

〔研究報告〕

信託を利用した資産流動化・証券化に 関する一考察

時 友 聡 朗

目 次

1. はじめに
 - (1) 資産の流動化・証券化
 - (2) 信託が利用される理由
2. アメリカにおける資産流動化・証券化と信託
 - (1) アメリカにおける代表的手法
 - ① パス・スルー証書
 - ② ペイ・スルー証書
 - (2) わが国の資産流動化・証券化への示唆
3. わが国における資産流動化・証券化と信託
 - (1) 仕組みの概要
 - ① 資産の信託
 - ② 投資家による受益権の有償取得
 - ③ 委託者への信託事務の一部委任
 - ④ 期中の収益分配および元本一部償還
 - ⑤ 残余財産の償還
 - (2) 受益者間の関係
 - (3) 受益権の複層化
 - ① 信託財産分配機能と受益権の複層化
 - ② 受益権の複層化とその制限
 - ③ 優先受益権と劣後受益権
 - (4) 受益権の有償取得
 - (5) 委託者への信託事務の一部委任
 - (6) 対抗要件と信託の公示
4. おわりに

1. はじめに

(1) 資産の流動化・証券化

わが国の資産流動化・証券化は研究段階から実用化段階へ移ってきており、流動化・証券化される資産の種類も動産、不動産、金銭債権と種類は拡大されてきている。⁽¹⁾

「資産流動化・証券化」とは、「セキュリティゼーション」「資産金融」「金融の証券化」などと同じ意味合い、またはこれらを包含する意味合いで使用されている。しかし、これらの用語の厳密な定義は定まっていないといえるので、本稿において「資産流動化・証券化」とは「特定の資産を経済的な担保として資金調達を行うこと」および「資産を小口化し、資本市場において投資家に売却すること」⁽²⁾を包含する概念である⁽²⁾としたい。

「資産流動化・証券化」は、経済的に資産の売買と見ることのできる側面と、金銭の貸借と見ることのできる側面があると考えられる。経済的な売主—買主、貸主—借主それぞれのニーズを充足するために、ある種の仕掛け (vehicle) が用いられているので、単純な資産の売買や金銭の貸借とは異なる部分もある。そして、その仕掛けには、信託がよく利用されているのは周知のとおりである。

(2) 信託が利用される理由

信託が利用されるのは次のような理由からだと考えられる。

受益権と信託財産は密接な関係——「物的相関関係」——を有しており、⁽³⁾信託の受益権は一般に分割することが可能と解されている。⁽⁴⁾実際に資産そのものを分割することが非常に困難であったり、不可能な場合にも、受益権に転換することによって実質的に資産そのものを分割したのと同様の効果をあげることができる。さらに、受益権は量的に分割するだけではなく経済的に異なった性質を有する数種の受益権を発生させること、すなわち「受益権の複層化」が可能だからである。

資産の売買との側面から見れば、信託することによって資産を受益権に転換

し、資産そのものを売却する代わりに受益権を売却することになる。資産の保有者にとって資産そのものを売却するのも、資産を受益権に転換した後にその受益権を売却するのも大差ないといえ、受益権を購入した買主も資産を自ら保有している場合と実質的にはほぼ同じ効果を享受することができる。ただし、買主にとっては資産そのものを買い受けるよりも受益権を購入した方が管理面などから見ると望ましい場合があるといえる。すなわち、買主が自らの資産の管理を行うことのできる時間や能力が乏しければ、財産管理を業とする信託銀行に管理を委ねた方がよいものと考えられる。

金銭貸借との側面から見れば、資産は、貸主が借主に対して有する債権の実質的な担保となっている。また、資産は担保となっているだけではなく、借主に代わり信託収益や信託元本という形で貸主へ返済を行っているといえる。そのために、資産を信託して委託者の財産圏内から分離独立させるとともに、経済的信用力を有する信託銀行に資産の管理を行わせることにより債務の履行を確実なものとすることができるからである。

なお、本稿においては、資産流動化・証券化のうち、主として金銭債権の流動化・証券化を対象とするが、動・不動産などの各種資産の流動化・証券化をも念頭に置いて、信託と資産の流動化・証券化との関わりについて法的に検討したい。

- (1) 一般的に資産流動化・証券化と信託を検討する際に住宅ローン債権信託（昭和48年取扱い開始・昭和63年商品改善）をその出発点とする。しかし、昭和31年に取扱いが開始された動産設備信託は、動産設備を信託受益権に転換した後に譲渡して、委託者の資金回収を図ることを目的としたもので、わが国における資産の流動化・証券化の萌芽が見て取れる。

現在では、動産設備信託を応用してリース資産を流動化・証券化するリース・プロパティ信託や金銭債権においては住宅ローン債権信託以外にも金融機関の一般貸付債権や地方公共団体等向け貸付債権、リース・クレジット会社のリース債権やクレジット債権、一般企業の売掛金債権が信託方式や他の方式により流動化・証券化されている。不動産については国鉄清算事業団の土地信託方式による遊休地処分が不完全ながらその嚆矢であるといえる。

- (2) 神田秀樹「金融の証券化と信託の役割」信託163号 68～69頁。
- (3) 四宮和夫「信託法〔新版〕」76頁以下。
- (4) 四宮, 前掲書, 322頁。

2. アメリカにおける資産流動化・証券化と信託

(1) アメリカにおける代表的手法

アメリカにおける資産流動化・証券化の代表的手法であるパス・スルー証書とペイ・スルー証書を取り上げて、trust との関わりを簡単に見てみたい。⁽⁵⁾

①パス・スルー証書

パス・スルー証書は資産または資産のプールに対する不可分の持分権 (undivided interest) を表章するものであり、委託者から独立したグランター・トラスト (grantor trust) が発行する。税務上、グランター・トラストの段階では課税されず、パス・スルー証書の保有者である投資家がグランター・トラストの保有する資産を直接保有するものと見なされる。このように、グランター・トラストを利用すれば二重課税を回避することができるが、グランター・トラストと見なされるためには、受託者の役割は受動的なものに限定される。すなわち、原則として、受託者は再投資権能を持つことができず、発行できるパス・スルー証書は1種類に限られる。⁽⁶⁾

② ペイ・スルー証書

期限前弁済に対処するために複数のクラスに分けた証書を発行すると税務上グランター・トラストと見なされない⁽⁷⁾ので、オーナーズ・トラスト (owner's trust) を組成して複数の種類の債券 (bond) を発行させる。これらの複数の種類の債券は、資産のキャッシュフローに密接な関係を有しているもので、ペイ・スルー証書と呼ばれている。⁽⁸⁾ 債券を発行させるのであれば、株式会社形態を用いることも考えられ、実際にも株式会社形態が用いられていた。しかし、現在、税務上・会計上の理由から法的には私法上のトラストであるオーナーズ・トラストが利用されている。⁽⁹⁾ また、オーナーズ・トラストは、オーナーズ・トラスト段階で課税されないように、税務上パートナーシップとして構成される。

(2) わが国の資産流動化・証券化への示唆

これまでは資産流動化・証券化の手法をわが国に導入するために、各方面でその先進国であるアメリカの手法が研究・検討されてきた。アメリカの手法がわが国に紹介されることにより、進むべき方向や問題の所在等が示されたという点では大変に有意義であった。今後もアメリカの手法を研究することは必要かつ重要なことである。しかし、いうまでもなく、日本の「信託」とアメリカの「トラスト」との相違や税制・会計制度等における相違を踏まえなければならない。

例えば、ペイ・スルー証書を発行するために組成されるオーナーズ・トラストは私法上のトラストであるが、オーナーズ・トラストは債券を発行するなど、わが国の「信託」と異なる面が少なくない。

アメリカでは「トラスト」も納税義務者とされる場合があるので、「トラスト」段階でいかに課税されないようにするか、二重課税をいかに回避するかが問題となってくる。しかし、わが国において「信託」の段階で課税されることはない。また、グランター・トラストは内国歳入法 (Internal Revenue Code) 上の用語で、信託を意味する「トラスト」より広い概念であり、法的には「トラスト」ではないカストディアン (custodian) でもグランター・トラストとなり得ることに留意しなければならない。⁽¹⁰⁾

このように法制度や税制・会計制度についてわが国と取扱いが異なっているので、アメリカをはじめ諸外国で利用されている資産流動化・証券化手法をそのまま移入することはできない。各国の法律・会計・税制等の諸制度の相違をよく認識したうえで、諸外国の資産流動化・証券化手法の研究を踏まえ、わが国独自の資産流動化・証券化の手法を確立しなければならない時期に来ているのではないだろうか。

- (5) 基本的な参考文献としては、天野佳洋「セキュリタイゼーションと信託」信託法研究13号85頁以下、小野傑「いわゆるセキュリタイゼーションと関連する法的諸問題」欧米資本市場調査団報告『証券形態による資金調達の新たな潮流』17頁以下。

- (6) 内国歳入法671条～679条。
- (7) 財務省規則301.7701-4 (c)。所謂「シアーズ・レギュレーション」である。
- (8) 基本的には担保付債券であるが、担保となっている資産のキャッシュフローと債券の元利金の支払いが密接に関連付けられている点で単なる担保付債券と異なる。小野傑「REMIC—米国における不動産証券化の仕組みと税法上の取扱い—」『不動産の証券化』116頁参照。
- (9) 会社形態を利用した場合、親会社であるオリジネーターから譲り受けた資産より生ずる収益は益金に算入されるので、利息が損金算入ができる債券を発行して、特別目的会社 (SPC) 段階での課税所得の発生を回避しようとする。しかし、税法上の過少資本会社である SPC の発行する債券は株式として取り扱われるおそれがあるため、連結納税制度の適用を受けることが考えられる。
この制度の適用を受けるためにはオリジネーターは SPC の株式の80%以上を保有する必要があるが、SPC はオリジネーターとの連結決算の対象となるので、証券化の主要目的であるオリジネーター保有資産のオフバランス化を図ることができなくなってしまう。
- (10) ジニー・メイ証書において、その仕掛けは税務上グランター・トラストとされるが、法的には「トラスト」ではない。

3. わが国における資産流動化・証券化と信託

(1) 仕組みの概要

わが国における資産流動化・証券化と信託との法的諸問題を検討する前に、信託を利用した資産流動化・証券化手法（以下「資産流動化信託」と称する）の一般的な仕組みについて簡単に見ていきたい。

① 資産の信託

まず、資産をもとに資金調達を図るため、資産の保有者がその資産を信託銀行に信託する。ここでいう資産とは金銭債権や動産・不動産であり、金銭を含まない。したがって、金銭債権の債権者や動産・不動産の所有者が委託者となる。

② 投資家による受益権の有償取得

この信託の当初受益者は、信託行為により、委託者とされている。投資家は対価を支払って受益権を取得する、つまり受益者になるのである。

通常、「受益権の分割」が行われるが、単なる量的分割ではなく、2つ以上のクラスへの分割、すなわち「受益権の複層化」が行われたうえ、さらに同一クラスの受益権の中で量的に分割される。したがって、当然のこととして、複数の投資家が受益者となることが前提となっている。

③ 委託者への信託事務の一部委任

金銭債権の信託の場合には、信託を引き受けた際に、受託者は原債権者である委託者との間で事務委任契約を締結し、信託事務の一部を委任することが多い。事務受任者に委任する信託事務は、「信託された債権の取立事務および管理事務」「担保権の管理事務」等となっている。

④ 期中の収益分配および元本一部償還

この事務受任者から受託者に引き渡される金銭債権の元利金や動産信託において受託者が収受する賃料⁽¹¹⁾などを基礎として、受託者は信託行為に定められた計算期日に収益の計算を行い、受益者に信託収益の分配や信託元本の一部償還として金銭を交付する。

⑤ 残余財産の償還

そして、信託の終了時に受託者は最終計算を行い、信託収益を分配した後に残余財産を受益者に償還する。

なお、上述の「受益権の複層化」とは、具体的には受益者に対する信託収益の分配や信託元本の償還においてクラス毎に分配率や償還率が異なっていたり、あるクラスの受益権を保有する受益者に対して優先的に分配や償還が行われることなどを指している。

(11) 動産信託（管理処分型）の賃料は実質的に割賦代金であり、元本返済相当分である第1賃料と利息等に相当する第2賃料とに分けられる。

(2) 受益者間の関係

資産流動化信託の場合「受益権の分割」を行うことにより、受益者が複数存在することになる。「受益権の分割」について検討する際に、信託法自体に規

定はなく、分割の対象となる受益権の性格をどのように理解すべきかという難問が存在する。しかし、受益権のうち、受益者の信託財産給付請求権——すなわち、所謂「自益権的権利」——の部分に限定すれば、資産流動化信託では受益者⁽¹²⁾に対して給付する信託財産は金銭であるので、可分債権として考えられる。

わが国の信託法は、信託関係人である委託者、受託者、受益者が、原則として単数であることを前提としているものと思われる。例外的に、共同受託者の場合については信託法24条および25条が、受益者が複数の場合については9条および32条があるに過ぎない（以下、条数のみの場合は信託法）。

しかし、9条は、受託者が共同受益者の1人となる場合以外は受益者となることができない旨を規定しているに過ぎなく、共同受益者の権利義務について規定しているものではない。一方、32条は、受益者が数人ある場合には、31条に規定する信託違反の処分行為取消権を各受益者が単独で行使できること、取消権行使の効果は受益者全員に対して画一的に及ぶことを規定している。

受益者の自益権的権利である信託財産給付請求権の部分について可分債権と解しても、32条の明文の規定がある場合を除き、複数いる受益者のうちのある受益者が単独で受託者に対する監督権能——すなわち、所謂「共益権的権利」——を行使した場合に、他の受益者へどのような効果が及ぶのか、また、複数いる受益者の意見が分かれた場合に受託者はどのように対応すべきかが明確であるとはいえない。

もし、各投資家が共同して特定の資産流動化信託の受益権を購入したのであれば、各投資家が組合を含めた広い意味での団体を組成して当該資産流動化信託の受益者になっているのであり、受益者である団体が監督権能を行使したか否かという問題になる。しかし、通常、各投資家が共同して特定の資産流動化信託の受益権を購入するのではない。

資産流動化信託の場合には、受益権を分割・複層化しても信託財産を分割したのではなく、信託財産は当初から1つであることに変わりない。したがって、各投資家が共同して信託受益権を購入したのではなくても、受益者となった各投資家は同一の信託財産から給付を受けるという意味で「運命共同体」を形成

しているといえる。これらの多数存在する投資家の利益調整は、信託法では直接的に解決できないので、信託法が受益者に対して付与している権利内容や趣旨を勘案しつつ、団体法的観点を導入すべきである⁽¹³⁾。

団体法的観点を導入するとしても、解釈論上疑義が生じるのを回避するためには、監督権能の行使方法や効果を信託行為に規定した方が望ましいといえる。

受益権を量的に分割した場合には、受益権の持分割合の過半数や2/3以上の合意をもって全受益者の意思とみなすこともでき、逆に、受益権の持分割合の半数以下の合意でも全受益者の意思とみなすこともできると考える。また、優先受益権と劣後受益権に分割した場合には、受益権の持分割合により決するのは一概に妥当とはいえないので、優先受益者には提案権のみを付与し、劣後受益者の意思をもって全受益者の意思とみなすことなどが考えられる⁽¹⁴⁾。このように考えても、受益者となろうとする投資家は、受益権を取得しようとする場合に、信託行為の内容を確認したうえで受益者となるか否かの判断をすることができるから、受託者の保護に欠けるものとはいえないだろう。

なお、受益者が複数存在する信託ということでは、従来から受益者が複数である信託はあり、むしろ信託銀行を受託者とする商事信託では受益者が単数の信託よりも、受益者が複数である信託——すなわち、貸付信託、合同運用指定金銭信託および適格退職年金信託など——の方が一般的であるといえる。

有力説によれば、貸付信託や合同運用指定金銭信託は「集団信託」と分類され、「集団信託とは、大衆から信託目的を同じうする財産を集めて一つの集団（合同運用団）として運用し、かようにして得られたものを受託元本に応じて按分的に配分する信託形態を意味する」とされる⁽¹⁵⁾。この「集団信託」概念の特徴は、信託財産の単位を信託行為ごとの信託財産で構成するという「信託財産個別性の原則」を緩和して合同運用団を単位とするところにあり、この合同運用団を単位とすることによって受益者が複数存在することになる。

適格退職年金信託の場合、事業主である委託者と信託銀行との間で「指定単独運用金銭信託」である適格退職年金信託契約を締結する。この契約においては信託行為も信託財産も1つであるが、受益者として年金の受給権者が複数存

在している。

受益者が複数存在する場合には、資産流動化信託と同様に受託者に対する監督権能の行使に関して同様の問題が発生する。しかし、「集団信託」の場合には、各委託者と受託者との間には個別の信託契約が成立しているのであり、受益権を分割した資産流動化信託の受益者と比較して集団信託の受益者は個別信託の受益者としての側面も強く残している。また、適格退職年金信託の場合には、年金制度という制度目的を加味しなければならないだろう。

- (12) 証券投資信託についてだが、大阪谷博士は「受益権の分割については信託法自体に何らの規定はない。そして受益権の性格をどう理解するかは信託学説における基本的な問題であ」との認識のもとで、「ただ受益権を債権と解し、かつ、その債権の目的が、金銭の給付であるときは、可分債権としてこれを分割することは民法の認めるところであるから（民427条）、受益権債権説に従うならば、この種の投資信託においては受益権を分割するという法的構造は承認し得るであろう」とされる。大阪谷公雄「集団（商事）信託と信託法の修正」信託法の研究〔下〕実務編42頁。
- (13) 信託法学会における実務家サイドからの受益者多数の場合の法律関係についての報告として、今村和夫「多数当事者の信託関係について」信託法研究8号81～94頁があるが、受益権分割の場合に団体法原理を加味することを示唆するものに時本昭政「信託受益権の分割」信託法研究16号95頁以下がある。
- (14) 株式会社が数種の株式を発行している場合において、一定のときに、株主総会の決議と別に「種類株主総会」の決議が必要とされている（商法345条、346条）。前田庸「種類株主総会の決議を要する場合」ジュリスト増刊商法の争点I，128～129頁参照。
- (15) 四宮，前掲書，49頁。なお，集団信託については，松本崇「集団信託における信託法理論の展開・序説」民法・信託法理論の展開367頁以下で詳しく論じられている。

(3) 受益権の複層化

① 信託財産分配機能と受益権の複層化

資産流動化信託では、複数の受益者が存在するといっても、受益権が単純に量的に分割されるだけではなく、優先・劣後など受益権が複層化されている。

受益権は、信託財産のうち元本の部分を享受する「元本受益権」と信託財産の管理・運用から生ずる収益を享受する「収益受益権」とに分割することができる。このように元本受益権と収益受益権とに分割することを「受益権の複層化」というのかは議論があると思われるが、「受益権の複層化」を受益権の量的分割以外の分割方法と捉えると、元本受益権と収益受益権との分割も受益権の複層化である。

有力説は、「受益権は量的に分割して一部を譲渡することは可能だが、債権的部分と物権的部分とを分離して譲渡することは許されない⁽¹⁶⁾」とされる。これをもって、有力説が、量的分割以外の分割を認めることに消極的であるという解釈も可能であろう。しかし、許されないとしているのは「債権的部分と物権的部分とを分離して譲渡すること」であり、また、有力説も、受益権を元本受益権と収益受益権とに分割できることを前提としているから、受益権の量的分割以外の分割について消極的に解する必要はないであろう。

さて、受益権を元本受益権と収益受益権に分割した場合に、「元本」および「収益」について明確にしなければならない。しかし、周知のとおり、信託法に信託財産という概念はあるが、元本・収益という概念はない。信託期間中に受託者が受益者に対して行う収益の分配は、19条に規定する「受託者カ信託行為ニ因リ受益者ニ対シテ負担スル債務」に該当する。その「債務」の内容は同条の規定から信託行為で定められるものであるということになる。したがって、信託の収益は、信託財産の管理処分により生じた profit を意味するのではなく、信託行為以前に一義的に決まるものではない。個別に設定される信託を考えれば、信託毎に信託目的が違うので、その目的を達成するために「元本」と「収益」の規定の仕方が違ってくるのは当然のことではないだろうか。⁽¹⁸⁾

ところで、信託設定時に委託者から受託者へ移転された財産は信託財産となる。その信託財産の管理・処分により得られた財産も信託財産に属することとなる(14条)。その信託財産は受託者が自己の名義で保有し管理しているが、信託事務を処理するための費用として払い出されたものを除いて、信託の計算期⁽¹⁹⁾や信託終了時などのいずれかの時点において受益者に交付されることになる。

このような、受託者が信託行為の規定に基づいて財産を保有、管理、交付することに着目すると、信託は「財産の分配組織」であるといえる。⁽²⁰⁾

そうすると、元本受益者と収益受益者との相違点は「いつ、誰に、信託財産のうち何を、どのくらい支払うか」の違いであって、信託行為において受託者の受益者に対する信託財産給付義務をどのように定めるのかということに帰結する。受益権の複層化も信託の信託財産分配機能の一形態と考えられるので、信託行為における信託財産給付義務の規定の仕方で当然に可能であると考ええる。

② 受益権の複層化とその制限

信託行為に規定する受託者の受益者に対する信託財産給付義務の内容により受益権の複層化は可能であるが、どのように規定してもよいのだろうか。

株式会社の場合には、商法 290 条 1 項が利益配当の限度額について規定している。信託についても、信託行為に規定する受託者の受益者に対する信託財産給付義務の内容にある一定の制限が課されるのだろうか。つまり、信託期間中に行われる信託収益の交付や元本の一部交付に限度があるのだろうか。

株式会社では、株主は間接有限責任を負うに過ぎないから、会社の財産的基礎となるものは会社財産である。会社債権者にとって債権の満足を受けるためにあてにできるのはこの会社財産のみであるから、その資本に相当する純資産だけは常に株式会社に保持させようとするのが商法 290 条の趣旨である。つまり、商法 290 条の規定が必要とされる根拠は、会社債権者の保護を目的とする資本維持原則に求められる。

一方、信託の場合では、受託者が信託財産に関して取引したときの債権者は、原則として、債権の満足を受けるためにあてにできるのは当該信託財産だけでなく、受託者の固有財産も含まれる。また、受託者には受益者に対する補償請求権が認められている。すなわち、受託者は、受益者に対し、信託財産に関して負担した費用について補償を請求し、相当の担保を提供させることができる(36条2項)。受託者が信託財産に関して負担した費用は、「窮極的には、受益者のために負担し……たものであるから、……受託者を保護するため、とくに受益者に対する直接の権利を与えたもの」⁽²¹⁾と考えられる。この権利を受託者の債

権者が代位行使することの可否について問題はあるが、場合によっては、受益者の一般財産も債権の満足を受けるためにあてにできる可能性はある。このように、受託者が信託財産に関して取引したときの債権者にとって、法的に信託財産のみが唯一あてにできる財産ではない。したがって、債権者の保護を目的として、一定以上の信託財産を受託者に保持させる必要はない。

受託者が債権者との特約によって責任を信託財産に限定することは可能であると考えられるが、⁽²²⁾このような特約を締結した場合、債権者保護の観点から、受託者に一定以上の信託財産を保持させる必要があるのだろうか。

債権者は法的に当該信託財産および受託者の固有財産の双方をあてにできるにもかかわらず、債権者自らが受託者の責任財産を信託財産に限定することに同意したのだから、受託者に一定以上の信託財産を保持させなくとも債権者保護に欠けることはない。

したがって、商法は債権者保護の観点から株式会社の利益配当の限度額を規制しているが、信託の場合に、受託者は責任を信託財産に限定する特約の有無にかかわらず、法的に信託財産給付義務の内容を制限する必要はないと考える。

続いて、信託財産給付義務の内容と「実績配当性」との関係について検討したい。

一般的に「実績配当性」とは、受託者が信託財産を管理・処分することにより「収益」を生ずるが、「元本」の一部交付を除き、信託期間中に受益者は「収益」以外を受け取ることはできず、受託者は受益者に対して「収益」以上のものを交付できない、と考えられているのではないだろうか。この考え方に従えば、信託期間中に、受託者が受益者に対して「収益」以上のものを交付することは「実績配当性」に合致しないことになる。

しかし、前述のとおり、信託の「収益」は信託財産の管理処分により生じた profit を意味するのではなく、信託行為において定められるものであるといえる。

そこで、「実績配当性」とは、信託財産はいずれかの時点で受託者から受益者に交付されるということを前提として、信託財産は受託者の管理・処分行為

等により増減するが、抽象的に、信託財産が増えれば受託者から受益者に交付される財産が増え、逆に信託財産が減れば交付される財産が減るという関係というものとする。「実績配当性」は信託の基本的特色の1つであり、信託法上も、受託者の受益者に対する物的有限責任を規定した19条が重要ではあるが、「実績配当性」をあらわす唯一の条文ではなく、広く14条や62条にもその思想⁽²³⁾があらわれていると思う。

このように「実績配当性」を考えると、受託者の受益者に対する給付義務の内容が、給付時に存在する信託財産の給付を前提としている限り、問題はない。したがって、「受益権の複層化」を行っても給付時に存在する信託財産の給付を前提としている限りにおいては「実績配当性」との関係で問題はない。

③ 優先受益権と劣後受益権

前述のとおり、同一の信託において、信託行為の特定の受益者に対する信託財産給付義務の内容を複数に分けて規定することが、受益権の複層化であるといえる。実務上も、同一の信託で信託財産給付義務の内容を変え、第一受益権と第二受益権に、また、class A・class B・class C に複層化している。この複数の信託財産給付義務の内容に応じて、信託行為により、受託者の履行順位に優劣をつけることで優先受益権と劣後受益権が創設される。

上記の例でいえば、第二受益権の受益者より第一受益権の受益者、また class A・class B・class C の受益者の順で「元本」が優先的に償還されることになっている。しかし、「収益」部分については、受益権を第一受益権と第二受益権に複層化した場合、各受益者とも元本金額に応じ、同率で「収益」が分配される。また、class A から class C に分割した場合には、一定の条件のもとで固定の配当格差がつけられる。ただし、「収益」の配当率に格差がついていても、各受益者への分配順位が同順位であるので「収益」に関して優先・劣後構造になっているとはいえない。

そこで、信託行為で「元本」と「収益」を定義したうえで、受益権を class A・class B・class C に複層化し、

イ 当該信託の全「収益」のうち class A の受益者には class A の元本

金額の $\alpha\%$ 相当額を class A の「収益」とすること

- ロ class A の「収益」について、class B・class C の「収益」より優先的に分配されること

を規定すれば、class A 受益権は優先受益権となり、class A の受益者に分配した後の残余の「収益」は class B と class C の受益者に分配されることになる。

逆に、当該信託の全「収益」が class A の元本金額の $\alpha\%$ 相当額に満たないときには、class A の受益者に分配される「収益」は、「実績配当性」との関係から、当該信託の全「収益」に限定されなければならない。したがって、この範囲内であれば、class A の受益者に $\alpha\%$ の「収益」を優先的に分配しても、問題ないものとする。

- (16) 四宮，前掲書，332頁。
- (17) 四宮，前掲書，249頁。
- (18) 信託業務を営む金融機関は信託契約締結時に一定の事項を明らかにした書面を交付しなければならない（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則5条）が，その書面において明らかにする事項として「信託の収益の計算の時期及び方法」（同規則5条1項7号）および「受益者に交付する信託財産の種類並びにその交付方法」（同規則同条同項8号）が挙げられている。
- (19) 信託事務を処理するための費用の事例については，四宮，前掲書，290頁注(2)参照。
- (20) 細矢祐治「信託財産の分配(上)——信託会計の一節——」信託協会会報7巻5号1頁。
- (21) 松本崇「信託法（特別法コンメンタール）」209頁。
- (22) 四宮，前掲書，287頁。
- (23) 62条は残余財産の帰属権利者について規定している。「帰属権利者が受益者であるか」について問題はあるが（四宮，前掲書，307頁），実績により増減した信託財産は最終的に帰属権利者に帰属するという点で「実績配当性」に関して重要な意義を有すると考える。

(4) 受益権の有償取得

一般的には、信託を受益者と委託者の関係により、端的に言えば「信託の利益を享受するもの(受益者)が、委託者自身であるか、それ以外の者であるか」により自益信託と他益信託に分類している。

資産の流動化・証券化は新たな資金調達手法であるから、受益権を投資家に売却しなければならず、委託者が信託の設定から終了までの間、全益の受益者であることを予定していない。必ず委託者以外の投資家が受益者として信託関係に入ってくることになる。受益者が委託者ではないという意味では他益信託といえるが、一方で通常イメージする当初受益者が委託者ではなく、しかも委託者および受託者以外の第三者が無償で受益者となる他益信託とは異なる。

信託を自益信託と他益信託に区分することの実益は、

イ 他益信託設定行為の特殊性を規定する信託法7条の解釈

ロ 解除権に関する信託法57条および58条の解釈

ハ 信託財産に関する占有や権利の瑕疵に関する信託法13条の解釈

ニ 受託者の受益者に対する補償請求権に関する信託法36条2項の解釈

等にあるといわれている。

しかし、有力説は、信託を自益信託と他益信託に区分することに実益があるといいいながらも、単に受益者が委託者ではないことをもって自益信託と異なる扱いを認めているのではなく、受益者と委託者との関係や受益権の内容等を具体的に考慮していることに留意しなければならない。⁽²⁴⁾

したがって、資産流動化信託が「他益信託」かどうかということが重要なのではない。問題の発生する具体的場面に応じて、受益者が受益権を有償で取得していることを勘案のうえ、各受益者の権利義務の内容を検討すべきである。

また、わが国の信託法は委託者へ受託者に対する監督権能を付与している。資産流動化信託においては、実質的に信託を利用した資産の譲渡と考えられるから、委託者が対価を得て受益権を処分した段階で信託に関する利害関係はなくなる。

上述の「(2)受益者間の関係」において、受益者が受託者に対する監督権能を

行使する場合に団体法理により一定の制限が課されるとしたが、信託に関する利害関係のない委託者が単独で受託者に対する監督権能を行使することは受益者の受託者に対する監督権能の行使が制限されていることとのバランスからいっても妥当ではない。したがって、受益権の処分時に委託者が受託者に対する監督権能を黙示的に放棄したと考えることが受益者の利益に合致するものとい⁽²⁵⁾える。

(24) 例えば、36条2項の適用範囲について、他益信託の典型的場面（贈与型一財産保全型家族目的信託）では否定し、営利追求型の他益信託では肯定する（四宮、前掲書、44頁および294頁）。

(25) 委託者に認められている受託者に対する監督権能は受益者にも認められているので、委託者の地位も受益者に移転したと考えることも可能である。しかし受益者が複数存在する（しかも受益権が複層化されることもある）ので、委託者が受託者に対する監督権能を黙示的に放棄したと考える方が簡便であろう。

なお、委託者の地位の移転性については、佐藤仁「委託者の地位について—その承継性について」信託法研究第8号3頁以下参照。

(5) 委託者への信託事務の一部委任

流動化・証券化の対象になる資産が金銭債権の場合には、受託者は原債権者である委託者に債権の回収等の信託事務の一部を委任することが通常行われている。その際には、受託者の自己執行義務（26条）の観点から、信託行為に受託者は委託者に信託事務の一部を委任する旨が規定されている。⁽²⁶⁾

金銭債権の資産流動化信託において、受託者が委託者に信託債権の回収等を委任することは受託者の責務の重要な部分を委任しているといえるので、受益者の保護を図るため、委託者を実質的財産管理者——すなわち「受託者」——とすることによって信託法上の義務と責任を負わせるべきだとする考え方も主張⁽²⁷⁾されている。

しかし、受託者が信託事務の一部を他者に処理させることは「信託行為ニ別段ノ定アル場合」および「已ムコトヲ得サル事由アル場合」に可能であり（26条1項）、その際に受託者は事務受任者の「選任及監督ニ付テ」責任を負う。そ

して、受託者は事務受任者を監督し、事務受任者が適切でないと判断した場合には事務受任者を解任するなどの適切な措置を講じなければならない。投資家である受益者は、このように受託者が委託者である事務受任者を監督することを資産の流動化・証券化における信託方式のメリットであると感じ、受託者の役割に安心感を覚えているのではないだろうか。

信託方式のメリットは、経済的信用力を有する信託銀行を委託者と受益者の間に介在させて資産の管理を行わせ、また委託者に信託事務の一部を委任しても受託者が委託者を監督することにより債務の履行を確実なものとする事ができることにある。したがって、委託者を実質的財産管理者と考えて、信託法上の受託者の義務と責任を課す必要はない。

- (26) 「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」では、原債権者に債権の回収等を委任することが制度化されている。すなわち、みなし対抗要件規定の適用を受けようとする場合には、譲渡者である特定事業者が譲受者である特定債権譲受業者から譲渡対象債権の取立てについて委託を受けていなければならない(同法6条3号)、みなし対抗要件を具備した後、正当な理由がないかぎり、この当該特定債権の取立ての委託を解除することはできない(同法9条)としている。

特定事業者が特定債権を信託する場合に、これらの規定は準用される(同法11条)。

- (27) 大澤和人「信託・SPC(特定債権譲受業者)と財産管理制度(1)~(3)」NBL 532・535・536号。とくに、NBL 536号54頁以下。

(6) 対抗要件と信託の公示

金銭債権を流動化・証券化するために債権者がその保有する金銭債権を譲渡する際、債権譲渡について対抗要件を具備していないことが多いといわれている。これは信託方式に限らず、あらゆる流動化・証券化手法に共通する問題となっている。対抗要件を具備しない理由は、小口の債権を多量に譲渡するため対抗要件具備の手間や費用などコストが非常にかかるからと、それ以上に債権者が債務者との継続的関係を考慮しているからだと思われる。

周知のとおり、「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」で、公告による簡便な対抗要件の具備方法が認められている⁽²⁸⁾。この対抗要件の具備方法は「特定債権」のみに限られ、同法が規制対象としている「リース資産」には認められていない。しかし、資産の流動化・証券化を促進するために、「特定債権」に限らず、幅広く、住宅ローン債権、一般企業および地方公共団体等に対する貸出債権などの様々な金銭債権や「リース資産」を始めとする動産にも簡便な対抗要件具備方法を認める必要があり、信託方式の場合には「財産権ノ移転其他ノ処分」の対抗要件の具備方法について、立法的に簡便な方法を認められることが望まれる。

「財産権ノ移転其他ノ処分」の対抗要件を具備する簡便法が認められるのであれば、登記・登録とはいえないかもしれないが、同時に「信託の公示」方法とすることも検討に値すると思われる。すなわち、債権説的理解のもとに「財産権ノ移転其他ノ処分」の対抗要件と「信託の公示」を分けて考えるのではなく、⁽²⁹⁾「財産権ノ移転其他ノ処分」の対抗要件と「信託の公示」を一体とした方が的確かつ簡便であるからである。

- (28) 特定債権の譲渡第三者に対抗するために必要な行為をしなければならない（同法5条）とする反面で、通産大臣に特定債権に関する書面を提出する（同法8条）とともに債権譲渡の公告をする（同法7条1項）ことによって、「民法第467条の規定による確定日付のある証書による通知があったものとみなす」（同法7条2項）こととしている。この公告を行うためには特定債権を譲渡する前に譲渡人である特定事業者および特定債権等譲受業者がその計画を通産大臣に届出しなければならず（同法3条）、通産大臣が届出を受理した日から原則60日間特定債権を譲渡し、譲り受けることができなくなる（同法4条）。

この「公告による簡便な対抗要件の具備方法」の法的な位置付けについては、片岡義広「特定債権法における「みなし対抗要件」規定と民法四六七条」ジュリスト1040号21頁以下参照。

- (29) 「財産権ノ移転其他ノ処分」の対抗要件と「信託の公示」について、四宮、前掲書、163頁以下参照。

4. おわりに

「資産流動化・証券化」は、単に一部の金融機関のみのためならず、一般企業の財務体質の改善など経済社会全般にわたりその進展が望まれ、その手法は技術的に日々高度化されている。

信託制度は、これまでも「資産流動化・証券化」に利用されてきており、今後もさらに利用されるものと思われる。これらの社会的経済的ニーズに応えるためには、資産流動化信託実務と資産流動化信託法理の研究が望まれている。本稿がそのための一助になれば幸甚である。

(東洋信託銀行業務部業務開発室代理)