

# プロジェクトファイナンスにおける 契約の担保化とブラックホール

——契約上の地位の移転とイングランド法の  
「所有権の分割」を中心に——

大 西 邦 弘

- I はじめに
- II わが国における問題点の整理
- III イングランド法
- IV 検討——契約上の地位の譲渡担保
- V おわりに

## I は じ め に

<sup>(1)</sup>  
プロジェクトファイナンスにおいては、プロジェクトから発生する収益

---

(1) プロジェクトファイナンスには定型性がなく標準化されていないため様々なものがあり得るが、本稿で想定するプロジェクトファイナンスの具体例と用語を確認しておきたい。まず、ある主体（スポンサー）が大規模なプロジェクト（例えば石油や電力の開発）を企画したとする。この場合、直接この主体（スポンサー）が借入れを行うと多額の資金負担等のリスクを負うことになる（コーポレートファイナンス）。そこでこの主体（スポンサー）がプロジェクト会社（特別目的会社 [SPC]）を設立し、このプロジェクト会社（SPC）が金融機関等から借入れを行い（多数の金融機関によるシンジケートローンが利用されることが多い）、プロジェクト会社（SPC）と相手方が石油や電力の供給契約（オフテイク契約と呼ばれる）を締結することによって、スポンサーにはノンリコース（非遡及）

を原資として返済がなされるノンリコース（非遡及）という構造を有しているため、とりわけプロジェクト会社（SPC）の（例えば石油や電力等を供給する）「契約（オフテイク契約）」をも担保とする必要がある。これは、プロジェクトが不調な場合にレンダー（貸付人）が事業に介入する根拠ともなっている（ステップ・インと呼ばれている）。

それでは、担保の対象は一般に交換価値のある財産であるところ、契約を担保の目的とすることは可能なのであろうか。可能であるとすると、それはどのような法的意義を有するのであろうか。

プロジェクトファイナンスにおける契約の担保化について、わが国の実務では、契約上の地位の譲渡予約という法的構成に依拠しているようである。しかしながら、契約上の地位の譲渡予約という法的構成では、実務も認めている通り、担保としてほとんど意味をなさない。それでは、どのような法的構成を採用すべきであろうか。

本稿ではこのような問題意識に基づいて主にイングランド法を検討するものであるが、イングランド法では、契約の担保化について、仮説ではあるが、契約の占有による「契約の所有権の分割」を認めるべきであると説かれて<sup>(2)</sup>いる。

そこで、本稿は、わが国でのプロジェクトファイナンスにおける契約の担保化について、契約上の地位の譲渡担保とすべきではないかと主張するものである。その結果、債務者（プロジェクト会社 [SPC]）もある種

---

とすることができるなどのメリットがある。この場合、プロジェクト会社（SPC）が有する土地建物はもとより、プロジェクト会社（SPC）がオフテイク契約の相手方（オフテイカー）に対して取得する売買代金債権等だけでなく、オフテイク契約そのものにも担保が設定されることになる。

(2) このような仮説が実現するまでは、fixed charge によるべきとされている。fixed charge とは、floating charge との対比で fixed と称されているが、後述の通り訳出が困難とされているため原語のままとする。

の設定者留保権を有することになるため、相手方に対して契約に基づく請求権を行使することが可能となる。また、契約上の地位とは、契約から発生する債権や債務、取消権・解除権が束になったものだとすると、新たな問題が伏在しているのではないかということ（取消権や解除権の規律）、議論していきたい。

以下、まずはわが国の議論状況を整理するところから始めよう。

## II わが国における問題点の整理

### 1 プロジェクトファイナンスの基本構造

プロジェクトファイナンス<sup>(3)</sup>には様々な定義がなされているが、わが国で引用頻度が高い文献によると、次の3つの要件をみたまものと定義されている。すなわち、①特定されたプロジェクトが借入れの対象であること、②レンダー（貸付人）に対する債務支払い（借入金元本の返済や金利・金融費用〔手数料・実費等〕の支払い）の主な原資は当該プロジェクトのキャッシュフローによるものであること、③レンダーに提供する担保は当該プロジェクトの資産に限定されることである<sup>(4)</sup>。①の要件からファイナン

---

(3) プロジェクトファイナンスには多数の文献があるが、本文中で引用するものの他、邦文による文献として、加賀隆一編著『プロジェクト・ファイナンスの実務——プロジェクトの資金調達とリスク・コントロール』（金融財政事情研究会，新版，2020年）（以下「加賀『実務』』と略記する）、エドワード・イエスコム（佐々木仁監訳，榎本哲也＝大和田慶＝三浦大助訳）『プロジェクトファイナンスの理論と実務』（金融財政事情研究会，第2版，2014年）（以下「イエスコム『理論と実務』』と略記する）、西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全（下）』（商事法務，全訂版，2017年）189頁〔川上嘉彦〕（以下「西村あさひ『ファイナンス法大全』』と略記する）、酒井俊和『ファイナンス法』（商事法務，2016年）290頁以下，大庭清司「プロジェクト・ファイナンスと収益担保」名城論叢5巻3号（2005年）9頁を掲げるに留める。

スの対象となるプロジェクトを明確に特定する必要があり、スポンサーの他の事業から切り離して囲い込む（ring-fencing）ために、プロジェクト会社（SPC）が設立されることが一般的となる。<sup>(5)</sup>

## 2 プロジェクトファイナンスにおける契約の担保化と対抗要件

このような定義にみられるように、プロジェクトファイナンスではプロジェクト会社（SPC）の資産を包括的に担保化する必要がある。<sup>(6)</sup>なぜなら、プロジェクトファイナンスではプロジェクトによる収益からの返済が前提とされ、スポンサーに対して原則として請求がなされないという趣旨で非遡及（ノンリコース）とされているため、プロジェクトの有する資産一切を担保とする必要が生じるからである。<sup>(7)</sup><sup>(8)</sup>

とりわけ、プロジェクト会社（SPC）の石油や電力などの供給契約<sup>(9)</sup>

---

(4) 加賀『実務』6頁。

(5) 加賀『実務』6頁。

(6) わが国において「プロジェクトファイナンス」が関係した裁判例として大阪地判平成22年3月15日判時2090号69頁があるが、これは、いわゆる紐付き融資を「資金使途及び資金の管理を制限したプロジェクトファイナンス」としており、事案がやや異なる。

(7) 最近のわが国における実務のセキュリティ・パッケージ（担保一式）の具体例については、杉山泰成＝松本直己＝鈴木健也「養殖漁業ファイナンスに関する法的考察——その3」西村あさひ法律事務所金融ニューズレター2021年8月4日号4頁（以下「杉山他『養殖漁業ファイナンス』」と略記する）参照 [https://www.nishimura.com/sites/default/files/newsletter\\_pdf/ja\\_newsletter\\_210804\\_finance.pdf](https://www.nishimura.com/sites/default/files/newsletter_pdf/ja_newsletter_210804_finance.pdf)（2022年7月26日閲覧）。

(8) 加賀『実務』8頁。

(9) プロジェクトファイナンスのイメージとしては、かつては長信銀や商社によるアジアでの電力プラント建設等であったが（このようなモデルが小説にも採りあげられている。黒木亮『アジアの隼』[祥伝社、2002年]138頁参照）、今日では国内における魚の養殖事業の担保等が想定されているようである（杉山他「養殖漁業ファイナンス」4頁）。プロジェクトファ

(「オフテイク契約」と呼ばれている)<sup>(10)</sup>が価値を有するため、このオフテイク契約の担保化が重要となり、セキュリティ・パッケージ(担保一式)の一部とされることになる。このようなスキームにおいて、わが国における実務では、契約上の地位の譲渡予約という法的構成が採用されているようである。<sup>(11)</sup>

この理由としては、プロジェクト会社(SPC)がオフテイク契約の相手方に対して取得する売買代金債権等について「債権(根)質権設定契約のみでは、貸付人主導で契約上の地位を移転させることまではできないため、円滑なステップインのために地位譲渡予約契約も必要となる」と説明されている。<sup>(12)</sup>

ステップ・インとは、プロジェクトが不調な場合にレンダーによってスポンサーの変更がなされる「事業者変更権」と説明されている。<sup>(13)</sup>狭義では、プロジェクトが深刻な状況に陥る前にレンダーがプロジェクト会社(SPC)の一時的な債務不履行を解消するために事業に介入することを意味すると説く論者もある。<sup>(14)</sup>

---

インサンスの略史と現状については、加賀『実務』43頁以下参照。

(10) プロジェクト会社(SPC)のオフテイク契約が最も重要となるが、オフテイク契約だけでなく、プロジェクトに関連する諸契約における一切の契約関係がレンダーの担保とされる(加賀『実務』8頁以下)。これによって、ステップ・インの前提を確保することができる。

(11) 村上祐亮「プロジェクトファイナンスにおけるステップ・インの再検討——英米における Direct Agreement の実務を踏まえて」NBL1052号(2015年)52頁(以下「村上『ステップ・イン』と略記する」)、杉山他「養殖漁業ファイナンス」4頁。詳しくは後述するが、国際取引で主な準拠法とされるイングランド法ではこのような法的構成は採用されていない。

(12) 西村あさひ『ファイナンス法大全』189頁[川上嘉彦]。

(13) イェスコム『理論と実務』768頁。

(14) 村上「ステップ・イン」54頁。この理由として、イングランド法では、オフテイカーによるステップ・インによってプロジェクトがオフテイカー

契約の相手方に対しては、確定日付ある承諾<sup>(15)</sup>、あるいは契約の相手方を含めたダイレクトアグリーメント（DA）<sup>(16)</sup>によって、契約上の地位に譲渡予約がなされたことを知らしめている。ダイレクトアグリーメントとは、直接協定とも訳され「レンダーの債権の保護を目的として、レンダーと、プロジェクトカンパニーとプロジェクト関連契約を締結する主体の間で締結される協定、もしくはオフテイカーや公共契約機関によって締結される同様の協定」と解説されており、あるプロジェクトにおける主要な関連契約のそれぞれについて締結されるのが通常である<sup>(17)</sup>。

わが国ではプロジェクトファイナンスにおいて契約を担保とするにつき契約上の地位の譲渡予約という構成が採られているが、後述する通りプロジェクトファイナンスの主な準拠法とされるイングランド法<sup>(19)</sup>ではこのような契約上の地位の譲渡予約という法的構成は採用されていない。

### 3 契約上の地位の移転について

プロジェクトファイナンスにおいてプロジェクト会社（SPC）の契約を担保とするために用いられている契約上の地位の移転については、民法上も平成29年の改正によって539条の2で新たな規定がおかれることとなった。

このような規定がおかれた理由として、従来から判例（最判昭和30年9月29日民集9巻10号1472頁）や学説においても契約上の地位の移転の有効

---

に移管されることを避けるためと説明されている。詳しくは後述する。

(15) 杉山他「養殖漁業ファイナンス」4頁。

(16) 村上「ステップ・イン」52頁。

(17) イェスコム『理論と実務』772頁。

(18) 村上「ステップ・イン」53頁。レンダーとオフテイカーの二当事者で結ばれることもある（Yescombe 2014, at 194.）。

(19) 加賀『実務』226頁、イェスコム『理論と実務』617頁。

性が広く認められていたことが挙げられている。<sup>(20)</sup>

契約上の地位の移転とは「契約当事者としての地位を合意によって移転すること」と定義づけられている。<sup>(21)</sup>

契約上の地位の移転の対抗要件については平成29年の民法改正でも規定は設けられず、問題となる契約ごとに個別に検討すべきことになる。<sup>(22)</sup>

#### 4 契約上の地位の譲渡予約の法的脆弱性

しかしながら、プロジェクトファイナンスにおける契約上の地位の譲渡予約という法的構成は、脆弱性を有している。<sup>(23)</sup>

第1に、ステップ・インの実行、すなわち、旧スポンサーから新スポンサーに契約が移転するという趣旨での担保行使に際して、否認のリスクがある。<sup>(24)</sup>

第2に、プロジェクト会社（SPC）が契約上の地位を第三者に譲渡した場合の不透明性である。<sup>(25)</sup> この問題につき、改正民法539条の2は特段の規律を語っておらず、引き続き解釈に委ねられていると解説されている。<sup>(26)</sup>

---

(20) 筒井健夫＝村松秀樹編著『一問一答 民法（債権関係）改正』（商事法務，2018年）231頁。契約上の地位の移転については、野澤正充『債務引受・契約上の地位の移転』（一粒社，2001）106頁以下参照。

(21) 中田裕康『債権総論』（岩波書店，第4版，2020年）（以下「中田『債権総論』」）と略記する）719頁。中田裕康『契約法』（有斐閣，新版，2021年）（以下「中田『契約法』」）と略記する）255頁以下も参照。

(22) 中田『債権総論』722頁。

(23) 契約上の地位の譲渡予約については、売買の予約に関する民法556条が民法559条によって、契約上の地位の譲渡予約に準用されるという法律構成であると思われる。ただ、プロジェクトファイナンスにおける契約上の地位の移転の有償性については特段論証されていないように思われる。

(24) 村上「ステップ・イン」57頁。

(25) ダイレクトアグリーメントの解釈の問題ともなり得るが、主にオフテイクカーへの譲渡で問題が発生し得る。

すなわち、プロジェクト会社（SPC）が第三者に契約上の地位を譲渡した場合、貸付人の予約完結権は不動産のように登記することができず、貸付人が第三者に劣後する可能性は否定できない<sup>(27)</sup>。

このような契約上の地位の譲渡予約という法的構成の脆弱性から、実務では「地位譲渡予約はステップインのために設定されるものであり、厳密には担保権ではなく、第三者に対抗することもできないと考えられます。実務上、設定の際にはプロジェクト関連契約の相手方の確定日付のある承諾を取得するのが一般的です<sup>(28)</sup>」と評されている。

では、プロジェクトファイナンスにおける契約の担保は、ネガティブ・プレッジと同様<sup>(29)</sup>、あまり法的意味の乏しい「担保」なのであろうか<sup>(30)</sup>。

このようなダウンサイドが指摘されているにもかかわらず、——ステップ・インの前提だとしても——なぜわが国では契約上の地位の譲渡予約という脆弱な法的構成が採用され続けているのかという問題点を指摘することが可能である（問題点①）。

---

(26) 筒井＝村松・前掲注(20)231頁。

(27) 西村あさひ『ファイナンス法大全』189頁 [川上嘉彦]。

(28) 杉山他「養殖漁業ファイナンス」4頁注(4)。

(29) ネガティブ・プレッジについては、道垣内弘人「ネガティブ・プレッジ条項」林良平＝甲斐道太郎編集代表『谷口知平先生追悼論文集第二巻契約法』（信山社，1993年）312頁，松岡久和「クロスデフォルト条項・ネガティブプレッジ条項の民事法的検討」ジュリ1217号（2002年）2頁参照。

(30) もっとも、詳しくは後述するが、イングランド法においてもプロジェクトファイナンスの担保は積極的に売却等で現金化するという趣旨ではなく、（一般債権者に先んじるという趣旨での）防御的なものに過ぎないと評価されている。例えば、発展途上国の砂漠の石油プラントを取得できる者は限定されているからである。

他方で、現在のわが国の実務が想定しているような養殖漁業ファイナンス等であれば、事業の承継を望む者を見出すのは比較的容易な可能性もある。



## 5 担保の対象——契約？

他方で、一般に、担保物権の目的となるのは交換価値のある財産である。<sup>(31)</sup>そして、担保の目的物として、厳密な分類ではないとされつつ、①不動産、②動産、③在庫商品などの集合動産、④動産売買での目的動産、⑤株式などの有価証券、⑥債権、⑦預金債権、⑧取引により生ずる現在および将来の債権、⑨電子記録債権が挙げられており、<sup>(32)</sup>契約は含まれていない。

また、著名な商法・民法研究者によって著された『金融法』のテキスト<sup>(33)</sup>では個別の担保の種類として、①預金担保、②有価証券担保、③債権担保、④動産担保、⑤抵当権、⑥根抵当権が挙げられており、契約は含まれていない。

代表的な「契約」の担保としては、保険契約あるいはゴルフ会員権契約<sup>(34)</sup>を挙げることができる。これらの場合、保険契約については保険金請求権に質権を設定するという形で、<sup>(35)</sup>ゴルフ会員権についてはゴルフ会員権という「契約上の地位」<sup>(36)</sup>に譲渡担保が設定されてきた。<sup>(37)</sup>

では、どうしてプロジェクトファイナンスではプロジェクト会社（S P

---

(31) 安永正昭『講義 物権・担保物権法』（有斐閣、第4版、2021年）（以下「安永『物権・担保物権法』」と略記する）283頁。

(32) 安永『物権・担保物権法』283頁。

(33) 神田秀樹＝森田宏樹＝神作裕之『金融法概説』（有斐閣、2016年）16頁以下〔中原利明〕。

(34) 安永『物権・担保物権法』421頁。

(35) 保険金請求権にかかる質権設定については実務家や商法学者によるものを含め一定の議論の蓄積があるが、とりわけ、道垣内弘人『典型担保法の諸相』（有斐閣、2013年）（初出は1995年）100頁参照。

(36) 最判昭和50年7月25日民集29巻6号1147頁。

(37) ゴルフ会員権と譲渡担保についても一定の議論の蓄積があるが、吉田光頌「ゴルフ会員権譲渡担保をめぐる諸問題」金法1393号（1994年）4頁（以下「吉田1994」と略記する）、同「ゴルフ会員権の譲渡担保と対抗要件否認」金法1445号（1996年）4頁参照。

C) の契約上の地位を譲渡担保とすることはできないのであろうか。

契約とは、消費貸借契約を例にとれば、①返還約束と、②物の引渡し(民法587条)という事実の複合体が裁判所によって契約が成立したと評価されたもの<sup>(38)</sup>、これによって発生する諸権利の束と分析することができる。また、契約上の地位の移転として代表的なものは貸貸借契約における貸貸人<sup>(39)</sup>や賃借人の地位の移転であるが、このような契約上の地位を担保とすることができる<sup>(40)</sup>とすると(問題点②)、なぜプロジェクトファイナンスでは契約上の地位は譲渡予約に留まり、レンダー(あるいはセキュリティ・トラスト<sup>(40)</sup>の受託者)に移転しないのかが問題となる(問題点③)。

## 6 問題点の析出——本稿の課題

以上の通り、プロジェクトファイナンスにおいて用いられている契約の担保化では、——

- ① なぜわが国ではプロジェクトファイナンスでの契約の担保化に際し契約上の地位の譲渡予約という脆弱な法的構成が採用され続けているのか
- ② 契約を担保とすることについては、必ずしも共有された理解とはなっていないところ、契約上の地位を担保の目的とする場合どのような法的構成が適切か
- ③ プロジェクトファイナンスにおいては契約上の地位は譲渡予約に留まり、レンダー(あるいはセキュリティ・トラストの受託者)に移転し

---

(38) 大村敦志『法的思考の基礎 新・百万人の民法学 発展編(上)——不法行為(法)』(商事法務, 2022年) 51頁。

(39) 中田『債権総論』721頁。

(40) セキュリティ・トラスト(担保権信託)については、道垣内弘人『信託法』(有斐閣, 第2版, 2022年) 38頁参照。

ないとされているが、権利（契約上の地位）移転型の担保の設定は可能か（問題点③）

という問題がある。

つまるところ、――

- ④ 契約上の地位の移転とはなにかが問題となる。契約とは意思の合致という事実の複合体が契約の成立と評価されることによって権利を発生させるものだとすると、契約によって発生する権利義務の束と取消権や解除権が包括的に移転する態様を表現していると理解すべきなのであろうか。それとも、契約上の地位の移転にはこれに留まらず、いまだ明示的に議論されていない問題が伏在していないであろうか（結論を先取りすると、取消権・解除権行使の規律である）

という問題点を指摘することができる。

本稿では、このような問題点に関し、プロジェクトファイナンスにおいて契約を担保とするについて有益な議論を有し、国際取引での主な準拠法とされているイングランド法を参照することによって、考察していくこととしたい。

以下、項を改めてイングランドの法状況を確認することにしよう。

### Ⅲ イングランド法

#### 1 プロジェクトファイナンスと契約の担保

イングランド銀行法（banking law）においては、担保の対象として、<sup>(41)</sup>契約（security over contracts）が掲げられている。<sup>(42)</sup>担保の対象として契

---

(41) 本稿では、イングランド銀行法を参照するに際し、Ellinger, E.R., Lomnicka, E. Hare, C.V.M., Ellinger's Modern Banking Law, 5<sup>th</sup> ed., 2011 Oxford と Cranton, R., et al., Principles of Banking Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2017 Oxford を主に参照した。以下、それぞれ、「Ellinger 2011」「Cranton 2017」と略記する。

約が重要となるのは、主にプロジェクトファイナンスの領域<sup>(43)</sup>においてである。

プロジェクトファイナンスにおいてレンダー（貸付人）になろうとするものは、プロジェクト会社（SPC）あるいはシンジケートローン<sup>(44)</sup>のアレンジャーから示されたセキュリティ・パッケージ（担保一式）を勘案して、融資の可否を決する<sup>(45)</sup>。このセキュリティ・パッケージの一部として重要な意義を有するのが、プロジェクト会社（SPC）が有する契約<sup>(46)</sup>である。

ただ、イングランド法においても、プロジェクトファイナンスにおける担保は積極的に売却等を念頭においた攻撃的なものではなく、他の一般債権者に先んじるという趣旨での防御的なものであることが指摘<sup>(47)</sup>されている。すべての債権者が——例えば——発展途上国の砂漠に位置する石油施設を欲するとは限らないからである<sup>(48)</sup>。プロジェクト会社（SPC）が有する資

---

(42) Cranton 2017, at 548.

(43) プロジェクトファイナンスにかかる欧米文献も多数存在するが、本文中で掲げるものの他、本稿では主に、Vinter, G., Price, G., Lee, D., *Project Finance: A legal Guide*, 4<sup>th</sup> ed., 2013, Sweet and Maxwell; Wood, P., *The law and practice of international finance series vol. 7: Project finance, Securitisation, subordinated debt*, 3<sup>rd</sup> ed., 2019 Sweet and Maxwell; Yescombe, E., R., *Principles of Project Finance*, 2<sup>nd</sup> ed., 2014, Elsevier を参照した。それぞれ、以下では「Vinter 2013」「Wood 2019」「Yescombe 2014」と略記する。Yescombe 2014 は、イエスコム『理論と実務』の原著である。

(44) シンジケートローンについては、拙稿「シンジケートローンにおける参加金融機関相互の法律関係——契約／信認／不法行為」金法1773号（2006年）16頁，同「シンジケートローンにおけるアレンジャーの参加金融機関に対する情報『提供』義務」法時85巻11号（2013年）97頁参照。

(45) Vinter 2013, at 11-008.

(46) Yescombe 2014, at 383.

(47) Cranton 2017, at 548, Wood 2019, at 5-003.

(48) Vinter 2013, at 11-007.

産には移設が容易なものもあるが、砂漠のパイプライン等は取外しが困難である。

とりわけ契約の担保化は、テイク・オア・ペイ契約 (a take or pay contract) <sup>(49)</sup> の場合に意義を有する。

テイク・オア・ペイ契約とは、売主から目的物の引渡しがなくとも買主が代金の支払い義務を負う契約である。<sup>(50)</sup> テイク・オア・ペイ契約について、イングランド法では約因 (consideration) との関係で問題が生じ得るし、違約金 (penalties) にかかる法状況によっては注意を要する法域があることが指摘されている。<sup>(51)</sup>

プロジェクトファイナンスにおいてオフテイク契約の相手方がテイク・オア・ペイ契約に応じる背景としては、オフテイク契約の相手方 (典型的には石油や電力の需要家) も (石油や電力開発の) 共同事業の一員であるという意識を有しているからと指摘できよう。<sup>(52)</sup>

共同事業の一員ともいえるほどプロジェクトファイナンスにおいてはレンダー・プロジェクト会社 (S P C) ・オフテイカーが密接な関係を有するため、オフテイカーあるいはプロジェクト会社 (S P C) に債務不履行がある場合についてはダイレクトアグリーメントによって規定がおかれ、<sup>(53)</sup> プロジェクト会社 (S P C) の債務不履行をレンダーが治癒するための期間 (cure period) <sup>(54)</sup> が規定されている。

---

(49) Cranton 2017, at 548.

(50) テイク・オア・ペイ契約については、see, Vinter 2013, at 5-022.

(51) Vinter 2013, at 5-022.

(52) Cranton 2017, at 548. オフテイク契約の相手方 (オフテイカー) もステップ・インをすることができることがある (Yescombe 2014, at 144.).

(53) Yescombe 2014, at 145.

(54) Yescombe 2014, at 194. オフテイク契約が解除されると、プロジェクト施設がオフテイカーに移管されてしまうことがあるからである。

イングランド法において契約の担保のためにプロジェクト会社（SPC）の権利が移転することについては、問題が少ない。<sup>(55)</sup> イングランド法の担保としての権利移転については様々な要件もあるところ、プロジェクトファイナンスの局面においては、ダイレクトアグリーメント等によって相手方の同意が得られていることが指摘されている。<sup>(56)</sup> しかしながら、プロジェクトが鉄道敷設計画や高速道路の建設など、オフテイク契約の当事者を固定できない場合には問題が生じ得る。<sup>(57)</sup> なぜなら、鉄道や高速道路の建設の場合は、オフテイク契約の相手方が鉄道利用者等の不特定多数となることがあるからである。<sup>(58)</sup>

また、相手方の同意については、契約に担保が設定されるのはプロジェクトファイナンスに必須の先行条件（condition precedent）として同意が得られやすいとも指摘されている。<sup>(59)</sup><sup>(60)</sup>

さらに、プロジェクトファイナンスにおいてプロジェクト会社（SPC）の役割は特徴的であるので、債務者（プロジェクト会社）の一身専属権として契約を譲渡できないのではないかという議論もあるが、<sup>(61)</sup> 既述の通り契約の担保化はプロジェクトファイナンスに必須のものとして、<sup>(62)</sup> 契約相手方は譲渡に同意するかダイレクトアグリーメントによる合意がなされる。

---

(55) Cranton 2017, at 548.

(56) Wood 2019, at 5-007.

(57) Cranton 2017, at 548.

(58) もちろん、実務上は道路運営会社等を間に挟むなどの工夫が採られる（イエスコム『理論と実務』26頁）。

(59) condition precedent については、see, Yescombe 2014, at 386.

(60) Cranton 2017, at 548.

(61) わが国では民法466条1項但書きに相当する性質を有する議論と思われるが、契約上の地位の移転では明示的に議論されていないように思われる。むしろ、不動産の賃貸人たる地位は、民法605条の2第1項によって、所有権の移転と連関して譲受人に移転する。

## 2 オフテイク契約のブラックホールによる消滅？

ただ、このようにプロジェクト会社（SPC）がオフテイカーに対して有する契約が担保化されてレンダーあるいはセキュリティ・トラストの受託者に移転するとすると、問題が発生する<sup>(63)</sup>。つまり、プロジェクト会社（SPC）が有していた契約がレンダー（あるいはセキュリティ・トラストの受託者）に譲渡されることによって、オフテイク契約の相手方に対する権利があたかもブラックホールに吸い込まれるように消滅してしまうのではないかということが、問題となるからである。プロジェクト会社（SPC）は契約をレンダー（セキュリティ・トラストの受託者）に移転してしまっているために権利を行使することはできず、レンダー（セキュリティ・トラストの受託者）にはなんら損害は発生していないため損害賠償請求はできないのではないかという問題である。この問題は、プロジェクト会社（SPC）が債務を返済してその後契約がプロジェクト会社（SPC）に復帰的に移転した場合にも発生する。

このことが争点となった初期の判例が、次の *Bovis International Inc. v Circle Limited Partnership* <sup>(64)</sup> 判決である（以下「Bovis 判決」と略記する）。

*Bovis International Inc. v Circle Limited Partnership* [1995] NPC 128.

---

(62) Cranton 2017, at 548.

(63) イングランド法において契約を担保とするにつき、若干わが国とは異なるニュアンスもある。すなわち、イングランド法では契約の担保に債権譲渡を含めて議論がなされており（後掲の Johnston 弁護士の議論に見られる通り、契約に含まれるもの一切を射程に入れている）、また、ステップ・インについてはダイレクトアグリーメントにおいて詳細な規定がおかれている。この点、イングランド法は国際取引における主な準拠法とされているため、この意味でもわが国の法状況に問題を指摘することが可能である。

(64) [1995] NPC 128.

### [事案の概要]

ロンドンのテムズ川南岸タワーブリッジの東に位置する Butlers' Wharf の大規模住宅再開発プロジェクトの事案である（現在は、LSE のアコモデーションの一部にもなっているようである）。土地所有者が原告開発業者（デベロッパー）に土地再開発を委託した。報酬は費用に加えて10%とすることが土地所有者と開発業者との間で取り決められた。

開発業者は、被告建設業者と建設監理契約を締結した（以下「本件建設監理契約」という）。

開発業者はこの住宅再開発のためにシンジケートローンによって借入れを行なった。借入れの担保として、銀行口座の他、本件建設監理契約もセキュリティ・トラスト（担保権信託）の受託者に移転した。

被告建設業者は建設監理契約に違反し、住宅再開発事業に遅延が発生した。そこで原告開発業者によって、建設監理者である被告建設業者に対し、契約違反による損害賠償請求訴訟が提起された。建設監理者の反論は、本件建設監理契約を開発業社がセキュリティ・トラストの受託者に譲渡したことによって、原告開発業者の損害賠償請求権はブラックホールに吸い込まれるように消滅したというものである。

なお、本件建設監理契約は、原告開発業者の借入金の返済により、セキュリティ・トラストの受託者から原告開発業者に復帰的に移転している。

### [判旨]

契約が担保目的で契約当事者の一方からセキュリティ・トラストの受託者に移転したとしても、とりわけ本件ではその後債務の弁済により契約は元の担保設定者である契約当事者の一方に復帰しており、借入人である契約当事者の一方から契約の他方当事者である相手方に対



する契約違反による損害賠償請求権が法的なブラックホールによって消滅する訳ではない。

プロジェクト会社（SPC）の相手方に対する契約上の請求権が消滅するというのは、見当違いの誤解（hopelessly misconceived）である。

このように、Bovis 判決においては債務の返済によって契約が債務者に復帰的に再移転していたこともあり、契約の担保化によって契約がセキュリティ・トラストの受託者にひとたび移転したとしても、担保を設定した債務者である契約当事者は損害賠償を求める権利を失わないことが判示された<sup>(65)</sup>と評価されている。

この点に関し、イングランドにおいて<sup>(66)</sup>、再移転条項付の権利移転は、それを当事者が charge ではなく絶対的な権利移転と意図した場合、1925年財産法（law of property Act 1925）136条（1）によって、法的な譲渡抵当（legal mortgage）として扱われてしまう<sup>(67)</sup>。これによって譲渡抵当権利者は直接相手方に対し契約上の権利を行使することが可能となるが、他方で、債務者（譲渡抵当設定者）は契約上の権利を失うのではないかと<sup>(68)</sup>いうことが争点となる。

---

(65) この判決を基礎としてプロジェクトファイナンスにかかる契約の担保化を論じるものとして、Denis Petkovic ‘Security over Contracts in Project Finance’ (1996) 14 *IBFL* 81. がある（以下「Denis 1996」と略記する）。

(66) イングランドにおける担保の概観については、高田賢治「イギリス担保法法制の概要」池田真朗＝中島弘雅＝森田修編『動産債権担保』（商事法務，2015年）439頁参照。

(67) Mortgage は譲渡抵当と訳されることがほぼ確立していると思われるが（田中英夫編集代表『英米法辞典』[東京大学出版会，1991年] 566頁），（fixed, floating）charge については訳出が困難とされているため（高田・前掲注(66)448頁以下），本稿では原語のままとしている。

これに対し、レンダーが取得するのが charge であるとする、担保権利者は直接権利を行使することができず、裁判上の救済を求めることができるに過ぎないため、このようなことは問題とならない。<sup>(69)</sup>

イングランド法においては、このように再移転条項付きの権利移転は譲渡抵当として性質決定されるため、Bovis 判決では債務者（担保設定者）の損害賠償請求が認められたものの、その後の判例においても——契約の担保化にかかる実務に揺らぎがあったこととも相俟って——問題が生じることとなった。

それが、次に掲げる 2 件の判決である。

### 3 Bexhill 判決と Mailbox 判決

Bovis 判決によって担保設定者である債務者は契約を移転したとしても損害賠償請求権を失わないと判示されたものの、契約の担保化が譲渡抵当であると裁判所に判断されると様々な問題が発生することになり、最近でも、一般的なプロジェクトファイナンスの事案とはやや異なるものも含めて、契約の担保化について重要な判決が現れている。

*Bexhill UK Limited v Abdul Razzaq* [2012] EWCA 1376

#### [事案の概要]

金融業者である原告 Bexhill から、保険代理店の経営者である被告 Razzaq 氏に対し、不動産の明渡しを求めて訴えが提起された事案である。

原告は金融を業とする会社であって、被告は保険代理店を営んでい

---

(68) Denis 1996, at 82.

(69) Denis 1996, at 82. イングランド法における charge については、より一般的に, see, Cranton 2017, at 549.

る。被告は、保険代理店を営むに際し、自らの顧客が保険会社に支払う保険料を立替えて分割払いにする事業を営んでいたところ、この立替保険料の原資とするために原告から借入れを行った（被告 Razaq 氏はこの借入れを個人として保証した）。

原告は被告に対し貸付けを行うためにパークレイズ銀行から借入れをし、このパークレイズ銀行からの借入れの担保として、原告が被告に対して有する一切の契約関係をパークレイズ銀行に移転する旨の合意をした（以下「本件担保設定」という）。

被告が返済に行き詰ったために、原告は被告に対し本件不動産の明渡しを求めて訴えを提起した。

第一審では、原告の被告に対する一切の契約関係は本件担保設定によってパークレイズ銀行に移転しているが、パークレイズ銀行から原告に対して本件訴えにかかる代理権が付与されているため、原告は被告に対し本件不動産の明渡しを請求することができると判示して、原告の請求を認容した。このため、被告 Razaq 氏より控訴院に上訴がなされた。

#### [控訴院の判旨]

控訴院では、原告から被告に対する一切の契約関係が本件担保設定によってパークレイズ銀行に移転した以上、本件不動産の明渡しについてはパークレイズ銀行が原告となるべきであって、原告 Bexhill は被告に対して契約上の請求権を行使して本件不動産の明渡しを請求することはできないと判示された（パークレイズ銀行から原告に対する本件不動産明渡し請求にかかる代理権授与も認めなかった）。

*Mailbox (Birmingham) Ltd v Galliford Try Construction Ltd* [2017] EWHC 67.

### [事案の概要と判旨]

バーミンガムの不動産を管理するためのSPCである原告から被告建設会社に対して改装工事遅延にかかる損害賠償が請求された事案で<sup>(70)</sup>ある。

高等法院では、原告 Mailbox から被告との間の工事請負契約が担保目的で第三者（セキュリティ・トラストの受託者）に移転しているものの、その後、原告と被告との間で紛争が発生すると相俟って契約はセキュリティ・トラストの受託者から原告 Mailbox に復帰しているため（この復帰的譲渡は有効である）、原告から被告建設業者に対する損害賠償請求は可能であると判示されている。

このような2件の判決によると、担保となる契約がレンダー（あるいはセキュリティ・トラストの受託者）に移転すると法律構成した場合、Bexhill 判決、Mailbox 判決ともに、担保の対象となった契約の相手方との間で紛争が発生すると慌てて契約を元の契約当事者である債務者に戻しており、この復帰的移転の有効性がまた争点となるなど、なお複雑な問題が発生していることを見て取ることができる。

#### 4 モルガン・ルイス法律事務所の Johnston 弁護士による見解——

##### 「契約占有」と「所有権の分割」の仮説

このような問題の発生に鑑み、最近の実務家による論稿では、契約の担保化については譲渡抵当と charge の2通りの選択肢があるが、譲渡抵当ではなく、fixed charge とすべきと主張する見解がある。

このような主張をするプロジェクトファイナンスで世界的に著名な

---

(70) 本筋から離れるため簡略化しているが、正確には仲裁判断の執行を求める事案である。

Morgan Lewis (モルガン・ルイス) 法律事務所の Bruce Johnston パートナー<sup>(71)</sup> 弁護士は、「担保目的での譲渡が機能しない事案について」と題する論稿<sup>(72)</sup>において、契約の担保化につき、現状では譲渡抵当と法律構成する法律事務所もあるものの、fixed charge とすべきだと主張している。つまり、契約の担保化について絶対的な権利移転を避けるという趣旨で、法的な譲渡抵当ではなく charge として扱おうとする見解である。

Johnston 弁護士は、彼の論稿で扱う担保の対象たる「契約」の射程について、受取金 (receivables)、銀行口座 (bank account)、プロジェクト合意 (project agreement)、輸出契約 (export contracts) を含めるとして<sup>(73)</sup>いる。以下、Johnston 弁護士の主張を検討していくことにしよう。

(1) 問題状況 Johnston 弁護士によると、契約の担保化において設定されるのが譲渡抵当、つまり担保目的での譲渡だとすると、借主は、契約を修正することも放棄することも、契約に基づく権利や損害賠償請求権を行使することもできない。そして、契約は、譲渡抵当権利者に所有 (own) されることになる。

(2) 背景 このような問題が発生するにもかかわらず、契約の担保化に譲渡抵当 (担保目的での権利移転) が利用されてきた背景としては、次のようなものがある。すなわち、イングランドでは数十年にわたって、企業の倒産手続きにおいては fixed charge の方が floating charge よりも優先順位が高かった<sup>(74)</sup>。そこで、法律事務所が契約書を起案するに際し、受

---

(71) <https://www.morganlewis.com/bios/brucejohnston> 参照 (2022年7月18日閲覧)。

(72) Bruce Johnston 'When security assignments don't work' 34 (5) 2019 JIBLR 161. JIBLR は、Journal of International Banking Law and Regulation (Sweet and Maxwell) である。以下「Johnston 2019」と略記する。

(73) Johnston 2019, at 161.

(74) 政府優先債権の廃止までは、fixed charge とされると優先債権よりも

取金 (receivables) に担保を設定するには、floating charge ではなく fixed charge を設定しようとし、<sup>(75)</sup> 裁判所もこれを認めていた。

ところが、2000年代に入ってから、裁判所は、レンダーが債務者のキャッシュフローを実質的に管理していない場合には、受取金に対する担保は fixed charge ではなく floating charge であると認定するようになった。<sup>(76)</sup>

そこで、一部の法律事務所が、裁判所に floating charge と認定されるのを避けようとして、fixed charge ではなく譲渡抵当による担保設定を行うようになり (裁判所が譲渡抵当を floating charge と認定することは稀だからである)、この動きは一部の法律事務所によって急速に広まったが、そこで譲渡抵当として設定される担保の対象には、契約や銀行口座も含まれて<sup>(77)</sup>いた。

このことによる問題は1980年代から発生していたが、<sup>(78)</sup> 近時、前掲の Bexhill 判決と Mailbox 判決によって、明確に顕在化するようになった。

(3) Bexhill 判決と Mailbox 判決の問題点 1925年財産法によると、担保目的であっても当事者が charge ではなく絶対的な移転と意図した場合、法的な譲渡抵当と性質決定されてしまう。これは、当事者間 (レンダーと担保設定者) の経済的実体に鑑みて法の原理 (principles of law) に基

---

優位に立つのに対し、floating charge と認定されると優先債権に劣後していた (Vinter 2013, at 11-029.)。

(75) fixed charge と floating charge については、杉本純子「イギリスにおける集合債権担保に対する fixed charge と floating charge の判断基準：Spectrum 事件判決までの裁判例の変遷とその後の展開を中心に」池田真朗＝中島弘雅＝森田修『動産債権担保——比較法のマトリクス』(商事法務, 2015年) 465頁参照。

(76) この辺りの詳細については、杉本・前掲注(75)470頁参照。

(77) Johnston 2017, at 162.

(78) Johnston 弁護士がこのように述べるのは、Bovis 判決を意識してのものと思われる。

づいたものではなく、法律事務所の杜撰な担保設定契約書起案 (poor<sup>(79)</sup> drafting of security document) に起因した問題であると指摘している。

Bexhill 判決と Mailbox 判決は、Bovis 判決を先例とするものであるが、Johnston 弁護士は、Bovis 判決における Staughton 控訴院裁判官の判示を引用している。すなわち、Bovis 判決の事案で紛争が生じたのは「名譽ある高額な報酬を請求する法律事務所の弁護士による粗末な契約書起案 (shabby draftsmanship)<sup>(80)</sup> の結果である」と。

(4) 契約の担保化を譲渡抵当と構成することによる副作用 契約の担保化について譲渡抵当と法律構成することによって、次のような帰結が導かれる。すなわち、①契約は譲渡抵当権利者 (貸付人) によって履行され、②譲渡抵当権利者 (貸付人) のみが契約上の権利を放棄し、修正し、終了させることができる。<sup>(81)</sup> また、譲渡抵当が設定された時から、譲渡抵当権利者 (貸付人) が契約を所有する (mortgagee owns the contract)<sup>(82)</sup>。

このような帰結を回避するために、法的な譲渡抵当 (legal mortgage) ではなくエクイティ上の譲渡抵当 (equitable mortgage) とする可能性も検討されているが、そもそも既存の契約にエクイティ上の譲渡抵当を設定するのは困難で、仮に当事者が契約書にエクイティ上の譲渡抵当と記したとしても裁判所は法的な譲渡抵当と認定するであろうし、仮にエクイティ上の譲渡抵当と認められたとしても、エクイティ上の譲渡抵当では設定者 (債務者) は譲渡抵当権利者の受託者と扱われるため、契約上の権利行使による利益は譲渡抵当権利者に帰属し、したがって設定者 (債務者) のオフバランスとすべきこととなり、実体に適合しないと指摘されている。<sup>(83)</sup>

---

(79) Johnston 2017, at 163.

(80) [1995] NPC 128.

(81) Johnston 2017, at 163.

(82) Johnston 2017, at 163.

(5) 契約相手方への通知 契約の移転については相手方への通知がなされ、1925年財産法による要件でもある。しかしながら、担保目的の契約移転では、①担保実行までは担保設定者が契約上の権利を行使し、②担保実行後は担保権利者が契約上の権利を行使する。

とりわけ、プロジェクトファイナンスにおいては契約の相手方（オフテイク）を含めたダイレクトアグリーメントで新たな条項も付加して相手方に通知がなされるが、このような新たな契約であるダイレクトアグリーメントにかかる確立した先例は見当たらず、三者間契約であるダイレクトアグリーメントをどのように法的に評価すべきかについては問題が残されている。

Johnston 弁護士はこのような法律関係について、3つの選択肢を提示している。すなわち、――

- (i) 担保設定者は、担保が実行されるまでは、担保権者の代理人である
- (ii) 担保設定者は、担保が実行されるまでは契約を占有している（不動産の譲渡抵当の類推であって、権利はレンダーに移るが契約の「占有」は残るとする）
- (iii) 担保が設定された契約は、相手方に対する通知によって新たな条項を含む三者間契約へと修正された

という選択肢である。

これらについて、(i)の選択肢に関しては、イングランド法では否定されているとしている。また、(ii)については、土地を前提とした譲渡抵当に最も適合しているが、「契約の占有」の意義が明確ではなく、Bovis 判決の原審ではこのような立場が採用されたが、控訴院では Staughton 控

---

(83) Johnston 2017, at 164.



訴院裁判官によって否定されている。Johnston 弁護士は、この (ii) の契約の占有を説明するにつき、土地の法的な所有権を担保権者に移転し、設定者が土地を「占有」するという譲渡抵当の建付けの類推（アナロジー）<sup>(84)</sup>で説明している。

残る選択肢は、(iii) であるが、このように元の契約が三者間契約、プロジェクトファイナンスの場合にはダイレクトアグリーメントによって、担保が実行されるまでは、担保設定者が契約を「占有」し、契約を修正・履行・放棄する権限を有すると修正されたと考えるのが最も事案に適合的であると主張している。ただ、このような解釈が確立するまでは、実務では fixed charge とするのが穏当として<sup>(85)</sup>いる。

そのうえで、Johnston 弁護士は、Sykes の『担保法』の譲渡抵当を説明する次のような箇所を引用する。すなわち、「本当のところは、『所有』と呼ばれる現象は権利や権限が複合されたものであり、この所有権が担保権者と担保設定者との間で分断されており、この分断は担保権者が担保を行使することによって治癒される」。つまり、譲渡抵当には「3つの特徴がある。すなわち、(a) 所有権の二当事者間での分断、(b) この分断の担保実行による治癒、(c) 担保設定者の債務不履行によって、所有権の権限に含まれない新たな権利が担保権者に付与される」という箇所<sup>(86)</sup>である。

イングランド法における契約の担保化では、現状では契約の相手方を含めた三者間契約（ダイレクトアグリーメント）においてこのような「契約の所有権の分割」が認められているとはいえないため、当面の間、Johnston 弁護士は契約の担保化の実務は fixed charge によるべきだとし

---

(84) Johnston 2017, at 164.

(85) Johnston 2017, at 165.

(86) E. I. Sykes, *The Law of Securities*, 4<sup>th</sup> ed., 1986, The law book company ltd., 986-987.

ている。

しかしながら、——イングランド法とは異なり——わが国においては担保目的での所有権の分割が認められており、設定者は目的物にかかる権利を完全には失わない。

譲渡担保における設定者留保権である。

## 5 小括

イングランド法では、プロジェクト会社（SPC）の有する契約を担保とするにつき、わが国のような契約上の地位の譲渡予約という法的構成は採用されていなかった。

では、どのような法的構成が採用されていたかについては、イングランド法においては揺らぎが見られた。

つまり、イングランド法の検討から明らかとなったのは、イングランド法では契約が完全に移転する形での担保では問題が生じるということである。

他方で、わが国では charge と完全に一致する担保物権は存在しないものの、担保目的で所有権が担保権者に移転したとしても、設定者には一定の権利・権限が認められている。項を改めて検討することにしよう。

## IV 検討——契約上の地位の譲渡担保

### 1 ここまでの纏め

ここまでは、プロジェクトファイナンスにおいて契約を担保とするに際し、①現在実務が用いている契約上の地位の譲渡予約という法的構成は脆弱性を有している、②担保の対象は交換価値のある財産とされているが、契約を担保とするとはどのような意義を有するのか、③プロジェクトファイナンスにおける契約の担保化に際し、権利（地位）移転型の担保は可能

かという問題意識に基づいて、イングランド法を検討してきた。

その結果、①プロジェクトファイナンスの準拠法は主にイングランド法かニューヨーク州法であるものの、<sup>(87)</sup> イングランド法では契約上の地位の譲渡予約といった法律構成を見出すことはできず、契約をどのように担保とするかにつき議論がなされていた、②契約が担保として移転すると、プロジェクト会社（SPC）のオフテイカーに対する権利がブラックホールに吸い込まれるように消滅するのではないかが争われていた、③現状イングランド法では仮説ではあるが、不動産の譲渡抵当を意識した契約の占有による所有権の分割が議論されているということが明らかとなった。③については、ダイレクトアグリーメントによる三者間合意によって契約の「所有権」が担保設定者と担保権者との間で分割されたと考えることを基礎としている。

以上から、次のような議論が可能ではなかろうか。

## 2 プロジェクト会社からレンダーへの債権譲渡——選択肢①

まず、イングランド法における状況に鑑みると、現在の実務ではプロジェクト会社（SPC）の債権には（根）質権が設定されているようであるが、債権の譲渡担保を活用することも十分可能である。

ただ、プロジェクト会社（SPC）の債権をレンダーあるいはセキュリティ・トラストの受託者に対する譲渡担保とするのみでは、円滑なステップ・インの行使ができないため問題が残されている。

また、プロジェクト会社（SPC）が有する債権を譲渡担保とするだけでは、プロジェクト会社（SPC）が有する解除権の行使に不確実性が存在する。プロジェクト会社（SPC）あるいはオフテイカーの債務不履行

---

(87) 加賀『実務』226頁、イエスコム『理論と実務』617頁。

による解除についてはダイレクトアグリーメントに規定がおかれるが、<sup>(88)</sup>これをどのように理論づけるか不透明なためである。

### 3 連帯債権の活用——選択肢その②

次に、プロジェクト会社（SPC）が有する債権を当初からプロジェクト会社（SPC）とレンダー（あるいはセキュリティ・トラストの受託者）との平成29年の民法改正によって明文化された連帯債権<sup>(89)</sup>（民法436条）にしておくという選択肢が検討候補となる。この選択肢の問題点としては、①プロジェクト会社（SPC）になんら債務不履行等がない場合にもレンダーの債権行使を妨げる法的仕組みがないこと（レンダーのプロジェクト会社に対する債務不履行責任を認めることができるにすぎない）、②レンダーがプロジェクト会社（SPC）に帰属する取消権や解除権を行使することができるかが明確ではないというものがある（レンダーの債務不履行による解除権がどのように帰属・行使されるか理論的に不明確な状況で、実務上はプロジェクト会社の債務不履行の場合を含めて三者間でのダイレクトアグリーメントによって規定されているからである）。

また、プロジェクト会社（SPC）とレンダーが連帯債権を取得する構成を採用するとしても、やはり前の選択肢と同様、ステップ・インも円滑に行使することはできない。

### 4 本稿の帰結：契約上の地位の譲渡担保

すると、残る選択肢としては、プロジェクト会社（SPC）がレンダーあるいはセキュリティ・トラストの受託者に対して契約上の地位に譲渡担保を設定するという法的構成<sup>(90)</sup>を採用することになる。そのうえで、契約上

(88) イェスコム『理論と実務』213頁。

(89) 連帯債権については、中田『債権総論』511頁参照。

の地位に譲渡担保を設定するプロジェクト会社（SPC）にもある種の設定者留保権が残ると解すべきと史料する。

## 5 契約上の地位の譲渡担保とステップ・インとの関係

このように、レンダーあるいはセキュリティ・トラストの受託者に契約上の地位の譲渡担保を設定しておいて、レンダーあるいはセキュリティ・トラストの受託者から新スポンサーに契約上の地位を移転することによって（この辺りは従来の譲渡担保の実行にかかる帰属精算型と処分精算型の<sup>(91)</sup>議論に従えば足りる）、シームレスなステップ・インが可能となる。

もちろんダイレクトアグリーメントにおいて別途詳細なステップ・インの条項を規定することは公序良俗に反しない限り有効であって、オフテイクカーによるステップ・インも<sup>(92)</sup>このような形でダイレクトアグリーメントに<sup>(93)</sup>規定すれば足りよう。

## 6 契約上の地位の譲渡担保の倒産リスク

さらに、否認のリスクとの関係では、譲渡担保と否認については裁判例<sup>(94)</sup>を含めて一定の蓄積がある。譲渡担保は判例によって確立した担保として

---

(90) 本稿脱稿直前において、村上祐亮「プロジェクトファイナンス」角紀代恵＝道垣内弘人＝山本和彦＝沖野眞已編『現代の担保法』（有斐閣、2022年）483頁に接した。同稿でも、契約上の地位の（譲渡）担保の可能性に言及されている。

(91) 安永『物権・担保物権法』457頁参照。

(92) イェスコム『理論と実務』212頁。

(93) ステップ・インについては、もちろんわが国で議論されているようなレンダーの債権保全という側面もあるが、むしろ、オフテイクカーによるプロジェクト取得という側面も軽視すべきではないと思われる。すると、オフテイク契約に担保を設定するについても、契約上の地位の譲渡予約といった法的に脆弱な「担保」では不十分ということになる。

<sup>(95)</sup>認められているところ、譲渡担保権者であれば、破産・民事再生において別除権者（破産法2条9項、民事再生法53条）として扱われるというのが通説である。<sup>(96)</sup>否認の対象となる場合が厳密に議論されていることに鑑みれば、否認をめぐるリスクは低くなろう。

わが国の譲渡担保は比較法的にはドイツ法的な信託的権利移転（Germanic fiduciary transfer）と紹介されているところ、<sup>(97)</sup>プロジェクトファイナンスにおいてプロジェクト会社（SPC）の契約を担保とするに際しては、契約上の地位の譲渡担保と法的に構成するのが最も適切ではなかろうか。

## 7 契約上の地位の譲渡担保の対抗要件について

ただし、現状の実務が採用している契約上の地位の譲渡予約という法的構成の脆弱性のもう一つであった第三者に対する対抗要件については、契約上の地位の譲渡担保と構成したとしても不透明な部分は残されている。平成29年の改正民法によっても第三者に対する対抗要件については今後の<sup>(98)</sup>解釈に委ねられているとされているからである。

---

(94) 最近の注目すべき裁判例として、和歌山地判令和元年5月15日判時2438号82頁参照。

(95) 現在法制審議会で譲渡担保について議論がなされているが、契約上の地位を含めた「事業担保権」の検討がなされている。佐藤正謙「事業担保権の制度設計——法制審議会の議論を踏まえて」金法2191号（2022年）36頁参照。

(96) 安永『物権・担保物権法』464頁、道垣内弘人『担保物権法』（有斐閣、第4版、2017年）（以下「道垣内『担保物権法』」と略記する）331頁。

(97) Wood, P, R., *The law and practice of international finance series vol. 4: Security Interests and Title Finance: Jurisdictions of the World*, 2019, Sweet and Maxwell, 291.

(98) 中田『債権総論』722頁、筒井＝村松・前掲注(20)231頁。

この点、契約上の地位の移転の代表例である賃貸人の移転について<sup>(99)</sup>、賃貸不動産の譲受人が新たな賃貸人になった場合、そのことを賃借人に主張するためには登記が必要である<sup>(100)</sup>。この点につき、プロジェクト会社（SPC）のオフテイカーに対する契約には登記は存在しない。

これに対し、賃借人たる地位の移転については、そもそも賃貸人の承諾なくして賃借権を譲渡することができないのであるから（民法612条1項）、賃貸人の承諾が要件となる。そして、第三者に賃借権を対抗するには対抗要件が必要であるが（民法605条）、借地権の場合は借地上の建物の登記（借地借家法10条）、借家権の場合は引渡（借地借家法31条）となるものの、プロジェクトファイナンスの場合に借地借家法の規定を適用することはできない。

民法が改正されて契約上の地位の移転について新たな規定が設けられたが、このようなこれまでの法状況に鑑みると、現状の実務のようにダイレクトアグリーメントによって契約相手方の意思的関与が認められるのであれば——債権譲渡と平仄を合せるためにダイレクトアグリーメントには確定日付の取得が必要と思われるが——これが契約上の地位の譲渡担保の対抗要件として認められる可能性が高いと思われる<sup>(101)</sup>。

契約上の地位の譲渡担保の対抗要件にかかる解釈論が確立すれば、プロジェクトファイナンスにおける契約の担保を契約上の地位の譲渡担保とすることで、個別の債権に対して債権（根）質権を設定する必要がなくなる。従来の契約上の地位の移転の代表例とされている賃貸人たる地位の移転で

---

(99) 中田『債権総論』721頁。

(100) 民法605条の3後段、605条の2第3項、1項、2項後段。中田『契約法』455頁参照。

(101) 後述するゴルフ会員権の譲渡担保にかかる対抗要件についての最判平成8年7月12日民集50巻7号1918頁参照。

は賃貸人たる地位が移転することによって賃料債権等も移転すると解されており、<sup>(102)</sup> 手続的にも事務負担が軽減されるものと思われる。

## 8 既存の契約上の地位の譲渡担保——ゴルフ会員権の譲渡担保

このような帰結は従来の代表的な契約上の地位の移転であるゴルフ会員権をめぐる法的取扱いからも裏打ちすることができる。すなわち、(預託金会員制) ゴルフ会員権とは、「会員がゴルフ施設を優先的に利用しうる権利と年会費納入等の義務を有し、入会に際して預託した入会保証金を一定の据置期間経過後は、退会とともに返還請求ができる、ゴルフ場会社に対する契約上の地位」<sup>(103)</sup> であって、このようなゴルフ会員権は譲渡担保とすることが可能である。<sup>(104)</sup>

ゴルフ会員権の譲渡担保が可能なのであれば、プロジェクトファイナンスにおいて(とりわけオフテイカーに対する)契約上の地位を譲渡担保とすることも可能であろう。

また、ゴルフ会員権を譲渡担保の対象としても、譲渡担保設定者は「譲渡担保契約の趣旨からして設定者に留保されたものと認められる使用価値的権利の行使(たとえばゴルフ場でプレーする権利等)」に基づいてプレーが可能である。<sup>(105)</sup> この設定者がプレーする権利は、ある種の設定者留保権に基づくと思われる。プロジェクト会社(SPC)も、この類推によって、設定者留保権に基づいて従来通り(オフテイク契約をはじめとする)契約に基づく権利を行使することができると解する。

(102) 中田『契約法』453頁。ただし既述の通り登記が必要である。

(103) 吉田1994前掲注(37)4頁。

(104) 最判昭和50年7月25日民集29巻6号1147頁。

(105) 東京地判平成8年1月23日判タ918号146頁。実際にはゴルフ会員権の譲渡担保では名義書換がなされないことがほとんどであり、ゴルフ場によって様々な対応があり得る。吉田1994・前掲注(37)5頁参照。



譲渡担保の目的としては、土地等の他、集合動産や集合債権など柔軟に認められており、契約上の地位を譲渡担保の目的とすることも——改正民法で契約上の地位の移転が正面から立法化された以上——可能なのではなからうか。

そして、ゴルフ会員権の譲渡の第三者に対する対抗要件はゴルフ場に対する確定日付ある通知あるいは承諾<sup>(106)</sup>である。これに倣えば、契約上の地位の譲渡担保も、オフテイク契約の相手方に対して確定日付ある通知・承諾、あるいはダイレクトアグリーメントを得ることで、対抗要件を具備したとすることができるのではなからうか。

## 9 契約の譲渡担保の設定者留保権

このように、プロジェクトファイナンスにおいて契約を担保とするに際して、譲渡担保を用いることによって現状実務で採用されている契約上の地位の譲渡予約に内在する脆弱性を回避することができる。

いまのところ実務が契約の地位の譲渡予約という法的構成を採用している理由としては、——おそらく——プロジェクト会社（SPC）が契約を譲渡してしまえば、契約から発生する権利義務を行使することができないというものがあると推察される。この点、イングランド法では、現状、プロジェクト会社（SPC）が契約を譲渡抵当の目的としても、ダイレクトアグリーメントに基づいて通常通りプロジェクト会社（SPC）が契約上の権利<sup>(107)</sup>を行使している。

---

(106) 最判平成8年7月12日民集50巻7号1918頁。ただし、論理構成面での不透明な部分を指摘する学説もある（潮見佳男「判批」金法1492号〔1997年〕57頁）。指名債権譲渡の論理を直ちに債権的契約関係の移転に持ち込むことはできないからである。

(107) レンダーはプロジェクト会社（SPC）の契約違反があるまではダイレクトアグリーメントに基づいて権利を行使しない。

これに対して、わが国における譲渡担保では設定者留保権、あるいは物権的に制限された所有権が設定者に認められており、<sup>(108)</sup> 契約上の地位の譲渡担保が実行されるまでは、プロジェクト会社（SPC）による契約上の権利は問題なく行使できる。

譲渡担保が設定された場合、設定者にどのような権利が残るのかについては様々な見解が存在するものの、なんらの権利も設定者に残らないとする見解は少数であると思われる。とすると、その権利を設定者留保権と呼ぶのであれ、物権的に制限された所有権と呼ぶのであれ、プロジェクト会社（SPC）による契約上の権利行使に障害はないと思われる。

#### 10 移転される契約上の地位とはなにか——取消権・解除権との摺合せ

このように契約上の地位に譲渡担保が設定されると、契約上の地位は設定者と譲渡担保権者に分属すると観念することになる。この点につき、契約から発生する債権債務の帰属については、従来からの債権譲渡にかかる規律、あるいは連帯債権・連帯債務の規定によって問題は少ないと思われる。<sup>(109)</sup>

しかしながら、契約上の地位が譲渡担保の目的とされることによって、<sup>(110)</sup> 契約上の地位に基づく取消権と解除権<sup>(111)</sup>については、設定者と権利者に分属

---

(108) 道垣内『担保物権法』305頁。譲渡担保における「所有権的構成」と「担保権的構成」の二分論にかかる批判については、鳥谷部茂「譲渡担保における法律構成」林良平＝甲斐道太郎編集代表『谷口知平先生追悼論文集第3巻財産法，補遺』（信山社，1993年）184頁参照。

(109) プロジェクトファイナンスではダイレクトアグリーメントも存在する。

(110) 例えばオフテイカーに詐欺があった場合、オフテイク契約を取消することができるのはプロジェクト会社（SPC）かレンダーか、あるいは双方の意思的関与がなければ取消権を行使できないのかという問題である。

(111) プロジェクトファイナンスにおけるダイレクトアグリーメントでは、通常解除にかかる条項のみおかれ、取消しについては特段の規定はおかれ

すると観念すると、未解決の問題が発生する。この点、設定者（プロジェクト会社）にのみ取消権・解除権が帰属すると解すればこのような問題は発生しないものの、プロジェクトファイナンスにおける実務では、プロジェクト会社による解除権等の行使につき、三者間合意であるダイレクトアグリーメントによって規定することが通常である。<sup>(112)</sup>

従来の契約上の地位の譲渡担保の代表例であるゴルフ会員権への譲渡担保の設定では、ゴルフ場に開場遅延（履行遅滞）があっても債権者の同意がない限りゴルフ会員権購入契約を解除することはできないとした裁判例があり、<sup>(113)</sup> ゴルフ会員権ではなく海外リゾートクラブの事案であるが、リゾートクラブの会員権を譲渡担保に供した場合、譲渡担保権者の同意なくして解除できないとした裁判例も存在するところ、<sup>(114)</sup> 下級審裁判例がこのように判断する理論的根拠は不透明である。<sup>(115)</sup>

他方で、ゴルフクラブの会員権の譲渡担保権者が譲渡担保権設定者に代位してゴルフクラブの退会通知をして自ら預託金を返還請求するにつき、これを認めた裁判例も存在する。<sup>(116)</sup>

このような裁判例を統一的に説明するためにも、譲渡担保権の設定によって解除権が利害関係を異にする複数の者に帰属した場合についてなんらかの規律が必要ではなからうか。

---

ないため、ここではひとまず解除権のみ扱うことにする。

(112) イェスコム『理論と実務』290頁。

(113) 東京地判平成8年1月23日判タ918号146頁，東京地判平成9年12月25日判タ1004号166頁。

(114) 東京地判平成11年3月12日判時1699号93頁。

(115) ある種の担保価値維持義務と位置づけることが可能かもしれないが（質権の場合につき，最判平成18年12月21日民集60巻10号3964頁参照），譲渡担保の設定によって解除権がどのように帰属しているかについては明らかではない。

(116) 東京地判平成14年11月20日金融商事判例1164号54頁。

条文上では解除権については解除権の不可分性が規定されているもの（民法544条）、これは「当事者の一方が数人ある場合」の規定であって、主に売買契約の当事者の一方が複数の場合等を念頭において議論がなされてきたところ<sup>(117)</sup>、プロジェクトファイナンスにおけるプロジェクト会社（SPC）とレンダーのような利害関係が異なる複数の者に解除権が分属する事案を前提にした議論は、意識的には行われていない。

纏めると、契約上の地位に譲渡担保が設定されることによって設定者留保権として設定者に一部の権能が留保されるところ、現在の議論状況では取消権と解除権で調整を要する事項が残る。

すると、契約上の地位の移転のメカニズムには、単に契約から発生する権利と義務の束が移転するだけには留まらない問題が伏在しているように思われる。<sup>(118)</sup>

## V おわりに

### 1 総括

本稿では、プロジェクトファイナンスにおいて契約を担保とするにつき、わが国では契約上の地位の譲渡予約という法的構成が採用されているが、このような法的構成は国際取引で主な準拠法とされるイングランド法では採用されていない脆弱な法的構成であって、そもそも契約を担保とするとはどのような意義を有するのかという問題意識に基づいてイングランド法を検討してきた。

その結果、イングランド法では、プロジェクトファイナンスにおける契

---

(117) 中田『契約法』219頁参照。

(118) 権利とは、法によって保障された生活上の利益を享受し得る「地位」と定義づけられている（四宮和夫＝能見善久『民法総則』[弘文堂、第9版、2018年] 20頁）。

約の担保について、契約が貸付人に移転しているとしても、譲渡人である債務者は契約上の権利を失わないと判示している判例を見出すことができた。

また、このような判例法を受けて、学説では、不動産の譲渡抵当に示唆を受けて契約の占有による契約の所有権の分属の仮説を主張する見解を見出すこともできた。

結論として、わが国においても、プロジェクトファイナンスにおいて契約を担保とするに際しては、脆弱な契約上の地位の譲渡予約といった法的構成を採用するのではなく、契約上の地位の譲渡担保とすべきであると主張するに到った。この結果、契約上の地位の譲渡予約の弱点であった、否認と第三者への対抗の問題を大幅に改善することが可能と思われる。

このことにより、プロジェクトファイナンスにおいて契約を担保とするに際し、契約上の地位の譲渡担保とすることによって契約から発生する債権債務等の諸権利がレンダーに移転しても、譲渡担保による設定者留保権によってプロジェクト会社（SPC）の権利行使になんらの問題も発生しないことが明らかとなった。

以上より、プロジェクトファイナンスにおいてプロジェクト会社（SPC）の契約を担保とするにつき契約上の地位の譲渡担保と構成することによって、従来の譲渡担保における帰属清算型と処分清算型の議論に倣って、シームレスなステップ・インの実現が可能となる。

## 2 残された課題

しかしながら、いくつかの問題点も残されていることが明らかとなった。

第1に、契約上の地位の譲渡担保の第三者対抗要件である。この点は、従来からの実務通り、相手方の確定日付ある承諾か、確定日付のあるダイレクトアグリーメントで第三者対抗要件として認められる可能性が高いの

ではないかと思われる。

第2に、取消権・解除権との摺合せである。従来、取消権・解除権について、(ダイレクトアグリーメントのような三者間合意を前提として)利害関係の異なる当事者間で分属する事案を想定して議論が詰められておらず、これに対応する理論を構築する必要がある。

今後は、以上のような課題解決のため、契約上の地位ひいては契約とはなにか、設定者に留保される権利とはどのような内容を有するのかについてさらに詳細な検討が必要となるが、このような課題については他日を期することにしたい。

(おおにし・くにひろ)

# Security over Contracts and the ‘Black Hole’ in Project Finance

論

Kunihiro ONISHI

説

Project finance follows a non-recourse structure, and repayments are typically made using the revenue generated by the project. Hence, the contracts of the project company (SPC) must be secured.

The need for securitisation is substantially high for off-take contracts (e.g. to supply oil and electricity). This is due to the high monetary value of off-take contracts, which allows the lender to intervene in a project in the event of project failure (known as ‘step-in’).

Typically, the object of the security is a property with an exchange value. Thus, is it possible to make the contract the object of the security? If so, what legal significance does it play here?

In the Japanese project finance practice, the legal structure of security over contracts adopts the scheme of an option for assigning the contractual status. However, this scheme does not ensure security, as acknowledged by the practicing lawyer. Alternatively, what legal structure should be adopted?

This study examines these issues.