

# 資産の流動化・証券化における信託の役割

大海 徹

## 目次

- I はじめに
- II クレジット・カード債権信託の概要
- III 証券化における信託の特長
- IV 信託の役割と課題
  - 1. 設定段階
    - (1) 信託財産の特定
    - (2) 信託譲渡と委託者の信用リスク
  - 2. 受益証券の発行と管理の段階
    - (1) 受益権の複層化と公平義務
    - (2) サービサー等の職務と責任
    - (3) 受益者の権利行使について
  - 3. 受益証券の償還と終了の段階
    - (1) 償還の構造
    - (2) 信託終了と残存する信託財産の帰属
- V おわりに

## I はじめに

「金融の証券化」には二つの現象が含まれる<sup>(1)</sup>。ひとつは、コマーシャル・ペーパーの発行による短期資金の調達、あるいは株式や社債の発行による長期資金の調達など、間接金融から直接金融へシフトする現象であり、「企業金融の証券化」と呼ばれるものである。いまひとつは、貸付債権等の資産を流動化して、不特定多数の投資家から資金調達を行う、「資産金融の証券化」と言われるものである。「企業金融の証券化」が、証券を発行する企業等の信用に基づ

いて資金調達を行うのに対し、「資産金融の証券化」は、特定の資産を原所有者である企業等から分離し、企業の信用ではなく当該資産のキャッシュ・フローを基礎として、資金調達を行うことに特徴がある。資産を引き当てとする証券化のスキームでは、こうした特徴を実現するため、当該資産と投資家を結び付ける何らかの「仕組み」を作らなければならない。

本稿では、この「資産金融の証券化」の「仕組み」のなかで、特に、多数の金銭債権を一つのプール・ファンドとして、その金銭債権を流動化・証券化する手法における信託の役割や課題を考察する。

金銭債権の流動化および証券化については、この分野の先進国である欧米の諸事情や事例が数多く紹介されており、わが国においても、抵当証券、住宅ローン債権信託、住宅抵当証書など従来からの手法に加えて、金融機関の一般貸付債権の流動化方式に一般貸付債権信託が新たに加えられたことなど、多様な手法が導入されつつある。<sup>(2)(3)</sup>

資産を証券化するための「仕組み」として、米国ではトラストの他にパートナーシップ、株式会社などが利用されている。トラストが利用されるスキームにもいくつかのものがあるが、近年、米国において盛んに設定されているクレジット・カード債権信託のスキームを参考にしながら、多数の金銭債権を信託の手法を活用して流動化および証券化する場合の信託の役割と、信託の設定から償還および終了の各段階における問題点について検討する。

- (1) 平成元年5月31日「証券取引審議会基本問題研究会中間報告書」、第1章金融の証券化の現状とその背景(56頁～57頁)を参照。
- (2) 平成5年6月1日から施行された「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」(以下「特定債権法」という)により、リース・クレジット債権等の特定債権について債権流動化の法的枠組が整備された。特定債権法ではリース債権等を特別目的会社に譲渡し譲渡債権を小口化する「譲渡方式」、信託して信託受益権を小口化する「信託方式」、組合財産として組合の持分とする「組合方式」の3方式を対象としている。
- (3) 平成4年12月1日「金融機関の貸付債権の流動化自己資本比率向上等につい

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

て」通達の一部改正（蔵銀第2072号）により、金融機関の住宅ローン債権および地方公共団体等向け貸付債権を除く一般貸付債権の流動化に信託方式が導入された。

- (4) 米国におけるセキュライゼーションに関するトラストのかかわりについては、天野佳洋「セキュライゼーションと信託」信託法研究第13号を参照。

## Ⅱ クレジット・カード債権信託の概要

最初に、米国において金銭債権を流動化・証券化する際の基本的な仕組みについて、クレジットカード債権の証券化を例にとりて説明する。

資産の流動化および証券化の基本的な仕組みは、図1にあるように、原債権者が所有している多数の金銭債権を一つの資産のプールにまとめるための器をつくり、この器に譲渡された資産から生じるキャッシュ・フローを収入源として受益証券などの証券を発行し、投資家に売却することによって、資金調達をはかることとなる。資産金融型証券のスキームのためには、次の3つの要件が必要と考えられる。

第一は、原債権者から、その資産が法的に切り離されていること。

第二に、切り離された資産から発生する収入のみに依存した仕組みとすること。

第三に、資産のプールに組み込まれる債権は、多数、小口が原則であり、「大数の法則」に従うことによりリスク分散が図られていること。

このような「器」を提供する「仕組み」として、米国では株式会社、トラスト、パートナーシップなどが利用されている。このうち、トラストを活用している事例として、Certificate of Amortizing Revolving Debts の頭文字をとって CARDS という名称で呼ばれているクレジットカード債権の証券化スキームがある。(トラストにも、連邦所得税法などの規定による税務処理の関係などにより、グラントーラスト、オーナートラストなどの区分が存在する。)<sup>(5)</sup>

米国における証券化の動きは、住宅用モーゲージ・ローンの証券化に始まり、続いてリース債権、自動車ローンなどが証券化された。この中で、CARDS は、

図1 基本的な仕組み

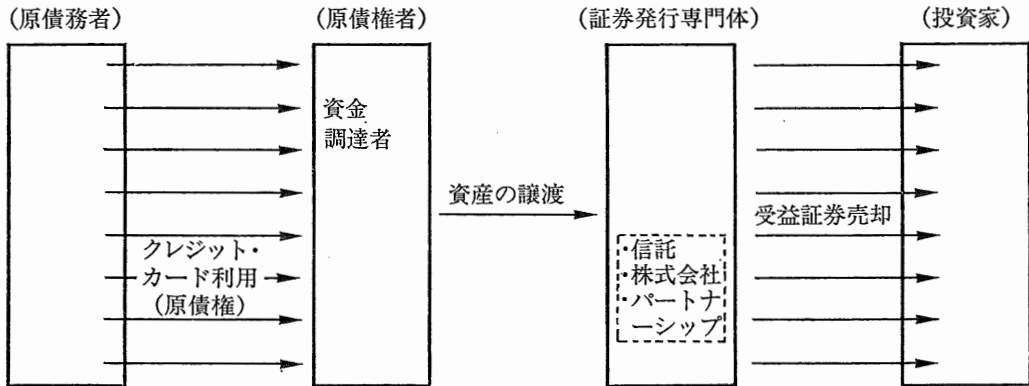
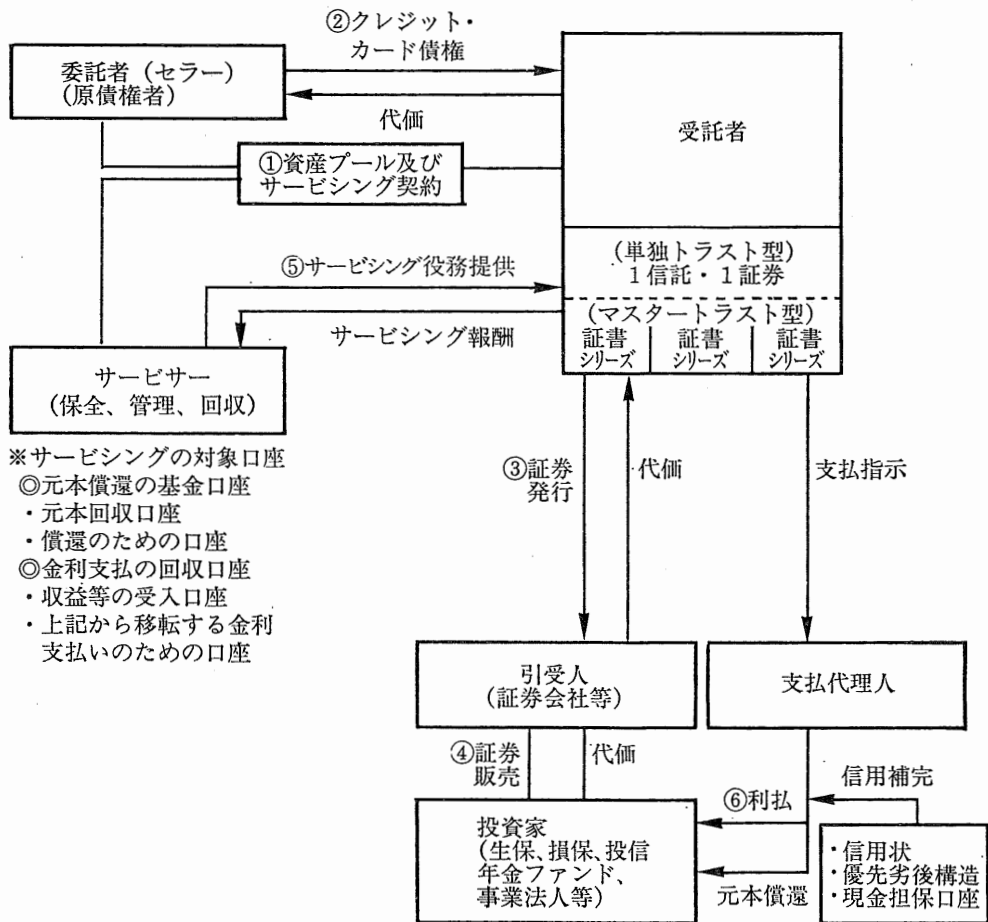


図2 クレジット・カード債権信託の仕組図



## 資産の流動化・証券化における信託の役割

1980年代後半に銀行が保有しているクレジット・カード債権を流動化する証券化商品として開発され、第一号は、1986年バンクワンコープを発行者とし、ソロモン・ブラザースが引受人となった、私募形式の5千万ドルである。その後発行額は急速に拡大し、1991年度の実発行額は約200億ドルで、モーゲージを除く資産金融型証券の約40%を占める。CARDsを発行する金融機関の主な目的は、BIS規制をクリアーするため、金融資産のオフバランス化により自己資本比率を向上させること、あるいは、資金調達に際して本体より高い格付けを得て、調達コストの低減を図ることである。

米国において発行されているクレジット・カードは、デパート、ガソリンスタンドなどが発行し用途が限定されたリテラーカードと、一部の高額所得者用のプレミアムカード、およびMaster CardやVISAのような一般消費者向けに銀行が発行するカードに分類される。このうち、主にCARDsの対象となるのは、銀行が発行するクレジット・カードの利用者に対する債権である。また、クレジット・カード債権は、使用額が一括して支払われるコンビニエンス・ユーザーに係る債権と、利用者は請求額の一部を支払い残額についてはローンを受け、銀行に元本と利息を支払っていくリボルビング・ユーザーに係る債権に分かれる。CARDsにより流動化されたのは、このリボルビング・ユーザーに係る元本及び利息の受取債権である。

クレジット・カード債権信託の基本的な仕組みについて述べると、まず、セラーといわれる委託者と受託者、および債権を管理するサービスの3者<sup>(6)</sup>の間で、基本契約となるPOOLING & SERVICING AGREEMENT（以下「基本協定者」という）を締結する。そして、セラーが一定の基準に基づいて選定したクレジット・カード債権が、信託財産として受託者に譲渡される（図2）。

例えば、加入期間が1年以上、過去一定期間内に支払遅延がない、信用限度額が一定金額以下、国内居住者などといった一定の基準を満たすものが「適格口座」として選定され、信託設定日における個々の適格口座のクレジット・カード債権残高の合計額が設定額となり、委託者から受託者に譲渡される。さらにその後、信託終了日までその適格口座に発生するクレジット・カード債権は、

自動的にトラストに譲渡されていく。

受託者は譲渡される債権の内容について、適格口座の債権であるかどうかをチェックし、非適格口座の債権である場合は、委託者に返却する義務を負っている。また、元本部分が一定額を下回った場合は、委託者は適格口座を追加信託しなければならない。

このスキームにおいては、原債権であるクレジット・カード債権のポートフォリオの信用が、発行される証券の信用にとって極めて重要であるため、発行時の投資家向け目論見書には、全体の収益率や貸倒率の他に、残高別の口座数や口座開設時点からの経過期間別の口数、およびその貸倒率などがディスクローズされている。

発行される受益証券は、信託財産に対する不可分持分権を表象しており、受益者は各々の持分に応じて元利金を受け取る権利を持つ。

受益証券は投資家に発行される投資家持分と委託者が保有するセラー持分に区分される。これは、信託されているクレジット・カード債権の残額が、適格口座のカード利用者の返済額および利用額によって変動するので、投資家持分の額に影響を与えないようにするためである。このセラー持分が投資家持分の一定率<sup>(7)</sup>を下回った場合には、委託者により追加口座が行われる旨、基本協定書に明記されている。

投資家持分となる受益証券は、投資家に対する信用補完のひとつとして元本償還順位と収益配当率についてクラスA、クラスBというような優先・劣後構造をもっている。その他、信用補完のため銀行による信用状、現金担保口座などが設定されている。信託設定後の運営は、他の証券化スキームと同様に、クレジット・カード債権信託においても受託者だけでなく、サービサーおよびその他エイジェントが共同してトラストを運営している。

サービサーは、受取債権の管理、カード保有者からの集金、回収不能な受取債権の償却、投資家への元利金の支払いなどを行い、受託者は信託財産の管理とサービサーの監督・管理を併せて行う。受託者とサービサーの法的な関係について後に検討する。その他クレジット・カード債権信託の特徴としては、受

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

益証券の期間に収益配当のみが行われるリボルビング期間と配当とともに元本償還が行われるアモチゼーション期間に区分される。

- (5) 米国におけるトラストの連邦所得課税上の取扱いについては、天野・前掲「セキュリティゼーションと信託」(111頁～112頁)を参照。
- (6) クレジット・カード債権証券化については、次の POOLING AND SERVICING AGREEMENT PROSPECTUS 等を参考とした。
  - ・ CITIBANK (SOUTH DAKOTA) N. A.: POOLING AND SERVICING AGREEMENT
  - ・ STANDARD CREDIT CARD TRSUT 1990-1: POOLING AND SERVICING AGREEMENT
  - ・ MBNA CREDIT CARD TRSUT 1991-A: PROSPECTUS
- (7) CITIBANK (SOUTH DAKOTA) N. A.: POOLING AND SERVICING AGREEMENT 及び STANDARD CREDIT CARD TRSUT 1990-1: POOLING AND SERVICING AGREEMENT では、セラー持分が全元本額の7%未満となったときは、2か月以内にセラー持分が10%以上になるように、委託者は追加口座を信託しなければならない旨、規定されている。

### Ⅲ 証券化における信託の特長

資産の証券化に関し、信託を利用することの長所や信託の果たす役割について考察する。例えば、クレジット・カード債権であれば、多数の債権をひとつのプールにして、法律上独立したものとして区別できるような器と、プールされた債権を引き当てに証券を発行する仕組みを作ることが必要である。その器として、米国ではトラストの他に株式会社とパートナーシップなどが利用されているが、わが国において流動化または証券化する仕組みとしては、信託方式の他に、譲渡方式、組合方式などがある。信託を活用する方式については、平成3年6月の金融制度調査会・制度問題専門委員会作業部会において、「多数当事者間の法律関係の安定化が図られること、大口債権ばかりでなく小口債権を集めて流動化することが可能であること、また、債務者の事前承諾が比較的

得られやすいのではないかということ等から、その導入を図ることが考えられ、今後具体的な検討を行うことが適当であると考えられる。」と報告され、一般貸付債権の流動化のための方式に平成4年12月信託方式が導入されたところである。

資産の証券化にあたり、一般的に信託には次のような特長が指摘されている。

第一は、信託には元の財産である信託財産を受益権という同質の財産権に転換する変換機能があり、元の財産のままでは流通性に乏しいが、受益権とすることにより、投資家ニーズにあった分割が可能となり、さらに受託者の信用により流通が容易となる。

第二に、信託財産には独立性があり、信託行為前に発生した事由や信託事務の処理により生じた事由による以外は、受託者の債権者から差押等の強制執行を受けないなど財産の安全地帯として、受益者の権利の保全を果たす機能がある。

第三に、実質課税の原則により、財産から生じる収益について、受託者が収益を受け取った時点では課税されず受益者に課税されるので、二重課税の問題が生ぜず、信託は導管機能を果たすことができる。

第四に、信託の財産管理機能であり、管理能力のある受託者が确实・的確に資産の価値を維持することが可能となり、信託の財産管理能力が発揮できるものと考えられる。

金銭債権だけでなく、不動産など多様な資産に対しては、このような機能をもつ信託は資産の流動化および証券化において優れた方式である。

#### IV 信託の役割と課題

米国におけるクレジット・カード債権信託のように、多数の金銭債権を対象に信託の手法を活用して、その資産を流動化および証券化する場合の課題について、信託の設定段階、受益証券の発行と管理の段階、受益証券の償還と終了の段階という3つの段階に分けて考察する。

## 1. 設定段階

### (1) 信託財産の特定

信託は、信託目的を達成するため、信託財産という目的財産を中心とした客観的な法律関係であるという特色からして、対象となる信託財産が特定されていることが、基本的な要件である。

四宮教授は、基本的信託行為の三大確定性として、「対象の確定性、信託目的の確定性、受益者の確定性<sup>(8)</sup>」を指摘し、信託設定当初の信託財産の範囲は、基本的信託行為によって決せられ、信託設定後は、いわゆる物上代位の原則によって決せられる旨、述べている<sup>(9)</sup>。また、「信託関係が成立するためには、信託財産の特定性が必要である。いわゆる『信託財産の独立性』の効果も、この信託財産の特定性を前提にして初めて認められる。目的物の特定性をあらかじめ放棄することは、その法律関係を信託関係でなく、単なる債権関係とすることにはかならない。したがって、信託にとっては、信託財産の特定性を確保することが、本質的な要請に属することになる<sup>(10)</sup>。」と論じている。

ここで、信託財産の特定性について言及するのは、クレジット・カード債権信託において対象となる信託財産には、従来のがが国の信託においてはあまり例のない、特色があると考えられるからである。

クレジット・カード債権信託において信託される財産は、特定のクレジット・カード口座そのものではなく、口座に発生する債権が信託される。信託設定日においてすでに発生している債権のみならず、信託終了日までに当該口座に発生するであろう債権も自動的に信託譲渡されることになる。委託者・サービサーと受託者の間で締結される基本協定書によると、「信託設定日の営業終了時に適格口座に存在する受取債権と、信託終了日までにその適格口座に随時発生する受取債権に関するすべての権利、名義、権限がトラストに譲渡される。」と定義されている。つまり、クレジット・カード債権信託において信託される財産は、信託設定時点ですでに発生しているクレジット・カード債権のみならず、信託設定後に適格口座のカード保有者のカード利用により生じた受取債権も信託財産として、トラストに随時移転されることになる。

信託設定時の信託財産は、多数の適格口座に発生する指名債権群であるとともに、信託設定時点では未だ発生していない将来発生予定の債権を含んでいることになる。もちろん、新たに受取債権が発生するたびに追加信託契約を行うことは理論上は可能であるが、実際にクレジット・カード債権の発生する毎に追加信託することは極めて困難である。このような多数の将来債権の信託譲渡が有効であるには、信託設定の要件として求められている対象の確定性を有することが必要である。この問題は委託者の信用リスクと対象債権を切断するためにも必要であると考ええる。また、クレジット・カード債権だけではなく、例えば一般の売掛金債権を信託する場合も個別に信託することもあろうが、継続的に発生する一定範囲の売掛金債権を信託し、流動化する場合にも同様の問題が発生する。

こうした将来債権の信託については、これまであまり論じてこられなかった点であるが、集合物に関する問題については、松本崇氏は「集合担保法理論と信託法理の接合」<sup>(11)</sup>と題する論文において、先駆的に検討され、その中では「信託設定のときの目的物が1個の財産権でなく、多数の物の集合体であり、その集合物相互間に内在的な結合関係がある場合は、最近の集合物理論を取り入れて、これを一つの物ないし財産としてとらえ、この物ないし信託行為を目的物とすることは、当然認められてしかるべきであろう。」と、さらに続けて「多数の物の結合に必ずしも客観的・内在的な結合関係があるとは言えない場合でも、信託目的の一定性という観点から、受託者の管理・処分の一体性を保持する必要が認められる場合には、財産管理機構としての統一性を付与するため、信託行為の中で一個の信託財産として取り扱う旨の宣言を許容してよいものと考ええる。」と論じている。多数のクレジット・カード債権は法律적으로는、内在的な結合関係はないが、経済的には多様なリスクとリターンの組み合わせを有する一つの資産ポートフォリオとして一体のものと考えられ、受託者の管理・処分の一体性を保持することが求められる。

集合債権および将来債権の信託について、譲渡担保の関係で検討されている論文<sup>(12)</sup>を参考に、信託譲渡の有効性について検討する。

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

将来債権の範囲について、広義の将来債権と狭義の将来債権の二つの区分がある。<sup>(13)</sup> 広義の将来債権とは未発生<sup>(13)</sup>の期限付債権、未発生<sup>(13)</sup>の条件付債権、基礎的法律関係は成立しているが未発生<sup>(13)</sup>の債権および基礎的法律関係も成立していない未発生<sup>(13)</sup>の債権であり、狭義の将来債権は、基礎的法律関係も成立していない未発生<sup>(13)</sup>の債権のみをいう。これらについて、担保の有効性に関する理論では、狭義の将来債権を除くものについては、担保の有効性は認められ、狭義の将来債権については、一定の条件の下に肯定する説または否定する説に分かれている。

将来債権の譲渡の有効性については、医師の将来の診療報酬請求権の譲渡の有効性が争われた事案で、昭和53年最高裁判決<sup>(14)</sup>では「医師が通常<sup>(14)</sup>の診療業務を継続している限り一定額以上の安定したものであることが確実に期待される」こと、「現在すでに債権発生<sup>(14)</sup>の原因が確定し、その発生を確実に予測しうる」がゆえに、「始期と終期を特定してその権利を確定することによって、これを有効に譲渡できる」と判示されている。

将来債権の信託譲渡の有効性について、債権発生に関する基礎的法律関係が成立していることが、信託譲渡における信託財産の特定性の観点から少なくとも必要な要件と考える。

クレジット・カード債権信託の場合は、クレジット・カード利用契約により債権発生<sup>(15)</sup>の原因が確定していること、基本協定書において信託財産の対象となる適格口座が確定されていること、信託設定日より信託終了日までの期間が確定していることにより、将来債権であるクレジット・カード債権も、信託財産の特定性の要件に合致しているものと考えられる。<sup>(15)</sup>

### (2) 信託譲渡と委託者の信用リスク

証券化関連商品においては、譲渡の対象となる資産のキャッシュ・フローを裏付けにして受益証券が発行されるが、クレジット・カード債権信託の場合は委託者である原債権者の信用リスクが証券化の対象となる資産に影響を及ぼさないような仕組みとなっているかどうか、高い格付を得て低コストで資金調達ができるための法律上の要件のひとつとされている。

具体的には、原債権者が仮に倒産手続きにはいったとしても、譲渡された資産が破産財団に組み込まれないことが必要となる。米国の連邦破産法のもとでは、会社更生手続きを含め、破産手続きが開始すると担保権者を含めてすべての債権者について、一旦、一切の債権の取立・回収行為や担保の実行が自動的に停止されることになっているので、証券化の対象債権から生じる収益や元金の回収金を、投資家の支払いに充当することができなくなる。こういった連邦破産法上の自動停止 (automatic stay) とならないためには、資産の譲渡が担保の目的ではなく、「真正な売却」と見なされることが必要とされており、原債権者の倒産による自動停止が証券化商品の支払いに何ら影響を及ぼさないことを得られる法律上の仕組みを有することが、高い格付を得るために重要視されている。担保設定かそれとも売却かを判断する要素には様々あるが、米国の格付機関は次の点を考慮している<sup>(16)</sup>。

第一は、債務不履行になった資産の買戻、債務不履行となった資産の良質資産との差替、劣後部分の保有割合など、原債権者への償還請求の限度額が過去の実績に基づき合理的に設定された予想債務不履行の確率よりも少ないこと

第二に、セラーは譲渡された資産から発生する利益を享受しないこと。つまり資産の評価が高まっても利益を受ける権利を有しないとか、資産を売却してもその代り金に対する権利を持たないこと

第三は、当該資産から回収された代金が原所有者、クレジット・カード債権信託であればそのセラーの口座に振り込まれてたりして、原所有者の財産と混同をきたさないように配慮されていること

第四は、関係書類において資産の移転が売却に基づくものであることが一貫しており、「真正な売却がなされた」旨の法律意見書が提出されていること

第五は、会計上・税務上も売買としてみなされていること

わが国の場合も、債権譲渡が売買によるものではなく、担保のためとみなされる場合、原債権者が倒産して会社更生法の適用を申請された場合、買手の債権は更生担保権となり更生法の枠内で処理されるので、その処理を待たないと優先弁済が受けられないので、投資家にとっては当初予定されたスケジュール

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

で、利払いおよび元本の償還を受けることができなくなる。これに対し、原債権者からの債権譲渡が売買とみなされると、そもそもその債権は原債権者の会社財産からはずれるので、買手は自己の所有資産として会社更生法の枠外の手続きで第三債務者から直接債権を回収できる。従って、その債権のキャッシュ・フローを引き当てに発行されている証券の投資家にとっては、元利金の支払いを従前どおり受けることができることとなる。このように、証券化の対象となる資産が原債権者（委託者）の信用リスクから切り離されていることが、投資家保護のため重要な要素とされているわけである。

信託については信託法12条の規定により債権者許害の信託行為に対しては債権者に取消権が与えられ、また信託行為が破産法の否認行為に該当する場合は破産管財人はこの信託行為を否認することができ、信託財産は委託者の破産財団に復帰する。さらに、会社更生法上も会社更生手続開始決定前になされた信託行為は否認権の対象となる。しかし、このようなケースに該当しない場合は、委託者が破産しても信託財産は否認の対象とはならず、財産の安全地帯として保護される。

しかしながら、信託譲渡が、担保設定を目的としたものでなく、売買であることを明確にすることが重要と考えられる。具体的には、債権の譲渡担保と債権の売買を区別する要件などから次のような事項が指摘<sup>(17)</sup>されている。

第一は、当該債権の譲渡が担保のためではなく、売買である旨が契約上当事者間で合意されていること

第二に、譲渡される資産の対象が特定されていること

第三は、譲渡される資産の価値と譲渡代金が均衡していること

第四は、譲渡された資産について買戻条件がついていないこと

第五は、現所有者のバランスシートからオフバランスされていること

このような条件が信託設定行為において満たされていることが必要である。

売買による資産の譲渡と信託設定の関係については、次のように考えられる。信託行為は信託財産に目的的拘束を加えて受託者名義に移す行為であり、このような行為の発生と同時に、目的的拘束の反射的效果として、当然に受益権が

発生するとされている。クレジット・カード債権信託の場合、クレジット・カード債権が信託財産として受託者に譲渡されることにより受益権が発生し、不可分持分権として発行される受益証券を取得したアンダーライターもしくは投資家は原債権者が信託譲渡した債権の対価を、公正な価格で支払うことにより、当初の信託譲渡は受託者または投資家による融資のための担保設定行為ではないと推定される。

さらに、前節「信託財産の特定」のところで述べたように、将来債権を含む集合債権の信託への譲渡が可能と考えると、原債権者の信用リスクから切り離すためには、その譲渡について第三者対抗要件を具備する問題がある。

民法に規定されている債権譲渡の対抗要件は、確定日付のある証書による通知もしくは債務者の承諾であり、極めて多数の第三債務者が存在するため民法の要求する債権譲渡の手續を行うことは、事務手續上非常に困難である。さらに、将来債権を含む集合債権譲渡について民法の規定に基づく対抗要件を具備することはさらに困難となる。

米国では統一商法典において、将来債権の譲渡および簡易な公告手續による第三者対抗要件の方法が定められている。<sup>(18)</sup>

わが国においても、「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」においては、一部限定された範囲で債権譲渡の対抗要件について民法の原則以外の方法が認められるようになったところである。多数金銭債権の流動化および証券化を促進するため、一般的にもこのような簡易な方法が検討されることが期待される。

(8) 四宮和夫「信託法(新版)」107頁。

(9) 四宮・前掲書 173頁。

(10) 四宮・前掲書 220頁。

(11) 松本崇「集合担保法理論と信託法理の接合」信託 106号(1976) 41頁。

(12) 鳥谷部茂「将来債権の担保」(別冊 NBL 10(1983)「担保法の現代的諸問題」), 田邊光政「集合債権の譲渡担保」(別冊 NBL 10(1983)「担保法の現代的諸問題」), 大澤和人「債権売買の目的・効力と売買構成上の留意点」(NBL

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

506, 507), 於保不二雄「財産管理権序説」。

- (13) 鳥谷部・前掲59頁～62頁を参照。
- (14) 昭和53.12.15最高裁判決(判例時報916号25頁)を参照。
- (15) 米国では米国統一商法典9-204「After-Acquired Property: Future Advances」において、将来発生予定の債権など事後に取得される財産の担保設定および譲渡が認められている。
- (16) 財団法人企業財務制度研究会編「証券化の理論と実務」66頁～68頁, 230頁～231頁を参照。

証券化商品の格付に関する全般的な説明については、Moody's Investors Service, ストラクチャードファイナンス「債券を裏付けとするキャッシュフロー証券の格付け」(1990年4月), Standard & Poors, クレジット・ウィーク・ジャパン「ストラクチャードファイナンスの格付けに必要な情報」(1993年11・12月号)などを参照。

- (17) 田中幸弘「証券金融取引の債権譲渡をみる視点」(NBL 510, 511)を参照。
- (18) 統一商法典9-202(1)。

## 2. 受益証券の発行と管理の段階

### (1) 受益権の複層化と公平義務

資産金融の証券化では対象となる資産のキャッシュ・フローを引き当てに証券が発行されるが、例えば、債権の回収に生じる支払い遅延、期限前償還および原債権と発行される証券のキャッシュ・フローのミスマッチなどによる投資家などへの元利金の支払いへの影響をなくすため、一定の信用補完機能が付けられている。

クレジット・カード債権信託の場合、銀行による信用状(L/C)の発行、現金担保口座の設定などとともに優先・劣後構造をもった受益証券を発行することにより、信用補完機能が付けられている。優先・劣後構造の受益権は、対象債権から生じるキャッシュ・フローに対し優先的に請求できる受益権と優先部分の元本償還が終了したあとに償還を受ける劣後部分の受益権に分けられている。

信託の一般原則では、受益者が複数存在する場合、受託者は各受益者を公平に扱わねばならないという受益者公平の原則があるといわれている。この公平原則について、わが国の信託法や信託業法には特に規定はないが、リステイトメント183条には、「受託者は各受益者にたいして公平である義務を負う」旨、明記されている。また、担保付社債信託法68条は「受託会社は公平且誠実に信託事務を処理すべし」と規定している。この公平義務の適用される範囲は、「受託者の投資、一般的な管理、補修および取替、収入・支出の元本・収益への割当など受託者によるすべての信託事務に及ぶ<sup>(19)</sup>」とされている。

この受益者公平の原則に関して、一つの信託契約により発生する受益権を条件の異なる数種の受益権に分割することについては、民法427条の規定に従い、多数当事者の債権にかかる分割関係について別段の意思表示により債権者平等の原則を修正することができ、信託行為による取決があることおよびその分割内容が公序良俗に反しないことを条件に受益者公平の原則に合致していると考えられる。すでに住宅ローン債権信託において、元本償還充当順位が異なること、および収益配当格差があることを内容とする受益権の複層化が実施されている。この場合、信託契約等において元本償還の優劣があることと配当格差の内容が投資家である受益者に明示されており、また同種の受益権については優劣はないこと、その他監督権限などについては公平であることにより、公平の原則に合致している<sup>(20)</sup>と考えられる。

クレジット・カード債権信託においては、一つの信託契約により発生する受益権が多数の受益権に分割され、各受益権は信託財産に対する不可分持分を表彰している。例えば、クラスA証書、クラスB証書およびセラー証書に分かれ、元本償還についてはクラスA証書の元本償還が終わるまではクラスB証書の償還が行われず、元利回収金についてはクラスA証書への配当支払が不足するとクラスB証書の元本回収部分から償還されるとか、クラスB証書への配当支払が不足すると現金担保口座から充当される、というように元本償還充当順位と信託利益配当への充当順位と配当率に格差を付けている。こうした受益権の複層化は住宅ローン債権信託と同様の論拠により、公平の原則に合致するものと

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

いえる。受益権の複層化は、発行される証券の信用力強化と収益率の確保という投資家のニーズに合致するものであるが、米国の場合は、証券法等の規定により発行前の投資家向け目論見書等により、これらの内容が十分に周知され投資家保護が図られている。わが国においても、こうしたディスクロージャーのあり方は今後の検討課題である。

クレジット・カード債権信託では、1991年にマスタートラスト方式が導入されるまで、証券発行の都度、対象債権だけを信託するスタンドアローン方式であった。図3のように、マスタートラストは、単一の巨大なマスタープールを設定し、それを引き当てに証券を順次シリーズで発行する方式であり、プール作成の省力化によるコストの削減、機動的な証券の発行、信用力の平準化などのメリットがあるといわれている。<sup>(21)</sup>

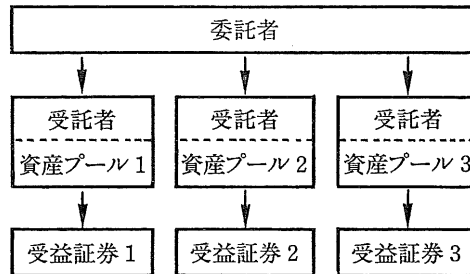
同一時点において、複層化された受益権が発行される場合について検討したが、マスタートラストでは一つのトラストから異なる時点で複層化された受益証券が投資家に発行され、その分セラー持分が順次減少していく。各シリーズの受益証券は、マスタープールに対する不可分持分権を表彰しているが、元本および利息の回収金、信用補完、サービシング費用などの配分については、複雑な仕組みを持っている。例えば、利息回収金の配分については、一定範囲で各シリーズ間で再配分することが認められており、高金利のときに発行された受益証券に対して他のシリーズの利息余剰分を充当することが可能となっている。

同一時点の受益者間では、相互にその発行条件が知らされているので問題はないが、異なる時点における受益者の平等という点では、新シリーズを発行する場合、

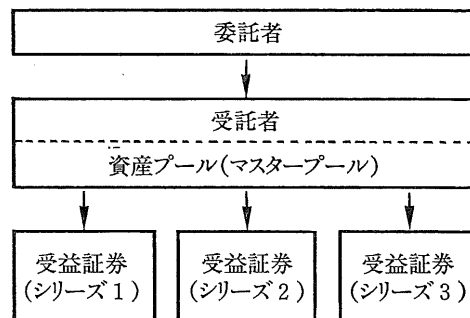
- ①別のシリーズの投資家への元利払いの時期と額が影響を受けない。
- ②新シリーズを発行したことによって、別のシリーズが期限前償還しない。
- ③新シリーズを発行したことによって、別のシリーズの金利手数料回収金余剰部分が一定水準を下回らない。
- ④新シリーズを発行しても既存シリーズの格付が変わらない旨の確認をとる。

図3 資産プールの設定方式

〈スタンドアローン方式〉



〈マスタートラスト方式〉



などの条件が課されている。<sup>(22)</sup>

公平原則を遵守するには、このような条件がすべてのシリーズの受益者に事前に周知させることが必要である。

(2) サービサー等の職務と責任

多数の金銭債権を証券化する場合、当該債権の元利金の回収など財産の維持管理を厳正に行うことが、発行される証券の信用力と密接に関係している。委託者である原債権者が原債務者の最も近くに存在する立場にあり、回収・取立・換価など債権を管理する権能を原債権者にとどめたままにして、原債権者の機能を活用することにより、効率的な財産の管理が可能となり、ひいては受益者である投資家の利益につながる。こうした趣旨より、住宅ローン債権信託では、受託者が原債権者である委託者と別途事務委任契約を結ぶことで、住宅ロ

ーン債権の元利金回収など信託事務の一部を原債権者に委任している。<sup>(23)</sup>

受託者の基本的義務の一つとして、受託者は自ら信託事務処理を行うべきとする自己執行義務が求められている。信託法26条1項では、信託行為に別段の定めのある場合および止むを得ざる場合、「独立した所見」をもって信託事務を処理する者として、代人の使用が認められている。この他に受託者の判断と責任において信託事務処理の手段たる行為について、いわゆる履行補助者を使用することが許されている。

クレジット・カード債権信託においても、信託財産を管理しトラストを運営していくために、受託者のほかに、サービサーやその他エイジェントの機能が活用されている。これらは、信託財産を管理するという意味で受益者に対してすべてフィデューシャリーの関係にある。

次に、これらの当事者について、わが国の信託法における代人および履行補助者と比較しながらその職務と権限・義務を考察する。

トラスト形式のみならず、一般にプールされた資産を運営していくには大きく分けて3つの職務が必要とされている。<sup>(24)</sup>第一は「財産のカストディ」であり、対象となる債権の契約書などの書類の保管、取り立てた資金の管理などを行う。第二は「サービシング」といわれる債権の取立、回収などの事務であり、第三は、資産ポートフォリオの管理である。クレジット・カード債権信託においては、このような職務を、受託者はもちろんサービサーおよびその他のエイジェントが相互に協力しあって行う。

このうち、サービサーは、委託者である原債権者が担当することが一般的である。しかし、貯蓄組合など小規模の金融機関が原債権者である場合は、多数のクレジット・カード債権を扱うため管理能力とコンピューター設備を欠くため、専門の金融機関にサービシングの権利を譲渡することがあり、米国ではサービシングの権利を売買する市場が存在している。サービサーの職務には、対象債権の管理と、当該債権の元本および利息返済金や返済遅延金の回収などがある。また、不良債権の償却や債権の差し替えなど複雑なポートフォリオ管理が必要となるため、サービサーには高い能力が要求される。その職務の具体的

内容は、原債権であるクレジット・カード債権の管理に関するものと、証券化を行うことによって新たに発生する業務がある。証券化により発生する業務には、

- ①受託者による口座や受取債権に関する記録文書の検査の補助
- ②証券化されたクレジット・カード受取債権に関する記録などの維持
- ③受託者に代わり受益者に信託財産の状況を報告すること

などがある。サービスの権限と責任について、基本協定書は「サービスは、独自の裁量で受益者の利益と権限を守るために、必要かつ望ましいと判断する法的行為を引き受けることができる。」と規定している。このため、サービスは履行補助者ではなく、代人に類似する存在と考えられる。

サービスは、受益者に対してフィデュシャリーな関係にあり、代人の場合と同じく、受託者と同様の善管注意義務・忠実義務を負っている。代人の自己執行義務に関し、代人の複任権については諸説あるが、<sup>(25)</sup> サービスは自己の職務を更に他に委任することができる。ただし、その委任によりサービスの職務に関する責任が軽減されることはない。

サービスの責任は、基本協定書によると、基本協定書に従いその権限に基づいて good faith で行った行為については、サービスはトラストおよび受託者に対して責任を負わず、ただし、故意、悪意、重過失の場合はその責任を免れない旨、規定されている。

サービスの受託者に対する関係は、サービスが適法にその職務を履行できない状態などにつき正当な事由があり、その旨の弁護士意見をつけ、さらに受託者の承認を得ない限り辞任することができない。また、新サービスが引き受けるまでは、受託者と前サービスがサービスとしての義務と責任を負う。また、新サービスが指名できないときは、受託者がサービスの任務を引き受けなければならない。受託者が代人に対して監督責任を負うように、受託者はサービスにたいして監督責任を負っている。さらに、サービスデフォルトの場合は受託者がサービスの職務を果たす義務を負わされている。

サービス以外に、元利金の受益者への支払事務を代行する支払代理人(payment agent)

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

ing agent), 受益証券の譲渡手続を代行する transfer agent や register が受託者によって指名される。これらのエイジェントの指名および解任は受託者が単独で行うことができる。これらのエイジェントを指名する場合、受託者は相当の注意をもって指名する義務はあるが、エイジェントの義務違反または過失に対しては責任を負わない旨、規定されている。

最新の第三次信託法リステイトメントでは、受託者の自己執行義務について、受託者の裁量により、受託者がその権限をさらに専門家に委任することを広く認めようとしているが、資産の流動化、証券化においても、プールされた資産の効率的な運営のため専門家能力の積極的な活用が要求される。

### (3) 受益者の権利行使について

クレジット・カード債権信託の受益権は、信託財産に対する不可分持分権を表彰する証券であり、受益者は必ずしも一般大衆ではないものの多数の受益者からなりたっている集団信託と性格づけることができる。そして、受益者の関心は収益配当および元本の保全に限られている。こうした受益者集団の性格を考慮して、投資リスクとリターンの均衡を図り、リスクを許容範囲に収めて信託財産の安全性が確保されるように、信託財産および受託者等に対する受益者の監督権能行使を可能とする制度的手当を行わねばならない。

一つの信託財産に対し、多数の受益者が存在する場合の受益権の性質や受益権の行使と受益者保護のありかたについて、すでに多くの研究がなされている<sup>(26)</sup>。いずれも、個別信託における受益者の権限を基本としながらも、その権利行使においては何らかのルールの必要性を指摘している。すなわち、証券化商品のように「受益者間の関係が疎遠である場合には、受益者の権利保護、受益者相互の権利調整、あるいは信託目的の達成が図られねばならず、また受託者が合理的かつ効率的に信託を運営していくために、契約書・約款などにおいて、団体法的なルールを定める<sup>(27)</sup>」ことが要求される。

具体例として、クレジット・カード債権信託の基本協定書には、受益者の権限行使について、受益者のうち一定比率以上の持分権者の指図による権利行使を規定している事項がある。各受益者単独での行使は否定されているが、全員

による合意も必要ではない。これらについて、わが国の信託法の場合と比較すると次のようになる。

帳簿閲覧請求権について、信託法40条2項では、信託事務の処理に関する書類の閲覧請求および信託事務処理に関する説明を求める権利が各受益者に認められている。

クレジット・カード債権信託の基本協定書では、受益者名簿の閲覧について10%以上の持分権者が受託者に受益者の名前、住所のリストの閲覧を請求をしたときは、受託者は開示する義務を負う。

信託財産の管理方法について信託法23条の解釈では、信託当事者の総意に基づけば裁判所の許可なくとも信託財産の管理方法は自由に変更できると解されている<sup>(28)</sup>のに対し、クレジット・カード債権信託では、次の事項について一定比率以上の持分権者に管理方法変更の権限行使を認めている。

クラスA証書の50%以上の持分権者が、清算代理人によるブックエントリシステムが受益者にとって利益をもたらさない旨を、受託者または清算代理人に告知したとき、受託者または清算代理人はすべての受益者にその事実を伝え、受益証券の発行は、清算代理人およびその名義人に対してではなく、受益者本人に対して発行しなければならない。

あるいは、サービサーが基本協定書に規定されている業務の遂行を怠り（サービサーデフォルト）、その事実を知った10%以上の持分権者が、サービサーの業務不履行を受託者に通知した場合は、受託者または50%以上の持分権者は、受取債権およびその回収金に対するサービサーの権利および義務を終結させ、サービサーはその職務を辞退しなければならない。ただし、サービサーデフォルト事由について、3分の2以上の持分権者が合意すれば、過去のサービサーデフォルト事由を免責できる。

さらに、受託者の免責条項に、受託者が基本協定書により与えられた権限に基づき、信託財産の管理について50%以上の持分権者の指図に従い、善意に行った行為については受託者は免責される。また、特定のサービサーデフォルト事由について、サービサーまたは10%以上の持分権者から書面による通知を受

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

けていない場合は、受託者は当該サービサーデフォルトの発生を知らなかったことにつき責任を問われない。

契約条項の変更については、わが国の信託法の解釈では受益者全員の合意を要すると解されているが、基本協定書では受益者の利益を損なわず、その旨について受託者が弁護士意見を徴求していることを条件に、3分の2以上の持分権者の賛成を得たうえで、委託者、サービサーおよび受託者の合意により、契約条項を修正することができる。

このように、クレジット・カード債権信託では広範に、受益者集団の多数決による意志決定が認められている。

こうした一定比率の持分権者の同意による受益権の行使に対し、これに同意しない受益者を保護するため、受益権証券の買取保証または流通市場の完備が必要となる。クレジット・カード債権信託の受益証券は、米国の1940年投資会社法2条で定められている買取請求権付証券には該当しないため、受益者が発行者に受益証券の買取請求をしても発行者による買取保証はない。ただ実際は、流通市場が発達しているため、アンダーライターが売りさばきを保証しているようである。

こうした受益者の権利行使ルールについては、受益者保護の観点から信託法の原理とディスクロージャー制度や商法における株主の権利行使の規定などを参考に、契約書にその行使ルールを明記していく方法を検討していかねばならない。

- (19) 四宮・前掲書 249 頁を参照。
- (20) 三雲隆「住宅ローン債権信託の商品概要と今後の課題」(信託協会「信託」159号, 69頁を参照)。
- (21) マスタートラストの仕組みについては, J. H. P. Kravitt(ed), *Securitization of Financial Assets*, § 4.03。
- (22) 日本公社債研究所「CARDS(クレジットカード証券)―その構造と信用力の分析」日経公社債情報 No.823 を参照。
- (23) 住宅ローン債権信託における委託者と受託者の事務委任契約の内容および信

託法26条の自己執行義務との関係については、荒居良彦「住宅ローン債権信託を中心とした我が国の債権流動化」信託法研究第12号14頁～15頁を参照。

- (24) 以下については、T.Franekl, *Securitization* (1991), § 14 *Operating the Pools*, pp. 81-82 を参照。
- (25) 代人の復任権については、川北清通「自己執行義務と代人使用について」信託法研究第13号25頁を参照。著者は、「イギリスの受託者法や趣旨や、委託者が受託者に置いた個人的信頼関係を考えると、代人は更に代人を選任する復任権を有しないと考える。」と述べている。
- (26) 新堀富雄「集団信託における受益者保護の制度について」信託法研究第7号、今村和夫「多数当事者の信託関係について」信託法研究第8号、時本昭政「信託受益権の分割」信託法研究第16号、などを参照。
- (27) 時本・前掲 107 頁。
- (28) 松本崇「信託法（特別法コメンタール）」158頁を参照。

### 3. 受益証券の償還と終了の段階

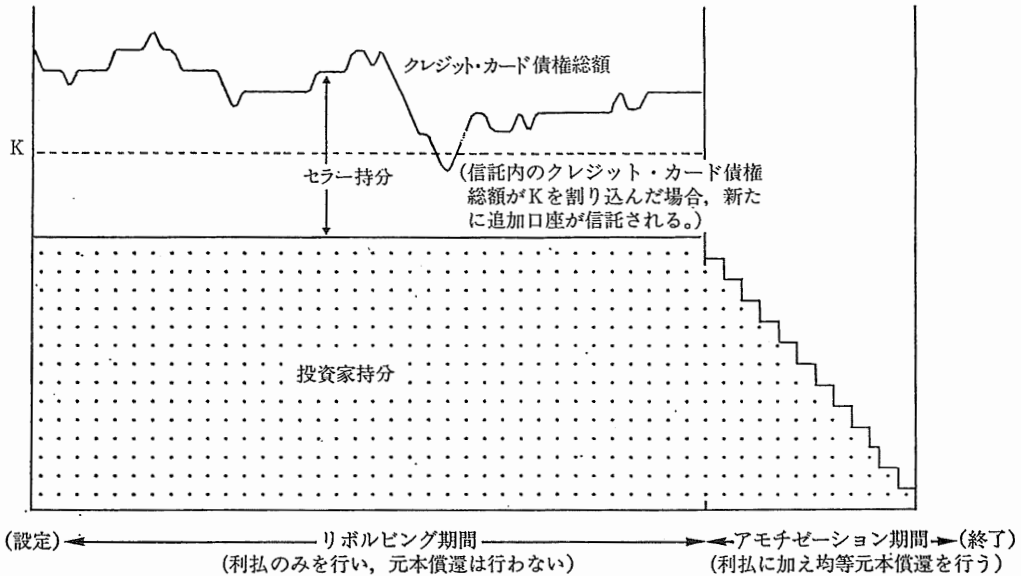
#### (1) 償還の構造

わが国の集団信託においては、信託業法9条の規定を根拠にして、合同運用指定金銭信託や貸付信託においては元本補填契約が付されている。また、受益者に対する元本および収益の支払いを準備するため、運用資金の流動性の確保が図られている。例えば、貸付信託法14条では特別留保金の積立が規定されている。クレジット・カード債権信託では、元本補填契約は締結されていないが、原債権であるクレジット・カード債権が数か月の短期債権であるのに対し、受益証券の期間は平均2～5年程度の長期であるため、キャッシュ・フローのミスマッチをカバーし、投資家への元本および配当支払いを確実にを行うため、受益証券の償還方法について特別の工夫がとられている。

図4のとおり、返済期間は投資家に毎月利払いのみを行い、元本償還は行われないリボルビング期間と、投資家に毎月利払いに加え均等な元本償還を行うアモチゼーション期間に区分される。原債権であるクレジット・カード債権の予想存続期間は数か月の短期であるが、リボルビング期間中は、債権回収金は

資産の流動化・証券化における信託の役割

図4 発行から償還までの持分の推移



適格口座に発生する新たなクレジット・カード債権の購入に再投資され、受益証券の元本償還は行われず。サービサーが受領したクレジット・カード債権の利息は、セラー持分を差し引いて、投資家持分のみが受託者宛送金される。アモチゼーション期間には、クレジット・カード債権の回収金は再投資されず元本の償還が行われる。また、均等償還の方法にかえて受益証券の満期が到来したときの償還原資とするため、例えば、償還の1年前から、証書額面の12分の1相当額を元本積立口座に毎月積み立てていくアキュムレーションの方法もある。

受益権は、投資家持分とセラー持分に区分される。個々のクレジット・カード口座の残高は大きく増減する性質を持っているが、受益者の立場からは、口座残高の合計が受益証券の未償還残高を下回る事態は、担保不足となるため容認できない。しかし、リボルビング期間中はクレジット・カード債権総額の変動はまずセラー持分に反映されるため、セラー持分が変動するのみで投資家持分は変動しない。元本償還に関する優先順序では、前出のクラスA証券、クラスB証券の後にセラー持分が償還される、セラー持分の比率が高いほど投資家にとっては元本償還リスクが軽減されることになる。

一般の事業債におけるようなデフォルト事由が生じた場合でも、回収金は新たな債権への再投資に充てられているので、すぐに受益証券の期限前償還をすることはできない。このためデフォルト事由が生じた場合は、リボルビング期間中は、クレジット・カード債権の回収金の再投資が停止される。アキュムレーション期間中は、信託は期限前に終了し、予定より早く償還が開始する加速償却のルールが規定されているケースが多い。期限前償還事由としては、利回りが大幅に低下した場合、貸倒損失の著しい増加、サービサー、受託者の任務不履行の場合などが規定されている。

委託者に支払不能などの信用不安が生じた場合、受託者はその旨を受益者に通知し、その通知後90日以内に50%以上の持分権者からトラストを継続する旨の指図を受け取らない場合、受託者は正当な方法および価格で信託財産を処分する義務を負う。

このように、証券化に際しては、受益者への元利金支払いの安全性を確保するため、原資産の性質に応じて償還ルールにも様々な工夫が必要となる。

## (2) 信託終了と残存する信託財産の帰属

クレジット・カード債権信託の信託期日が到来した場合、受託者が受益者に信託財産を交付することにより信託は終了する。ところが、受益権が流動化または証券化されるとは、多数の投資家が受益者として存在するため、信託財産の交付予定日に受益証券の交付による信託財産の受取請求が、すべての受益者から行われるわけではない。このため、信託の終了手続と信託財産の帰属について、一定のルールが規定されている。この点について、一般の信託の原則と比較し検討を加えたい。

信託行為により定められた存続期間の満了により信託は終了する。このとき、受託者は信託終了による最終計算を行い、残存する信託財産を信託行為に定められた帰属権利者に交付する義務が課せられている。帰属権利者には、給付を受けていない元本受益者、給付を受ける権利が残っている収益受益者、および残存財産の帰属権利者として特に指定された者が該当する。また、帰属権利者を保護するため、信託財産がその帰属権利者に移転するまでは法定信託が成立

## 資産の流動化・証券化における信託の役割

する。受託者の職務は、原信託における受託者の職務の延長であり、残務の処理、信託財産の受益者への移転、対抗要件の具備、信託財産の保存、および相応の収益をあげることなどがある。

マスタートラストの場合、クレジット・カード債権信託の基本協定書には、信託終了時の手続について、以下のように規定されている。

信託は、当初定められた信託終了日または投資家の元本残高がゼロになった日の翌日のいずれか早い日に終了する。各シリーズの受益権者への元本の支払いについては final distribution date という最終償還日があり、その30日前に受託者より各受益者に書面で final distribution date が通知される。受益者は最終償還日以降、受託者または支払代理人に受益証券を提示することにより元本償還を受けられるが、6か月以内に証券の提示がない場合は、受託者は2回目の通知を行い、その後1年以内に提示がない場合には、受託者は最善の努力（ベストエフォート）で連絡を図るよう努め、さらにその後2年以内に請求がない場合には、受託者は信託財産を委託者であるセラーに交付して信託を終了できる。そして、受益証券所有者の償還請求権は、セラーの一般債権と同等の権利となる。このように、受託者に受益者への残存元本の交付の事務を遂行させながら、一定の期間経過後は信託関係からの離脱を認めている。

この受益者の請求権の時効期間については、同じく集団的権利行使の性格を持つ、他の制度を参考にしてみることは意義がある。例えば、株式の配当金支払請求権については、商行為によって生じたものでないため、時効期間は10年であるが、実際には、多くの会社で会社の事務処理の便宜のため、定款をもって3年または5年などの一定の期間に株主が配当金を受け取らないときは、その金額は会社に帰属すると定めている。また、社債については、利息支払請求権は5年で時効となり、元本償還に関しては、10年で消滅時効にかかる。

一般に受益権の時効期間については20年とされているが、これらの場合と比較すれば、こうした証券化された信託受益権については、受託者に責務を課しながらも、公序良俗に反しないかぎり、信託終了に一定の期限を設けてもよいのではないかと考える。

## V おわりに

本報告では、受益証券の発行にあたり、信託の設定から終了までの過程で問題となる点や、証券化のための諸機能を並列的に検討し考察を加えた。実際の証券化の現場においては、全期間を通して、商品を生設計しこれらの諸機能を取りまとめ調整して行くのに十分な専門知識を持ち、自らもその機能を果たすスポンサーが極めて重要な役割を持っている。このことは、信託受益権の証券化、流動化が発展するにつれ、信託の総合金融機能が一層求められていくことを示唆しているように思える。

### 追記

本稿は、第17回信託法学会で発表いたしました原稿に、若干の加筆・修正をいたしましたものであります。

当日、司会の労をお取りいただきました加藤修慶應大学教授には、研究発表の原稿作成の段階から懇切なご指導、ご鞭撻をいただき、厚く御礼申し上げます。

また、多数の方々から貴重なご質問、ご教示をいただいたことに、改めて深く感謝いたします。

(大和銀行信託業務部)