

プロジェクト・ファイナンスにみる

新しい資産担保手段と法律上の問題点

長 谷 川 貞 之

一 はじめに

二 プロジェクト・ファイナンスの特徴と基本スキーム

三 プロジェクト・ファイナンスにおける担保取得の考え方

四 プロジェクト・ファイナンスと担保取得をめぐる法的問題

五 結びに代えて——プロジェクト・ファイナンスの今後の課題と展望

一 はじめに

近年、プロジェクト・ファイナンスという新たな金融手法の議論を手掛かりに、事業の収益性に着眼した担保取得が注目されている。⁽¹⁾ プロジェクト・ファイナンスとは、旧来型融資のように企業の信用力や有形財産に対する担

保価値に依存するのではなく、経営ノウ・ハウや技術力などに着目し、ある事業を実施した場合にその事業から生み出される収益を返済原資として融資を行なう金融手法である。⁽²⁾ 通常、事業関係者の出資のもとに特定の事業を行なうための「特別目的会社」(S.P.C.: Special Purpose Company)⁽³⁾ を設立し、この新たに設立されたS.P.C.などの事業会社に銀行などの金融機関から融資が行なわれ、当該事業そのものが生み出す事業収益を原資として返済が行なわれるという仕組みをとる。具体例としては、資源開発、大型プラント、大規模土木事業などの巨大プロジェクトにおける資金調達においてこの手法が用いられることが多いといえる。

プロジェクト・ファイナンスの歴史は、その淵源をたどればそれほど深いものではなく、一九三〇年代の米国の油田開発で利用された借入れ手法が原点であるといわれる。⁽⁴⁾ すなわち、一九二九年一〇月のニューヨーク株式市場の大暴落に端を発した大恐慌は、米国全土をはじめ世界中に波及し、その後長く世界的な不況をもたらしたが、このような経済状況を背景とする信用収縮により資金調達が困難となった米国土油業界に対し資金供給を図るために考案されたのが始まりである。油田の開発には多額の資金が必要とされるが、一度生産を開始すれば石油の販売は容易で安定した収入をもたらすから、これに着眼した企業が銀行から開発資金の融資を受けるにあたり埋蔵された石油を担保として差し入れ、開発した石油の販売代金から借入れを返済するという方法を思いついたとされる。融資を行なう銀行などの金融機関からみれば、油田から将来産出される原油、あるいは当該原油の販売代金の受領権に担保価値を見出したものであり、油田鉱区から産出される石油そのもの、またはそれを販売することにより生じるキャッシュ・フローを担保として信用供与する金融手法である。

こうした企業の信用力に依存しない資金調達手段が、その後、資源開発に関わる大型プロジェクト(精油所・天然ガス液化設備・石油化学など)のほか、発電所・道路などのインフラ・ストラクチャー、さらには通信プロジェ

クト、スポーツスタジアム、テーマパークなどへの融資にも採用され、その応用範囲が一層拡大して発展してきたという歴史を有している。つまり、プロジェクト・ファイナンスは、もともと欧米において石油・ガス・鉱物資源などの開発に関する資金調達手段として考案された金融手法なのである。

確かに、プロジェクト・ファイナンスの歴史は浅い。しかし、プロジェクト・ファイナンスを採用した場合の効果の一つとして、これまで企業が全面的に負っていた事業に関するさまざまなリスクを最も適切にリスク・コントロールできる関係当事者が分担することで、リスクの分散や低減が可能になるという点が挙げられる。現代社会では、企業にとって資産を増やさずに事業を進めるいわゆるオフ・バランスの必要性が高まっているなかで、借入のオフ・バランス化や事業リスクの分散を可能とするプロジェクト・ファイナンスが注目されるわけである。

わが国の場合、このプロジェクト・ファイナンスと歩調を合わせるかのように国内に導入されたのが、PFI (Private Finance Initiative)である。PFIとは、一九九三年に英国で生まれた新しい公共事業の手法で、民間の資金や経営能力ないし技術的能力を活用した公共施設などの建設、またはその維持管理・運営を意味する。従来、国や地方公共団体が行なってきた事業を民間事業者⁽⁵⁾に委ねることによって、事業コストの削減やより質の高い公共サービスの提供を図り、国民の社会生活基盤を豊かにするという点にPFIの狙いがある。この点において、PFIは資金調達方法としてプロジェクト・ファイナンスとの親和性が高く、プロジェクト・ファイナンスの普及の一つの大きな原動力となり得るものである。わが国におけるプロジェクト・ファイナンスの展開の歴史をみると、その出自の如何を問わず、卸電気事業や日本版PFIがプロジェクト・ファイナンスの対象事業の中核を担ってきたことは、右の点を如実に物語るものである。⁽⁶⁾

PFIの導入により、民間企業は政府の仕様に基づく個別業務の請負業者という地位から、事業全体を効率的に

管理・遂行し、新しいアイデアを提供するイノベーターへと変身することが可能となる。一方、政府は、高度の政策・立案や監視主体へと脱皮し、市場競争原理に導かれた民間の切磋琢磨を活用しながらも、国民的価値の創造を実現する「小さな政府」時代の推進役となり得る。その結果、既存の建設の枠を超えた自由度の高い競争は、絶えず自己革新を試み、高度なリスク管理手法を習得した企業に新たなビジネス・チャンスをもたらすことが期待されるのである。⁽⁷⁾ 最近の報道のなかには、PFIが納税者である国民に対して創造する価値には、市場競争原理の導入、公共事業のやり方の抜本的見直し、および民間事業のリスク管理能力の活用が挙げられるとの指摘がある。⁽⁸⁾

これまでのわが国における企業の資金調達には、企業の信用力ないし有形財産に対する担保価値で資金を調達するいわゆる旧来型融資（コーポレート・ファイナンス）が中心であった。それゆえ、メイン・バンク制や担保金融的側面の強い日本では、当事者間のリスク負担を厳密に契約化させる例は少なく、従来、プロジェクト・ファイナンスが国内案件としてあまり用いられることはなかった。⁽⁹⁾ しかしながら、最近のわが国においても、前述の指摘のように、大規模プロジェクトに対するリスク管理の強化を目的として、あるいは信用力の低下した企業からノウ・ハウのある優良事業を切り離して資金調達を図る目的で、プロジェクト・ファイナンスやその事業形態であるPFIが注目を集めるに至っている。

本稿は、実務家の間ではもはや導入の段階から定着の段階に入ったといわれるプロジェクト・ファイナンスについて、プロジェクト・ファイナンスの意義や特徴、およびプロジェクト・ファイナンスにおける担保取得の考え方について概観したうえで、実務に影響を与えるいくつかの法的な問題点、とりわけ融資の側面から、融資の確約（コミットメント）や金銭消費貸借の要物性の問題、事業収益に対する担保取得の方法（集合債権譲渡担保、株式担保、エスクロー口座・預金担保など）の問題を検討し、あわせて今後の展望を試みることにしたい。こうした研

究ないし分析を通してさまざまな角度から事業のリスクを洗い出しその保全方法を考えることは、多様化する環境のもとで事業を実施する立場にある企業や事業主にも大いに参考になると思われる。

二 プロジェクト・ファイナンスの特徴と基本スキーム

プロジェクト・ファイナンスとは、先に述べたように、特定のプロジェクトに対する融資であり、その融資の元金の返済原資を当該プロジェクトから生み出されるキャッシュ・フローに限定し、また、その融資の担保を当該プロジェクトの関連資産または権利に依拠して行なう金融手法である。従来との対比でいえば、プロジェクトを計画した企業の信用力や有形財産の担保価値を抛り所とするこれまでの金融手法とは異なり、融資の対象が特定のプロジェクトに限定され、返済は全面的に当該プロジェクトの事業性に依存している点に特徴がある。換言すれば、資産処分による融資の回収は最終的な手段であり、元金の返済はあくまで当該プロジェクトが生み出すキャッシュ・フローに依存しているわけである。

ところで、このような特徴を有するプロジェクト・ファイナンスは、これを法的側面からみた場合、どのような意義を有するであろうか。以下、ポイントとなる点を整理しまとめておこう。⁽¹⁰⁾

第一に、プロジェクト・ファイナンスでは、「ノン・リコース」(non recourse：非求償)が原則とされる。従来、銀行などの金融機関が新規事業に融資を行なう場合、全国銀行協会連合会が作成した銀行取引約定書ひな型(現在では廃止されている。二〇〇〇年四月一八日全銀協決定)に基づく銀行取引約定書および金銭消費貸借契約書を差し入れることにより融資が行なわれ、借主はかかる事業を計画した企業となるのが一般的であった。融資にあつ

り、金融機関は資金の使途および使途の妥当性を確認のうえ、貸出の諸原則に則り借入先の財務内容や信用力などの調査および検討を行ない、信用力不足のときはさらに担保や保証人を徴求してきた。

これに対し、プロジェクト・ファイナンスでは、ある特定のプロジェクトを計画した企業がこれを推進するSPCなどの別会社を新たに設立し、この事業会社を借入人として当該プロジェクトを実施するとともに、融資の返済はこのプロジェクトが生み出す事業収益を抛り所として行なわれる。従って、プロジェクト・ファイナンスにおいては、事業を計画した企業は借入債務の返済に責任をもたず、たとえ当該プロジェクトが挫折し事業経営が破綻する事態に陥ったとしても、借主は別会社であるため、金融機関は事業を計画した企業である親会社に返済を求めて行くことはできない仕組みとなっている。

このように、プロジェクト・ファイナンスにおいてプロジェクト用資産や権利以外に債務の引当てを求めないことを「ノン・リコース」といい、これがプロジェクト・ファイナンスの大きな特徴の一つである。ただし、実際の案件では、事業を計画した企業がリスクの全部または一部を負担する場合があり、これをノン・リコースと区別して「リミテッド・リコース」(limited-recourse：限定的求償)といっている。ノン・リコースを採用することの意義は、事業における責任体制を明確にし、責任を負担すべき当事者を予め明らかにしておくこと、または、当事者同士で責任を補完しあうことによって事業収益から確実に返済可能な枠組みを組成し、維持させるところにあり、この点も見落すことはできない。

第二に、右のノン・リコースに関連して、プロジェクト・ファイナンスでは、担保の取得が限定的かつ徹底的に求められる。これは、プロジェクト・ファイナンスにおける融資の返済が、事業を計画した企業からの債務保証はとらず、もっぱら当該プロジェクトの事業から生ずる収益だけに依存しているためであるが、他方、プロジェクト

用資産は一般に代替性に乏しく、資産の売却による貸付金の回収には多くを期待できないため、融資を行なう銀行などの金融機関はSPCなどの事業会社が保有する資産であれば、土地・建物などの不動産に限定することなく、事業会社が発行している株式や契約上の地位など事業に関連する権利のすべてについてこれを担保として徴求することになるわけである。

つまり、プロジェクト・ファイナンスでは、担保を取らないのではなく、むしろ「限定的かつ徹底的な担保の取得」を要求することであり、これがプロジェクト・ファイナンスの特徴の一つでもある。限定的かつ徹底的な担保取得を要求することで、第三者によるプロジェクト関連の資産・権利に対する権利行使を排除することにも役立ち得るといふメリットがある。

第三に、プロジェクト・ファイナンスにおける資金調達方法は、旧来型融資と比べて多岐にわたる。事業を計画した企業は事業推進母体となるSPCなどの事業会社を設立して社債を発行するか、あるいは株式を公開して、資金を集めることも可能であるが、プロジェクト・ファイナンスでは巨大プロジェクトの事業展開が念頭に置かれているため銀行をはじめとする多数の金融機関からの融資を受けることが一般的である。のみならず、プロジェクト・ファイナンスの場合、融資額が通常巨額に上るため、リスク分散の観点から協調融資（シンジケート・ローン）の形態をとることが多いといわれる¹¹⁾。事業を計画した企業がすべてのプロジェクト事業を自己資本で賄っていたのでは、すぐに自分自身の資金が枯渇してしまい、せっかくのノウ・ハウを応用することができないといった事態に陥らないとも限らないからである。また、当該プロジェクトから生ずるリスクの分散を図るという観点からしても、すべてのプロジェクトに係る事業を自己資本で賄うことには問題があるからである。

第四に、プロジェクト・ファイナンスの組成にあたっては、融資を行なう銀行などの金融機関と直接の借入人で

ある事業会社との融資契約のみならず、当該プロジェクトに関連する各種の契約が密接かつ不可分に締結される。融資契約についてみれば、ユーロ・マーケットなどのシンジケート・ローンで使用されている融資契約書を参考に、貸出先行条件（貸出に関連する重要書類の提出や保証の正確性、融資契約書の調印後、規定された一定の条件が借主によって充足されて初めて融資者に貸出義務が生じることなど）、誓約または約束事項（借主に対して重大な影響を及ぼす事由の通知、当該プロジェクト以外の目的のための債務負担の禁止など）、事実の表明および保証（借入人が融資契約調印後および一定の時点において、当該借入れに関する基礎的または重要な事実を表明かつその旨を保証すること）、債務不履行事由（金銭債務の不履行、誓約または約束事項の違反、事実の表明および保証の違反、倒産手続の申立てまたは開始、プロジェクト完成の遅れ、許認可の取消など）といった融資条件交渉の対象となるさまざまな事項が融資契約書のなかに盛り込まれる。

融資契約で定めた債務不履行事由が発生すれば、貸出人は期限の利益の喪失を宣言（いわゆるデフォルト宣言）することにより、未実行部分の融資を中止し、すでに実行した融資部分については貸出債権の期限の利益を喪失させて即時の一括返済を求めることができるとされている。もっとも、プロジェクト・ファイナンスでは、当該プロジェクトに係る事業の継続を至上命令としているから、期限の利益喪失を実際に宣言することは極力避けられる努力がなされる。債務不履行事由を掲げることの意味は、単に期限の利益の喪失を実際に宣言することにあるのではなく、貸出人が比較的早い時期において期限の利益を喪失できる状態を到来させることにより借主に対する交渉力を強化し、何らかのリストラクチャリングを行なうことを目的とする点にあるといえる。

融資契約書のなかでは、借主であるSPCなどの事業会社への融資につき、「コミットメント・ライン」と呼ばれる予め融資を法的に約束した《融資枠》を設定し、一定の要件のもとに必要に応じて借主が資金を引き出せる形態

をとっている⁽¹²⁾。そのため、事業会社は融資契約を締結しても直ちに事業資金を引き出せるわけではなく、借入れに関する貸出先行要件に規定された事項をすべて充足して初めて資金を引き出すことが可能となる。このことは、融資契約書の調印と貸出実行の時期が一致せずかつ融資が分割実行となることを意味するから、わが国のコミットメント・ライン契約は法的に明瞭でないとの批判が加えられたり、また、金銭消費貸借の要物性との関係で融資契約の有効性が問われることにもなるが、この点は後に検討する。

また、融資契約のなかでは、プロジェクトの各段階において締結される各種の契約（建設請負契約、操業契約、販売供給契約、原料供給契約など）を包括的に規定する条項（コモン・アグリーメント）が置かれ、当該プロジェクトに係る全体のリスク処理と損害保険の付保が規定されるのが一般的である。それでも残るリスクについては、最終的に融資を行なった銀行などの金融機関が負担せざるを得ないが、金融機関は最終負担を貸出金利に上乗せして、あるいはリスクの多さや大きさによって金利を変えるなどして、利害の調整を図って行くことになる。

一方、事業に関連する契約には、事業のキャッシュ・フローを左右する製品販売契約、工場や設備の建設契約、事業の操業・保守面での役務提供契約、事業の継続に必要な原材料供給契約などがある。また、事業会社が複数の出資者により設立される合弁企業である場合には、合弁契約のほかに、株主の間における各出資者の権利・義務を定める株主間契約を締結する必要がある。さらに、通信・道路などのインフラストラクチャー事業では、政府と事業会社が許認可の内容に加えて、両者のそれぞれの権利・義務について定めた事業権契約の締結が必要となる。

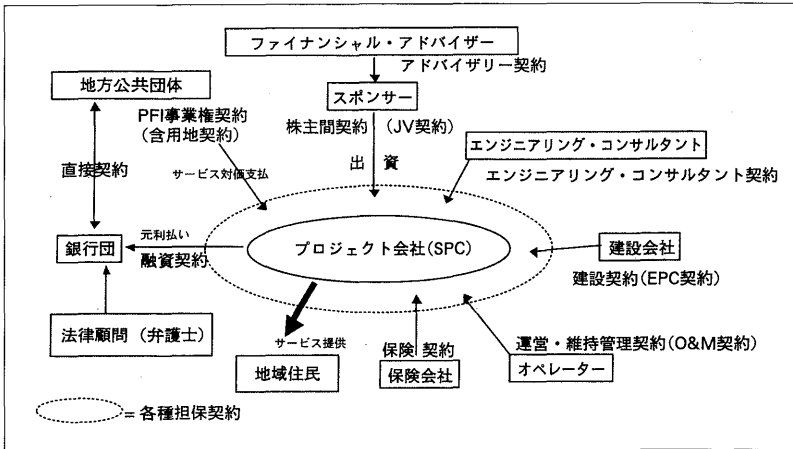
このように、プロジェクト・ファイナンスにおいては複雑な書類の作成を必要とし、また、立場の異なる多数の事業者の参加が予定されているから、参加関係者間での交渉など契約を合意に結びつけることが重要な鍵となる。そのため、プロジェクト・ファイナンスの取りまとめにあたっては、個々のプロジェクトの経済的・技術的・法的

側面にまで踏み込んだ分析を行う必要がある、そのためにいろいろな分野での知識と専門性が要求されるわけである。

また、プロジェクト・ファイナンスではさまざまな契約が複雑に関連して成り立っているから、契約の概念をしっかりと把握し、その内容を確認するとともに、誰にどのような形で責任があるのか、リスク配分はどのようなのか、誰がどの程度の経済的な負担をするかといった取り決めを事細かにやっていくことが必要となってくる。

以上、プロジェクト・ファイナンスについて、その特徴と基本スキームの要点を概括的に述べてきた。要約していえば、プロジェクト・ファイナンスは、当該プロジェクトから生み出されるキャッシュ・フローを返済原資とし、その融資の担保を当該プロジェクト関連の資産・権利に依拠して行なう新しい金融手法である。それゆえ、当該プロジェクトに関連する全ての資産・権利を担保に取り、かつ、キャッシュ・フローが確実に借入金の返済に充てられるような仕組みを構築することが求められる。また、プロジェクト・ファイナンスの組成には、当該プロジェクト関係当事者ないし参加者の権利義務関係を契約として明確に位置づけ、各々の責任を明らかにする必要がある。融資を行なう銀行などの金融機関の立場からみれば、融資契約や担保関連契約について、法的に十分な権利保全がなされるかどうかが大きな関心事といえる。わが国では、動産、不動産、その他の権利を個別に担保とすることは可能である。しかし、各種の資産・権利の合成体としてのプロジェクトを全体として担保にとることについては、制度上の用意がなされていない。しかも、担保は基本的に対象物の特定性が重視されているから、変動する資産や権利を一括して担保の対象とすることに適していない。この点に関する問題の解消が、プロジェクト・ファイナンスを組成して行くうえでの法律上の重要なポイントといえる。以下、プロジェクト・ファイナンスにおける担保取得と法律上の問題点について、章をあらためて検討を加えることにしよう。

【プロジェクト・ファイナンスの基本スキームと参加関係者】



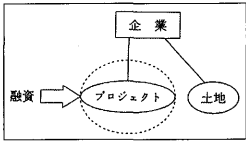
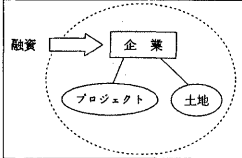
【出典】江口直明「PFIへの取組みのススメ(下)」銀行法務21・604号(2002年)49頁。

注1) SPC(特定目的会社: Special Purpose Company)は、「資産の流動化」に目的を限定した特別法上の法人であり、当該法人の設立、管理・運用、清算等に関する制度を定めた法律がSPC法(正式名称:「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」)である。SPC制度の目的は、資産を裏付けとする新たな資金調達手段を企業などに提供し、金融機関の資産処分による不良債権処理の促進を図ること、そして、投資家に対する新たな投資機会の提供を図ることにある。不稼動資産を抱えた企業にとっては、優良資産を中心とした保有資産の有効活用が可能となり、貸し渋りなどに対する新たな資金調達手段となるほか、バランスシートの浄化にも資する制度とされている。

注2) SPCは、SPC法に基づく営利社団法人の形態をとっているため、商法上の株式会社などとは異なる設立手法が採用されている。設立にあたっての手続きは「発起設立」のみで、発起人(自然人・法人可、1人以上)による定款の作成、定款の公証人認証と設立登記、SPC設立に基づく内閣総理大臣に対する登録申請と特定目的会社登録簿への登録である。SPCは、株式会社に比べて組織が簡素化されており、基本的には発起人による「資産流動化計画」を含む定款の作成と登記によって設立(発起設立のみで募集設立不可)される。株主総会に代わる社員総会(社員数1名以上、間接有限責任社員)が意思決定機関として設置され、取締役は1名以上で設立が可能(任期に対する制限なし、原則として各取締役が会社を代表)であるため取締役会は存在しない。最低資本金も300万円(出資単位一口5万円以上)となっている。

注3) SPC法のもとでは、地方自治体であっても、発起人や出資者、オリジネーター(原資産保有者)となってSPCに参加することが可能であり、多くの不稼動不動産を抱える地方自治体にとって資産流動化が地域経済に与える影響は少なくない。

(参考文献)片山さつき『SPCとは何か』(日経PB社、1998年)54頁以下、小笠原耕司『SPCによる不動産活用』(日本法令、2000年)10頁以下など。

プロジェクト・ファイナンス	旧 来 型 融 資 (コーポレート・ファイナンス)
<p>借 入 人：事業会社</p> <p>返済財源：プロジェクトの事業収益 保全措置：キャッシュ・フローの保全強化 プロジェクト用資産の担保提供</p>	<p>借 入 人：事業を計画した企業（親会社）</p> <p>返済財源：企業収益 保全措置：事業を計画した企業からの保証徴求 企業の一般財産の担保提供</p>
<p>①企業がプロジェクトを企画し、SPC（特別目的会社）などの事業会社を設立して特定の事業のみを行なう。</p>	<p>①企業が新規事業（プロジェクト）を企画する。複数の事業を手掛ける場合が多い。</p>
<p>②銀行等の金融機関（融資銀行。協調融資によりシンジケート・ローンを含むことが多い）は事業会社を借主とし、当該プロジェクト用資産または関連契約上の権利に担保権を設定したうえで融資を行なう（これ以外の資産は引当てとしない）。いわゆる“ノン・リコース”（非求償）で、「限定的かつ包括的な担保の取得」を原則とする*。</p>	<p>②銀行等の金融機関（融資銀行）は事業を計画した企業を借主とし、その企業の有するすべての資産（プロジェクト用資産などに限定されない）に担保権を設定して融資を行なう。借入金と同額まで、あるいは金額無制限にて、企業が借入金の最終返済責任を負う。</p>
<p>③事業会社は当該プロジェクトから生ずる収益のみをもって融資を返済する。</p>	<p>③事業を計画した企業や事業会社が実施するすべての事業収益をもって融資を返済する（当該借入のほかは債務を返済する場合が多く、返済財源が特定されない）。</p>
<p>④操業費用差引き後の収益事業に係る費用、借入返済、配当に至るまで、契約上、支払充当順位が予め定められている。</p>	<p>④子会社も含めた企業全体の収益事業収入の費用への充当順位は、企業的意思決定による。</p>
<p>*事業を計画した企業が事業会社の借入債務の保証人となる場合には、かかる企業の資産も引当てとなるので、プロジェクト・ファイナンスにおける上記②の本質的特徴が失われ、旧来型融資（コーポレート・ファイナンス）と大差がなくなる。</p>	
	

[出典] 江口直明ほか「日本におけるプロジェクト・ファイナンスの法的側面(中)」金法1566号(1999年)43頁、第一勧業銀行国際金融部『PFIとプロジェクト・ファイナンス』(東洋経済新報社、1999年)75頁などを参考にまとめた。

三 プロジェクト・ファイナンスにおける担保取得の考え方

(一) 担保の特徴

プロジェクト・ファイナンスの基本的な枠組みは、第一に、融資対象となる新しい事業会社の資産や権利のみを担保とし、将来の収益力を返済原資とするという点にある。⁽¹³⁾ すなわち、プロジェクト・ファイナンスは、①特定のプロジェクト・ファイナンスのための融資であって、②基本的に当該プロジェクト用資産以外に債務の引当てを求めず、③プロジェクト収益のみを返済原資とする形態の融資である。旧来型融資との根本的な差異は、右の②と③であるが、とりわけ②の点が重要である。プロジェクト用資産以外に債務の引当てを求めないことを「ノン・リコース」ということは前述したが、これがプロジェクト・ファイナンスの特徴の一つである。これを法的に実現するために、プロジェクト・ファイナンスでは事業主体がプロジェクト運営の事業会社としてSPC法による特別目的会社(SPC)などを新設するわけである。

ノン・リコースという意味は、前述したように、事業を計画した企業からの債務保証はとらず、融資金の利払いおよび返済の原資を当該プロジェクトの事業から生ずる収益、および当該プロジェクト用資産だけを頼りにして行なうということである。還言すれば、融資を行なう銀行などの金融機関は、事業会社が有する資産であれば、土地・建物などの不動産に限定することなく、事業会社が発行している株式や契約上の地位など事業に関連する権利のすべてについて、これを担保として徴求することになる。ここに「限定的かつ徹底的な担保の取得」というプロジェクト・ファイナンスの特徴の一つが現われる。

右の点に関し、従来の新聞報道のなかには、プロジェクト・ファイナンスが旧来型融資と異なる点として、「土地や建物に担保を設定せずに事業の収益性だけを基準に融資を実行するのが特徴¹⁴⁾」であるとか、あるいは、「事業の採算を融資の判断基準にするプロジェクト・ファイナンスの手法を導入し、不動産担保は取らない¹⁵⁾」などと報道するものがある。プロジェクト・ファイナンスは事業の収益性と継続性に重点を置いた融資手法であるから、その点では右の新聞報道は正しく、記載の通りである。しかし、これら新聞報道が「土地や建物に担保を設定せずに」という部分は大きな誤りである。

第二に、プロジェクト・ファイナンスにおいては、当該プロジェクトから生ずる将来の収益力を返済原資とし、事業会社の保有する資産のみを担保とする点に特徴がある。このため、事業の収益性の確保はもちろんのこと、事業の継続性が絶対的な至上命題となる。事業会社に債務不履行が生じた場合、金融機関としては事業会社の負う貸出債務につき期限の利益を喪失させて、残債務の一括返還を求めることも選択肢の一つとして可能であるが、プロジェクト・ファイナンスにおいては事業の継続が至上命題であるがゆえに、事業会社側との交渉により問題の解決策を探って行くことが何よりも求められる¹⁶⁾。

第三に、プロジェクト・ファイナンスでは、事業を計画した企業に保証を求めないノン・リコース・ファイナンスが原則であり、プロジェクト資産以外の資産を引当てとはしないから、一般的にハイ・リスクである。そのため、融資を行なう銀行などの金融機関は、事業の将来の収益力を長期にわたり確実に評価し、収益力の不確定要素となるリスクを可能な限り排除または回避する能力が求められる。とくにプロジェクト・ファイナンスの場合、いかなるリスクを当該プロジェクトの参加関係者（建設業者や保守管理者など）がどのようにに分け合い、彼らに負担させるのが最適かといったリスク分析が必要となり、また、参加関係者間の利害調整を図って契約書の形にまとめ

上げる必要がある。その意味では、プロジェクト・ファイナンスは旧来型融資と比べものにならないほど手間と時間と費用を要し、融資の審査方法もこれまでとは違うものが要求される。

(2) 担保の範囲

プロジェクト・ファイナンスでは、SPCなどの事業会社に対する融資の担保としてノン・リコースを原則とする。プロジェクト・ファイナンスにおける融資は、特定のプロジェクト事業に対する融資であり、事業から生み出される収益を返済原資とするものであるから、事業会社に債務不履行があった場合の債権回収を確実にするため、プロジェクト・ファイナンスにおける担保としては、事業会社の保有する不動産(土地・建物)に対する(根) 抵当権設定のほか、事業会社の株式に対する質権設定、当該事業に関連する諸契約上の権利の譲渡、各種銀行口座への質権設定など、一連の担保契約を事業会社との間で締結することになる。例えば、発電所建設のプロジェクトであれば、発電所の土地・建物、発電プラントなどの固定資産に加え、発電所営業所認可権(ライセンス)、発電所建設契約、燃料供給契約、売電契約、運営・維持管理契約などの契約から生じる諸権利が担保の対象となる。

担保取得の方法についていえば、工場の土地や建物などの不動産は、抵当権の設定という形で担保を徴求する。不動産以外の資産のうち、工場の機械、原材料、商品などの有形資産は、譲渡担保という形で担保にとる。無形資産、すなわち、目に見えない資産については、資産の形態にに応じて担保のとり方も異なる。例えば、預金債権の担保としては、預金証書を債権者が占有する形で質権が多く利用される。火災保険の保険金請求権についても、同様に質権が利用される。売掛金や工事の請負代金などの債権は、通常、譲渡担保の方法で担保が徴求される。これ以

外の無形資産の多くは、関連契約上の権利の譲渡という方法で担保化されるのが一般的である。

プロジェクト・ファイナンスにおいては、担保の範囲という観点からみれば、前述の「限定的かつ徹底的な担保の取得」が要請される。「限定的担保」とは、担保対象をプロジェクト資産に限るということ、言い換えれば、担保の範囲は事業者の他の資産には及ばないことを意味する。また、「徹底的担保」とは、担保をつける範囲を限定したうえで、その限定された範囲においては旧来型担保では考えられないほど徹底的に担保を徴求するという意味であるが、後述のように包括的な資産の担保取得には問題がないではない。⁽¹⁷⁾

契約上の諸権利を担保として取得する理由は、かりに当該プロジェクトが行き詰まったとしても、融資を行なった銀行などの金融機関がいったん全ての権利を譲り受けた後、それまでの事業会社に代わる第三者を契約当事者として事業に参加させることで事業の継続を図るためである。この関連契約上の権利の譲渡は“assignment”と呼ばれ、海外のプロジェクト・ファイナンスにおける担保のなかでは大きな地位を占める重要なものである。⁽¹⁸⁾ イギリスでは、後述のいわゆる「浮動担保」(floating charge)という方法により、当該プロジェクト関連資産を全体として担保にとることが可能であり、プロジェクト・ファイナンスを立ち上げる場合の法律構成の重要なポイントとなっている。⁽¹⁹⁾

これに対し、わが国の担保は、基本的に対象物の特定性が重視されており、変動する資産を包括的に担保の対象とするとか、契約上の権利全体を包括的に担保目的で譲渡するという考え方を一般的に知らない。従来、一定の範囲の財産を包括的に担保とするには、かかる財産を集合物または集合債権として担保目的で譲渡するしか方法がなく(実務上は譲渡禁止特約が付されていることが多い)、浮動担保類似の担保権の創設は認められていない。⁽²⁰⁾ もっとも、関連契約上の権利全体の譲渡といっても、譲渡契約と同時に債権の譲受人が直ちに契約の当事者となるわけ

はなく、債務不履行が発生して初めて、譲渡対象の債権が譲受人に譲渡されると考えられているから、そうであれば、権利の譲渡予約あるいは停止条件付権利譲渡ということになる。いずれにせよ、プロジェクト・ファイナンスを今後推し進めて行こうとすれば、各種の担保法に関する法律概念の根本的な見直しは必至といえよう。

(3) 担保の目的

プロジェクト・ファイナンスにおける担保取得は、担保の目的という観点からみれば、「プロジェクトの防御(妨害排除)」を目的とし、また、「危急時の経営移転」を目的として設定される。SPCなどの事業会社を中心にしたさまざまな財産や契約関係などが有機的に結びついて成り立っているプロジェクト・ファイナンスにおいては、これら個々の財産や権利に第三者の担保権が設定され実行されてしまうと、法的な器であるSPCなどの事業会社が残っても、プロジェクトの実質が損なわれることになる。それゆえ、プロジェクト・ファイナンスにおける担保の目的の第一は、第三者にプロジェクトに係る財産や権利などに担保権を取得させないことにある。これがプロジェクトの防御という意味である。

また、プロジェクト・ファイナンスにおける担保は、危急時の経営移転を目的として設定される。プロジェクト・ファイナンスでは、プロジェクトから生じる収益により融資の返済を目指すという仕組みをとっているから、事業の継続性に問題が生じ、債務不履行などを原因として担保権実行の場面に至っても、プロジェクト自体を潰すのではなく、プロジェクト全体を生かしたままで別の経営主体に移転し、キャッシュ・フローの創出を目指すということが要請される。このため、プロジェクト・ファイナンスにおいては、SPCなどの事業会社の株式についてもこれを担保にとるわけである。担保権の実行により事業会社の経営権は第三者に移転し、新たな経営主体のもとで

事業経営の継続を図ることが可能となる。プロジェクト・ファイナンスにおける融資の担保では、こうした危急時の経営権移転も視野にいられた担保の設定が意図されているわけである。

四 プロジェクト・ファイナンスと担保取得をめぐる法的問題

以下、プロジェクト・ファイナンスの基本的枠組みとその特徴を踏まえたうえで、プロジェクト・ファイナンスにおける担保取得をめぐる法的問題について検討を加えることにしよう。²¹⁾

(1) 融資の確約と金銭消費貸借の要物性

旧来型融資では、新規事業について銀行などの金融機関が融資を行なう場合、銀行取引約定書と金銭消費貸借約定書を締結すればよく、融資審査も連綿たる過去の経験とノウ・ハウを用いることができる。また、審査の内容も、事業の内容、事業に関する契約の枠組み内容、資金の使途など、新規事業が企業の財務内容に与える影響に主眼を置いて融資の安全性が審査される。

これに対し、プロジェクト・ファイナンスでは、銀行などの金融機関が自ら当該プロジェクトから生ずるリスクの最終的負担者となるので、SPCなどの事業会社と同じスタンスでより踏み込んだ事業リスクの分析が必要とされる。すなわち、金融機関は調査・立案の段階からプロジェクトに参加し、収益性や負債返済能力などを評価・分析するのが普通である。これに加えて、事業会社との間で取り交わされる融資契約書には、将来発生するかも知れないあらゆる事態を想定して、貸出先行要件、貸出実行期間、出資金の払込み、プロジェクト収入の充当順位、期

限前返済、事業会社の債務不履行事由、誓約などについて詳細な取り決めが交わされる。

ところで、プロジェクト・ファイナンスでは、先に述べたように、銀行などの金融機関による融資がプロジェクト事業の持続的発展のためには必要不可欠であり、当該プロジェクトを行なうことを目的として設立されたSPCなどの事業会社に向けて融資が行なわれるが、借主である事業会社は金融機関との間で融資契約を締結しても、直ちに事業資金を引き出すことができるわけではない。事業会社への融資資金は、いわゆるコミットメント・ラインとよばれる予め融資を法的に約束した融資枠を設定し、必要に応じて企業が資金を引き出せる形態をとっているのが普通である。²³⁾ また、借入れに関する取締役会の承認など貸出先行要件に定められた事項をすべて充足して初めて、資金を引き出すことが可能とされている。のみならず、二回目以降の資金の引出の際にも先行条件が決められていて、その都度要件の充足が確認されることになっている。こうした融資契約は、金銭消費貸借を要物契約とし金銭の授受を契約の成立要件とした法の基本原則(民法五八七条)からして、何ら問題はないのかどうかである。これまでのわが国におけるメイン・バンクを中心とするシェア割による融資は、予め融資を法的に約束する形式のものではない。コミットメント・ラインに似た形式として当座貸越があるが、これは銀行の都合で契約を解除することもできるので、企業側にとっては使い勝手がよいとはいえない。近年、プロジェクト・ファイナンスなどの金融手法を契機として、わが国でも徐々にコミットメント・ラインが導入されつつある。しかし、わが国のコミットメント・ラインは法的にみて明瞭とはいえない。

(2) SPC株式に対する担保権設定

プロジェクト・ファイナンスにおいては、融資を行なう銀行などの金融機関のために、SPCなどの事業会社の

株式を担保に取るのが一般的である。担保権の設定としては、通常、株式に対する質権設定という方法がとられる(民法二六二条、商法二〇七条―二〇九条)。これは、事業の継続性に問題があり、債務不履行による担保権実行の局面に至っても、当該プロジェクトやプロジェクトに係る法律関係はそのままにしておきながら経営陣のみを入れ替え、事業継続を可能とするためである。しかし、SPCなどの事業会社の株式に対する質権設定だけでは、債務不履行時においてプロジェクトの継続が十分確保されたとはいえない。プロジェクト・ファイナンスにおいては、事業会社の経営に対するコントロールは非常に重要であり、一人でも不適切な株主が入り込んでくると、その一事をもって当該プロジェクトが崩壊する可能性は否定できないからである。そのためには、事業会社の株式に対する質権設定と並んで、定款に取締役会の承認を要する形で株式譲渡を制限すること(商法二〇四条)も十分に意味あることである。

ところで、株式に対する質権設定や定款による株式譲渡の制限は、それで万全かといえば、必ずしもそうではない。株式を質入した場合、登録質であれば質権の効力は利益配当請求権を含む自益権には及ぶが(商法二〇八条・二〇九条)、議決権などの共権権には及ばないと一般に解されている。また、SPCなどの事業会社の運営がうまく行かず、事業会社に対するコントロールの変更が必要となった場面で質権が実行され、株主の変更が生じたとしても、果たして経営権を奪われる側が素直に経営権の引渡しに應ずるかどうかは不透明だからである。むしろ、定款による株式譲渡の制限が逆に足かせとなり、円滑な経営権委譲の障害となるおそれがある。

この問題については、従来、二つの対処方法が考えられてきた。⁽²³⁾一つは、定款による譲渡制限を残しつつも、SPCなどの事業会社の取締役会に将来の譲渡について事前に承認決議をさせておく方法であり、もう一つは、予め定款を変更させて、株式譲渡制限を外しておく方法である。しかし、前者の方法については、一般に一〇年の期間

を超えるプロジェクト・ファイナンスにおいて、遠い将来の株式譲渡を取締役会が予め有効に承認できるかどうかという問題がある。こうした方法が無効とならないとも限らないとすれば、定期的を取締役会の承認決議をやり直すことを事業会社に義務づけておく必要がある。

一方、後者の方法のように株式譲渡制限を外すことは、質権が実行されて株主の変更が生じ、新たな経営主体のもとで事業継続が可能となった場合でも、事業会社の経営権が当該プロジェクトにとって好ましい第三者に移転されるとは限らない。のみならず、こうした懸念は当該プロジェクトが順調に進んでいる間中生ずる可能性がある。しかも、定款による株式譲渡制限は、株式の質入それ自体を制限するものではない。取締役会の承認が必要となるのは、質権が実行され、株主の変更が生じた時点である。

要するに、右に述べたいずれの方法をとってみても、事業会社の株式に対する担保権設定および株式担保の実行に関する問題を解決するには困難が伴うことを否定できない。現実の案件でいずれの方法をとるか極めて高度なビジネス判断の問題とならざるをえないが、実務に対する指針をいえば、SPCなどの事業会社の株主の数が少なくその顔ぶれも安定的であって、株式が好ましくない第三者に流れるおそれがないのであれば、将来の担保権の実行を優先して定款による株式譲渡制限を外す道を選ぶ方が好ましいであろう。これに対し、株主の数が比較的多く予想のつかない先に株式が移転する可能性を否定できない場合には、定款による譲渡制限を残す方が好ましいといえる。

(3) 関連契約上の権利全体への担保権設定

プロジェクト・ファイナンスでは、先に述べたように、キャッシュ・フローが確実に借入金の返済に充てられる

ような仕組みを構築することが求められるから、プロジェクト・ファイナンスの組成にあたっては、「限定的かつ徹底的な担保の取得」という見地から、事業会社が保有する不動産や株式、当該プロジェクト契約から生ずる一切の権利について担保権を設定すること、とりわけ「関連契約上の担保」が重要なポイントとなる。

この関連契約上の権利の担保を考えるについては、イギリス法における「浮動担保」(floating charge)の制度が参考になる。浮動担保とは、予め担保の範囲を決めておき、債務不履行などが生じると担保の対象となる資産が確定し、これに浮動担保の担保権が及んで行くとする考え方である。⁽²⁴⁾ 浮動担保の考え方によれば、予め担保を特定する必要がないので、例えば、工場にある商品一式を担保と定めておけば、事業会社はその商品を自由に出し入れるとか、売買することが可能であり、通常の事業活動に支障を来たすこともない。その後、約定した一定の事由が生じると、その時点で銀行の担保となる資産が確定し、それ以降は出し入れや売買が禁止される。こうした浮動担保の制度は、商品などの形のある資産に限らず、将来発生する売掛金やその他の権利を包括的に担保することについても利用が可能である。

浮動担保であるためには、一般に、次の三つの基本的な特徴を備えていることが必要とされる。すなわち、第一に、浮動担保は担保目的物が債務者の現在および将来の一定範囲の財産であること、第二に、担保目的である一定範囲の財産は債務者の営業の通常の過程において刻々と変化するものであること、そして、第三に、利害関係人によってまたはその者のために将来一定の手続が踏まれるまでは、担保目的となる財産について債務者は通常の方法で営業を維持しうること、が浮動担保の特徴とされるものである。⁽²⁵⁾ 一定の手続が踏まれると担保目的財産は固定化し、債務者はもはやその自由な処分が禁止されるが、これを浮動担保における担保目的物の「結晶化」(crystallisation)と呼ぶ。担保目的物の結晶化は、担保権者が収益管理人の選任を裁判所に求めることによって生じ、これ以

降、かかる収益管理人のもとで担保権の実行がなされる⁽²⁶⁾。

こうした浮動担保をめぐる最大の問題は、担保目的物の結晶化までの間、浮動担保権者が担保を構成する個々の財産についていかなる権利を有するかという点にある。すなわち、一般に、「結晶化に至るまで浮動担保権者には個々の財産に対する権利はない」といわれる浮動担保の理論のもとで、債務者が「通常の営業の過程」を越えて個々の財産を処分したとき、浮動担保権者は処分の相手方に対していかなる権利を有するか。また、債務者の債権者が担保目的物である個々の財産を差し押さえたとき、浮動担保権者は自己の優先権を差押債権者に主張しうるかどうかである⁽²⁷⁾。イギリス法では、こうした問題があるにもかかわらず、浮動担保の制度を活用することによりプロジェクト関連の資産や関連契約上の権利を全体として担保にとることを可能としてきた。これに対し、わが国では、物的担保といえば不動産が中心であり、動産や権利を担保の対象物とする場合であっても、担保の対象となる資産を予め個々に指定するという「固定担保」(fixed charge)の考え方が一般的にとられている。それゆえ、イギリス法における浮動担保のような考え方を取り入れるには、より慎重な検討を必要としよう。昭和三十三年に施行されたわが国の「企業担保法」(昭和三十三年法一〇六号)は、イングランド法の浮動担保を範にして制定されたものであり、浮動担保の考え方に近いものであるが、債務の種類が社債や公的借入に限定されているなど、汎用性が高いとはいえない⁽²⁸⁾。

わが国の担保法制のもとで、プロジェクト関連の資産や関連契約上の権利を全体として担保にとるには、判例および学説により認められてきた集合動産譲渡担保の利用が考えられる。昭和五四年の最高裁判決がいわゆる「乾燥ネギ」事件において集合動産の譲渡担保を一般的に承認して以来、判例は集合物論を採用することを明らかにするとともに、担保対象となる集合物の範囲の特定につき一定の基準を示すに至っている⁽³⁰⁾。そして、現在では、こうし

た判例の展開により流動財産の担保をめぐる議論は大きく進展し、学説でも活発な議論が行なわれている。⁽²⁾ 固定担保の考え方を基本形態とするわが国では、契約上の権利全体の譲渡という考え方は採りにくいと考えられるから、一方では、個々の契約上の権利について個別に担保権を設定するか、個別の担保権を組み合わせるなどの工夫をする必要があるが、他方、キャッシュ・フローに直結する販売代金などの受領権を中心として、このほか個別契約にかかる各種権利を担保設定できる範囲で譲渡担保として徴求することが考えられる。プロジェクトに関連する契約上の諸権利に第三者の担保権が設定されてしまうと、法的な器としての事業会社は残っても当該プロジェクトの實質は失われるから、これを排除するためにも、かかる諸権利を集合債権として譲渡担保に供することが望ましいといえる。

集合債権の譲渡担保においては、譲渡担保権者が債務者および第三者に優先する地位を確保するために對抗要件の具備(民法四六七条)が必要とされる。債務者との関係では、債権譲渡につき譲渡人から債務者への通知または債務者の譲渡人(または譲受人)に対する承諾が對抗要件である(民法四六七条一項)。第三者との関係では、かかる債権譲渡の通知または承諾を確定日付ある証書をもって行なうことが對抗要件とされている(民法四六七条二項)。ここでいう第三者とは、譲渡された債権そのものに対し法律上の利益を有するものに限られ、譲渡債権を差し押さえた譲渡人の債権者、債権の二重譲受人、譲渡人の破産における破産管財人などがこれに該当する。

また、一九九八年に制定・施行された「債権譲渡特例法」(平成一〇年法一〇四号。正式名称を「債権譲渡の對抗要件に関する民法の特例等に関する法律」という)は、法人による金銭債権の譲渡などがあつた場合の第三者對抗要件につき、民法の特例として登記による對抗要件の具備の制度を新たに創設した。同法によれば、譲渡債権が多数であつても、一括して迅速かつ安価に第三者對抗要件を具備できることが可能となつたが、債権譲渡登記によつ

て債権譲渡が対抗力を具備するためには、譲渡契約の段階において譲渡債権が特定されているだけではならず、登記上も譲渡債権が特定されていなければならない。

問題は、集合債権の譲渡担保という方法で担保を徴求するにしても、右の対抗要件との関係で、かかる債権についてはその特定性の判定に困難を伴うことが少なくないということである。とりわけ、譲渡債権の弁済受領権限は担保権実行時まで担保権設定者に留保されているから、担保権設定時での債権譲渡が否定される場合に、担保権設定者に弁済受領権限があることを付記した債権譲渡の通知が対抗要件としての効力を失うことにならないかという点にある。もしその効力が否定されるならば、集合債権の譲渡担保につき、担保権者は第三者に優先する地位を主張できない事態となり、かかる担保権は無意味なものとなってしまふ。最近の最高裁判例には、複数にわたる将来債権の譲渡を含む流動債権譲渡担保があつた場合の債権譲渡登記において、譲渡債権の特定性の有無が争われたものがある。³²⁾

近年、不動産市況の悪化も手伝って、債権が担保の目的として注目されるようになってきており、かかる状況を背景として債権譲渡に関する最高裁判例が相次いで出されている。³³⁾一方、企業における資金調達方法は、不動産担保融資に対する過度の依存に対する反省もあつて、売掛債権などのキャッシュ・フローに着目した新しい資産担保手段に移行しているとみられる。こうした新しい資産担保手段としては、売掛債権担保融資はもちろんのこと、一括ファクタリングや資産担保証券(ABS)・アセット・バック・セキュリティーズ)などの真正売買スキームがこれに連なるものである。ここでは、将来債権を含む集合債権の譲渡という法形式がとられるため、債権譲渡の有効性やその対抗要件の効力をめぐる法律問題の重要性が飛躍的に増大していると思われる。そして、近時、これらの論点を含む裁判例が相次いで出されているということは、債権譲渡という制度が民法(とりわけ財産法)の中心に

位置するにもかかわらず、従来の議論が未成熟であったことを如実に示すものといわざるをえない。⁽³⁴⁾ 債権担保としての譲渡担保において集合物論を採用する場合、全体としての集合物とその組成物たる個々の動産や債権との関係など、その基本構造を明らかにする必要があるが、前述のイングランド法における浮動担保はわが国の集合物譲渡担保に近い使われ方をしており、かかる浮動担保をめぐる議論の動向はわが国における同種の問題を考えるうえで大いに参考となるものと思われる。

(4) 預金口座に対する担保権設定

プロジェクト・ファイナンスでは、返済原資がプロジェクトの生み出す収益に限定されるから、当該プロジェクトのキャッシュ・フローを把握し、これを法的に返済原資として確保することが、融資者である銀行などの金融機関にとっては必要不可欠である。そのため具体的な方法としては、前述の株式に対する質権設定や集合債権譲渡担保が挙げられるほか、預金口座の預金債権に対する質権設定が考えられる。預金担保の場合、融資者である金融機関は、担保差入証書に確定日付を付し、届出印が押捺された預金証書を提出交付させる。前者により証書契約と第三者對抗要件が行なわれ、後者により要物契約の要件が充足されたことになる。ちなみに、債権譲渡の對抗要件に関しては、前述の債権譲渡特例法が、法人の行なう指名債権でかつ金銭債権の場合の譲渡につき、債権譲渡登記ファイルへの登記を確定日付ある証書による通知とみなし(同法二条)、債権質についてもこれらの規定を準用している(同法一〇条)。

プロジェクト・ファイナンスでは、様々な目的から当該プロジェクトに関する預金口座がいくつか開設されている。代表的な預金口座としては、販売代金入金用の預金口座、借入金返済用の預金口座などがあるが、これらの預

金口座の預金債権に対しては担保権としての質権の設定が予定されている。債務の不履行時には、融資を行なった金融機関はかかる質権を実行し、その預金をもって融資債権の一部を回収するというわけである(民法三六七条)。とくに業況の悪い貸出先との関係において、相殺権の行使が制約を受けるようなときには、その預金債権に質権を設定することが効果的である。⁽³⁵⁾

預金口座の預金債権に対する質権設定のメリットは、貸出先であるSPCなどの事業会社からの預金の解約を防止し、また、相殺権の行使(債権者代位権による場合も含む)を阻止できることにある。⁽³⁶⁾さらに、事業会社が更生会社となった場合において、更生担保権者となる質権者は債権届出期限までに相殺ができなかったときでも、届出期間の満了前に相殺適状が生じたときは、その期間内に限り更生手続によらないで更生担保権として権利行使が可能である(会社更生法四八条、二条一〇項)。ただし、この場合、第三者対抗要件としては事業会社が支払を停止する前に確定日付を徴求しておくべきである。会社更生法八八条⁽³⁷⁾。

今日、事業会社の資産を担保に供する取引は以前にも増して一般的となっており、貸主である金融機関は多様な担保権設定の方法を工夫し、また発明してきた。例えば、預金口座を預金証書(できれば指図譲渡性のあるもの)に転換し、貸主がこの預金証書に対して質権を設定するという方法、あるいは、預金口座にある預金金額についてこれを毎日為替送金し、融資金の弁済にあてるか、貸主が担保として預かるなどして、預金口座に預金金額を残さない(ゼロバランスにする)⁽³⁸⁾という方法などがある。このほか、金融機関は、右に述べたような債権保全策に加えて、預金口座にある預金債権に対し自己の貸付債権と相殺することにより債権回収を図ることも可能である。⁽³⁹⁾

しかし、これらの方法は万全ではなく、いくつかの問題を引き起こす。例えば、預金口座開設先である金融機関自身が貸主でない場合、預金口座をゼロバランスにするという口座管理義務に対しては、金融機関のなかには一定

額の対価を要求するものが出てくるであろう。そうなれば、追加の支払を要求せざるを得ない事態に発展すること
も十分に予想される。また、金融機関が預金口座に対して相殺権を行使するにしても、かかる権利の行使は一定の
条件下では他の債権者を害する行為として、債権者取消権（民法四二四条）や否認権（破産法七二条以下、会社更
生法八六条以下）の対象となり否定される場合があるので、注意が必要である。

以上述べた預金口座に対する担保権設定をめぐる問題については、アメリカ法でも早くから同様の問題が論じら
れてきた。動産の担保を定める「統一商法典（Uniform Commercial Code: UCC）」第九編は、二〇〇一年の改正
前には、預金口座（deposit account）の金額が同編に規定する担保権の対象の処分収入（proceeds）であればUC
C上の担保権として認めるが、そのためにはすでに担保権が設定されている動産の処分収入がその預金口座に振り
込まれた場合で、かつ、処分収入であることが特定された場合に限定されていた⁽⁴⁰⁾。しかし、二〇〇一年の第九編に
関する本格的な改正により、預金口座に関してのみならず、新しいコンピュータ・システムを使った銀行のデリバ
ティブ取引や証券取引口座を使った証券取引に関しても第九編の適用が認められるとともに、これらの取引につい
て担保権を設定するために「支配権（control）」という概念が使われている⁽⁴¹⁾。

振り返って、わが国の銀行実務をみると、質権設定による定期預金担保は日常的なものであるが、普通預金に對
する質権の設定は一般的ではない。これは、普通預金にあっては、残高が刻々変動することから、あるいは、預金
の額が将来において変動することが予定されているので、将来発生する債権の特定性という観点からして問題があ
るからである。それゆえ、普通預金については、ある時点の預金に質権を設定しても、預入れによって金額が増加
した場合、その増加した金額に質権の効力が及ぶかという疑問が生ずる。また、普通預金に対して質権の設定を認
める場合であっても、普通預金の性格上、預入れによって金額が増加するから、果たして對抗要件の具備が設定時

の一回で済むかどうかといった問題についても検討の余地がある。

一般に、預金口座についての担保権設定は、法律的にみれば、預金返還請求権上に質権または譲渡担保権を設定するという方法をもって行なわれる。普通預金に対し有効かつ第三者対抗力のある質権が設定できるかという問題について考えてみると、下級審判例のなかにはこれを肯定するものがある⁽⁴²⁾。実務においても、預入された金額は常に既存の残高と合計された一個の債権として扱われるといった学説の考え方を手がかりに、法理論的な問題をそれほど深く追究することなく、普通預金に対する質権設定が行なわれてきた。最近の学説のなかには、こうした判例や実務の動向に配慮しつつ理論面からの検討を加えた結果、普通預金に対する質権設定を肯定するとともに、預金担保の対抗要件は設定時に一度これを具備すれば足り、その後の預入時や定めた一定期間ごとにあらためて確定日付ある通知または承諾を具備する必要はないとの見解を唱えるものがある⁽⁴³⁾。

(5) 借入返済準備預金に対する過度の規制(拘束性預金)

プロジェクト・ファイナンスでは、前述のように、さまざまな目的をもって当該プロジェクトに関するいくつかの預金口座が開設されている。このうち、借主であるSPCなどの事業会社が借入返済用の預金口座を開設し、ここに常時一定額の残高(例えば、借入元利金支払二回分)を維持することについては、これが拘束性預金とみなされるおそれがないかという問題がある。わが国では、金融機関における業務運営の健全性の見地から、融資を行なう銀行などの金融機関が過度の協力預金や歩積・両建預金を受け入れることについては後述のように問題があり、これとの関連で、借入返済準備預金口座の利用による準備預金の預入が一種の拘束性預金とみなされるおそれがないかどうかの問題となるのである⁽⁴⁵⁾。

拘束預金とは、例えば、銀行が取引先に一億円を融資するに際し、一億五千万円を融資額とし、このうち五千万円を強制的に預金(定期・普通・当座など)させる制度である。融資を受けている間、取引先はその預金を自由に引き出すことができないので、《拘束預金》と呼ばれるが、拘束預金には歩積み預金と両建て預金の二種類がある。前者は、金融機関が取引先に対して手形を割り引く際に、割引額の一部を割引銀行に積み立てさせるもので、不渡手形発生の危険を担保し取引先の資本蓄積のために行なわれ、普通預金の形をとることが多い。これに対し、後者は、金融機関が取引先に融資するに際し、その貸付金の一部を強制的に預けさせるもので、貸付金回収の危険を担保し取引先の余裕資金を運用するために行なわれ、定期預金の形をとることが多いといわれる。⁴⁶⁾

金融機関にとっては、貸金の回収が困難になった場合、担保が不動産だと煩雑な競売手続をとらなければならないが、拘束預金にしておけばすぐに貸付金の回収が可能となる。とりわけ、取引先の債権者がこの預金債権を差し押さえたときでも、金融機関は自己の貸付債権を預金債権と相殺することにより対等額において消滅させ、債権の回収を図ることができる。最高裁の判例によれば、預金債権が差し押さえられた場合であっても、金融機関が取引先に対し貸付債権を有していたときは、その債権が差押え後に取得されたものでない限り、両債権の弁済期の前後を問わず、両債権が相殺適状に達しさえすれば、金融機関は差押え後においても貸付債権を自働債権として被差押債権と相殺をなし得る。⁴⁷⁾ また、拘束預金の場合、金融機関は取引先に預金利子を支払わなければならないが、もとも貸付金を取引先に預金させたものであるから、預金利子と貸付金の利息の差から生じる利ざやが金融機関に入ってくる。金融機関にとっては、まさに一石二鳥の旨みがある。

こうした拘束預金が問題なのは、金融機関が利ざやを稼ぐために貸付金の一部を強制的に預金させ、その結果、貸付金の一部が拘束預金として利用が制限されるからであり(民法九〇条参照)、また、消費貸借の要物性(民法五

八七条) に関しても問題が生じる。プロジェクト・ファイナンスにおける融資は、基本的に当該プロジェクト用資産以外に債務の引当てを求めず、プロジェクト収益のみを返済原資とする形態の融資である。それゆえ、元利金の返済が一時的に滞ることを防止し、借入金返済の安定性を確保するために設けられるのが借入返済準備預金口座である。その意味では、かかる預金口座に預け入れられる準備金は一種の信用補完としての性格をもち、そのために積み立てられるものである。そうであるとするれば、準備預金の額が著しく高額なものでない限り、借入返済準備預金口座の利用を不合理なものとしてとくに排除する必要はないといえる。

このほか、預金担保に関しては、相殺による銀行間の不平等という問題がある。プロジェクト・ファイナンスでは、先に指摘したように、銀行のリスク分散の観点から、単独の銀行ではなく、複数の銀行が協調して融資に参加するのが一般的である(協調融資によるシンジケート・ローン)。そして、当該プロジェクトからの売り上げや返済資金の入金口座は、普通、幹事となる一つの銀行の口座に集中される。そのため、融資金の返済につき債務不履行が生じると、かかる預金口座を有する銀行だけが相殺により債権の回収を図り得るといふ銀行間の不平等が生じる可能性がある。⁽⁴⁸⁾ この点について、プロジェクト・ファイナンスでは、そのような銀行間の不平等を回避するため、協調融資に参加している銀行間においては自行の融資とプロジェクト関連の預金債権との相殺を禁ずる旨の約定を取り交わしているのが普通である。⁽⁴⁹⁾

五 結びに代えて——プロジェクト・ファイナンスの今後の課題と展望

プロジェクト・ファイナンスは、旧来型融資であるコーポレート・ファイナンスとは異なり、融資対象となる新

しい事業会社の資産のみを担保とし、将来の収益力を返済する原資とするファイナンス手法である。従来、わが国の担保制度は、破産や倒産などの状態に陥って、初めて担保目的物を換価し、その換価したもので貸付金などの債権を回収するという発想で法制度が成り立ってきた。従来、わが国では、周知のように、企業金融において不動産担保に頼る融資が一般的であり、しかも同じ担保不動産が他の担保にも供されて共同担保（共同抵当）とされることが多かった。また、各種の担保権のなかでも、利便性を追求した結果として、一定の範囲に属する不特定の債権を極度額の限度で担保する根抵当権が活用され、共同根抵当も多用されてきた。それゆえ、わが国における担保融資は不動産担保融資が主流とされ、根（共同）抵当を中心とする不動産担保金融の権利関係は複雑な構造になっている。その結果、不動産や工場財団は価値が高いため担保物件としては最適であるが、在庫品や売掛金などの動産は担保にとるものとしては二次的なものに過ぎないといったわが国特有の考え方が強く支配しているように思われる。これに反し、最近注目を浴びているプロジェクト・ファイナンスは、親企業の信用力や担保価値に依存するのではなく、経営ノウハウや技術力などに着目し、事業そのものが生み出すキャッシュ・フローに返済原資を限定する融資形態であって、新たな担保制度というパラダイムの変換を求めめるものである。

プロジェクト・ファイナンスでは、一般に、収益事業を継続するために必要な資産を包括的に取りながら、他方、その事業を行うために新たに設立された事業会社へ融資が行われる。こうした融資形態をとるメリットの一つは、従来、事業主が全面的に負っていた当該事業に関するさまざまなリスクを、最も適切にリスク・コントロールできる関係者が分担することにより分散ないし低減することにある。メイン・バンク制や担保金融の側面の強いわが国では、当事者間のリスク負担を厳密に契約化させる例は少なく、それゆえ、プロジェクト・ファイナンスによる金融手法が国内案件にはこれまであまり利用されてこなかった。しかし、近年、大規模プロジェクトに対

するリスク管理の強化や事業ノウハウはあっても信用力の低下した企業から優良事業を切り離すことによる資金調達の円滑化を図るなどの観点から、プロジェクト・ファイナンスが注目されているのである。

本稿は、こうしたプロジェクト・ファイナンスをめぐる問題のうち、とくにプロジェクト・ファイナンスに特有の担保取得方法とその実効性について取り上げ、法的側面から検討を加えたが、その結果、次の点が明らかになった。すなわち、プロジェクト・ファイナンスが事業の収益性に着眼し、これを主たる担保とした点は、これまでの伝統的な有形資産を担保とする旧来型融資の限界を補完する新たな融資手法といえるもので、企業と銀行などの金融機関の双方にとって信用創造の有望な手段となりうる手法である。また、プロジェクト・ファイナンスの融資は求償を認めない(担保価値が債権額を下回って債権者の回収に支障をきたしても債権者は債務者の他の資産に掛かって行くことができない)いわゆるノン・リコースが基本とされる仕組みとなっているが、ノン・リコース型融資においては、債務は企業全体が生むキャッシュ・フローによって賄われることになるから、債権者の目から見ると権利関係やキャッシュ・フローは明快である。そして、そのために徴求される担保もそれに相応しいものが要求される結果、担保の対象は不動産よりも動産が主流となる傾向がある。

わが国の場合、融資を行なうにあたり依然として有担保主義という考え方が根強く、また、親企業やスポンサー企業の信用を当てにして融資を行なうという部分がかなりある。それゆえ、プロジェクト・ファイナンスが行なわれても、いまだに事業者である親企業やスポンサー企業が後ろに見え隠れしている。その限りでは、銀行などの金融機関は債権回収という面からすれば、ある程度の安心感を抱いているともいえるが、これではプロジェクト・ファイナンスは育たない。もしわが国にプロジェクト・ファイナンスというものを定着させようとするならば、換価価値を期待した担保から収益確保のための担保という大胆な発想の転換が必要とされる。

このプロジェクト・ファイナンスの仕組みを十分熟知するならば、さまざまなプロジェクトをうまく立ち上げていくことが可能である。例えば、プロジェクト・ファイナンスの一環としてPFI事業を展開して行くとか、あるいは、SPC法を活用し証券化を推進して行くことが考えられる。また、ダウン・タウン再生とか、低未利用地の利用といったところでは、従来と同じような公的資金や補助金を当てにすることはなく、当該プロジェクトの事業採算性で資金調達をしていくという独立採算的な手法も期待ができる。さらに、ベンチャー企業は一般に資産に乏しく、また信用もいまだ十分ではないが、彼らが有する知的所有権とか、あるいはこれから進めていこうとするプロジェクトについて高い評価がなされるとすれば、個人企業であっても多額の資金調達が可能である。

このように、プロジェクト・ファイナンスというのは非常にもろい仕組であり、これを上手に活用することによって、従来とは違った資金調達の仕方が開けてくる可能性を秘めている。ただ、そのためには、乗り越えなければならぬ大きなハードルが二つある。一つは、当該プロジェクトの事業が著しく困難または暗礁に乗り上げたとき、事業性を損なうことなく、いかに担保処分をして債権回収を行なうかである。企業の信用力そのものに依拠するのではなく、ある事業を実施した場合にその事業から生み出される収益に注目して融資する金融手法がプロジェクト・ファイナンスであるから、融資銀行は事業に関する資産は不動産のみならず、SPCなどの事業会社の株式や契約上の地位など事業に係る権利すべてを担保として徴求する一方、事業継続に問題があつて当事者に修復が不可能になった場合には、速やかに問題のある事業会社を取り替え、事業を継続させることが肝要である。もう一つは、かかる事業性に基づいた融資を行なうためには、当該プロジェクトの事業活動に伴い生ずるさまざまなリスクに対するモニタリングの能力を高める必要があるという点である。プロジェクト・ファイナンスの場合、企業の事業活動に応じて資産の形が変化して行くことが予想されるのであるから、一連の事業収益の流れを漏らすこと

なく「ひとまとまり」にして押さえるというのが、この場合のモニタリングのポイントであるように思われる。今日、担保の対象が有体物・無体物・人的財産を含み、かつ、絶えず流動する企業または事業全体の信用とでもいべきものへと移行しており、無体財産の担保化はその象徴である。こうした状況のもとでは、個々の財産に対する追及はあまり意味をもたず、信用全体を担保化する法的な仕組みの構築が必要となる⁽⁵⁰⁾。

最後に、附言すれば、プロジェクト・ファイナンスでは、融資規模が巨額のため、多数の金融機関による協調融資の形態をとるほか、事業推進母体となる会社を設立して社債を発行したり株式を公開して資金を集めるなど、その資金調達方法は多岐にわたる。しかも、プロジェクト・ファイナンスの事業は一般的にハイリスクである。そのため、融資銀行は調査・立案段階からプロジェクトに参加し、収益性や負債返済能力などを長期にわたり確実に評価し、収益力の不確定要素となるリスクを可能な限り回避する努力が求められる。そのためには、個々のプロジェクトの経済的・技術的・法的側面にまで踏み込んだ分析を行なう必要がある、いろいろな分野での知識と専門性が要求されるが、残念ながらわが国にはそのための専門家が少ない。プロジェクト・ファイナンスを成功させるためには、単に法的側面の処理だけではなく、当該プロジェクトの全期間を通じ最新の金融技術・保険技術を駆使してリスク管理を行わなければならないから、こうした両面の知識に精通した専門家の育成が急がれるといえよう。

注

(1) 内田貴「担保法の法的パラダイム」(平成一四年七月二六日・新宿・紀伊國屋ホールにおける「法学講演会」記録) 法学教室二六六号(二〇〇二年)七頁「とくに二六頁以下」、井上聡「資金調達の多様化に伴う担保付社債制度の立法課題」ジュリー二三八号(二〇〇三年)六二頁以下。また、二〇〇二年九月一〇日、経済産業省から企業法制研究会(担保制度研究会)の報告書(案)がパブリック・コメントに付されたが(<http://www.meti.go.jp/feedback/index.html>)、そこで

は、日米における企業金融の現状認識とともに、三つの新しい資金調達形態、すなわち、①企業のキャッシュ・フローの源泉である在庫・売掛債権を担保とするローン、②資産の生み出す収益と交換価値に着目した証券化取引、および、③事業の生み出すキャッシュ・フローに着目したプロジェクト・ファイナンスが取り上げられて、今後の担保制度のあり方が論じられている。これとの関連で検討を要するのが、過去とのつながり、とりわけわが国におけるこの半世紀間の担保法の変遷と今後の進むべき道である。紙幅の関係で詳論する余裕はないが、この点については椿寿夫「担保法制」ジュリー一七三号（一九九五年）九六頁以下が参考になる。

(2) 大内勝樹『国内プロジェクト・ファイナンス』（近代セールズ社、一九九七年）一九頁、第一勸業銀行国際金融部編『PFIとプロジェクト・ファイナンス』（東洋経済新報社、一九九九年）一八頁以下、六六頁以下。プロジェクト・ファイナンスの源流と発展の諸段階については、第一勸業国際金融部・前掲書二三頁以下のほか、小原克馬『プロジェクト・ファイナンス』（金融財政事情研究会、一九九七年）二二〇頁以下に詳しい。

プロジェクト・ファイナンスに関する文献は、実務家の手による実務書が圧倒的に多く、学術書といわれるものは少ない。その実務書も、ほとんどがプロジェクト・ファイナンスの技術的側面、例えば、リスク分析、キャッシュ・フロー分析、契約書などを中心とした解説である。主なものとしては、右に引用した小原・前掲書、第一勸業国際金融部・前掲書のほか、西野文雄・監修／有岡正樹ほか『完全網羅・日本版PFI…基礎からプロジェクト実現まで』（山海堂、二〇〇一年）一五頁以下、上田フィナーティ／浦谷規『プロジェクト・ファイナンス・ベンチャーのための金融工学』（朝倉書房、二〇〇二年）、横井士郎『プロジェクト・ファイナンス』（有斐閣、一九八五年）、西川永幹Ⅱ大内勝樹『プロジェクト・ファイナンス・現場経験者が説き明かす金融手法』（近代セールズ社、一九九七年）、大垣尚司『ストラクチャー・チャード・ファイナンス入門』（日本経済新聞、一九九七年）、井熊均『自治体のためのPFI実務』（ぎょうせい、一九九九年）などがある。

一方、プロジェクト・ファイナンスに関する論考としては、現在のところそれほど数は多くないが、次に掲げるものが有益である。江口直明ほか「日本におけるプロジェクト・ファイナンスの法律的側面（上）（中）（下）」金法一五六号三六頁、一五六号四二頁、一五六号七四頁（一九九九年）、江口直明「PFIへの取組みのススメ（上）」プロジェクト・ファイナンスの地方銀行にとつてのメリットと注意点―銀行法務21六〇三号（二〇〇二年）一二頁、豊原信治「日本に

おけるプロジェクト・ファイナンスの展開と展望」銀行法務21五九三号(二〇〇一年)五四頁など。

- (3) SPC(特定目的会社: Special Purpose Company)は、「資産の流動化」に目的を限定した特別法上の法人であり、当該法人の設立、管理・運用、清算等に関する制度を定めた法律がSPC法(特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律)である。資産の流動化に向けた取り組みには、これまでも民法上の任意組合(民法六六七条以下)や商法上の匿名組合(商法五三五条・当事者の一方が相手方の営業のために出資し、相手方は営業から生じる利益を出資者に分配する契約)、信託契約などがあり、国内的に実施されてきた。しかし、こうした手法は個別対応にとどまり、投資家保護の視点も含めて、証券化をはじめとした資産流動化の総合的なスキームにはなっていないのが実状である。その原因の一つに、わが国ではこれまで不動産などの資産を流動化するためのパイプ役を果たすいわゆる「導管体」が十分に機能していなかったことが挙げられる。このような状況に鑑み、総合的な導管体としてSPC(特定目的会社)を設立、特定資産を裏付けとした有価証券の発行を制度化し、投資家の保護の強化を図ることで資産の流動化を実現するために創設されたのがSPC制度であり、そのための法律である。SPC法については、片山さつき『SPCとは何か』(日系BP社、一九九八年)、小笠原耕司『SPCによる不動産活用』(日本法令、二〇〇〇年)などの実務書のほか、藤本拓資『中村広樹』『特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律』関係政省令の概要』金法一五二七号(一九九八年)一五頁以下、森田章「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律について(上)(下)」金法一五二〇号六頁以下、一五二二号二三頁(一九九八年)、稲本護昭「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律について」金法一五八三号(二〇〇〇年)三三頁などが詳しい。
- (4) 前注(2)に引用の各文献参照。
- (5) PFIとは、公共施設等の建設、維持管理、運営を民間の資金やノウハウ、経営能力および技術的能力を活用して行う新しい手法で、Private Finance Initiative(プライベート・ファイナンス・イニシアチブ)の略である。PFIの源流と世界の動向は、西野監修/有岡ほか・前掲注(2)一五頁以下。
- (6) PFIの意義およびその発展形態については、江口ほか・前掲注(2)金法一五六五号四〇頁以下、江口・前掲注(2)銀行法務21六〇三号一二頁以下、西野監修/有岡ほか・前掲注(2)三八頁以下。
- (7) 現行法制度とPFI法については、西野監修/有岡ほか・前掲注(2)二三三頁以下。わが国では、「民間資金等の活用

よる公共施設等の整備等の促進に関する法律」(PFI法)が平成十一年七月に制定され、平成十二年三月にPFIの理念とその実現のための方法を示す「基本方針」が、民間資金等活用事業推進委員会(PFI推進委員会)の議を経て、内閣総理大臣によって策定され、PFI事業の枠組みが設けられた。このPFI法の制定により、国や地方公共団体等が直接実施するよりも効率的かつ効果的に公共サービスを提供できる事業についてPFI手法で実施することが期待されているが、すでに四〇件以上のPFI事業がこの法律に基づいて実施されている。江口・前掲注(2)銀行法務21六〇三号一三頁参照。

(8) 野田由美子「PFIと政府の役割」朝日新聞一九九九年五月二二日付夕刊。最近の新聞記事としては、日本経済新聞二〇〇三年七月七日期刊、読売新聞二〇〇三年七月一七日期刊がある。

(9) わが国でプロジェクト・ファイナンスが行なわれなかった理由とその背景につき、第一勧業銀行・前掲注(2)一三八頁以下、大内・前掲注(2)一一四頁以下。

(10) プロジェクト・ファイナンスの要点と特徴については、豊原・前掲注(2)五六頁以下が詳しい。このほか、前注(2)に掲載の各文献、とりわけ江口・前掲注(2)銀行法務21六〇四号四九頁、江口ほか・前掲注(2)金法一五六号四三頁、第一勧業銀行・前掲注(2)七五頁を参照のこと。

(11) シンジケート・ローンの法的問題と実務については、ハ特集V「検証・シンジケート・ローン」金法一五九一号(二〇〇〇年)六頁以下参照。

(12) 江口ほか・前掲注(2)金法一五六号四二頁以下。コミットメント・ライン契約に関しては、これを規律するために平成十三年三月に「特定融資枠契約に関する法律」(平成十三年法七八号)が制定されている。同法の制定経緯および内容については、掲斐潔「古閑裕二」コミットメント・ライン契約に関する新法の紹介」金法一五四五号(二〇〇一年)一三頁、菅原雅晴「コミットメント・ライン実務の運用上の留意点」金法一五四六号(一九九九年)五七頁のほか、和波宏典「特定融資枠契約に関する法律の一部を改正する法律」の概要」コミットメント・ライン契約の借主の範囲の拡大」金法一六一九号(二〇〇一年)六頁など参照。こうした融資契約の中ではまた、借入人が将来のことについて作為または不作為を誓約する条項(いわゆる「コンベンナツ条項」)が置かれることもある。井上貴彦「三和銀行におけるコンベンナツ条項付融資の導入」金法一五九号(二〇〇〇年)二八頁。

- ちなみに、アメリカでは、債権者が債務者の運転資金の貸出を行なう場合には、借入人である債務者などの動産を担保にとつて、貸出残高は一定の借入基準(Borrowing Base: 一般に、「在庫の五〇%+売上金の八〇%」を基準とする)の範囲内に収まるような形で契約がなされ、かかる契約に従つて定期的の評価変えが行なわれる。こうした融資をリボルビング・クレジット(Revolving credit)というが、これもノン・リコース型融資の一つの特徴といえる。田作朋雄||岡内幸作『不良債権処理ビジネス』(東洋経済社、一九九八年)一四四頁。
- (13) 江口ほか・前掲注(2)金法一五六七号七四頁以下。
- (14) 一九九八年八月七日付日経新聞朝刊一三面。
- (15) 一九九八年一月五日付日経新聞朝刊一面。
- (16) プロジェクトの様々な局面で発生するであろうリスク(将来不確実性)については、いろいろな種類のものが予想される。これらを個々のプロジェクトに即して整理し、参加関係者間の契約でそのリスクを誰がどのような形で負うかを定めることが重要である。融資銀行は、プロジェクト・ファイナンスのリスク・ヘッジを行うため、プロジェクトの各段階において締結される、建設請負契約(ゼネコンあるいはメーカー)、操業契約(オペレーター)、原料供給契約(サプライヤー)、製品販売契約(カスタマー)、において、リスクの負担方法と損害保険の付保を検討し、融資契約の中でこれら各種契約を包括的に規定する条項(コモン・アグリーメント)を設定し、プロジェクト・ファイナンス全体のリスク処理と損害保険を最終的に規定することになる。建設請負契約においては、完成引渡しまで工事中の資産は請負者の管理下に置かれるため、当該事業が操業あるいは稼働状況になるまで請負者が原則としてすべての責任を負担する。また、コスト、時間のオーバーランのリスクも可能な限り請負者に転嫁することが一般的である。操業契約においては、融資銀行は当該事業会社と操業実施者との操業委託契約に保険条項を入れ、完成した資産の保全とその稼働による収益の補償を損害保険により行うことが必要である。原料供給契約、製品販売契約上の損害保険付保可能なリスクもこれらの条項で処理が規定される。原料供給者および製品購入者との間の契約においては、損害保険により、供給者や購入者が損害保険で担保可能なリスク(天災、爆発、台風、地震、機械的な事故など)により供給あるいは購入ができなくなったときに、当該事業会社の被る損害(利益の減少)が補償される。
- (17) 道垣内弘人ほか八座談会V「資金調達手法の多様化と新しい担保制度」ジュリー二三八号(二〇〇三年)二頁、とくに三

- 三頁以下。
- (18) 大内・前掲注(2)二二九頁以下。
- (19) 後注(24)に引用の各文献参照。
- (20) 後注(31)に引用の各文献参照。
- (21) 大内・前掲注(2)二二四頁以下で、「法制面から見た日本でのプロジェクト・ファイナンス」と題して、概括的な検討が加えられている。また、同様の問題意識から、プロジェクト・ファイナンスの立法課題を論じるものに、江口直明「日本におけるプロジェクト・ファイナンスの立法課題」ジュリー二三八号(二〇〇三年)三八頁、とくに四〇頁以下がある。本稿はこれらに多くを負っている。なお、江口直明「日本におけるプロジェクト・ファイナンスの最近の論点」金法二六四六号(二〇〇二年)六頁以下も併せて参照。
- (22) 大内・前掲注(2)二三四頁以下。なお、前掲注(12)に引用の各文献参照。
- (23) 豊原・前掲注(2)五九頁以下。
- (24) 浮動担保は、債務者が自己の会社の経営資金を調達するにあたり、債権者との間の合意による担保手段として広く用いられるようになったもので、一八七〇年代のいくつかの判決でその有効性が認められて以来、イギリス法において二〇〇年以上の歴史を有しているといわれる。イギリス法における浮動担保に関する文献は多いが、ここでは差し当たり次の文献を挙げておく。水島広雄氏の一連の研究のうち、同「企業担保としての英国浮動担保について」私法一三三号(一九五五年)四三頁以下、同「各国における企業担保制度の概観」とくにイギリス浮動担保について」法時二六卷一〇号(一九五五年)三五頁以下、同「企業担保法案について」(一)〜(三)イギリス浮動担保より観て」法学新報六二巻一号二九頁、二号八頁、三号一頁(一九五五年)、道垣内弘人「イングランド浮動担保における個々の財産に対する担保権者の権利」わが国流動産譲渡担保論の参考として」加藤一郎古希記念・現代社会と民法学の動向(下)(有斐閣、一九九二年)五二一頁以下、黄宗棠「イギリス浮動担保の実行について」阪大法学九六号(一九七五年)八一頁以下、同「イギリス浮動担保に関する研究」阪大法学九二号(一九七四年)二七頁以下、および、水島広雄「香川保一」英国の金融事情とフローティング・チャージの運営の実情」商事法研究七一号(一九五七年)一五頁。なお、イギリス法の担保制度における主要な三つの概念(mortgage・pledge・charge)の異同については、伊藤正巳「イギリスの担保制度について」同・イギリス法研究(東京大

学出版会、一九七八年)四五六頁以下参照。

このほか、比較法的観点から参考になるものとして、アメリカ法につき、小山泰史「アメリカ法における浮動担保と売買取戻請求権の競合(一・二完)」民商二一〇巻四四五号(一九九四年)八二四頁、一一〇巻六号(一九九四年)一〇〇六頁、同「アメリカ法における浮動担保と売買取戻請求権の競合」わが国の流動譲渡担保論への参考として(一・二完)民商二〇五巻六号(一九九二年)八四頁以下、一〇六巻一号(一九九二年)五七頁以下、同「米・加における浮動担保と売買取戻請求権の競合」わが国の流動譲渡担保への参考として「私法六〇号(一九九八年)二二七頁以下、坪田潤二「イペントリー・ファイナンスと担保問題」米国における包括的浮動担保制度を中心として」国際商事法務五巻八号(一九九七年)三七五頁以下などがある。なお、アメリカ統一商法典は二〇〇〇年に本格的な改正がなされたが、この点については、アメリカ法律協会・統一州法委員会全国会議/田島裕・訳『UCC二〇〇〇—アメリカ統一商法典の全訳』(商事法務、二〇〇二年)三八七頁「第9編担保付取引」、田島裕「統一商法典第九編の改正」NBL七二七号(二〇〇二年)三〇頁以下に詳しい。

(25) 例えば、道垣内・前掲注(24)五三三頁。

(26) 前注(24)に引用の各文献参照。

(27) 初期の判例は、債務者に対する別の債権者が担保目的物の一部を差し押えたのに対し、担保債権者が優先権を主張したという事案で、浮動担保が結晶化していなくても、担保目的物が通常の営業の範囲内にある限り、担保権者はすでに差押財産について権利を有しているとして、担保権者を勝訴させている。しかし、その後の判例は態度を一変し、浮動担保の結晶化に至るまでは、担保債権者は個々の財産について何ら権利を有するものではないとする判例が主流となり、若干の例外はあるものの、これが判例法理として確立されているといわれる。Pennington, *The Genesis of the Floating Charge*, 23 MOD. L. REV. 630 (1960), 道垣内・前掲注(24)五三三頁以下。

浮動担保に関する従来の判例を詳細に検討したベントン教授によれば、浮動担保に関する裁判の全般にわたって、その性質に関する2つの異なる理論の流れがあるとされる。すなわち、一つが「許可」(licence)理論であり、もう一つが「将来財産の譲渡担保」(mortgage of future assets)理論と呼ばれるものである。Pennington, *supra* note (25), at 644 et seq. なお、道垣内・前掲論文五三三頁以下参照。最近では、これに第三の理論とでもいうべき「解除条件付き担保」

(defeasible charge)理論が加わり、対立は深まってくるように思われる。Sarah Worthington, Floating Charges—An Alternative Theory, 53 CAMBRIDGE L.J. 81 (1994).

判例の現在の状況下で、どの理論が正しいのかということとは困難であるが、近時の判例では第二の立場に好意的なものが優勢である。学説でも、第二の立場が権威ある学者によって広く支持されているという。これは、要するに、通常の営業の範囲を超える処分がなされても、担保権者はそれを差し止めることができないということ、言い換えれば、差押の完了までに担保目的物の結晶化が生ずれば、その後担保目的物に対して差押がなされても担保権者は個々の担保目的物に権利を有するが、そうでなければ差押債権者が担保権者に優先することを意味する。

そこで、こうした事態に対処するため、実際の取引では、債務者の処分権限を一定範囲に制限する条項が浮動担保契約に付加されることが一般的であり、個々の担保財産について差押があれば担保財産の結晶化が生じるとされている。そして、この制限条項は、差押債権者等にその内容を知らしめるために、会社登録簿に浮動担保の登録とともに登録されるのが通常である。しかし、かかる制限条項については、判例によれば、登録されても個々の担保財産について処分禁止効が働くわけではないとして、その実効性は極めて限られたものとなっている。また、一九八五年改正の現行「倒産法」(Insolvency Act, 1986, Art. 135 (2) (b), Art. 251)によれば、浮動担保として設定された担保は倒産手続開始前に浮動担保が結晶化しても他の債権者に劣後するとされている。もともと、学説には、初期の判例と同様、結晶化以前も個々の担保財産について担保権者はエクイティー上の権利を有するとする立場を支持するものがないわけではない。

- (28) 執行秀行「企業担保権の行方」八高島平蔵教授還暦記念∨現代金融担保法の展開(成文堂、一九八二年)一九五頁、とくに二〇八頁以下、小林秀年「企業担保法の課題」東洋法学二八巻二号(一九八五年)一〇一頁、とくに二二三頁以下。企業担保法一般については、岩崎平八郎∥小林英郎「鉄道抵当法、軌道ノ抵当ニ関スル法律、企業担保法」(第一法規、一九七二年)「企業担保法」、幾夜通∥鈴木禄弥∥高橋鈺太郎「企業担保」(ダイヤモンド社、一九六六年)「社債担保(高橋鈺太郎)」など参照。

- (29) 最判昭和五四年二月一日民集三三巻一号五一頁。

- (30) その後、同旨を説きながら昭和五四年判決の考え方を敷衍するものに、最判昭和五七年一月一日判時一〇六〇号七八頁、最判昭和六二年一月一日民集四一巻八号一五五九頁がある。

(31) 詳細は、林良平||田原睦夫||道垣内弘人「シンポジウム・集合動産譲渡担保の再検討」金融法研究・資料編(5)(一九九九年)。なお、△特集V「譲渡担保論の現課題」法時六五卷九号(一九九三年)に掲載の椿寿夫「譲渡担保論の現状と課題」ほか各論考を併せて参照のこと。

(32) 最高裁判平成一四年一〇月一日と同平成一四年一〇月一〇日の判決(公刊物未登載/両判決ともに金法一六六五号五四頁)。事案は、将来にわたって発生する債権を、一方には債権の担保として、他方には代物弁済として二重譲渡したというケースで二重登記がされ、第三債務者が供託金の還付請求権を二重譲受人が相互に争ったという事案である。

すなわち、Xは、平成一一年二月一〇日、Aとの間で、Aに対するリース債権を担保するために、Aがその顧客である第三債務者六社との間の契約(海外赴任に関するサービス・情報などを提供する内容の法人会員契約および業務委託契約)に基づいて同社らに対して現在有しまたは将来取得する債権のうち、被担保債権の残額に満つるまで金額部分を譲り受ける(但し将来Aが手形不渡などを出してXが上記第三債務者に債権譲渡特例法二条二項の通知を送るまでは、XはAに譲渡債権の取立てを委託し、Aは取り立てた金銭を担保が解除されるか、またはXから引渡請求を受けるまで保管する)旨の債権譲渡担保契約を締結し、平成一一年三月四日、この債権譲渡について債権譲渡登記を経由した。その登記の債権個別事項の欄には、第三債務者ごとに債権発生年月日の始期の記録はあるが、終期の記録はない。他方、Yは、平成一一年五月二六日、Aに対する資金債権などの弁済に充てるため、Aとの間で、Aが上記第三債務者との間の上記契約に基づく報酬債権のうち、平成一〇年四月一日から平成一二年三月三十一日までの間に発生するものを譲り受け、平成一一年五月二八日、この債権譲渡について債権譲渡登記を経由した。

このような状況のもとで、Aが平成一一年八月四日に手形不渡りを出したため、Xは上記第三債務者らに対し債権譲渡特例法二条二項の通知をし、また、Yも平成一一年七月二六日、上記第三債務者らに対して同項の通知をした。これを知った上記第三債務者らは、当時残存していた報酬債権について、債権不確知を理由に供託をした。

本件の争点は、XとYの各債権譲渡契約の有効性ならびに譲渡債権の発生年月日の終期の記載を欠いたXの債権譲渡登記、および債権の種類の記事を誤ったYの同登記の対抗力の有無という点にある。Yは、Xの債権譲渡登記は債権発生年月日の終期の記載を欠くから、第三者に対抗できないと主張したのに対し、Xは、Yの債権譲渡登記は譲渡債権の種類を「売掛債権」としており、債権の種類を正しく公示していないから、第三者に対抗できないと主張して争った。

本件では、登記の先後による優劣決定自体は明瞭であったものの、双方の登記がともに譲渡の対象とされた債権の発生期間の終期や種類の記載について不適切な点があったため、登記の対抗力が争われている。控訴審で二重譲受人双方ともが対抗力を否定されて敗訴し、双方が上告したが、最高裁でもいずれもが敗訴するという結果(一方は実質判決、他方は形式決定)となった。紛争形態も結果も、珍しいケースといわれる。詳細は、池田真朗「債権譲渡特例法登記の始期・終期や種類の記載と対抗力」金法一六七六号(二〇〇三年)六頁以下。

- (33) 八年三か月にわたる将来の診療報酬債権の譲渡を有効と認めた最判平成十一年一月二十九日民集五三卷一五二頁(もっとも、債権譲渡契約の内容が譲渡人の営業活動に著しい制限を加え、または他の債権者に不当な不利益を与える場合は、契約の効力が否定されることがある)、予約型の流動債権譲渡担保について目的債権の特定性を認めた最判平成十二年四月二一日民集五四卷四号一五六二頁があるほか、取立権が譲渡人にある旨を記載した債務者に対する通知について債権譲渡の第三者対抗要件としての効力を認めた最判平成十三年一月二二日民集五五卷六号一〇五六頁、債権譲渡の予約の段階でなされた債務者による確定日付ある証書による承諾について債権譲渡の第三者対抗要件としての効力を否定した最判平成十三年一月二七日民集五五卷六号一〇九〇頁がある。

- (34) 小林明彦「将来債権譲渡をめぐる議論の成熟を望む」銀行法務21六〇四号(二〇〇二年)四頁以下。最近の流動債権譲渡担保をめぐる問題の意味するところについては、佐久間毅「将来債権の譲渡―(第三)債務者不特定の場合を中心に」ジュリー二二七号(二〇〇二年)三一頁以下、三林宏「集合(流動)債権担保の有効性」現代民法学の諸問題(信山社、一九九八年)三四三頁以下など参照。中小企業の資金調達と債権流動化の可能性の議論においても、将来債権の譲渡の問題は検討課題の一つとして挙がっている。北川慎介「債権流動化等による中小企業の資金調達の円滑化について」金法一六〇七号(二〇〇一年)三二頁以下。

- (35) 峯崎二郎「担保の種類と取得上の問題」金法七六四号(一九七八年)二八頁。

- (36) 峯崎・前掲注(35)二八頁。

- (37) 峯崎・前掲注(35)二八頁。

- (38) ジョセフ・H・レヴィ／安江英行・訳「預金口座に対する担保権の設定」国際商事法務二二卷一一号(一九九三年)一一一七頁以下。

- (39) 差押と法定相殺に関する民法五一一条の解釈をめぐり、昭和四五年に最高裁大法廷判決(最大判昭和四五年六月二四日民集二四卷六号五八七頁)が出るまでは、相殺権もいろいろな制約を受けていた。判例の変遷についての詳細は、長谷川貞之「相殺の担保的機能」民法レベルアップ講座(辰巳法律研究所、一九九九年)二八一頁以下、遠藤浩ほか『要論債権総論』(青林書院、一九九三年)「林幸二」三五四頁以下。
- (40) UCC. §9-104. 詳細は、ブラッドフォード・ストーン/渋谷年史(訳)『アメリカ統一商法典』(木鐸社、一九九四年)四一五頁。
- (41) UCC. §89-104. 9-105. §304. 条文の邦訳として、アメリカ法律協会/田島(訳)・前掲注(24)四一一頁、四二八頁。二〇〇二年のUCC第九編の改正については、田島・前掲注(24)三〇〇頁以下参照。
- (42) 金沢地判昭和三年四月三日下民集八卷四号六八三頁。
- (43) 例えば、我妻栄『債権各論中巻二(民法講義V)』(岩波書店、一九六二年)七四二頁。
- (44) 道垣内弘人「普通預金の担保化」金融取引と民法理論(有斐閣、二〇〇〇年)四三頁。
- (45) 大内・前掲注(2)一一六頁以下、および一三七頁以下。
- (46) 森泉章「拘束預金をめぐる最高裁判決」法セミ二七二号(一九七七年)四頁以下。拘束預金は、それが歩積み預金または両建て預金のいずれであれ、その融資額に対する比率が適正である限り、貸付金を担保する融資方法として実務上用いられてきた。これに対し、わが国の判例は、「拘束された両建て預金を条件とする貸付けが取引条件として合理性を有せず、正常な商慣習上不当な利益を与える場合には、不公正な取引方法を禁じた独禁法一九条などに違反し、実質金利が利息制限法を超える部分については私法上無効となる」との立場をとっている(最判昭和五二年六月二〇日民集三一巻四号四九頁)。ここで私見を展開する余裕はないが、拘束性預金を受け入れても利息制限法に違反しなければ私法的効力に影響がないと解することは、一般常識に反するといわねばならない。
- (47) 前掲最大判昭和四五年六月二四日。
- (48) 大内・前掲注(2)一一六頁以下、および一三九頁。
- (49) プロジェクト・ファイナンスでは、融資契約の締結にあたり特約として「事実の表明および保証」が要求される。これは、借入人である事業会社が融資契約調印時およびその後一定時点において、当該借入れに関する基礎的または重要な事

実(例えば、借入人の法的地位、借入れに関する社内の承認手続の完了など)を表明かつ保証するというものである。後日、この事実または保証が不正確ないし不完全であることが判明したときは、金融機関は未実行部分の融資を中止し、すでに実行した融資部分については貸出債権の期限の利益を喪失させて即時の一括返済を求めるものとされている。

(50) 問題は、個々の財産をいかに評価するかではなく、全体として「客体としての独自性」をどのように付与するかであり、個々の財産が物権か債権か、またはそれ以外の第三の権利か否かを超えて、客観的に把握できる制度をいかに考案するかということになる。