

セキユリタイゼーションと信託

天野 佳洋

目 次

1. はじめに
2. セキユリタイゼーションの定義及び現状
 - (1) セキユリタイゼーションの定義
 - (2) セキユリタイゼーションの二つの現象
 - (a) 資金調達面で間接金融から直接金融へシフトする現象
 - (b) 資産の流動化の現象
3. アメリカにおけるセキユリタイゼーション
 - (1) セキユリタイゼーションの二つの方法
 - (a) パス・スルー証券発行形態によるセキユリタイゼーションとトラストのかかわり
GNMA 証券
CARS
 - (b) Bond 発行形態によるセキユリタイゼーションとトラストのかかわり
CMO
 - (2) REMIC の登場
4. 日本におけるセキユリタイゼーション
 - (1) 信託制度を利用していないもの
 - (a) 抵当証券
 - (b) 住宅抵当証券
 - (c) ローン・サブパーティシペーション
 - (d) {債務の株式化
債務の証券化
 - (2) 信託制度を利用しているもの
 - (a) 住宅ローン債権信託

- (b) $\left\{ \begin{array}{l} \text{リース・プロパティ信託（賃貸型）} \\ \text{リース・プロパティ信託（即時処分型）} \end{array} \right.$
 - (c) オート・ローン債権信託
 - (d) 商業用不動産共有持分権の管理処分信託
5. おわりに——将来の展望

1. はじめに

「セキュライゼーション」あるいは「金融の証券化」といった言葉が金融の世界に登場してきた、あるいは目立ってきたと言った方が正確かもしれませんが、これは比較的近時のことです。しかし、今やセキュライゼーションは「時代の要請」とも言われ、また金融の「帰らざる河」とも呼ばれるようになっていきます。

ところで、セキュライゼーションは欧米の金融市場で目立ってきた現象であり、我が国における現状は、後述の通り、未だ部分的かつ小規模にしか展開されていませんが、我が国の金融市場の国際化や銀行に対する自己資本比率規制の強化等を考えれば、今後我が国においても進展するものと予測されており、広く世界的な金融の潮流といってよい現象であると考えられます。

一方、CARS あるいは CMO といったセキュライゼーションの具体的な仕組みが紹介されるにつれ、トラストがその仕組みで利用されていることがわかってきました。

日本においても、住宅ローン債権信託のようにセキュライゼーションに信託を利用した例はありますが、今後のセキュライゼーションの進展に伴い、信託はどのような機能を果たすのか、あるいは信託銀行はどのようにこのセキュライゼーションの仕組みに関与しうるのかが検討される時期にあるといえましょう。

この点、昨年12月に公にされた、金融制度調査会専門委員会による「専門金融機関制度の在り方について」と題する報告の中でも、セキュライゼーション

セキュリタイゼーションと信託

ンの健全な発展のために、信託を活用すべきことがあげられています。

本報告では、以上のような状況を踏まえ、「セキュリタイゼーションにおけるトラストのかかわり」について報告するものであります。報告にあたっては、第1に、セキュリタイゼーションとは何か、その定義を述べたうえでセキュリタイゼーション進展の背景について述べます。第2に、トラストとのかかわりということから、特にアメリカにおけるセキュリタイゼーションについて、トラストはどのように利用されているかを中心に報告いたしますが、何分にも、CARS, CMO といった各セキュリタイゼーションの仕組みを説明するだけでも、一つの報告テーマとなるくらいの時間を要するものと思われまことより、トラストとのかかわりに絞って報告させていただきます。第3に、日本におけるセキュリタイゼーションとして、信託制度を利用した商品を中心に報告いたします。そして最後に将来の展望として若干の私見を述べさせていただきます。

2. セキュリタイゼーションの定義及び現状

(1) セキュリタイゼーションの定義

では、「セキュリタイゼーションの定義及び現状」にはいらさせていただきます。「セキュリタイゼーション」あるいは「金融の証券化」が一体何を意味するのかについての厳密な定義、定説といったものはないようではありますが、「金融の有価証券化」といった限定的な意味でとらえるのではなく、これを、銀行貸出に見られるような旧来からの相対型金融に流動性を付与し、市場型金融に変換していくこと、すなわち、「金融の流動化・市場化」として、広くとらえるのが一般的な理解であります。⁽¹⁾

(2) セキュリタイゼーションの二つの現象

一方、これを欧米における種々の現象面から次の二つに大別して説明することもあります。⁽²⁾一つは、金融機関を含めた企業等の資金調達⁽²⁾がローン形態から証券形態へシフトすること、即ち、資金調達面で間接金融から直接金融へシフ

トする現象であり、もう一つは、住宅ローン債権やリース債権といった企業の有する資産をオープン市場で流動化する現象であります。

本報告では、トラストとのかかわりを見るのが中心であり、この現象面での分類に従い検討していきます。

(a) 資金調達面で間接金融から直接金融へシフトする現象

まず、資金調達面で間接金融から直接金融へシフトする現象についてであります。これは、主としてユーロ市場でみられる現象であり、ユーロ市場のセキュライゼーションを一言でいえば、シンジケートローンが、各種の証券形態にとってかわられたことをいいます。

従来、ユーロ市場の金融の主流は、オイルマネーをユーロ預金として受入れ、それを源資としたユーロ貸付であり、その典型がいわゆるシンジケート・ローンでした。シンジケート・ローンの借り手は発展途上国でしたが、1982年のメキシコを本格的な幕開けとする累積債務問題により、発展途上国に対する貸付は事実上ストップしてしまいました。残された借り手は、主に先進国の政府・企業であり、自ら資金調達能力を有する彼らにはシンジケート・ローンは必要とされませんでした。既に資金調達の方法は多様化しており、彼らが、コストが安く長期の資金が調達できる証券の形態による調達を選好したのは自然の流れです。また、資金供給者であった OPEC 諸国も 1982 年の逆オイルショック以降に資金調達者の立場にまわり、かわって登場してきたのが、日欧といった先進国の機関投資家です。彼らは流動性の高い証券を投資対象として選好する傾向が強く、ユーロ市場におけるセキュライゼーションを資金供給者の立場から支えることになったわけです。

ユーロ市場のセキュライゼーションで登場してきた代表的な商品としては、FRN (Floating Rate Note 変動利付債)、NIF (Note Issuance Facility、これは借入人が発行する短期の証券を複数の引受銀行が売りさばきないし自己保有を目的に引き受けることを約束するコミットメント契約です)、ユーロ C・P がありますが、いずれもトラストとは関係せず、詳細は省略いたします。

(b) 資産の流動化の現象

もう一つの現象であります「資産の流動化」は主として、アメリカの市場において大々的な展開をみせています。その背景としては、1970年代末頃から金利が高騰し、しかも金利自由化の流れの中で金融機関が市場性資金への依存度を高めていくという過程にあったことから、中小金融機関とりわけ「短期借りの長期貸し」という傾向の強い貯蓄貸付組合 (Savings and loan associations) は、金利の逆鞘現象がおこり、赤字経営に陥るといった深刻な事態となりました。このような金利ミスマッチリスクの増大から、これらの機関が保有する住宅貸付債権の流動化ニーズが高まり、モーゲージ市場の急速な拡大となりました。

また、商業銀行も、期間のミスマッチを回避したり、累積債務問題に端を発する銀行の自己資本規制の強化、これを達成するために資産の圧縮、オフバランス化が必要となったということが、資産の流動化を押し進めていくことになりました。

このほか、投資家の金利選好度の向上、投資銀行、証券会社が新たなビジネス・チャンスとして積極的に取り組んだこと、複雑なシステムを可能にするコンピューター技術の発展といったこともあげられます。

いずれにせよ、資産の流動化、即ち、財産権の移転ということより、トラストがこれに関与する可能性は高く、この意味において、セキュリティゼーションにおけるトラストのかかわりは、アメリカ市場においてみることができます。

3. アメリカにおけるセキュリティゼーション

(1) セキュリティゼーションの二つの方法

以上述べてきました通り、アメリカにおけるセキュリティゼーションは、バランス・シートの資産側 assets の流動化の動きとしてとらえることができます。

この場合のセキュリティゼーションの方法は大別して、2通りあります。一つは、資産又はそのプールに対する不可分持分権を表章する証券の小口分割発行、即ち、パス・スルー証券発行による形態のものであり、もう一つは、資産

又はそのプールを担保に Bond (債券) を発行する形態のものであります。⁽³⁾

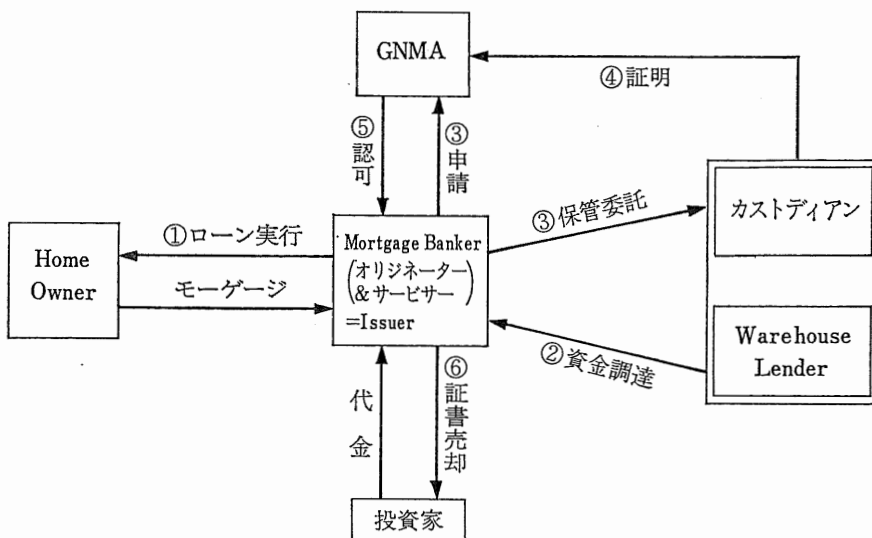
(a) パス・スルー証券発行形態によるセキュリタイゼーションとトラストのかかわり

まず、パス・スルー証券発行による形態についてであります。比較的最近まではセキュリタイゼーションはこの方法によってなされてきました。この方法による代表的なセキュリタイゼーションの仕組みとしては、不動産担保付貸付債権 mortgages のセキュリタイゼーションである GNMA 証券, FNMA 証券, FHLMC 証券があります。これらは政府機関自らが発行するあるいは政府機関の保証がついたパス・スルー証券であります。このほかに政府機関の保証がつかない民間版のモーゲージ・パス・スルーもあります。

これらの仕組みでは、トラストが vehicle (受け皿) として利用されています。では、何故トラストは vehicle として利用されるのでしょうか。それは、税目的上の理由からであるとされています。即ち、税目的上、所有する者とマネージする者との間には分離が必要であり、その分離のためにトラストが利用されます。

ここでのトラストとは、トラスティーが証券の holder に対して fiduciary な関係にたつという意味合いであり、GNMA 証券等ではモーゲージ・ローン

図1 GNMA 証券の仕組み



セキュリタイゼーションと信託

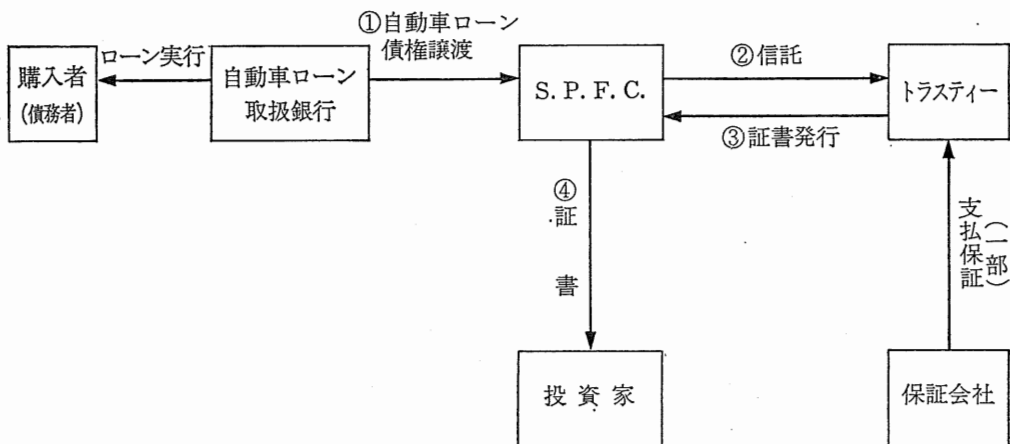
がカストディアンにより保有されます。一方、民間版のパス・スルーではトラストが利用されています。代表的な例として、GNMA 証書の仕組みを図1に掲げておきましたのでご参照ください。

これらの取引では、まず、資産のオリジネーターが、“pooling and servicing agreement” にもとづき、証書の holder の為に、その資産の equity 上の権利をトラスティーやカストディアンに譲渡します。ここで、パス・スルー証書は資産又はそのプールに対する不可分の持分権を表章しています。トラスティーによってこれが発行されている場合には、受益権証書の小口分割といつてよいでしょう。

この仕組みは、連邦所得税法上 grantor trust として扱われます。GNMA 証書のように、トラストを使わず、カストディアンが機能している場合も同様です。⁽⁴⁾ grantor trust として扱われる結果、このトラストは税法上無視され、証書の保有者が直接資産を保有しているものとして扱われます。即ちトラスト段階での課税はなされず二重課税を避けることができます。

以上はモーゲージについてのセキュリタイゼーションにパス・スルー方式が利用されている事例の説明でしたが、自動車ローン債権のセキュリタイゼーションにこの方式が利用されている代表例として CARS (Certificates for Automobile Receivables) があります。その仕組みについては、図2に掲げてありますの

図2 CARS の仕組み



で、ご参照下さい。この仕組みでは、トラストが利用されており、パス・スルー証券の発行は受益権の小口分割であると考えられます。

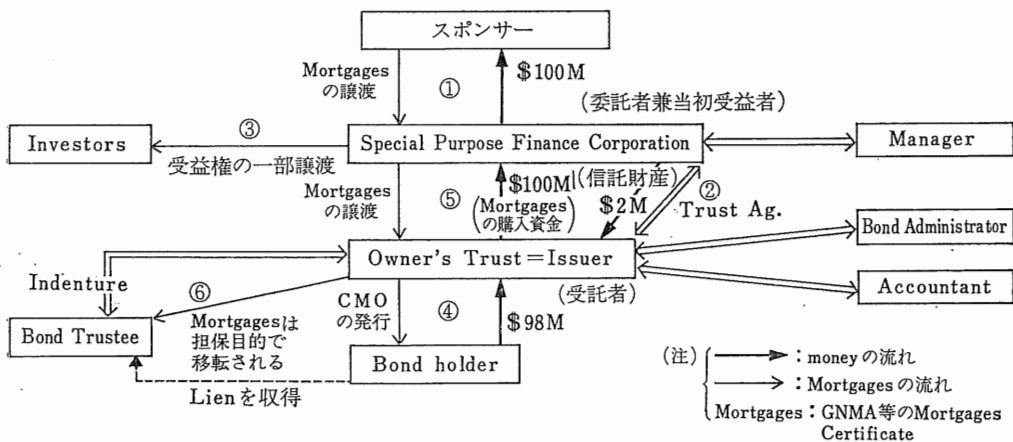
(b) Bond 発行形態によるセキュリタイゼーションとトラストのかかわり

ところでパス・スルー証券発行の形態でトランシュを分け、モーゲージのプリペイメントリスクをあるトランシュに集中するということは、投資家に対するより魅力ある商品の提供となります。

ところが、トランシュを分けること、即ち受益権を複層化することは、税務上の扱いにおいて、grantor trust としては認められず、トラスト段階でも課税される⁽⁵⁾とされたことにより、考えだされ発展してきたのが Bond 発行形態によるセキュリタイゼーションです。

モーゲージのセキュリタイゼーションに関する CMO (Collateralized Mortgage Obligation) がこの形態の代表的事例であります。この仕組みでは、資産を担保に Bond が発行されますが、担保となるモーゲージ等の資産からの cash flow は、償還期限やその他支払条件の異なるいくつかの class に分けることとされており、数種の Bond の発行となります。

図3 CMOの仕組み



- ① Mortgagesの売買 (スポンサー—SPFC)
- ② Trust Ag.の締結 (SPFC—Owner's Trust)
- ③ 受益権の一部譲渡 (SPFC—Investors)
- ④ CMO (Bond)の発行, 同代り金の受領 (Owner's Trust—Bondholder)
- ⑤ CMO発行代り金をもって, Mortgagesを購入 (Owner's Trust—SPFC)
- ⑥ 購入したMortgagesを担保目的で移転 (Owner's Trust—Bond Trustee)

セキュリタイゼーションと信託

CMO については図3にその仕組みを掲げておきましたのでご覧下さい。ここで、Sponsor とはセキュリタイズする資産を保有する会社であります。Bond につき高い格付けをえるためには、Sponsor 倒産時の影響を切断しておく必要があります。このため Sponsor は特別目的の金融子会社 Special Purpose Finance Corporation (S. P. F. C) を設立します。この S. P. F. C が Bond を直接発行するというのが、従前の方法でしたが、税務上、会計上の理由から、現在ではビジネス・トラストである Owner's Trust が Bond を発行するという複雑な仕組みになっています。⁽⁶⁾ また、Owner's Trust は、Bond holder の為の担保として当該資産を管理する Indenture Trustee を庸います。即ちこの仕組みでは、Bond を発行しその支払債務を負うという Owner's Trust と、Bond の担保となる資産を管理する Indenture Trustee という二つのトラストが機能しています。尚この場合、Owner's Trust はトラスト段階での課税がなされないよう仕組まれます。

Bond 発行による形態のセキュリタイゼーションは、モーゲージのほかにも、クレジット債権についての CARDS、リース料債権についての Lease-Backed Notes があり、最近では自動車ローンのセキュリタイゼーションにもこの形態が用いられています。

(2) REMIC の登場

尚、1986年の税法改正により REMIC (the Real Estate Mortgage Investment Conduit)⁽⁷⁾ が認められました。これは税法上の要件に合致する限り、corporation、トラスト、パートナーシップ等いかなる法的形式を用いても、発行者段階での課税はなされないというものです。

この結果、不動産モーゲージのセキュリタイゼーションについては、これを REMIC としておこなう限り、トラストは vehicle の一つにすぎないということになりますが、一方でパス・スルー証書発行の形態でトランシュを分けること、即ち、受益権を複層化しても、トラスト段階での課税はないということにもなりました。

以上、アメリカにおけるセキュリタイゼーションとトラストのかかわりをみてきましたが、要約すれば次の通りであります。

- ①資産をセキュリタイズするにあたり、二重課税を生ずるような仕組みは商品性がなく、これを避けるよう仕組むことがポイントであること
- ②この場合、トラストを vehicle としてパス・スルー証書を発行する形態と、資産を担保として Bond を発行する形態の二つがあり、更に Bond を発行する形態でも、Owner's Trust により Bond を発行させる方法が better であること
- ③最近では、不動産モーゲージに関し、REMIC という税法上の特別の手当てがなされたことより、corporation, トラスト, パートナーシップ等のいずれの形態を使っても発行者段階での課税はなされない扱いとなったこと以上で「アメリカにおけるセキュリタイゼーション」を終わりにして、続いて「日本におけるセキュリタイゼーション」にはいらさせていただきます。

4. 日本におけるセキュリタイゼーション

近年、我が国の企業の資金調達においても直接金融の比重が大きくなってきており、間接金融から直接金融への移行という現象が生じているわけですが、信託制度の利用という観点からは、現状関連性がないものと思われ、詳細は省略させていただきます。

さて、「資産の流動化」の現象についてであります。いまだアメリカにおけるセキュリタイゼーションに比し、その動きは遅いといわざるをえませんが、歴史的にみれば、その先駆的役割を担ってきた代表的商品として、抵当証券、住宅ローン債権信託、住宅抵当証書があげられ、最近では、リース・プロパティ信託、ローン・サブパーティシペーション、更には、累積債務問題に関連して「債務の株式化」の動きもあります。ここでは、日本におけるセキュリタイゼーションの現状として、これらの仕組みを説明いたします。

まず、信託制度が利用されていないものについて簡単に触れておきます。

(1) 信託制度を利用していないもの

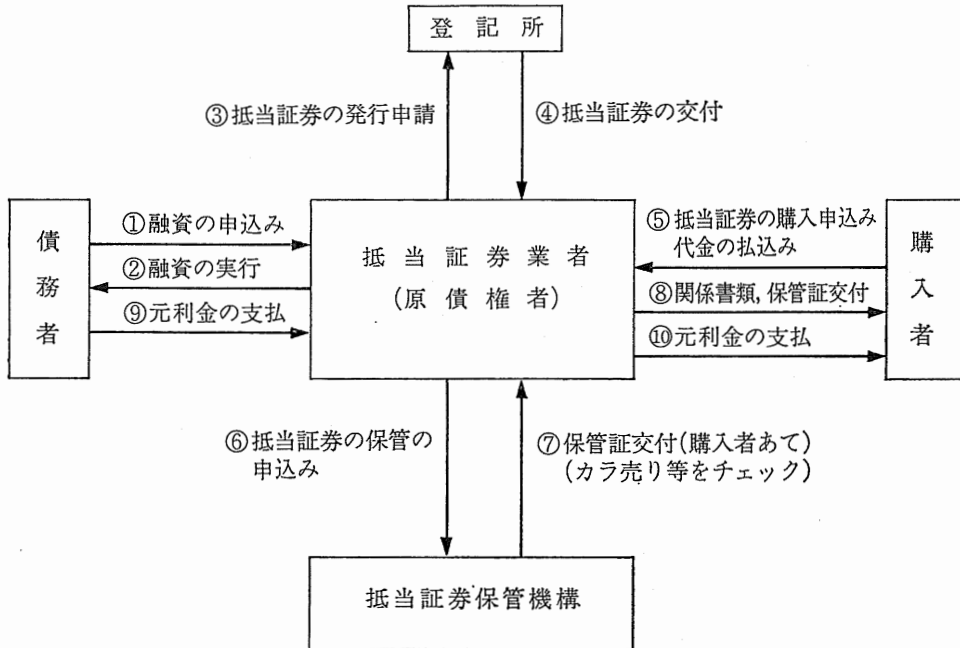
(a) 抵当証券

昭和6年施行の抵当証券法にもとづくものです。その仕組みは抵当証券業者が債務者との間の抵当証券発行の特約に基づき、当該抵当不動産を管轄する登記所に抵当証券発行の申請を行い、登記所より発行された抵当証券を投資家に販売するというものであります。

ここで抵当証券は、一定の抵当権及び被担保債権を表章する有価証券であります。

法施行後あまり利用されていませんでしたが、最近の金利選好の高まり、抵当証券の小口分割等による個人投資家に買いやすい商品として提供されたこと等により、現在ではその販売残高も1兆3,000億円に達するほどの成長をみています。一方で抵当証券自体を購入者に対し交付せず、いわゆる「モーゲージ証書を交付する」という方法がとられていたため、悪質業者による「カラ売り」「二重売り」といった詐欺的行為による被害が問題化し、先の抵当証券業規制法の

図4 抵当証券業規制法施行後の抵当証券の仕組み



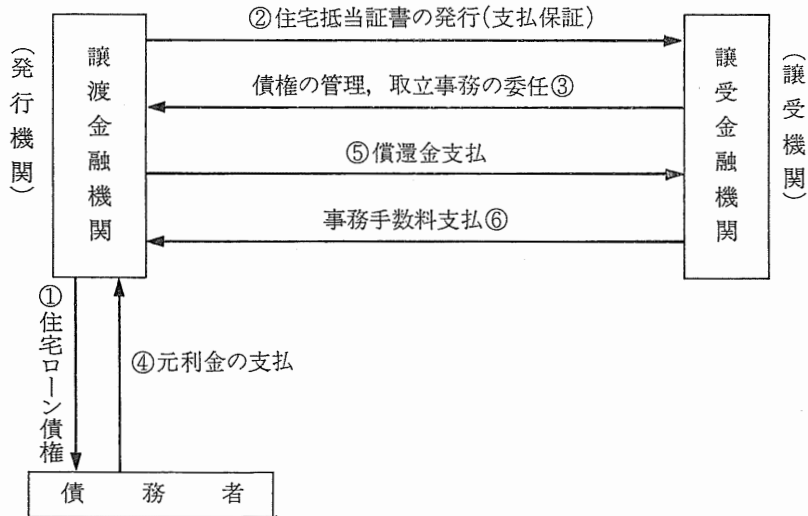
(金融法務事情1173号34頁)

成立をみたことは、ご承知の通りです。これによれば抵当証券保管機構という公益法人を介在させることにより、問題解決を図っております。尚、同法施行後の抵当証券取引の概要は、図4の通りであります。

(b) 住宅抵当証券

不動産金融の流動化の試みの一つとして大蔵省通達により昭和49年に商品化されたものであり、その仕組みは図5の通りであります。

図5 住宅抵当証券の仕組み



これは、銀行等が保有する抵当権付住宅貸付債権のうち条件を同じくする多数のものを一定額にまとめ、住宅抵当証券——これは一種の証拠証券であります——、これを発行して指名債権譲渡の方法に従い、当該住宅貸付債権の譲渡を行うものであります。

この商品については、譲受人が金融機関に限られること、譲受人が住宅抵当証券を資金化するには、証券発行から5年以上経過したうえで、譲渡金融機関に買い戻してもらえない等の制約もあり、残高的には減少傾向にあり制度の改善が検討されています(63年3月現在 1,103億円)。

(c) ローン・サブパーティシペーション

(8)
ローン・サブパーティシペーションは欧米では以前から行われてきましたが、我が国でも、1985年に世界銀行の途上国向け貸付債権を東海銀行が購入したの

がその始まりといわれ、その後相次いで行われている貸付債権の流動化の一手段であります。

この取引は、基礎となる原貸付契約の債権者である貸出銀行(Lead)と、参加銀行(Participant)という金融のプロ同士の Participation Agreement にもとづきなされるものであり、Lead と Participant との関係、この取引の法的性格といったものも、個々の Participation Agreement の内容により異なるものと思われませんが、Participation Agreement には一般に、次の条項を含むものが多いといえましょう。

即ち、

- ①Lead は Participant に、Lead の有する原貸付契約における利益ないし権利の部分的売買を行い、Participant は売買代金を支払う
- ②Borrower に対し、この取引の存在を開示したり、コミュニケーションしたりすることは禁じられており、Participant は Borrower に対し、直接の請求権を有しない
- ③Lead が Borrower から受け取る元利金のうち、この取引の Participant のシェアに相当する部分は、Borrower から Lead に対する支払いがあった場合にのみ Participant に支払われる。Borrower が債務不履行をおこしても、Participant は Lead にその支払いを求めたり、シェアの買い戻しを求めたりすることはできない (without recourse)

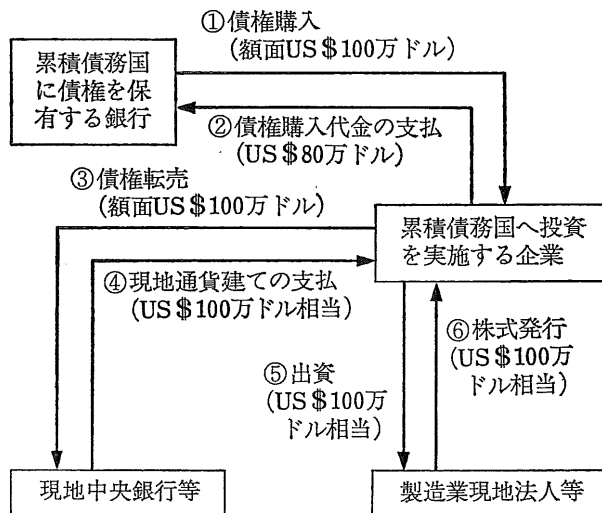
といった条項であります。

(d) 債務の株式化、証券化

発展途上国に対する累積債務問題は、日本の金融機関にとってのみならず、広く世界的問題となっていますが、その解決策の一つとして考え出された方策に、「債務の株式化」「債務の証券化」があります。「債務の株式化」をセキュライゼーションの範ちゅうでとらえることには異論があるかもしれませんが、金融機関の保有する貸付債権の流動化の一局面として簡単に触れておきます。

「債務の株式化」は、メキシコ、フィリピン等債務国によりその構成を若干異にしますが、その代表的なものを図6にかかげておきました。

図6 「債務の株式化」の仕組み



(商事法務1144号5頁)

その仕組みは

- ①債務国向け債権を保有する銀行が、当該債務国へ海外直接投資を行う企業に債権を額面金額より低い価額で売却する
- ②債権譲渡を受けた当該企業は、当該債権を額面価額または額面金額に近い価額で当該債務国政府へ売却しその売却代金を現地通貨建てで取得する
- ③当該企業は現地通貨を当該債務国内の企業の増資または新規投資資金に充当する

というものです。⁽⁹⁾

我が国では、1986年の6月に、日産自動車がメキシコ日産の増資資金を調達するために、これを利用したものが最初であります。

又「債務の証券化」としては、1988年2月のメキシコの例があります。貸付債権が債券(国債)と交換されるということで証券化になりますが、その仕組みは図7のとおりであります。

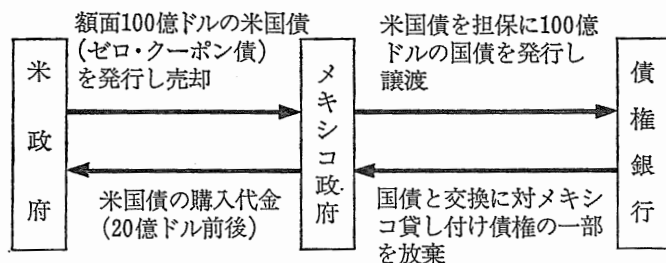
ここでは、

- ①米財務省が額面百億ドルを上限に期間20年のゼロ・クーポン債を発行、メキシコ政府がこれを20億ドル程度で買取る

セキュリタイゼーションと信託

図7 「債務の証券化（債券化）」の仕組み

メキシコ債務軽減の新方式



(62. 12. 31 日本経済新聞)

- ②メキシコは同債券を担保とする期間が同じ20年の新たな債券をドル建てで同じ額面分発行し、債権銀行の持つ貸付債権と交換する
- ③この場合の交換比率は交換を希望する銀行の入札方式により、メキシコに最も有利な条件に決める

という内容です。

日本の金融機関も、この入札に応募しております。

累積債務問題の解決には、このほかいろいろな方策が考えられており、その一つとして信託を利用したものも提案されています。ここでは、世銀グループの一つである国際金融会社 (I. F. C) が受託者となり、委託者兼受益者である貸付債権保有銀行との間で、貸付債権を信託財産とする信託契約を締結し、信託財産である貸付債権を「債務の株式化」のスキームで売却することにより現地通貨⁽¹⁰⁾を取得して、当該債務国の民間企業株式で運用するという内容になっています。

(2) 信託制度を利用しているもの

以上に対し、セキュリタイゼーションに信託が利用されている例として、次のものがあります。

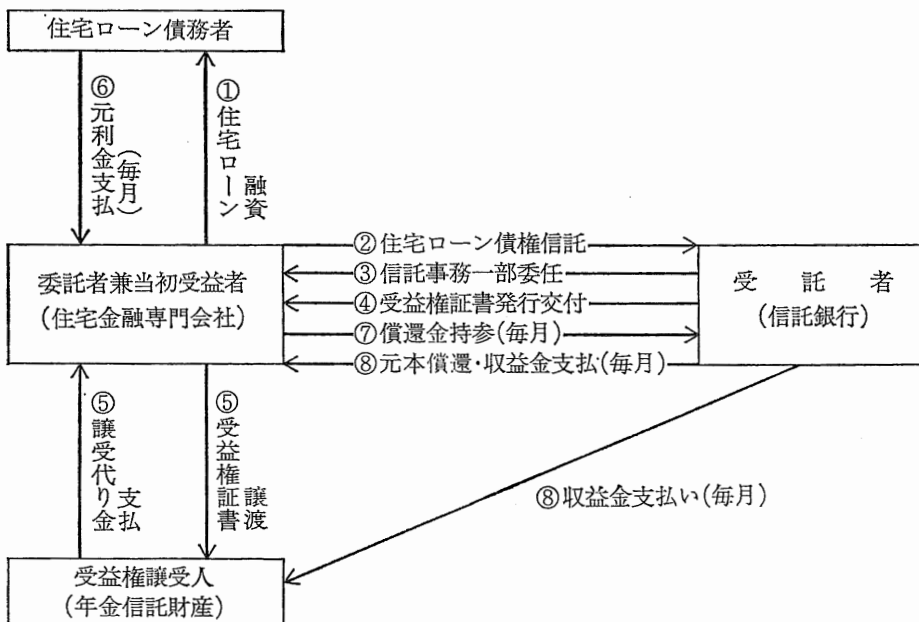
(a) 住宅ローン債権信託

前述の住宅抵当証書の商品化に先立つ昭和48年に、同様に住宅貸付債権の流動化の見地から、商品化された金銭債権の信託の一種です。

住宅ローン債権信託が商品化された背景には、昭和46年頃から相次いで設立された住宅金融専門会社の業容拡大に伴う資金調達手段の多様化の必要があったこと、並びに調達と運用のミス・マッチ回避といったこともあり、住宅貸付債権の流動化が強く要請されていたことがあります。従って委託者も住宅金融専門会社に限られており、また受益権の譲渡先も年金基金等に限られていました。

その仕組みを図8に掲げておきましたので、これにもとづき説明させていただきます。

図8 住宅ローン債権信託の仕組み



- ①まず、委託者兼受益者である住宅金融専門会社は、その保有する住宅ローン債権のうち、貸出期間、利率等条件を同じくするものを一定額にまとめ一定期間信託銀行に信託する
- ②信託銀行は、受託した住宅ローン債権の管理に関する事務の一部（元利金の取立等）を委託者である住宅金融専門会社に委任する
- ③一方、住宅金融専門会社は、この受益権を年金基金等の投資家に譲渡することにより住宅ローン債権の流動化をはかる
- ④住宅金融専門会社が、債務者より取立てた元利金は、信託銀行に引き渡さ

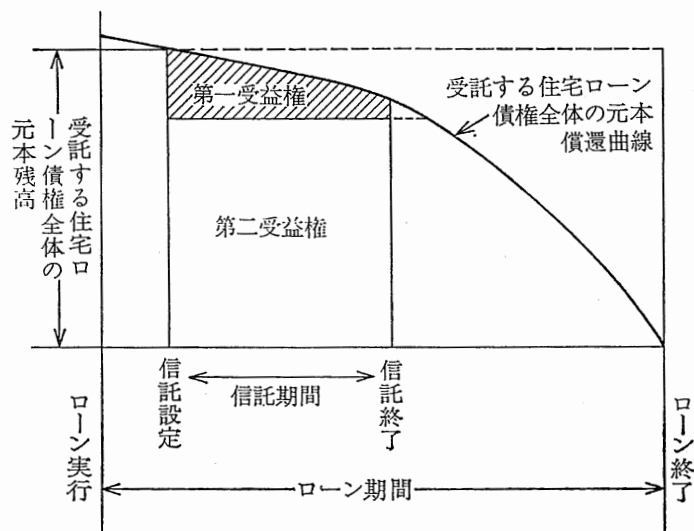
セキュライゼーションと信託

れ、信託銀行は信託報酬、事務委任手数料を差し引いたうえで、受益者に信託の元本及び収益として交付する

⑤尚、信託終了時の処理については、後で述べます。

さて本商品の特色ですが、まず受益権の複層化がなされていることにあります。この点については図9をご覧ください。

図9 住宅ローン債券信託「買い戻し方式」の受益権分割方法



ここでは、信託された複数の住宅ローン債権を、観念的に全体として一つの債権であると考えたうえで、信託期間中、元本の変動する部分、即ち元本の返済を生じる部分と、元本の変動しない部分、即ち元本の返済を生じない部分とに分け、前者を第一受益権元本部分、後者を第二受益権元本部分としたわけです。これは、住宅ローンが通常元利均等返済方式をとっており、毎月又は半年毎の返済により、元本が減少していくという性格を有していることから、受益権を二つに分け元本減少の影響を受けず投資家にとって安定した収益が期待出来る商品（第二受益権）を提供しようという意図のもとに、工夫されたものです。

このように、第一受益権は信託終了時まで委託者が保有し第三者には譲渡されていませんでしたが、その後、第一受益権、第二受益権ともに資金化され、実体面からはこの区別は有名無実のものとなっています。尚、信託期間中、第一受益権の受益者は償還元本とこれに対する収益を受け取り、第二受益権の受

益者は収益のみを受け取ることになります。そして信託終了時には、第一受益権、第二受益権ともに、委託者が残存受益権に対応する信託債権を時価で買い戻すこととされており、受益者には売却代金が現金交付されます。また、信託期間中、信託財産たる住宅ローン債権の一部につき期限前償還あるいは取立不能に陥った時、又はそのおそれがある場合には、受託者は委託者の保有する優良な債権と交換その他の処分ができる仕組みとなっています。そして、「その他の処分」としては、委託者による当該問題債権の買取りの方法があり、この場合買取り代金は第一受益権の優先的償還に充てられます。

本商品のもう一つの特色は、受託者から委託者に対し、信託債権の取立等信託事務の一部委任がなされていることです。この結果ローン債務者は、従来通り委託者に返済すればよく、受託者が取立るとした場合の事務手続上の煩雑さをクリアーしています。尚、事務委任については、信託法26条に定める自己執行義務に抵触しないか、あるいは名義信託にあたるのではないかという点が懸念されましたが、いずれも問題ないものとして解決されており、その詳細は省略させていただきます。

住宅ローン債権信託は制度発足後、昭和57年頃までは急拡大を続け、昭和57年3月末にはその設定残高は6,251億円にも達しましたが、その後の金融緩和基調もあり、現在ではほとんど利用されておらず、昭和63年3月末現在わずか123億円にすぎません。ところで、金融機関の自己資本比率改善の要請等もあり、金融機関が保有する住宅ローン債権についてもその流動化の観点から住宅ローン債権信託の対象となりうるよう、また受益権の譲渡先も広く一般投資家とするべく商品の改善が求められており今般これが認められたことはご承知の通りです。

更にその内容も、現行の住宅金融専門会社を委託者として行っている「買い戻し方式」のほか、オフバランス化の目的から「売り切り方式」をも認めるものとなっています。

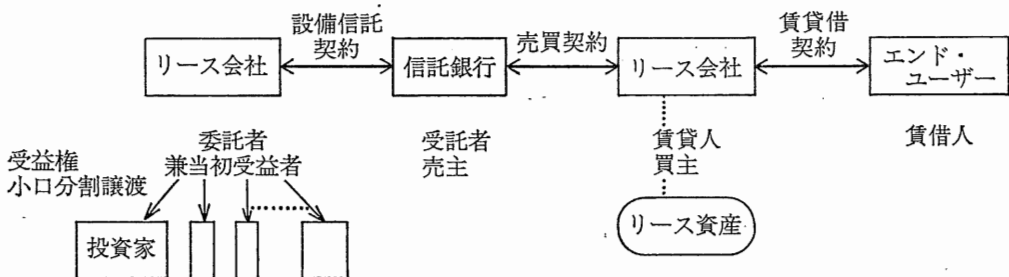
今般の商品改善で問題となったのは、信託法40条に定める受益者の信託事務に関する帳簿閲覧請求権です。受益権譲渡先が年金基金に限られている場合には、いわば内々の相手であり、これが問題となることも事実上なかったわけで

賃貸型の設備信託契約を締結します。尚、設備信託については、既に第4回の信託法学会において報告がなされておりますので、詳細は省略させていただきます。

- ②委託者は、信託することにより得た受益権を直ちに売却し、資産の購入代金を回収します。受益権は信託銀行を通じて小口分割され投資家に売却されます。
- ③信託財産は、信託目的に従い、受託者がリース会社——これは委託者と同一の会社ですが——に対し、信託期間中賃貸し、賃貸借期満了時に売却します。賃貸料収入及び売却代金は、信託約定に従い信託元本あるいは収益として受益者に対し交付されます。
- ④尚、賃借人となったリース会社は、賃貸借の目的物である当該リース資産をエンド・ユーザーに転貸します。

さて、この商品の特色であります。つぎの点が指摘できます。即ち、信託財産であるリース資産の一部につき、信託期間中にエンド・ユーザーによる買取り、あるいはリース資産の使用不能等の事態が生じると、信託約定にもとづき当該信託信託財産の売却時期の繰り上げが生じ、結果として投資家にとっては受益権の繰上償還となって運用リスクが生じます。この為、受益権を複層化し、この種事態が生じた場合に優先して繰上償還がなされる受益権と、この受益権が全額償還されていた場合にはじめて繰上償還の対象となる受益権との二種類に分けています。そして、一般投資家には、後者の受益権が、例えば当初受益権元本価額で10百万円単位に小口分割して譲渡されます。

図11 リース・プロパティ信託（即時処分型）



セキュリタイゼーションと信託

ところで以上は、賃貸型設備信託をもちいたセキュリタイゼーションですが、即時処分型設備信託でこれを考えることもでき、既に商品化されています。その仕組みを図11に掲げておきましたのでご覧ください。

この場合、リース資産は即時に売却されており、延払売買代金債権の取立を行い、受益者に交付することが信託目的となっています。

従って、リース資産、これはもはや信託財産ではなくなっており、これについてエンド・ユーザーによる買取り等の事態が生じても、賃貸型で問題となったような売買代金の支払時期を繰り上げる必要はありません。

また売買代金支払債務の繰上償還はこれを認めない旨売買契約で約定されていますので結局受益権を複層化する必要はなく、均質な受益権の小口分割という仕組みとなっています。尚、債務の期限前返済を認めないという約定が公序良俗に反しないかが問題となりえますが、受益権の投資家への売却ということによる資金の回収が当初から予定されている仕組み商品でもあり、問題ないものと考えています。

(c) オート・ローン債権信託

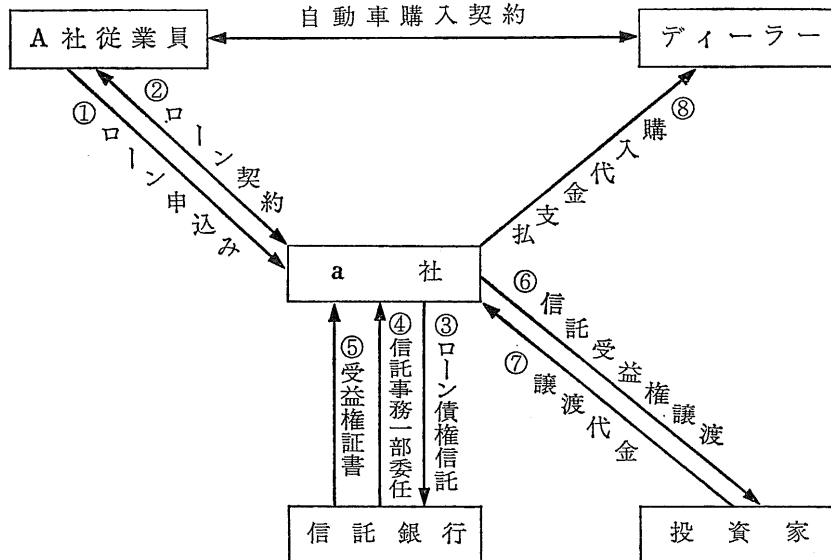
自動車ローン債権のセキュリタイゼーションである CARS は 1985 年に開発されていますが、我が国でも、これより早く、住友信託銀行において1984年9月に、これをオート・ローン債権信託として商品化しています。

もっとも、これはある特定の企業(A社)がその従業員に対する自動車取得資金の融資制度を福利厚生制度の一環として設けるということ、その企業の子会社(a社)の業務範囲の拡大(貸金業を営む)という目的があったこと等、当事者のニーズが合致したところに成立したものであり、一般的な商品となるまでにはいたっていません。

しかしながら、本商品の主たる目的は、a社の保有する自動車ローン債権を資金化することであり、セキュリタイゼーションの一事例とみることができましょう。

その仕組みは、図12に掲げてありますのでご覧ください。基本的には、住宅ローン債権信託の構成に同じですが、個々の自動車ローン債権が少額かつ短期

図12 オート・ローン債権信託の仕組み



間でもあることより、住宅ローン債権信託の受益権のように、これを二つに分割することはせず、全債権の回収までを信託期間としています。また委託者が有する自動車ローン債権は、当初から全額を資金化することが予定されていることから、仮に信託された自動車ローン債権の一部に取立不能等の事態が生じても、住宅ローン債権信託におけるような、委託者の有する他の債権との交換といった方法はとることができません。結局この場合には、委託者が当該信託債権を買い戻す、即ち with recourse 方式により、投資家の保護をはかっています。

(d) 商業用不動産共有持分権の管理処分信託

これは、昭和62年に住友信託銀行により最初に商品化されその後かなりの実例をみているもので、ディベロッパー等からみれば、資産の流動化ですが、投資家からみれば一種の不動産投資の変形として考えられる商品です。

その仕組みは、

- ①まず、ディベロッパーがゼネコン等に商業用不動産の建築を発注する
- ②ディベロッパーは土地建物の所有権を小口分割して、投資家に共有持分権として分譲する

セキュリタイゼーションと信託

- ③次に、各投資家は信託銀行との間で各自が保有する不動産共有持分権を信託財産として、同様に信託された他の不動産共有持分権との一体的な管理および処分を目的とする信託契約を締結する
- ④信託銀行は、信託された共有持分権の全体、即ちビル全体あるいはビルの何階以上といった区分所有建物の全体を賃貸し、信託期間終了時、例えば10年後に、これを第三者に一括売却する
- ⑤受託者が受け取った賃貸料あるいは売却代金は、各投資家に対し、信託された共有持分権の割合に応じて、信託収益あるいは信託元本として交付される

というものです。

この商品の特色は

商業用不動産の所有権を小口分割化することで一般投資家にとって、投資の対象として考えうる商品につくりあげたこと

投資家にとって、借入金利子、減価償却費等の経費控除といった税務上のメリットがあること

信託制度を利用することで、個々の共有持分権の管理・運用に伴う種々の問題点をクリアーし、より効率的、有利な管理、運用ができるようにしたこと

信託終了時に信託財産の一体的処分を行うということで、信託終了後の共有持分権者による共有物の管理といった問題をクリアーしていることがあげられます。

もっとも本商品は、税務上昭和61年7月9日付の国税庁通達（土地信託通達）に従った商品として仕組まれており、受益権自体の流通は予定されておらず、資産の流動化といっても限定的なものにとどまっています。この点で、土地信託の受益権同様、今後の商品性の改善がのぞまれます。

商品化にあたっての法律上の問題点としては、まず不動産共有持分権の一体的管理がなされることより信託法28条の分別管理義務に抵触しないかという点がありますが、効率的な運用の為に他の信託財産たる共有持分権との一体的な

管理処分が信託目的として掲げられているのであり、分別管理はそもそも問題となりえないと考えております。

次に、受託者としての管理事務遂行並びに最終処分時の価格への悪影響を避けるということから、共有持分権の全体について信託を受ける必要があり、共有持分権の分譲を行う際に、物件引渡後直ちに信託を設定することを条件に販売しています。この点で、独占禁止法19条で禁止している不公正な取引方法のうち一般指定10として掲げてある「抱き合わせ販売等」に該当するのではないかという疑義がありましたが、このように物件の管理方法を特定することが購入者の利益となることより、問題ないとの見解をえております。

5. おわりに——将来の展望

以上日本におけるセキュリタイゼーションの現状をみてきたわけですが、最後に、今後資産の流動化の面でセキュリタイゼーションはどのように進展するのか、信託はこの流れに対しどのようにかかわっていくのかといった将来の展望について若干の私見を述べさせていただきます。

まず、国際的な銀行システムの安定性の確保の見地から、昨年12月、国際決済銀行(BIS)クック委員会の定めた国際自己資本比率規制が我が国にも適用されることより、当該規制の対象となる我が国の主要金融機関は、定められた基準達成の為、資本、資産の両面で相当な努力を強いられることとなります。

その為の施策としては、増資あるいは転換社債発行等による自己資本の充実、手数料、fee 収入等のオフ・バランス収益の増加、リスク・ウエートの低い資産へのソフト、資産の伸びの抑制といったものと並んで資産の流動化が挙げられています。従って、金融機関の保有する資産の大層を占める貸付債権の流動化が問題となってくるわけです。

一方、一般企業にとっても、資産の流動化は、資金調達手段の多様化となる、あるいは新たな資産取得を可能とするといったことは勿論、財務諸表上、負債の増加を抑制することとなり財務諸表比率の改善につながることであり、社債発

セキュリタイゼーションと信託

行等による調達を考えた場合の格付けの問題にも影響してくる効果があります。

このような資産の流動化のニーズに対し、信託はどのようなかわりかたをするのかについては、アメリカにおけるセキュリタイゼーションの例が参考になると思われます。

即ち、住宅ローン債権、自動車ローン債権、クレジット債権といった、一件毎は少額でリスクも様々なものでも、多数束ねることによって統計的に大数の法則が働き、リスクを確率的に判断できることとなります。この点でこれら資産は流動化するにあたり一般投資家の投資対象として考えやすい商品に仕組むことができます。そしてこれを仕組むにあたって、信託を利用することはつぎの点で有意義と思われ⁽¹³⁾ます。

①まず、信託は税務上、実質所得者課税の原則に従い⁽¹⁴⁾導管とみなされ、当該信託財産から生ずる所得は受益者にパス・スルーされます。即ち、受託者段階での課税はなされず、二重課税とならないというメリットを享受できます。アメリカにおいても、トラストを税務上のメリットをえるための vehicle として利用していましたが、日本でも同様に考えることができると思います。

②また既に住宅ローン債権信託、リース・プロパティ信託においてみられるように、受益権を複層化することも、税務上何ら問題ないものと考えられます。

③GNMA 証書におけるように、トラストの代わりにカストディアンを利用し、資産の所有者である Sponsor がパス・スルー証書を発行するといった構成は、日本破産法上の扱いでは、Sponsor 倒産時における財産の分離扱いがうけられないことより、投資家保護の為にはどうしても CARS におけるような信託を利用した構成で考えざるをえないと思われ⁽¹⁵⁾ます。また、信託構成で考えた場合、あえて S. P. F. C を設立し、これを委託者として構成する必要はないと思われ⁽¹⁶⁾ます。

④また、S. P. F. C を設立し、これが投資家向けに社債 (Bond) を発行するといった仕組みを考えた場合、次の点で問題になると考えられています⁽¹⁶⁾。

即ち、

法人段階での課税は避けられないこと

Bond を発行し、投資家から資金を受け入れる行為がいわゆる出資法2条に定める預り金の禁止に触れるのではないかということ

そもそもこのような会社が社債を一般投資家向けに発行するという事は適債基準の見地から困難と思われること

- ⑤尚、信託と同様、発行者段階で課税されないというメリットをえられるものとして匿名組合がありますが、一般投資家向けの商品を提供する手段としては、なじまないと考えられています。

ところで、住宅ローン債権等とは異なり、事業会社に対する一般貸付債権を一般投資家向けの商品として仕組むことは、その必要性にもかかわらず困難ではないかとの指摘がなされています⁽¹⁷⁾。これは、一般貸付債権は一件毎の金額が比較的大きく、しかも各企業の経営内容も多種多様であり、个性的であるということより、これらを少し束ねても大数の法則が働かず、確率的な信用リスク、期限前償還リスク等の判断ができないことによるとされており、一般貸付債権の流動化はローン・サブパーティシペーションのような、プロとプロとの間の相対取引によらざるをえないとされています。

思うに、これを一般投資家向けに仕組むためには、保証会社による一定部分の保証あるいは保険といったような信用補強を構ずる必要もあるでしょう。一方で、セキュリタイゼーションの本質が「金融の市場化」といったことにある以上、投資家の自己責任原則の確立等取引環境の整備も求められているともいえましょう。

いずれにせよ我が国においては、資産の流動化は、これから新局面を迎えるわけであり、その流れのなかで信託は重要な機能を発揮することができ、また期待されているものと思われます。

本報告では、セキュリタイゼーションと信託とのかかわりを中心に報告いたしました。何分セキュリタイゼーションそれ自体大テーマであり、その事例

セキュリタイゼーションと信託

の紹介に終始してしまっただけならはございますが、本報告が今後のセキュリタイゼーションの進展において信託制度の利用を考える場合、何らかの参考になれば幸甚に存じます。

- (1) 松田清人「金融」86年8月号14頁。尚、セキュリタイゼーション一般についての参考文献としては、次のものがある。

川村雄介 = 下井雅裕・金融の証券化

松井和夫・セキュリタイゼーション——金融の証券化

- (2) 川村 = 下井・前掲書1頁。

- (3) アメリカにおけるセキュリタイゼーションについては、専ら、1987年9月の商事信託研究会による海外視察の際の大手弁護士事務所 Milbank, Tweed, Hadley & McCloy における聴取内容に拠っている。

- (4) トラストの連邦所得課税上の扱いは次の通りである。

〈トラスト一般〉

連邦所得課税に関し、トラストは通常、納税者とみなされる。

トラストがその得た所得を当該期に全部受益者に分配してしまう形態のものであれば、その限度で受益者に課税される（受益者に支払われた後の残余の所得部分については、トラストに対して課税される）。

所得がトラストによって蓄積されている場合には、トラストがその受け取った所得について課税される。この場合、当該所得が受益者に交付された時に、special throwback rule により受益者に対する課税がなされる。

〈grantor trust〉

以上の通り、原則としてトラストは独立した納税実体として連邦所得税法上認められるが、grantor（譲与者 = 設定者）がトラストに関し経済的利益又は重要な管理権限を有するような場合に、トラストが税務上別個の存在であることを利用し、より低い課税区分上の納税者に所得をシフトすることに使われることを防ぐため、いわゆる grantor trust ルールが制定されている（内国歳入法 671条～679条）。

grantor trust にあたれば、税務上、トラストの課税実体を否定し、grantor 等の実質的所有者が信託資産を所有するものとして、自らの税の申告に際し、信託資産からの所得を算入しなければならない。

パス・スルー証書の保有者は、厳密な意味では、信託の grantor (設定者) ではないが、税務上の扱いでは grantor とみなされる。

- (5) 1986年3月に発効した、いわゆるシアーズ・レギュレーション (財務省規則 301, 7701条4(c)) により、この点が法律上明確にされた。
- (6) 従前は、S. P. F. C による Bond の直接発行がなされていたが、会計原則の変更 (親会社と子会社は別の事業を行ってれば、会計処理上連結の対象となることを避けることができたが、これが変更され、別の事業を行っていることでは、連結をのがれることができなくなった) により、連結を避けるには、50%未満の株式保有の子会社とせざるをえない。一方で、S. P. F. C 段階で課税がなされることを避けるためには、親会社の被支配グループ (これは税務上赤字法人が多い) との連結納税申告の対象となることが有利であるが、このためには、S. P. F. C の株式の80%以上が Sponsor にもたれていなければならないという税務上の要請があった。

このような、会計上の要請と税務上の要請との矛盾があり、S. P. F. C による発行をやめ、Owner's Trust による発行がなされるようになった。この場合、Owner's Trust は、税務上、パートナー・シップとして取り扱われるように構成することで発行者段階での課税はなされないよう仕組まれる。

また当初受益者たる S. P. F. C はその受益権の50%以上を投資家に売却することで、会計処理上連結の対象となることを避けることができる。この場合、パートナーシップではなく、トラスト形態をとるのは、ジェネラル・パートナーの破産や死亡によるパートナーシップの解散のリスクを避けるためである。

- (7) REMIC については金子栄作他・不動産の証券化 109頁以下。
- (8) ローン・サブパーティシペーションについては、松岡宏明・金融法務事情 1131号 14頁以下、同 1132号 30頁以下が詳しい。
- (9) 安本皓信・商事法務 1144号 4頁。
- (10) 安本・前掲書 6頁。
- (11) その後の検討を踏まえて、モデル信託約定では、次の規定を置いている。

第 条 (信託債権の明細の閲覧)

受託者は、受益者から請求のあった場合は、信託債権の債務者にかかる個人情報保護を必要があると認められる場合を除き、受託者の本店〇〇部において、営業時間内いつでも信託債権の明細を受益者の閲覧に供するものとします。

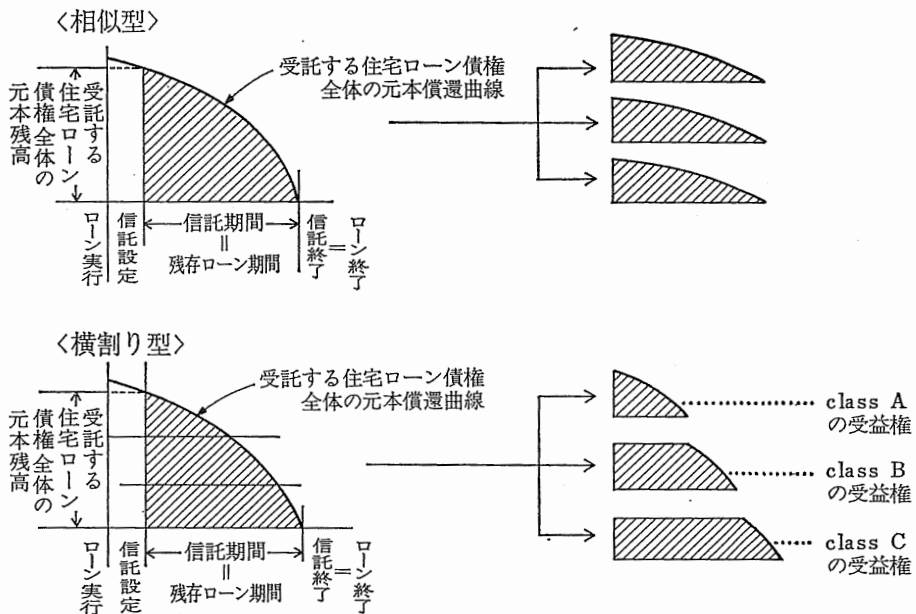
セキユリタイゼーションと信託

(12) 「売り切り方式」については、その後の検討を経て、次の様なスキームで商品化されている。

即ち、この方式では、デフォルト時等に債権の交換を行うことが予定されていないことより、投資家保護の観点から、買戻方式と異なり、保証会社保証付、保険会社保険付の住宅ローン債権を対象を限定している。

更に、受益権の分割方法については、当面、「相似型」と「横割り型」(図13参照)の二方式で対応することとなっている。

図13 住宅ローン債券信託「売り切り方式」の受益権分割方法



ここで「相似型」とは、原債権の元金通減カーブに相似した受益権に小口分割する方法であり、分割後の各受益権は均質である。即ち、受益権の期間、信託配当率、元本償還の充当順位は同一である。

一方「横割り型」とは、受益権の複層化がなされるものであり、受益権は想定される存続期間に応じ分割される。デフォルト時の保証会社等からの支払、あるいは債務者による任意の繰上償還を含め、元本償還は、期間の短い受益権(図13では class A の受益権)から充当していくことになる。この場合、期間に応じ各 class の受益権の信託配当率に格差を設けることも可能である。

また、分割された各 class 受益権を、更に相似型同様、均質な受益権に小口分割することも可能である。

(13) セキユリタイゼーションには種々の方法があり、信託を利用する方法もその

一つにすぎないが、次の点で他の方法によるセキュリタイゼーションとの差異があると思われる。

まず、「資産そのものを小口分割し流動化する方法」で考えた場合、一般投資家に対しては、当該資産の共有持分あるいは準共有持分の譲渡となるものと思われるが、この場合の譲渡方法、対抗要件具備は、債権、動産、不動産といった資産の内容に従い、それぞれ必要とされる手続を踏む、あるいは留意することになる。これは、オープン市場で流動化する方法としては限界があるものと思われる。また、流動化した資産について生じた諸事態、例えば住宅ローン債権の流動化のケースでは、毎月の元利払いがなされれば、その支払いに応じ各投資家に対して金銭の支払いをすべきことになるし、プリペイメントが発生すれば、その効果も直接各投資家に対し均等に帰属するといったように管理面も煩雑になるものと思われる。

そこで、「資産と投資家との間に何らかの仕掛けを置く方法」が考えられることになる。この場合、留意しなければならないのは、Sponsor 倒産時の破産法上の分離扱いがえられるかといった投資家保護の問題であり、また仕掛けを置くことにより、二重課税となるといったような構成では商品性に問題があるといった点である。

この点、信託を利用する仕組みは、抵当証券のような特別立法も不要であるし、制度の法律構成も比較的簡明かつ法的安定性を高く、また柔軟な対応もできると考えられる。例えば、流通面で考えれば、その対象は受益権であり、これは指名債権譲渡の方法で譲渡でき、流動化するのは容易であると思われる。また、プリペイメントリスクの問題も、受益権の複層化で対応でき、税務面あるいは投資家保護といった点でもメリットがあることは本文に述べた通りである。

(14) 所得税法 13 条, 法人税法 12 条。

(15) 連邦破産法 541 条 d 項では、mortgage 等の equity 上の権利の譲渡は連邦破産法上の扱いにおいて、充分保護されており、GNMA 証書のように、カस्टディアンを利用した構成でも、財産の分離扱いがえられることより投資家保護に問題はない。

[参考] 連邦破産法 541 条 d 項

(d) 手続開始当時、債務者がすでに売却してしまった不動産につき有する譲渡抵当または譲渡抵当についての権利のように普通法上の権原のみを有し、衡平法

セキュリタイゼーションと信託

上の権利を有しない場合には、もとよりその普通法上の権原は、本条 a 項により財団財産となるが、債務者に帰属していなかった衡平法上の権利までもが財団財産となるものではない。(高木新二郎・米国新倒産法概説 258 頁)

もっとも、銀行、貯蓄銀行、S & L 等の金融機関については、連邦破産法上の債務者適格を有せず(連邦破産法 109 条 b 項 2 号)、別途の法規則に服することとされているが、基本的には同じ扱いとなるものと推測される。

なお、信託利用による財産の分離扱いという効果については、これを投資家サイドからみれば、投資対象となる受益権が、委託者倒産時の影響から切り離された独立財産により裏打ち(担保)されているということであり、信託の担保的機能の利用としてとらえることもできよう。

(16) 小野傑 = 上野正裕・月刊金融ジャーナル 1988 年 4 月号 31 頁。

(17) 真壁哲夫・63. 5. 2 金融財政事情 46 頁。

附 記

本稿は第13回信託法学会において発表の機会を与えられました原稿をほぼそのままの内容にて掲載させていただきました。学会における報告後、林良平京都大学名誉教授、東京大学神田秀樹助教授および大和銀行真々田隆氏より貴重な御質問、御教示を賜りましたことは、身に余る光栄であり、深く感謝申し上げます。また当日ご司会をいただきました大阪谷公雄大阪大学名誉教授には、研究発表の原稿作成の時より、ご指導を賜わり、ここに改めて深く感謝申し上げます。

なお、当日、ご質問あるいはご教示賜りました諸点のいくつかにつきましては、本稿の脚注において、言及させていただきました。

(住友信託銀行法務部調査役)

