

〈論 文〉

金融論と民法学の接点

——証券化と債権譲渡ファイナンスをめぐって——

高橋正彦*

I はじめに

筆者は、直近の自著『証券化と債権譲渡ファイナンス』（NTT出版，2015年12月，以下「拙著」として引用）において，証券化（securitization）を含み，自ら新たに創造した上位概念である「債権譲渡ファイナンス」（finance by assignment of obligations）を対象として，法と経済学的・学際的な考察を広範に行った。

本稿では，拙著と同様の問題意識に立ちながら，さらに一步進めて，証券化と債権譲渡ファイナンスをめぐり，金融論と民法学の接点，ないし両者の融合という視点から，より深く踏み込んだ考察を試みる。本稿の相当部分が法的な議論に関わること，また，紙幅の制約から，注書きを割愛したことなどをご了解のうえ，詳細については，拙著をご参照願いたい。

II 債権譲渡ファイナンス

1 私法上の概念としての債権譲渡

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り，その他に不法行為，事務管理，不当利得などがある。

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，欧州等で法制整備が行われ，債権自体が

* 横浜国立大学教授（京都大学客員教授）

没个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 (2015年国会提出の民法の一部改正法案の前) 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 (譲渡を知らなかった) 第三者に対抗できない) とされている (民法第466条)。

現行民法の制定 (1896年 (明治29年)) の際には、債権債務関係の当事者の変更に関して、貸付債権の高利貸や取立屋への譲渡の懸念など、個人的側面と財産的側面を反映した議論があった。それらの妥協の産物として、債権譲渡に関しては、前述の意思主義と対抗要件主義に立脚した規定が置かれたものの、その自由譲渡性について、譲渡禁止特約による一定の制限が課された。こうした譲渡禁止特約を条文上認めるのは、主要国の民法の立法例としては、少数派に属する。

一方、そうした債権の譲渡性や第三者弁済に慎重な立法当時の議論を反映して、債務引受については規定されなかった。また、契約上の当事者の権利義務関係を包括的に移転・譲渡する合意である、契約上の地位の移転 (契約譲渡) についても規定されなかった。このように、債権債務関係の当事者の変更に関する現行民法の規定は、比較法的にみて中間的、あるいはやや不徹底なものとなっている。

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。

2 債権譲渡形態の金融取引の意義と類型

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（債務不履行ないしデフォルト）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（等の預金取扱金融機関）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、各契約に基づいて定められる法定果実（元本の使用の対価として収受される金銭等）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。なお、企業会計（貸借対照表＝バランスシート）上では、自己が保有する金銭債権は資産、金銭債務は負債として認識されることになる。

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、債権者の下に固定・滞留していた資金を広義で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きたせいか、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。そこでは、原債権を発生させる先行取引と、その後の債権譲渡取引が複層化していることに対応し、原債務者(元の受信者)と債権譲渡人(新たな受信者)に係る信用リスクなども併存する。

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、債権買取り)、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(オリジネーター(原資産保有者)が保有する多数の金銭債権を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、ABS(資産担保型証券)等の流動化・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、その経済的な機能の面から、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、既発生の債権だけでなく、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。ここで、将来債権の意義と範囲に関して、現行法令上の定義はなく、一義的な概念にはなっていない。一般

的に、①発生原因は存在するが未発生債権、②発生原因も存在しない債権は含まれるが、③条件付債権と④期限付債権が含まれるかどうかについては、見解が分かれている。

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、現行法の解釈論としてだけでなく、2015年法案提出の民法（債権法）改正に向けた検討・審議のなかでも、大きな争点となってきた。

3 債権譲渡ファイナンスへの分析視角

前述したように、従来、金融取引としての債権譲渡に関して、正面から議論されることは少なかった。金銭債権譲渡の形態をとる多様な金融取引を対象に、相互比較・考察を行う本格的な先行研究もほとんどみられず、こうした論点は、法律学と経済学の専門分化の反面で、その境界領域の隙間に落ち込み、意外な盲点となっているように窺われる。

そうした状況の下で、①近年、将来債権譲渡を含め、債権譲渡形態の金融取引が多様化してきていること、②最近、中小企業金融などの分野で、政策当局が債権譲渡を活用した新たな資金調達手段を推進していること、③現在、企業決済等の分野で、電子記録債権の利用が拡大していること、④民法（債権法）改正をめぐる審議のなかで、将来債権譲渡を含む債権譲渡に関して、白熱した議論が行われてきたことなどに示されているように、我が国の金融システムにおいて、債権譲渡形態の金融取引の重要性が一層高まりつつある。

こうした債権譲渡形態の金融取引が一層普及・拡大していけば、ミクロ的には、企業金融の多様化や順便化をもたらし、マクロ的には、金融仲介や資金循環のオペラビリティを高め、金融システムの安定にも資するはずである。このように、そうした金融取引の拡大には、いわゆるマイクロ・ブルーデンス（個別金融機関の経営の健全性）や、マクロ・ブルーデンス（金融システム全体の安定性）の観点からも、積極的な意義が認められる。

そこで、前掲の拙著『証券化と債権譲渡ファイナンス』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、新たな上位概念の定立を提案した。前述したように、従来、このように包括的な概念が意図的・明示的に用いられることは、ほとんどなかった。

先端的な金融技術である前述の資産（債権）流動化・証券化は、2007年夏頃から深刻化した米国発のサブプライムローン問題や、2008年9月のリーマン・ショック等を経て拡大した、「100年に1度」とも言われる世界金融危機や、その後の世界的な金融規制強化などの強い逆風に直面した。我が国でも、デフレ脱却等を目指す、いわゆるアベノミクスの「3本の矢」のうちの第1の矢である「大胆な金融政策」として、2013年4月から、日本銀行による異次元の量的・質的金融緩和（QQE）という、非伝統的金融政策が行われてきた。その下で、超低金利が続いていることなどから、銀行借入や通常の社債・CP発行等の既存の資金調達手段に対して、相応の組成コストを要する流動化・証券化の相対的な優位性が低下している。リーマン・ショックから7年余りが経過した2016年時点でも、そうした逆風が続いており、我が国の証券化商品の発行額は低迷を脱せず、発行残高も減少傾向にある。

一方、こうしたなかで、証券化に限らず、債権譲渡ファイナンス全体に視野を広げると、かなり

異なった様相が表れてくるはずである。また、金融論等の研究面からは、新たな視点を導入することにより、これまで見えにくかった論点も浮上してくると期待される。

そのうえで、様々な債権譲渡ファイナンスに関して、①債権譲渡人が民間企業か（さらに大企業か中小企業か）公的機関か、②対象債権が指名金銭債権か手形債権か電子記録債権か、③対象債権が既発生債権か将来債権か、両者の混合か、④債権譲渡が真正譲渡（売買）か（実質）担保取引か、⑤債権譲受人がSPVか（さらにSPCか信託か）それ以外かなど、多様な分析視角ないし切り口により、横断的・包括的に考察することが有益と考えられる。これらのなかでも、本稿では、対象債権が既発生債権か将来債権か（上記③）、債権譲渡が（真正）売買か（譲渡）担保か（上記④）という二つの座標軸を中心として、論点を鮮明に浮かび上がらせてみたい。

こうした考察を通じて、債権譲渡ファイナンスの可能性と検討課題などに対しても、理論と実務、法と経済の両面から、学際的なアプローチを試みることにより、いわば「債権譲渡ファイナンスの法と経済学」を展望したい。ただ、「法と経済学」とはいつても、社会科学の二大・隣接領域として、ともに人間社会を対象とする法律学と経済学の間には、依然として強い緊張関係がある。とりわけ、私法の基本である民法学は、実質的な金融取引法の性格を有する債権法や担保物権法を含め、一部の例外を除いて、経済学とあまり親和的でないように見える。このような事情は、金融取引や金融システムなどの社会・経済現象を包括的に捉えるうえで、少なからぬ制約になっている。以下の考察では、不十分ながら、そうした現状に一石を投じ、金融論（ファイナンス論）と民法学（債権総論を含む債権法）という水と油のような両分野の接点を探り、両者を発展的に融合ないし止揚（アウフヘーベン）しようとする、野心的な問題意識を持っていきたい。

4 債権譲渡取引の変容

前述したように、我が国では従来、金銭債権譲渡は、①債権回収機能、②換価機能、③取立て機能、④担保機能、⑤資金調達機能など、多様な機能を有する金融取引として広く利用され、債権譲渡ファイナンスの発展につながってきた。

ただ、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。それでも、そうした判例の進展のなかで、債権譲渡に関する学説・判例上の議論は、民法学の争点として、注目されるようになった。

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(ないし20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に加え、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。

前述のとおり、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。

この間、前述したように、債務引受および契約上の地位の移転に関しては、現行民法に直接の規定はないが、実務上のニーズは存在し、現在の判例・学説ともに、これらを認めることに異論はない。それらの要件や効果などは解釈に委ねられており、これまで、類似の制度を参照した解釈論が展開されてきたが、民法(債権法)改正の過程で明文の規律が盛り込まれ、2015年提出の民法の一部改正法案に引き継がれた。

5 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、以下のとおり、1990年代以降、一連の関連立法が行われてきた。これらは、債権譲渡ファイナンスの発展を支える法的インフラとなった。

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ノンバンク社債発手法（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。

6 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（健康保険法等に基づく保険診療行為に伴って発生する、国民健康保険団体連合会または社会保険診療報酬支払基金に対する金銭債権）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して、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ことになった。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。

次いで、現行民法第3編「債権」を中心とする、いわゆる債権法の改正に関して、2009年10月、法務大臣から法制審議会に諮問が行われた。同年11月、法制審議会に民法（債権関係）部会が設置され、5年余りの審議を経て、2015年3月末に、民法の一部を改正する法律案が提出されたが、同年の第189通常国会では、同法案の審議・成立には至らなかった。同法案において、債権譲渡に関しては、①現行民法の譲渡禁止特約の効力を弱め、債務者の保護と債権譲渡を利用した資金調達を

実現する意図で、新たに譲渡制限特約に関する規定を設ける、②従来の判例・学説に基づき、将来債権譲渡の有効性について明文化する、という改正が盛り込まれた。なお、現行民法に規定されていない、債務引受および契約上の地位の移転に関しても、明文の規定を設けることとされた。

Ⅲ 将来債権譲渡ファイナンス

1 将来債権譲渡ファイナンスの拡大

あらためて、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きている。もっとも、これらの取引のすべてにおいて、必ず将来債権譲渡の手法を伴っている訳ではない。

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向に、一層拡大するための契機となるものである。その意味で、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動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（merger and acquisition=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、借入企業の事業の継続（ゴーイング・コンサーン）を前提として、「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あるいは事業キャッシュフローである「商流」ないし営業循環（ビジネス・サイクル）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・電子記録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、これから発生する売掛債権を対象とする、将来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、財務諸表に基づく企業評価と、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従来の金融実務に対し、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

プロジェクト・ファイナンスは、通常の企業向け融資等のコーポレート・ファイナンスに対して、典型的には、事業主体となる企業（親会社）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。

プロジェクト・ファイナンスは、親会社の信用リスクを切り離し、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。

証券化は、裏付資産から発生するキャッシュフローを、投資家に確実に移転するための仕組みである。同様に、プロジェクト・ファイナンスにおいても、対象となる新規事業から発生するキャッシュフローを、レンダーである銀行等に移転することになる。ただ、その際には、当該事業を完成・稼働させるうえで直面する、完工リスク、災害リスク、需要変動リスク、施設管理リスク等の諸々の事業リスクについて、関係者間でどのように分担・補完するかという点も、仕組み上、重要なポイントとなる。

プロジェクト・ファイナンスは、一般的に、インフラ整備や資源開発関連など、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。最近では、大型ビルの建設など、開発型不動産プロジェクトも、こうした方式で運営されることが多い。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。

4 事業の証券化

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。主に英国における特有の担保法制（浮動担保等）や倒産法制（レシーバーシップ等）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。米国でも、英国とは仕組みが異なるが、ファーストフード・チェーン、デザイナーの知的財産権に係る事業の証券化などの事例がある。

我が国でも、近年、不動産の証券化と金銭債権の証券化の技術が融合し、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きた。事業の証券化においては、債権や不動産の証券化と比べて、対象となる事業の個別性が大きく、具体的なスキームについても、将来債権の証券化というかたちを含め、様々な形態が考えられる。潜在的な発展の方向性は多岐にわたるが、リーマン・ショック以降、超低金利の長期化など、証券化に逆風が強まるなかで、事業の証券化案件の組成も途絶えている模様である。

事業の証券化は、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、通常のコーポレー

ト・ファイナンス（企業金融）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）との中間的ないしハイブリッドな手法で、資金調達を行う方法であるといえる。

すなわち、事業の証券化は、通常の債権や不動産の証券化を超えて、事業全体を証券化することにより、ノウハウ等の無形資産も含め、継続企業（ゴーイング・コンサーン）としての事業全体の将来キャッシュフロー価値を把握するという点で、コーポレート・ファイナンスと共通する要素を有する。一方、様々なコベナンツ（誓約、契約条項）、倒産隔離措置、担保権設定、信用・流動性補完など、資産の流動化・証券化に類する仕組みを用いて、信用リスクやキャッシュフローの変動性等をコントロールするという点で、通常の証券化と共通の性格を有する。

前述したように、プロジェクト・ファイナンスの典型例は、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、プロジェクト・ファイナンスと事業の証券化は、かなり重なり合っている。

なお、事業の証券化においては、証券化対象事業の価値を毀損せず、継続して運営していくことが必要である。そのためには、事業体として、当該事業を遂行するうえで直面する様々な事態に即応できるような組織体制が望まれるが、厳格な倒産隔離を施したSPCにより、その事業を継続することは困難な場合も想定される。実務的には、既存の事業会社が事業を継続していくことを前提として、その倒産隔離性を高めていくことが求められる。このように、第IV節で後述する倒産隔離性に関して、事業の証券化の場合には、通常の資産の証券化とは異なる考慮が必要となる。

5 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利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（廃棄物処理施設、「茨城県エコフロンティアかさま」による、廃棄物処理委託料支払請求権を裏付けとするレベニュー信託）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(主に金融機関が発行する、金銭債権担保付債券)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。

IV 証券化と倒産隔離性

1 倒産隔離性の要件

資産流動化・証券化スキームがオリジネーター(原資産保有者)の倒産手続に巻き込まれないという意味での倒産隔離性(bankruptcy remoteness)は、流動化・証券化という金融技術の出発点であり、仕組みの中核でもある、オリジネーターからSPV(特別目的媒体)への資産の譲渡に関する諸要件に依存する。そうした資産譲渡に関わる倒産隔離性の基本的な法的構造は、以下で詳述するように、①対抗要件の具備、②真正売買性、③倒産管財人による否認のリスクの回避、という3要件から成っている。さらに、後述する将来債権譲渡に特有の論点を加えれば、4要件から成っているともいえる。

2 対抗要件の具備

第一に、オリジネーターが倒産した場合、オリジネーターからSPVへの資産の譲渡(信託を含む)について、対抗要件を具備していなければ、SPVは、一般の倒産債権者(破産債権者、更生債権者等)として扱われ、裁判所に任命された倒産管財人に資産譲渡の効力を対抗できない。この結果、ABS(資産担保型証券)等のデフォルトは必至となり、投資家の権利は大きく損なわれることになる。こうした帰結に関しては、資産譲渡が真正売買であるか担保取引であるかを問わない。ただ、特に新しい金融技術・取引である資産流動化・証券化が実務上定着・普及していくためには、第II

節で前述したように、特定債権法上の公告や、(動産・)債権譲渡特例法上の債権譲渡登記など、対抗要件制度の整備が大きな役割を果たしてきた。

なお、SPVやABSの投資家からみて、オリジネーターの管財人は、契約上、直接の相手方ではないため、その管財人に資産譲渡の効力を対抗できるかということは、第三者対抗要件の問題となる。一方、債権流動化の案件において、オリジネーター(原債権の回収(サービシング)にあたるサービサーを兼ねることが通常)の倒産により、オリジネーターがサービシングを継続できなくなり、バックアップ・サービサー(後継サービサー)が稼働する事態が生じた場合には、SPVから原債務者に対し、直接支払いを要請することになり、そのためには、債務者対抗要件の具備が必要になる。

この点に関して、前述した特定債権法上の公告によれば、適用対象はリース・クレジット債権に限られるものの、当初から第三者・債務者対抗要件を同時に具備できたが、同法は2004年末に廃止された。これに対し、現在、広く利用されている動産・債権譲渡特例法上の債権譲渡登記だけでは、第三者対抗要件しか具備できないため、実際に、多くの債権流動化案件において、当初には、債務者対抗要件が具備されないままになっている。

そのため、現状では、具体的な案件において、オリジネーター・サービサーが倒産し、バックアップ・サービサーの稼働が必要になる場合には、あらためて、債務者対抗要件の具備(債権譲渡登記の登記事項証明書を交付した、譲渡人または譲受人から債務者への通知・承諾)を行わなければならない。そのような切迫した事態のなかで、多数の債務者に対して、そうした対抗要件の具備を行うことは、SPV側等の当事者にとって、少なからぬ負担となる。

3 真正売買性

資産譲渡の対抗要件が具備されている場合、第二に、資産譲渡の真正売買(true sale)性、すなわち、「資産譲渡が売買か担保か」(債権の場合、「債権譲渡か債権譲渡担保か」ということが問題となり、この点が、従来、倒産隔離性に関する最も中心的な論点として議論されてきた。オリジネーターの倒産手続のなかで、管財人により、SPVへの資産譲渡が実質的な担保取引として扱われると、対象資産に対する本来の権利(不動産の場合の所有権等)は、SPVに移転しておらず、オリジネーターに残っているとみなされ、当該資産が倒産財団に取り込まれてしまいかねないからである。この点に関しては、特に、株式会社の再建型倒産手続である会社更生手続に入ったオリジネーター・サービサーに対してSPVが有する権利が、更生担保権(更生手続開始前の原因に基づいて発生した財産上の請求権で、手続開始当時、更生会社の財産上の担保物権(質権、抵当権等)によって担保された範囲のもの)となるかどうかという点で、問題となることが多い。

法的には、(真正)売買と(譲渡)担保とは異なる取引であり、通常の流動化・証券化案件の契約において、明文で、資産譲渡を担保取引として定めることは考えられない。しかし、アセット・ファイナンス(資産金融)としての資産流動化・証券化の経済的実態に着目すると、流動化目的でのSPVへの資産譲渡は、第Ⅱ節で前述した譲渡担保(債権者・債務者間での財産権の譲渡・返還の形式をとる実質的な担保取引)による借入れなどの担保付きの資金調達と、いわばグラデーション(濃淡)を成して、連続的に境界を接する取引ともいえる。

ここでいうグラデーションが意味するものは、法的には、真正売買性(逆にいえば担保取引性)の程度、また、経済的には、オリジネーターの信用リスクの遮断(逆にいえば残存)の程度の差である。担保付きの資金調達の場合、担保(担保物権、またはその対象物件)は、債務者(受信者)

による債務の弁済を確保・補強するために、債務者に本来の権利（所有権等）を留保しながら、債権者（与信者）に提供される手段に過ぎない。債権者は、一義的には、債務者自体の信用力を引当てとしており、言い換えれば、そのような取引は、債務者の信用リスクの影響から遮断されていない。債務者が倒産した場合に、債権者の権利（担保付き債権）が、更生担保権等として、債務者の倒産手続に組み込まれる（同手続のなかで弁済を受ける）ということは、そうした性格を有する担保取引の法的な帰結である。

資産流動化・証券化スキームにおいて、このような帰結を回避するためには、担保取引とみられないよう、（真正）売買として、対象資産をSPVに疑義なく移転し、オリジネーターの信用リスクを遮断する必要がある。この点こそが、資産流動化（asset-backed）性の本質的な要素である。

これを債権譲渡ファイナンスの類型という観点からみると、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（非遡求）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（遡求）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、売買から担保に至るグラデーションのなかでの程度の差となり、個別の取引が限界的にどちらに属するかは、契約の解釈または取引の性格付け（characterization）の問題となる。このように、現実の流動化・証券化スキームにおいて、売買という法的形式と、実質的な担保取引性という経済的実態との間に、乖離の可能性が存在することが、真正売買論を観念論ではなく、実務上意味のある、実践的な議論としている所以である。

一般に、ある資産の譲渡取引が真正な譲渡（売買）か、または実質的な担保設定かという問題自体は、前述の譲渡担保をめぐる判例・学説を含め、以前から議論されてきた。そうした問題設定に関しては、資産流動化・証券化取引においても、基本的に異なることはない。ただ、譲渡担保の場合については、当事者間では実質的な担保設定が意図されているにもかかわらず、権利の移転ないし資産の譲渡（売買）という過大な法形式がとられている。そのため、判例・学説は、債権担保という実質に近付けるべく、担保権的構成（「譲渡→担保取引」という再構成（recharacterization））のための努力を行ってきた。

一方、資産流動化・証券化においては、通常、当事者間では、真正な譲渡（売買）が意図されている。ただ、流動化・証券化スキームには、①譲渡先がSPVであること、②債権流動化の場合、譲渡人であるオリジネーターがサービサーを兼ねたり、信用補完措置として、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）による劣後部分を保有したりすることなどにより、譲渡資産に一定の関与を続ける場合が多いこと、③スキーム全体として、複雑な仕組み性を有していることなど、特有の事情が存在する。そのため、個別案件によっては、オリジネーターの信用リスクが十分に遮断されていないのではないかとみられる余地もあり得、そうした事情に配慮した議論が必要になった。

我が国での資産流動化の草創期で、特定債権法が制定された1990年代前半頃、個別案件の契約の解釈として、当事者の意思を確認するにあたり、契約書の文言だけでなく、取引の実態も斟酌する必要があるということから、その際、どのような事項に重点を置いて判断すべきか、ということが論じられた。その代表的な見解は、（真正）売買であることを明確にするメルクマールとして、次のようなファクターを挙げた。すなわち、①売買である旨の契約書上・当事者間の合意、②資産譲渡の特性、③第三者対抗要件の具備、④譲渡価格の妥当性、⑤リコース（譲渡資産の買戻し等）

率の妥当性、⑥会計上のオフバランス化、⑦SPCの独立性などである。総合判断として、これらのファクターが強まるほど、真正売買に傾くことになる。

こうした見解は、証券化の先進国である米国での true sale の議論に影響を受けた面もあるが、我が国における担保権の要件の問題を意識していたとみられる。因みに、上記の項目のうち、③については、倒産隔離性の第一の要件として前述したが、ここでは真正売買性のファクターの一つにも位置付けられている。④については、公正な市場価格より割安な価格で譲渡されていると、実質的な担保の掛け目分が織り込まれているとみられやすくなる。⑤については、リコース率が高いと、信用補完は手厚くなる反面、オリジネーターの信用リスクから十分に切り離されていないとみられやすくなる。⑥については、オリジネーターが対象資産を会計上オフバランス処理していれば、法的にも真正売買と推認されやすくなる。

こうした見解に対しては、その後、次のような批判もなされた。例えば、上記①については、仕組み上のピークル（媒体）ないし導管に過ぎないSPVの意思を尊重することは疑問、②については、売買であっても譲渡担保であっても、対象資産の特定性は同程度に必要、③については、第三者對抗要件の具備は、売買であっても譲渡担保であっても必要、などの指摘である。これらのうち、少なくとも②・③の点については、「売買か担保か」という議論の枠組みに関わる批判として、妥当な指摘と考えられる。

ところで、債権流動化・証券化における真正売買性の判断に関して、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（貸借対照表）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、第Ⅲ節で前述した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（信用補完のための劣後部分の割合）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。

なお、我が国の証券化実務においては、米国等での慣行に倣い、当該案件の契約書のドキュメンテーションを担当する弁護士が、依頼者であるアレンジャー（証券化の仕組みの組成業者で、証券会社等が担当）を宛先とし、証券化商品の格付けを行う格付機関等を写し送付先として、真正売買性に関する法律意見書（true sale opinion）を作成するということが行われている。そうした意見書における真正売買性に関する分析手法は、概ね、前述のような総合判断的アプローチを採用し、特に、当事者の契約意思、買戻特約（売主の買戻義務、買戻権）、信用補完比率等を重視しているといわれる。このことは、個別案件の真正売買性を評価するうえで、具体的な取引条件を幅広く取り上げ、総合的に判断する方法が、実務に受け入れられやすいことを示している。

4 否認リスクの回避

真正売買性の要件を充たした場合であっても、さらに第三の問題として、倒産法（破産法、会社

更生法、民事再生法等)上、オリジネーターの倒産管財人により、SPVへの資産譲渡の効力が否認されるリスクは残る。この点をクリアできなければ、倒産隔離が実現されたとはいえない。

否認権(新・)破産法第160条以下、会社更生法上もほぼ同内容)とは、倒産実体法における債権者平等の原則(破産法第194条第2項)に基づき、破産宣告前になされた破産債権者を害すべき行為について、実体私法上は有効に成立していても、その効力を破産財団との関係において失わせ、一旦財団から失われた財産を財団に回復する権利である。否認の類型には、故意否認、危機否認、および無償否認があり、流動化における資産譲渡については、このうち、故意否認と危機否認が問題となる。両者に共通する要件としては、通常、①有害性(全債権者を害する行為、および偏頗行為)、②不当性、③破産者の行為であること、が挙げられる。

従来判例(例えば、大判昭和8.4.15、最判昭和46.7.16)・通説は、不動産の適正価格による売却に関して、不動産が金銭化されると、費消・隠匿されやすくなり、財産の一般担保力を低下させるとして、否認の余地を認めていた。こうした判例理論に対しては、従来から多くの批判があった。また、金銭債権については、同様の判例はなかったものの、例えば、債権流動化における金銭債権の適正価格による譲渡の場合について、どのように考えるべきかが問題とされてきた。この問題に関しては、新・破産法(2005年1月施行)により立法的な対応が行われるに至った。

5 倒産隔離性の各要件の位置付け

資産流動化・証券化スキームの倒産隔離性が現実に深刻な問題となるのは、もとより、個別案件のオリジネーターが法的な倒産手続に入る場合である。ただ、倒産隔離性の要件の問題は、すべてが倒産法特有の論点に関わるという訳ではない。

すなわち、前述の3要件のうち、第一の対抗要件の具備については、資産譲渡の効力の管財人への対抗力の問題とはいっても、もともと、民法ないしその特別法(動産・債権譲渡特例法等)レベルの論点である。また、第二の真正売買性に関しては、前述のとおり、会社更生の場合、更生手続に入ったオリジネーターに対するSPVの権利が更生担保権になるかどうか、というかたちで現実の問題となる。ただ、「更生担保権の要件」という論点の形式をとっても、その前提となる「売買か担保か」の判断は、あくまで実体私法(民法)上の問題であり、本来、実体私法上、売買と認められる取引が、会社更生法(その他の倒産諸法)上のみ、担保と扱われることはないはずである。

これらの要件に対し、第三の要件である管財人による否認リスクの回避に関しては、前述のとおり、倒産法における債権者平等の原則に基づき、法的倒産時の代表的な有事規制とされる、否認権に関わる論点である。ただ、否認権は、倒産実体法に特有の制度とはいっても、民法上の債権者による詐害行為取消権(民法第424条)と実質的に連続する制度であり、両者の関係については、新・破産法の施行後においても、問題が残されてきた。この点に関しては、第Ⅱ節で前述した民法(債権法)改正法案に、新・破産法と整合的な規律が盛り込まれている。

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。これに関しては、今般の民法(債権法)改正に向けた、法制審議会民法(債権関係)部会での審議のなかで、将来債権譲渡をめぐって、譲渡人以外の第三者(譲渡人の管財人を含む)が当事者となった契約上の地位に基づき発生した債権の扱いとして、白熱した議論が行われた。ただ、この論点については、結局、今回の

議論では結論が得られず、民法改正法案にも明文の規定が設けられなかったため、民法側から倒産法側の議論（倒産手続における管財人の地位など）にボールが投げられた状況になっている。

この点について、流動化・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要件とは別に、将来債権の証券化の場合に考慮を要する、第四の要件ないし留意点と位置付けることもできる。その意味で、将来債権譲渡に特有の論点に加わることにより、証券化をめぐる法的な議論のなかでも最も基本的・本質的といえる倒産隔離性の要件論が、民法と倒産法の両領域にまたがって、一段と拡張・重層化することになる。

V 金融論と民法学等との接点

第Ⅱ節で前述したように、債権譲渡ファイナンスに関して、対象債権が既発生債権か将来債権か、および、債権譲渡が真正売買か譲渡担保かという二つの座標軸を切り口とすると、現実に行われている債権譲渡取引を四つの象限に分類することができる。すなわち、①既発生債権・真正売買として、通常金銭債権（住宅ローン債権、リース・クレジット債権等）の流動化・証券化など、②既発生債権・譲渡担保として、中小企業向けの売掛債権担保融資（借入）など、③将来債権・真正売買として、将来売掛債権の証券化、事業の証券化、プロジェクト・ファイナンス、レベニュー債など、④将来債権・譲渡担保として、診療報酬債権担保融資（借入）、ABL（アセット・ベスト・レンディング）における売掛債権担保融資（借入）の将来債権部分などが挙げられる。

ただ、このように債権譲渡ファイナンスを四つの象限に分類できるといっても、個別の債権譲渡取引は、既発生債権→将来債権、真正売買→譲渡担保という各座標軸に沿って、連続的に分布している。

例えば、診療報酬債権担保借入として、保険医療機関が診療報酬債権に一括して譲渡担保を設定し、銀行等から資金調達を行う場合、譲渡担保設定時の対象となる診療報酬債権としては、通常、①既発生・請求済み、②既発生・未請求、③未発生（将来債権）という、各段階の債権が混在している。個別の債権は随時、③→②→①と移行していき、譲渡担保権の実行時点では、既発生で実際に回収可能な債権が実行・換金対象となる。

診療報酬債権を活用した保険医療機関の資金調達手段として、近年では、債権譲渡担保による借入れとともに、「レセプト債」などと呼ばれる真正売買形態の債権流動化・証券化も併用されている。その場合、上記の①・②・③の債権を1年分SPCに一括譲渡し、ABL（アセット・バクト・ローン）・ABS（資産担保型証券）・エクイティ（匿名組合出資）によって、資金調達を行うことが一般的である。ABL・ABS・匿名組合出資の組成にあたり、各弁済順位を優先（シニア）・中間（メザニン）・劣後に位置付けるとすると、SPCが購入する債権は、その発生リスク等の程度を考慮し、それぞれ、既発生債権、既発生・期近の将来債権、期先の将来債権などとなる。将来診療報酬債権を裏付けとするABSなどは、将来売掛債権の証券化に類するものといえる。

第Ⅱ節で前述したように、近年の判例は、診療報酬債権担保融資（借入）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して、複数年の将来債権譲渡の有効性を肯定した。また、民法（債権法）改正法案でも、長期間にわたる将来債権譲渡の有効性について、何ら制約は付されていない。

ただ、将来債権譲渡の法的な有効性に疑義がないとしても、実際の案件において、将来債権が現

実に発生しない可能性、すなわち経済的な発生リスクは軽視できず、上記のように、将来診療報酬債権の証券化においても、そうしたリスクの程度が考慮されている。事業の証券化などを含め、将来債権の証券化案件を格付機関等が評価する場合、当該将来債権の発生リスクは、債権譲渡人であるオリジネーターの事業リスクや信用リスクに内包されている前提で分析が行われている。また、オリジネーターの事業リスクの分析に際して、コーポレート・ガバナンス（企業統治）が機能しているか、という点なども検討される。

一方、債権譲渡が真正売買か譲渡担保かという論点に関しては、証券化における法的な倒産隔離性の要件の一つである真正売買性の問題として、第Ⅳ節で詳述した。すなわち、前述のように、真正売買性は、典型的には、会社更生手続に入ったオリジネーターに対するSPVの権利が更生担保権になるかどうか、というかたちで現実の問題となる。ただ、「更生担保権の要件」という、一見して倒産法上の論点のような外観を呈していても、その前提となる「売買か担保か」の判断は、民法レベルでの契約の解釈、または取引の性格付け（characterization）に帰着する。

前述のとおり、（真正）売買か（譲渡）担保かの判断にあたっては、現実の債権譲渡取引の性格は、グラデーション（濃淡）を成して、連続的に分布している。このグラデーションは、法的には、真正売買性または担保取引性の程度を反映しているが、経済的にみれば、オリジネーターの信用リスクの遮断または残存の程度を示している。

これを債権譲渡ファイナンスの類型としてみると、真正売買型の債権流動化・証券化の場合には、オリジネーターの信用リスクの影響が相当程度遮断されており、資金調達後の返済・償還の引当てとして、対象債権の資産価値が一義的に評価される。一方、譲渡担保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慮することになるが、それは、調達者の信用リスクが残存しており、担保はそれを補強する手段に過ぎないことを意味している。

具体的なケースとして、大手スーパーマーケットのマイカルが2001年9月に倒産（民事再生から会社更生に移行）したことに伴い、同社グループをオリジネーターとする店舗不動産の証券化（CMBS＝商業用不動産担保証券）案件の真正売買性をめぐって、活発な論争が展開された。このマイカルCMBS論争は、債権流動化・証券化に関するものではないが、同様に資産譲渡（信託）に係る真正売買性が論点となった。その過程で、倒産法学者は、従来の譲渡担保に関する議論などを参照し、前述の更生担保権の要件論を中心に論じた。一方、実務に近い弁護士グループ（マイカル法律管財人団）は、そうした一般論より、本件CMBSの経済的実態を重視し、実質的な担保取引の性格を指摘した。

以上のとおり、債権譲渡ファイナンスの対象債権が既発生債権か将来債権かという、主に民法（学）上の論点は、対象債権の発生リスクの程度という、経済（学）的事象にほぼ解消される。また、証券化と倒産隔離性に関して、更生担保権の要件といった、一見して倒産法（学）上の論点は、売買か担保かという民法（学）レベルの契約の解釈、または取引の性格付けに帰着し、さらに、オリジネーターの信用リスクの遮断・残存の程度という、経済（学）的事象にほぼ解消される。

このように、証券化と債権譲渡ファイナンスを例にとっただけでも、金融論を含む経済学と、民法学を含む法律学との間に、少なからぬ接点があることは明らかである。しかし、第Ⅱ節で前述したとおり、経済学と法律学との専門分化の反面で、両分野を横断するような議論を行いにくなっている面も否定できない。その背景には、特殊な専門用語などの壁に加え、民法学上の「売買か担保か」のような二者択一的・質的・規範的な法律論と、金融論上の信用リスクの程度のような連続

的・計量的・実証的な議論など、それぞれの方法論や思考様式の相違もあり、両分野が相互にあまり親和的でないという事情があると考えられる。

債権譲渡ファイナンスに限らず、金融取引や金融システムなどを多面的・包括的に理解するためには、法と経済学、あるいは経済学と法律学との複眼思考（エコノミー・スタディーズ）のような、学際的な考察をさらに進めていく必要がある。

参考文献

本稿に先行する筆者の最近の主な論文と著書として、以下のものがある。

高橋正彦「金融取引としての債権譲渡と民法改正」, 横浜経営学会『横浜経営研究』第33巻第3号(2012年12月)

高橋正彦「金融取引としての債権譲渡・証券化と民法改正」, リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第8号(2013年3月)

高橋正彦「債権譲渡ファイナンスと金融システム」, 横浜経営学会『横浜経営研究』第34巻第4号(2014年3月)

高橋正彦「証券化と債権譲渡ファイナンス」, リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第9号(2014年3月)

高橋正彦「将来債権の証券化をめぐる諸問題」, 証券経済学会『証券経済学会年報』第49号(2014年7月)

高橋正彦「債権譲渡ファイナンスの法と経済学」, 横浜経営学会『横浜経営研究』第35巻第3号(2014年12月)

高橋正彦「証券化と債権譲渡ファイナンス」, 証券経済学会『証券経済学会年報』第49号別冊(2015年2月)

高橋正彦「我が国における証券化関連法制の軌跡——特定債権法から民法(債権法)改正まで——」, リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第10号(2015年3月)

高橋正彦『証券化と債権譲渡ファイナンス』(NTT出版, 2015年12月)