

債権流動化と担保目的の信託*

渡辺 宏之
早稲田大学

|| 要旨 ||

信託は、債権流動化について極めて高い適性を有しており、流動化のための「器」として重宝されている。そのような信託の主な特性としては、特に倒産隔離機能が挙げられる。ところで、信託形式の流動化においては、倒産隔離に対する基準はSPC方式の場合と大きく異なるのであろうか。この点、昨今、信託実務家より、信託方式の流動化においては、法形式の相違により、倒産隔離の判断にあたってSPC方式の場合と基本的に異なる基準で考えるべきとの主張が提唱されている。同説は、信託方式の流動化における倒産隔離の問題について、従来混同して論じられがちであった、「信託の成立の有無」に関する問題と「信託の成立後」の問題とを、結果として明確に切り分けたことに十分な意義を有する注目すべき見解であるといえる。しかしながら、流動化の局面において、被担保債権が存在する信託を「担保目的の信託」と位置づけることの前提となる、「信託が有効に成立すれば常に倒産隔離の効果が生じる」との見解には反対である。例えば、委託者がいつでも信託を撤回できて信託財産を取り戻せるのであれば、委託者の債権者が何らかの方法で信託財産にかかっていると考えることが妥当と考えられる。

信託の特性と債権流動化

信託は、債権流動化について極めて高い適性を有しており、流動化のための「器」として重宝されている。そのような信託の主な特性としては、以下の点が挙げられる。

第一に、「受益権への転換機能」が挙げられる。信託が設定された財産権はすべて受益権という特殊な権利に変換されることにより、その本来の資産構成の内容がいかなるものであれ、その権利内容は同質化され、客観的な抽象的割合によって表象されることが可能となる。そして、権利が受益権化されることにより、市場を通じ

て多数の投資家に対して権利を売却することが容易になる。また、この側面は、受益権の流動化を通じてさらに促進されることになる¹。このように、いかなる財産権も、信託の設定後は「受益権」に転換されるため、複雑な権利関係の整理に有用である。また、受益権は「優先劣後関係の創設」すなわちいくつかのクラス分けも可能であるため、柔軟な投資スキームの設計を可能にするために非常に有効となる特性を有している。

第二に、「受託者による管理」が挙げられる。信託はもともと他者のための財産の管理制度であり、受託者には厳格な規制が課されることにより、適確な財産管理の遂行が見込まれる。具

体的には、善管注意義務・忠実義務、等々の義務が受託者に課される。

第三に、「倒産隔離機能」が挙げられる。信託財産は、形式上は受託者がその名義人とされているが、受託者の固有財産と信託財産とは分別して管理すべきことが義務付けられ、両者は別個独立のものとして取り扱われる。信託法は、この「信託財産の独立性」を制度的に保証するために、①信託財産の相続財産からの排除（信託法15条）、②信託財産に対する強制執行等の禁止（信託法16条）、等の規定を置いている。このため、信託が設定されると、信託財産は受託者および委託者の責任財産から離脱することになり、受託者個人や委託者個人の債権者は信託財産に直接かかっていくことができず、「倒産隔離機能」を有する。

債権流動化と倒産隔離

債権流動化は、ある一定の債権につき、オリジネーターの信用力から切り離されたものとしての対象債権の価値に依拠して資金調達を図るものである。したがって、流動化スキームの組成に際しては、当該債権をオリジネーター等の倒産から隔離し、対象となる債権の価値を、関係当事者、特にオリジネーターの倒産により影響されないものとする必要があるとなる。

倒産隔離の達成のためには、対象債権の譲受人である SPV への債権の移転が、担保取引とみなされて当該債権がオリジネーターの債権（更生会社の債権や破産財団に属する債権）として扱われることがないことが必要となる。そして、こうした意味での倒産隔離の達成が重要となるのは、倒産隔離が否定され担保取引と扱われた場合には、倒産手続において、譲受人 SPV による対象債権の価値の把握に影響が及ぼされることがあるためである²。

現行倒産法制との関係においては、特に、会社更生手続において更生担保権と扱われること

がないことが重要であるといえる。オリジネーターに更生手続が開始すると、担保権者に対する弁済は禁止されるので、キャッシュフローが停止することになり、原則として投資家に対する償還が不可能となる。また、更生計画において、担保権者としての SPV の権利内容が変更されて、債務の一部が免除され、またはその弁済が猶予されれば、やはり投資家に対する償還が不可能となりかねない。このような事態が発生する可能性があるとするれば、倒産隔離は不十分と評価されざるをえず、流動化スキームが不安定となったりあるいは崩壊する可能性もある³。

対象債権の SPV への譲渡が真の売買とされるか、担保取引として再構成されるか、という点は、債権流動化における倒産隔離を判断する際に最も重要な問題となる。担保取引として構成されると、SPV は倒産手続上担保権者として扱われることになり、流動化取引によって様々な不都合が生じる。

他方、当該譲渡が真の売買であるとするれば、対象債権はすでにオリジネーターの資産ではなく、当然にその倒産手続の影響を受けないことになる。ここに当該債権譲渡が売買であるか担保取引であるかが決定的な重要性をもってくることになる。そして、この問題は、アメリカでの問題構制にならって「真正売買 (true sale)」の問題と呼ばれており、従来の多数の見解は、リスクの移転の有無を中心に各種のファクターを考慮して、担保性の有無を判断するものであった。そこで考慮されるファクターは論者により様々であるが、主として金銭債権の流動化の文脈において、これまで取り上げられてきたものとしては、以下のような要素が挙げられる⁴。

- ①オリジネーターその他の契約当事者の意図
- ②債権の譲渡価格の相当性・適正性
- ③オリジネーターの、対象債権に関する権限の有無およびその内容または対象債権に対

する支配権の有無またはその程度

- ④オリジネーターの、対象債権の買戻権または買戻義務の有無およびその内容
- ⑤オリジネーターの、対象債権の価値代替物（金銭債権における回収金等）およびその運用益についての権利の有無およびその内容
- ⑥オリジネーターの、対象債権の価値または信用力についての担保責任の有無またはその程度（信用補完比率）
- ⑦対象債権の移転についての対抗要件具備の有無
- ⑧対象債権が特定されているか、オリジネーター側からの交換が許容されているか
- ⑨対象債権のオフバランス化の有無

信託方式の場合の真正売買基準

信託方式の債権流動化においては、オリジネーターが信託銀行に対象債権を信託し、その見返りに得る受益権をSPCに譲渡し、SPCが受益権にかかわるキャッシュフローを引当に投資家に証券を発行するスキームが一般的である（下図参照）。

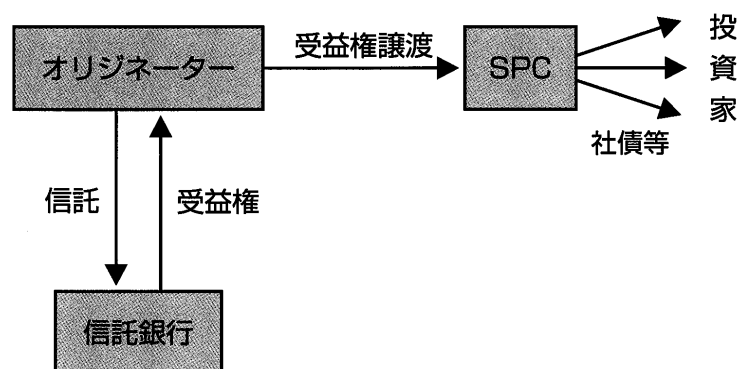
こうした信託形式の流動化においては、倒産隔離に対する基準はSPC方式の場合と大きく異なるのであろうか。一般的には、二当事者関

係のSPC方式と異なり、信託方式は委託者・受託者・受益者の三者関係であり、かつ当該対象財産が受益権に変換されるため、信託方式においては、それらの点に即した若干の異なる配慮を有するものの、基本的には倒産隔離に対する基準はSPC方式の場合と同様なものと考えられている⁵。

この点、昨今、信託実務家より、信託方式の流動化においては、法形式の相違により、倒産隔離の判断にあたってSPC方式の場合と基本的に異なる基準で考えるべきとの主張が提唱されている。

この説によれば、まず、「当事者の意思」としては、特定の債権を保全する意思ではないため、流動化以外の目的をもった信託であるとはいえない。「買戻特約」についても、通常は買戻権と構成し、その額についても上限を定めるため、これをもって被担保債権があると評価されることはない。「劣後比率」の問題も、自益信託が認められている以上、仮に委託者が全部の受益権を保有していたとしても、それが信託の内容に影響することはない。「資産の入替」についても、信託財産を交付して受益権を償還し、追加信託を行うことが認められるかという問題となり、現行信託法19条により受益権の償還として信託財産を交付することは認められており、追加信託も信託法上も特に制約はなく一

信託方式の債権流動化スキーム



（出所：金融法委員会「信託法に関する中間論点整理」）

一般的に行われてきていることから、問題はないとする。結論としては、買戻特約によって、被担保債権の存在が認定されることがありえるが、その他のファクターは当事者の合意と異なる信託を推認させるものではないとする⁶。

上記の見解については、信託方式の流動化における倒産隔離の問題について、従来混同して論じられがちであった、「信託の成立の有無」に関する問題と「信託の成立後」の問題とを、結果として明確に切り分けたことに十分な意義を有する注目すべき見解であるといえる。

しかしながら、信託が有効に成立したからといって、常に当該信託財産の委託者からの倒産隔離が成立するとは、やはり言い難い。金融法委員会のレポート「信託法に関する中間論点整理」においては、信託方式の流動化において、「真正な信託」が成立するための条件として、①「当事者の意思」②「目的物に関する利益およびリスクの移転」③「目的物に対する支配の移転」を挙げている⁷。ここで言う「真正な信託」とは「有効な信託の成立」ではなく、「信託における“真正売買”」つまり信託方式の流動化における当該信託財産の委託者からの「倒産隔離」のことを意味していると考えられる。

①の「当事者の意思」に関しては、例えば、契約に至る経緯、当事者の契約締結の動機等、当事者の意思内容を探るうえで関連性を有する諸要素は、信託について議論する場合にも同様に妥当すると考えられる。また、②の「目的物に関する利益およびリスクの移転」という観点も、信託との関係でも同様に参考になるものと考えられる。ただし、委託者の受託者との間でのリスクの移転として捉えるだけでは不十分であり、受託者を介在させたうえで、委託者と第三者（受益者もしくは信託の債権者）の間で、信託財産に係る経済的利益およびリスクの移転ないし配分がどのようになされているか、という観点から検討を行うのが妥当であると考えられる。さらに、③の「目的物に対する支配」と

いう観点も、同様に参考になる。この点を、信託を前提に捉え直すと、信託財産の管理、運用および処分権を具体的に執り行うのはいずれの当事者か、これらの事項に監視最終的な決定権・裁量権を有するのはいずれの当事者か、といった観点から判断していくことになる⁸。

このように、信託方式の流動化においても、SPCの場合と法形式が異なるものの、倒産隔離の判断において考慮すべき要素は基本的に同一であり、それゆえ、信託が有効に設定されていてもそのことが常に、対象となる信託財産の「委託者からの倒産隔離」を意味するとは限らない。具体的には、「委託者による信託財産の買取義務・追加信託義務の存在」、「信託財産の入替えに関する規定の存在」、「委託者による信託契約中における表明・保証および賠償義務に関わる条項の存在」、「委託者による信託契約の解約権の存在」等が、倒産隔離効果を弱める要素となりうる⁹。

信託が譲渡担保とみなされる場合

ところで、「被担保債権の有無」の観点から、信託方式の流動化における倒産隔離の問題を検討してみるとどうなるであろうか。このような、被担保債権の存在の有無を重視して、担保と構成する要件を検討する考え方は最近有力となってきたおり、山本和彦教授は、何らかの形で被担保債権が構成されることが、そもそも担保と認められる条件とする。換言すれば、オリジネーターによる対象資産の買取義務・買取権が認められず、また対象資産の利用等とは無関係の、オリジネーターからSPCへのキャッシュフローがないとすれば、それは担保には当たらないとする¹⁰。伊藤眞教授も、オリジネーターに買取権がある場合や対象資産の価値のオリジネーターによる消滅の場合などのほか、被担保債権の存在を決定的に重視する¹¹。

信託方式の流動化において被担保債権が認定

されるような場合に、その信託をどのように評価すべきなのであろうか。信託という法形式をとっていても財産権はオリジネーターにも残っていると考えて、その信託を譲渡担保であると評価する考え方がある。このように、信託が成立しても、委託者からの倒産隔離機能が常に認められるわけではないとの考え方に立てば、信託としては有効に設定されているものの、委託者の倒産時には、更生担保権・別除権として権利行使に制約が認められる可能性が考えられる。こうした考え方をめぐっては、いわゆる「マイカル事件」を契機に活発な議論が行われた。

しかし、前述の信託実務家の見解によれば、信託方式の流動化においても買戻特約等によって被担保債権が認定される可能性はあるものの、信託を設定した場合、受託者が信託財産の主体として管理処分を行っており、この実態からすると、信託を譲渡担保と同列に論じることが妥当でないとする。譲渡担保の場合は、債権者に優先弁済権を与えることが趣旨であるのに対して、信託は受託者に一定の目的に従って財産を管理処分させるものであり、両者は異なるとの考えである¹²。

「担保目的の信託」説について

そして同説によれば、信託が成立しており、かつ被担保債権が認定された場合は、その信託は被担保債権の履行を確保する目的で設定された「担保目的の信託」であると評価するのが実態に即していると主張する。

まず、担保目的の信託は、特定の債権を保全する点で、担保と同様の経済的機能を果たすものの担保物権ではなく、従って、会社更生法の文理解釈からは更生担保権に該当しないとす。また、担保目的の信託は、受託者がその有する信託財産によって、他人（委託者）の債務の履行を確保する点で物上保証に類似し、受益

者に対して債務を負担する点で人的保証に類似するため、物上保証、保証の伏された債権が更生担保権とされないのと同様に、信託によって履行が保全された債権も更生担保権と扱うべきではないとする¹³。

ここで注意すべきであるのは、上記の説においては、「信託が有効に成立すれば常に、当該財産権は完全に受託者に移転している」ことが前提とされていると考えられることである。しかしながら、そうした見解の帰結として「信託が有効に設定されれば、委託者からの倒産隔離機能が常に認められる」という考えに立つとすれば、例えば信託財産が受託者からいつでも取り戻しうるような撤回権を留保し、かつ、委託者自身が信託財産からの利益を享受する信託であっても、常に倒産財団に属さない資産を創出することを認めることになってしまう¹⁴。

また、同説が立脚している「受託者に信託財産の所有権（“完全権”）が移転する」という構成により信託を理解する立場もあるが、例えば、受益権の物権的効力を考えてみても、受託者が信託財産の所有権を有するとの考え方では説明が困難であり、信託の本質を必ずしも十分に反映した考え方とは言い難い。

なお、撤回権を留保した信託を設定することも一般に可能であると解されているが、このような信託においては、委託者がいつでも信託財産を受託者から取り戻すことができるため、実質的に委託者に信託財産の所有権が留保されているとも考えられる。それゆえ、信託が有効であり、財産は受託者によって管理運用されているが、委託者がいつでも信託を撤回できて信託財産を取り戻せるのであれば、委託者の債権者が何らかの方法で信託財産にかかっているようにするのが適当ではないかと考えられる¹⁵。

「担保目的の信託」説は、信託方式の流動化における倒産隔離の問題について、従来混同して論じられがちであった、「信託の成立の有無」に関する問題と「信託の成立後」の問題とを、

結果として明確に切り分けたことに十分な意義を有する注目すべき見解であるといえる。しかしながら、流動化の局面において、被担保債権が存在する信託を「担保目的の信託」と位置づけることの前提となる、「信託が有効に成立すれば常に倒産隔離の効果が生じる」との見解には反対である。

【注】

- * 本稿の作成にあたって、消費者金融サービス研究振興協会より研究助成を受けた。また、報告時に成城大学の今野裕之教授より貴重なコメントを頂いた。両者に御礼を申し上げる。
- 1 新井誠『信託法（第2版）』有斐閣、2005年、273ページ。
- 2 西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全』商事法務、2003年、34ページ。
- 3 山本和彦「証券化と倒産法」ジュリスト1240号、2003年、16ページ。
- 4 前掲『ファイナンス法大全』37ページ。
- 5 例えば、小林秀之編著『資産流動化の仕組みと実務』新日本法規、2002年、214-216ページ。
- 6 鈴木秀昭「信託の倒産隔離機能」信託法研究28号、2003年、99ページ。
- 7 金融法委員会「信託法に関する中間論点整理」24-28ページ、平成13年6月12日（<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication08-j.pdf>）。
- 8 同上。
- 9 同上。
- 10 山本・前掲17ページ。
- 11 伊藤眞「証券化と倒産法理（下）」金融法務事情1658号、2002年、84ページ。
- 12 鈴木・前掲114ページ。
- 13 鈴木・前掲119ページ。
- 14 同旨、前掲『ファイナンス法大全』44ページ。
- 15 能見善久『現代信託法』有斐閣、2004年、38ページ。
この場合、信託自体を無効としてしまうと、財産管理に関する受託者の義務まで消滅してしまうが、委託者の債権者の利益保護の観点からはこれは適当ではなく、信託自体を無効とまでする必要はないといえる。
能見・同上参照。