された「(第三者による)契約上の地位の承継」が、鍵となる概念(キー・コンセプト)になっているようにみえる。

しかし、この点に関しては、①これらのキー・コンセプトが、将来債権譲渡の効力が及ぶかどうかの判断基準になり得るのか、②実際には、それぞれに係る判断が困難な場合も少なくないのではないか、③倒産手続における管財人の地位(第三者性など)については、議論は倒産法の領域にわたり、民法(債権法)の側だけでは、実質的なルールを提示できないのではないか、といった疑問があった。

これらのうち、特に③の点については、中間試案の公表後に追加された、上記の補足説明も認めているとおりであり、結局、倒産法上の議論に委ねられることになった。それ自体はやむを得ないこととしても、これまで白熱した議論が行われてきただけに、核心的な問題が先送りされたとの感は否めない。上記の概要の説明にもかかわらず、本文(4)だけでは、ルールの実質的な明確化が図られたとはいえず、法的不確実性が残されている。債権譲渡ファイナンスのなかでも、特に将来キャッシュフローの資産価値に依存する、将来債権の流動化・証券化取引にとっては、こうした法的不確実性は、大きなリスクとなりかねない。

要綱仮案の「第19 債権譲渡 2 将来債権譲渡」では、将来債権の譲渡性とその効力に関して、「ア 債権の譲渡は、その意思表示の時に債権が現に発生していることを要しない。」「イ 債権が譲渡された場合において、その意思表示の時に債権が現に発生していないときは、譲受人は、発生した債権を当然に取得する。」とし

て、従来の判例・学説を明文化する規律が提案されたのみであった。

今回、契約上の地位の承継を基準として、将来債権譲渡の効力の範囲を画するという考え方の採用は見送られ、この論点は、引続き民法と倒産法にまたがる解釈に委ねられている。これにより、将来債権譲渡ファイナンスの観点からは、譲渡人の倒産等に係る信用リスクについて、前述したような法的不確実性が残されている。今後、倒産法制の（再）改正などに向けた動きのなかで、将来債権譲渡の効力をめぐる議論の帰趨が注目される。

### （3）対抗要件制度に関する論点

中間試案の「第 18 債権譲渡 2 対抗要件制度（民法第 467 条関係）」は、（1）第三者対抗要件及び権利行使要件、（2）債権譲渡が競合した場合における規律、から構成されており、そのうち、対抗要件制度の枠組みを定める（1）は次のようになっている。

#### （1）第三者対抗要件及び権利行使要件

民法第 467 条の規律について、次のいずれかの案により改めるものとする。

〔甲案〕（第三者対抗要件を登記・確定日付ある譲渡書面とする案）

ア 金銭債権の譲渡は、その譲渡について登記をしなければ、債務者以外の第三者に対抗することができないものとする。

イ 金銭債権以外の債権の譲渡は、譲渡契約書その他の譲渡の事実を証する書面に確定日付を付さなければ、債務者以外の第三者に対抗することができないものとする。

ウ（ア） 債権の譲渡人又は譲受人が上記アの登記の内容を証する書面又は上記イの書面を当該債権の債務者に交付して債務者に通知をしなければ、譲受人は、債権者の地位にあることを債務者に対して主張することができないものとする。

（イ） 上記アの通知がない場合であっても、債権の譲渡人が債務者に通知をしたときは、譲受人は、債権者の地位にあることを債務者に対して主張することができるものとする。

〔乙案〕（債務者の承諾を第三者対抗要件等とはしない案）

特例法（動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律）と民法との関係について、現状を維持した上で、民法第 467 条の規律を次のように改め

るものとする。

ア 債権の譲渡は、譲渡人が確定日付のある証書によって債務者に対して通知をしなければ、債務者以外の第三者に対抗することができないものとする。

イ 債権の譲受人は、譲渡人が当該債権の債務者に対して通知をしなければ、債権者の地位にあることを債務者に対して主張することができないものとする。

（注）第三者対抗要件及び権利行使要件について現状を維持するという考え方がある。

これらのうち、甲案は、金銭債権譲渡については、第三者対抗要件を登記に一元化する一方、非金銭債権譲渡については、譲渡契約書等に確定日付を付すことを第三者対抗要件とするという提案である。法人の指名金銭債権譲渡の対抗要件として、民法上の通知・承諾と動産・債権譲渡特例法上の債権譲渡登記が並立している現状と比べれば、簡明な制度といえる。

しかし、金銭債権譲渡の第三者対抗要件を登記に一元化する案については、登記の制度・費用面で時機尚早という批判が強い。また、個人（自然人）による債権譲渡については、医師が前述の診療報酬債権の譲渡担保により借入れを行うようなニーズがあるが、そうした場合まで一元化の対象にするのであれば、氏名や住所の変更等に対応するため、国民（個人）総背番号制度の実施が前提となると考えられる。

中間試案の甲案に関する事務当局による概要でも、こうした批判を意識して、次のように述べられている。

「ここでの登記は、必ずしも特例法上の債権譲渡登記の現状を前提とするものではなく、①登記することができる債権譲渡の対象を自然人を譲渡人とするものに拡張すること、②第三者対抗要件を登記に一元化することで登記数が増加すること、③根担保権の設定の登記のように、現在の債権譲渡登記制度では困難であると指摘されている対抗要件具備方法があることに対応するために、債権の特定方法の見直し、登記申請に関するアクセスの改善その他の必要な改善をすることを前提とする。」

こうした改善を実現するためには、動産・債権譲渡特例法の改正にとどまらず、登記システムの改良などのために、相当の時間と費用がかかるものと予想される。また、前述の国民総背番号制度の導入などは、法務省（法制審議会）だけで検討・提案できる性格のものではない。もっとも、この点に関して、事務当局による中間試案の補足説明では、「自然人の金銭債権の譲渡の対抗要件を登記に一元化としても、自然人の氏名等の変更

を登記によって把握することを想定しない制度とすることを前提とする」と述べられている。

また、実際には、同一の取引に基づく債権のなかで、金銭債権と非金銭債権の区別が容易でない、または両者が複合している場合がある。さらに、非金銭債権について、譲渡契約書等に確定日付を付す案は、第三者対抗要件としての公示性に欠けるという問題もある。これらの点に関して、中間試案の補足説明では、「金銭債権以外の債権についても、対抗要件を登記に一元化することの可否も今後の検討課題となり得る」と述べられている。

次に、乙案は、債権譲渡の対抗要件から、債務者の承諾をすべて外すという提案である。これについて、中間試案の概要では、次のように説明されている。「乙案は、特例法上の対抗要件と民法上の対抗要件とが併存する関係を維持した上で、民法上の第三者対抗要件について、確定日付のある証書による通知のみとするものである。債務者をインフォメーション・センターとする対抗要件制度を維持するとしても、債務者の承諾については、第三者対抗要件としての効力発生時期が不明確であるという指摘のほか、債権譲渡の当事者ではない債務者が譲受人の対抗要件具備のために積極的関与を求められるのは、債務者に不合理な負担となることが指摘されている。乙案は、このような指摘に 대응する方策として、確定日付のある証書による債務者の承諾を第三者対抗要件としないこととするものである。」

このように、中間試案では、事務当局による概要と補足説明を含め、債務者が承諾を迫られる不利益が強調されているが、債務者には、承諾をする義務がある訳ではない。逆に、債務者が積極的に承諾することにより、債権者である関連会社等に融資をさせるような場合もあり得る。

また、手形レスの一括決済方式である一括ファクタリングのように、債権者が多数、債務者と譲受人が各1名という場合に、現行民法の規定によれば、債務者から譲受人に対して1通の承諾書を出せば、全譲渡の対抗要件を具備できる。承諾を対抗要件から外すと、こうした便宜が失われることになる。もっとも、この点に関して、補足説明では、「譲受人が譲渡人から基本契約において代理権を受領した上でまとめて通知をすれば、簡易に対抗要件を具備することができることに違いはなく、不都合は生じないとの指摘もある」と述べられている。

さらに、現在では、債務者の承諾があることによって、譲渡担保の場合を含め、債権を安心して譲り受けられるという取引実務が成立している。それに対し、承諾

をすべて対抗要件から外すと、債権譲渡取引への信頼性が低下し、そうした手段による資金調達が阻害される懸念がある。

このように、甲案・乙案ともに、理論的な整合性はともかく、主に取引実務上の観点から、少なからぬ難点がある。それらよりは、現行の制度を基本的に維持しながら、債権譲渡登記制度・システムの改善を地道に図っていく方が現実的ではないかと考えられる。その点で、中間試案のなかで、「第三者対抗要件及び権利行使要件について現状を維持するという考え方がある。」という記述が(注)になっているのは、適切とはいえない。現状維持案も相応に有力であったのであれば、丙案として、甲案・乙案と併記するべきである。

中間試案に対するパブリック・コメントでは、債権譲渡の対抗要件制度に関して、甲案・乙案への賛成意見より、(注)とされた現状維持案への賛成意見が多数を占めた。一方、2013年7月、法制審議会部会での第3ステージの審議の冒頭で、債権譲渡に関する検討が行われた。その際の部会資料では、中間試案の甲案で非金銭債権について提示されていた「譲渡契約書その他の譲渡の事実を証する書面に確定日付を付したものを債権譲渡の対抗要件とする考え方」を、金銭債権と非金銭債権に共通の第三者対抗要件として採用するという案が、甲案の別案として提示された。

この別案は、二重譲渡の発生後の優劣判定基準としては優れている。しかし、確定日付を付した書面のような公示性に乏しい対抗要件制度では、債務者が知らないままに債権譲渡が行われることになるため、現状以上に債権譲渡の安全性が損なわれ、二重譲渡などが増加しかねないと懸念される。

こうした部会でのこれまでの議論を踏まえ、その後、債権譲渡の対抗要件制度に関して、新たな立法提案が提示された。A案は「債権を譲渡した事実を譲渡人又はその指定する者が、公証人又は郵便認証司に対して申述した日時を証明するための行為をすることを第三者対抗要件とし、その証明された日時の先後で対抗関係の優劣を決するという考え方」である。また、B案は「法人を譲渡人とする将来債権の譲渡について、第三者対抗要件を登記に一元化するという考え方」である。

A案によれば、債権譲渡が競合した場合の対抗関係の優劣を、譲渡の事実を申述した日時の先後によって判断することができ、その日時について、信頼性の高い証拠が存在する制度となる。そのため、債権譲渡の当事者ではない債務者が、インフォメーション・センターとして

の負担（複数の通知の有無と到達の先後の判断、譲受人からの照会への回答）を負うという、現行制度の問題点を解消することができる。この制度は、公証人または郵便認証司が、日付だけでなく、時間まで証明することを前提とするが、そうした制度の採否および詳細については、今後の検討課題となる。

B案は、資金調達目的の債権譲渡の多くが法人を譲渡人とし、将来債権譲渡を対象に含むものであることから、債権譲渡登記に一元化する対象を、そうした債権譲渡（金銭債権と非金銭債権を含む）に限定するものである。ただ、その場合には、将来債権譲渡と既発生の債権譲渡の対抗要件を区別することの当否と理由などが、今後の検討課題となる。

A案は、現在の債権譲渡登記制度を引続き併存させることを前提とするが、B案を採用したうえで、B案によって第三者対抗要件が登記に一元化されない債権の譲渡については、A案を採用することも考えられる。その意味で、この両案は両立し得る考え方である。

このように、部会での審議において、債権譲渡の対抗要件制度に関して、様々な立法提案が行われてきたが、いずれも一長一短であり、議論は収斂しなかった。これを受けて、要綱仮案の「第19 債権譲渡 3 債権譲渡の対抗要件（民法第467条関係）」では、「債権の譲渡（現に発生していない債権の譲渡を含む。）は、譲渡人が債務者に通知をし、又は債務者が承諾をしなければ、債務者その他の第三者に対抗することができない。」とされた。すなわち、将来債権譲渡について明記されたものの、現状の民法第467条第1項の規律が維持される結果となった。今後は、債権譲渡登記について、債権の特定方法の煩雑さなどの改善が課題となる。

#### 【参考文献】

高橋正彦 [2014]、「債権譲渡ファイナンスの法と経済学」『横浜経営研究』第35巻第3号、12月、41～79頁。