

[研究報告]

信託の倒産隔離機能

鈴木秀昭

目次

- I はじめに
- II 受託者の倒産からの隔離
 - 1. 問題意識
 - 2. 信託法3条の理解
 - 3. 関係者との利害調整
 - 4. 破産法における議論との整合性
 - 5. 結論
- III 委託者の倒産からの隔離
 - 1. 問題意識
 - 2. SPC方式における倒産隔離
 - 3. 信託法式における倒産隔離
 - 4. 担保目的信託における倒産隔離
- IV おわりに

I はじめに

信託は、資産の流動化に見られるように、信託財産を関係者の信用リスクから切り離す手段として利用されることがあり、その意味で倒産隔離機能を有することは一般的に承認されている。しかし、受託者や委託者が倒産したような場合に、関係者間の法律関係が具体的にどうなるかについては必ずしも明らかでない点がある。そこで、本稿は、そのような信託の倒産隔離機能に関していくつかの論点を取り上げ報告するもの

である。

まず最初に、信託の倒産隔離機能といった場合に、2つの全く異なる局面がある点に注意が必要である。第1は、受託者の倒産からの隔離という問題である。この問題は、例えば、AがBを受託者とする信託を設定した後に受託者Bが倒産した場合、受託者Bが保有する信託財産が、Bの倒産手続から保護されるかという問題である。これに対して、第2の問題は、委託者の倒産からの隔離という問題である。これは、AがBを受託者とする信託を設定した後、委託者Aが倒産した場合に、この倒産手続が信託財産に影響を与えるかという問題である。これらの2つは、全く別の問題状況であるため、以下、この2つの局面を区別して、倒産隔離に関する論点について検討する。

第1の受託者の倒産からの隔離については、受託者の破産と信託の公示の関係を検討する。第2の委託者の倒産からの隔離については、2つの論点を取り上げる。1つは、最近マイカルの事案でも問題となった、資産流動化における倒産隔離の問題である。2つ目は、資産の流動化の議論とも関連するが、債権を保全するために設定された信託（以下「担保目的信託」と呼ぶ）の倒産隔離の問題である。

II 受託者の倒産からの隔離

1. 問題意識

ここで取り上げる論点は、受託者の破産と公示の関係である。そこで、次のような事案で、新受託者が破産管財人に対して信託財産の引渡しを請求するのに信託の公示が必要かという問題を考える。例えば、Aが登記登録すべき財産について、Bを受託者とする信託を設定し、権利移転の対抗要件は具備したが、信託の公示はしていないという状況を想定する。そして、その後、信託の公示をする前に受託者Bが破産し、新受託者Dが選任されたとする。この場合に、新受託者Dが破産管財人Eに信託財産の引渡しを請求できるかという問題である。このような想定に対しては、実務上登記登録すべき財産について、信託の公示をしない場

合があるのかという疑問が生じうる。たしかに、信託業法や社債等振替法等の近年の法改正によって、特に実務上問題となっていた有価証券の信託の公示が容易になり、登記登録すべき財産について信託の公示をしていないという場合は実務上は想定できない。しかし、この問題は、受託者の破産管財人の地位や受託者破産時の信託財産をめぐる法律関係を明らかにするために、また、信託の公示制度を今後どのように設計するかという立法論としても重要であることから、問題を検討したい。

まず、信託法3条の「第三者」の範囲であるが、一般的にはこれは民法の対抗問題における「第三者」と同じであると考えられている⁽²⁾。そして、民法の対抗問題における「第三者」には破産管財人も含まれると解するのが通説である⁽³⁾。従って、通説に従えば、受託者Bが破産し、新受託者Dが選任された場合、新受託者Dは、信託の公示がない以上、第三者である破産管財人Eに対して信託財産の引渡を請求できないという結論となると思われる。

しかし、受託者が破産した場合の破産管財人は、そもそも公示がなければ権利を対抗できない「第三者」には該当せず、信託の公示がなくとも新受託者Dは破産管財人Eに対して信託財産の引渡請求ができると考える⁽⁴⁾。

その理由として、まず信託法42条2項の規定が挙げられる。同条項は、受託者の死亡破産等により信託が終了した場合に、受託者の相続人、その法定代理人、破産管財人等に対して、信託財産の保管および信託事務の引継ぎに必要な行為をなす義務を課している。ここで重要なことは、信託法は、相続人と破産管財人を同列に位置づけている点である。受託者の相続人は、包括承継人であるから「第三者」にはあたらない。従って、仮に、相手が受託者の相続人である場合、新受託者Dは、信託の公示の有無にかかわらず、当然に相続人に対して信託財産の引渡を請求できると考えられる。そして、42条2項は、破産管財人と第三者ではない相続人とを区別することなく並べて規定している。もし、破産管財人と相続人の扱いを異なったものとするのであれば、両者を分けて規定したはずであるが、両者を並べて規定している。このような条文の

作り方からすると、本条の解釈としては、破産管財人も相続人などと同様の義務を負っていると理解するのが妥当である。従って、信託法42条2項の解釈としては、新受託者が破産管財人に対して信託財産の引渡を請求する場合に信託の公示を要求していないと解すべきである。

このように解釈することは、受託者破産時の権利変動の構造とも整合性があると思われる。すなわち、信託法50条1項は、受託者の更迭があった場合は、信託財産は前受託者の任務終了時に新受託者に譲渡されたものとみなすと規定する。そして、任務終了時とは、42条1項が定めているが破産宣告を受けたときである。そうすると、信託財産は破産宣告と同時に法律上当然に新受託者に移転するといえる。他方、破産財団は債務者が破産宣告の時に有する一切の財産で構成される。従って、信託財産は破産宣告と同時に新受託者に移転している以上、破産宣告の時に債務者に帰属する財産とはいえず、信託財産は破産財団に属するとはいえない。従って、この場合の破産管財人は、対抗関係にある第三者とはいえない。

さらに、このように考えることは、信託法には、受託者が破産した場合に信託財産が保全されることを直接定める規定が存在しないこととも整合性がある。なぜかといえば、受託者が破産していない場合には16条という規定を置いているにもかかわらず、破産時に財産権が保全されることについて規定を置いていないのは、信託法は当然に新受託者に信託財産が承継されることを前提として⁽⁵⁾と考えられるからである。

以上の点から、受託者の破産に際して、新受託者が前受託者に信託財産の引渡を請求する場合に、信託の公示は要しない⁽⁶⁾と考える。

2. 信託法3条⁽⁷⁾の理解

次に、以上の理解が、信託法3条の解釈と整合性があるかを検討する。信託法3条の「第三者」は、破産管財人を含めて考えるのが一般的である。しかし、仮に、信託法3条の「第三者」を民法における対抗問題の第三者と同様に理解したとしても、筆者のような解釈は可能であると考える。なぜならば、受託者破産時の破産管財人は、信託財産に関し

て特別に保管義務を課せられているのであって、一般債権者の利益代表としての地位、すなわち、第三者の地位にはないからである。

また、立法過程の議論からもこのように解釈することが可能である。すなわち、信託法制定に際しての衆議院および貴族院の議論では、受託者破産時には信託が当然承継されると考えられており、その時に信託の公示が必要であるとの議論は、されていないようである。また、他方で、信託の公示が必要であることを説明する具体例としては、現行信託法31条の場合が多く用いられている⁽⁸⁾。すなわち、信託は委託者と受託者間の契約を第三者にも対抗できるものとするため、受託者が信託の本旨に反して信託財産を処分した場合にその行為を取り消す権限を与えるが、第三者の取引の安全を図るため、信託の公示を要するという説明が多くなされている。従って、信託の公示が必要な典型例としては、現行法の31条の場合を想定していたと思われる。このような立法過程の議論を前提とすると、受託者の破産管財人に対して、信託の公示なくして新受託者が返還請求できるという解釈論も十分可能と考える。

3. 関係者との利害調整

そこで、法律の条文解釈としては、以上のように考えることができるとしても、このような解釈が実質的に妥当な結論となるか、受託者の一般債権者との利害調整をどのように考えるかを検討する。

たとえば、AがBに不動産を譲渡し、登記を移転する前にAが破産したと仮定する。この場合、買主Bは登記を具備していない以上、一般債権者の利益代表としての破産管財人に対して所有権の取得を対抗できず、当該財産はAの破産における破産債権の引当となる。これに対して、受託者が破産した場合、新受託者は信託の公示がなくても信託財産を破産管財人に引き渡し請求することができる考えると、当該財産は受託者破産における破産債権の引当とならない。従って、受託者以外の者が破産した場合は、破産債権者の責任財産の範囲は公示によって決まるのに対して、受託者が破産した場合には公示によって受託者個人の債権者の責任財産の範囲が決まらないことになる。そこで、受託者以外の

債務者の破産の場合と比較して不均衡であるとの批判が考えられる。

この点については、他人のために財産を管理処分をする受託者の一般債権者は、他の場合と異なり、受託者が保有する信託財産が自己の債権の引当となることを期待すべきでないということで説明できると考える。このような考え方は、判例でも認められている。問屋である証券会社が、顧客の委託を受けて株式を購入し、顧客に引き渡す前に破産した場合の有名な最高裁の判例が参考になると思われる。この判例は、「問屋はその性質上、自己の名においてではあるが、他人のために物品の販売または買入れをなすを業とするものであることにかんがみれば、問屋の債権者は問屋が委託の実行としてした売買により取得した権利についてまでも自己の債権の一般担保として期待すべきではないと言わなければならない。」と判示し、顧客が株式について取戻権を行使することを認めた。信託は自己の名において他人の財産を管理処分する点において問屋と類似することは、多く指摘される⁽⁹⁾ところである。そこで当該判例の理論を信託にあてはめると、受託者の固有財産に対する一般債権者は、信託財産が自己の債権の一般的担保となることを期待すべきではなく、信託の公示がないとしても受託者の固有財産に対する一般債権者の利益を害するとまではいえない。従って、受託者破産の場合に、信託の公示なくして新受託者が信託財産の取得を破産管財人に対抗できるとしても不均衡ではなく、実質的にも不当ではないと考える。

4. 破産法における議論との整合性

そこで、信託法の議論としては、受託者破産時の破産管財人は「第三者」に該当しないと考えられるとして、破産法における破産管財人の法的地位の議論と整合性があるかを、次に検討する。

破産管財人の法的地位については、議論があるが、ここでは、法律関係の性質に即して、3つの基準を適用し決定するという考えを前提として⁽¹¹⁾検討する。この見解によれば、第1は、破産者と同視され、またはその一般承継人とみなされる破産管財人であり、第2は、破産債権者の利益代表としての破産管財人であり、第3は、破産法その他の法律に

よって特別の地位が与えられる場合である。そして、これらの基準の相互関係は、基本的には第1の基準により規律され、実体法規が、ある法律関係について差押債権者に特別の地位を与えている場合には破産管財人にも同様の地位が与えられ、さらに、破産法その他の法律が破産管財人に対して特別の地位を認めている場合には、それに従うという関係にある。

以上の基準に照らして検討すると、受託者の破産時の破産管財人の地位はどのように考えるべきであろうか。前述のように破産宣告時に信託財産は、信託を継続するために新受託者に移転したと法律上扱われており、信託財産は破産宣告時に破産者に属する財産とはいえない。従って、破産管財人は本来、信託財産の管理処分権を持たず、実体法上一般債権者の地位が与えられているとはいえず、第2の基準には該当しないと思われる。前述のように、受託者の更迭があった場合に、法律上は、前受託者の任務終了時に信託財産が新受託者に譲渡されたものとみなされる。従って、本来新受託者が信託財産を保管すべきであるが、実際には、前受託者の任務終了後に利害関係人が新受託者の選任を裁判所に申し立てるため（信託法49条1項）、新受託者が選任されるのは、破産宣告後になる。そこで、42条2項は、現実に新受託者が信託事務を処理できるようになるまで、破産管財人に特別に信託財産を保管し事務の引継ぎに必要な行為をする義務を課したものと解するのが妥当である。そこで、破産法の議論において破産法その他の法律が破産管財人に対して特別の地位を認めている第3の基準の場合にあたるものと考えられる。従って、受託者破産の場合の破産管財人が第三者の立場にないという理解は破産法における破産管財人の地位の議論とも整合性があると考えられる。

5. 結論

以上検討したように、受託者破産の場合の破産管財人は、信託法3条の「第三者」には該当せず、信託の公示がなくても新受託者は当該財産を信託財産であると主張できると解するのが、信託法の構造、立法経

緯、判例に照らして妥当な解釈であると考ええる。そうだとすれば、現行法の下では実務上問題となる有価証券の公示方法が立法によって手当てされたため問題ないとしても、立法論としては、以上の点を明文で規定すべきである。⁽¹²⁾

Ⅲ 委託者の倒産からの隔離

1. 問題意識

以上、受託者の倒産からの隔離の問題を検討したが、次に信託の倒産隔離機能が働くもうひとつの局面である、委託者が倒産した場合の倒産隔離の問題を検討する。

ここでは、2つの論点を取り上げる。第1は、資産流動化における委託者の倒産からの隔離という問題であり、第2は担保目的信託における委託者の倒産からの隔離という問題である。⁽¹³⁾

以上の問題を検討するにあたって、以下では、大きく分けて3つの仕組を取り上げるため、それぞれについて、まず仕組の概要を説明する。すなわち3つの仕組とは、SPCを利用した資産流動化と信託を利用した資産流動化、そして、担保目的信託である。⁽¹⁴⁾ SPCを利用した資産流動化は、資金調達者であるオリジネーターが、資産をSPCに売却し、SPCが資産のキャッシュフローを支払原資とする社債を発行するものである(以下「SPC方式」と呼ぶ)。信託を利用した資産流動化は、資金調達者であるオリジネーターが資産を信託し、受益権を投資家に売却するものである(以下、「信託方式」と呼ぶ)。次に、担保目的信託であるが、債権を保全するために信託を利用する場合を指す。これは、債務者が委託者となり債権者を受益者とする他益信託を設定し、債務の履行を保全する場合であり、具体的には、社内預金引当信託のような仕組を念頭においている。資産流動化では、法形式的には被担保債権が存在しないのに対して、担保目的信託では、被担保債権が存在する点が異なる。

次に、資産流動化における委託者の倒産からの隔離の問題と担保目的信託における委託者の倒産からの隔離についての問題意識は以下の通り

である。資産流動化に関する問題意識は、2つある。まず、第1に、信託方式の倒産隔離はSPC方式の倒産隔離との比較で論じられることが多いが、両者は同じように考えてよいかという点である。すなわち、SPC方式の倒産隔離に関する議論を、信託方式にあてはめる場合には、信託方式に固有の特徴を考慮する必要があるのではないかという問題意識である。第2に、信託の一般論と資産流動化の議論の整合性である。資産流動化における議論を除けば、信託の一般論としては、信託が成立すれば委託者の倒産から隔離されると理解されている⁽¹⁵⁾。そこで、この一般的な理解と資産流動化では倒産隔離されない場合があるという前提で議論がされていることとの関係をどう考えるかという点である⁽¹⁶⁾。

次に、担保目的信託に関する問題意識であるが、担保目的信託は委託者の倒産の影響を受け、例えば会社更生手続において更生担保権と扱われるのかという点である。資産流動化について信託法式の流動化の仕組みが担保とされ更生担保権と扱われるかという議論がなされるのであれば、信託契約の内容が債権の履行確保を目的とした担保目的信託の場合についても、より担保に類似するとして、同様の議論が妥当するのではないかという疑問が生じるため、この点を整理したいと考える。

2. SPC方式における倒産隔離

まず、資産流動化における委託者の倒産からの隔離の問題を検討する。ここでの問題意識は、SPC方式の倒産隔離の問題と信託方式の倒産隔離の問題は同じかという点にある。そこで、まずSPC方式における倒産隔離の議論を確認し、それを信託法式の倒産隔離についてあてはめるという順序で検討する。

まずSPC方式の資産流動化であるが、もっとも単純な仕組みは、オリジネーターAが資産をSPCであるBに売却し、Bがこの資産から生じるキャッシュフローを支払原資とする社債を発行するというものである。そして、Bが社債発行代金をAに引渡すことにより、オリジネーターは資金調達をする。そして、投資家の保有する社債の信用力を補完するための措置を講じる。具体的には、劣後社債を発行し、これをオリジネー

ターが保有することや、一定の限度で瑕疵ある資産を買い戻す特約を置くこと、資産の入れ替えを行うことなどが挙げられる。⁽¹⁷⁾

そこで次に、以上のようなSPC方式の資産流動化において倒産隔離はどのように考えられているかを確認する。SPCを利用した資産流動化における倒産隔離の要件の考え方には、大別して2つの考え方がある。

第1は、アメリカの議論を背景とするものであり、当事者の意思、買戻特約、劣後比率、資産の入れ替え等複数のファクターを考慮して担保取引か否かを判断する考え方である。例えば、買戻特約の上限が高いことや劣後比率が高い場合には、オリジネーターに権利が実質的に帰属していると判断し、AとBの売買を譲渡担保と考える。⁽¹⁸⁾

第2は、日本の非典型担保に関する議論の延長線上で担保取引か売買かを判断するものである。これは、例えば、譲渡担保の要素は、被担保債権の存在、補充性、受戻権の存在であるとして、この要素を満たすか否かによって判断するものである。⁽¹⁹⁾

3. 信託法式における倒産隔離

(1) 信託法式の概要

以上のSPC方式での倒産隔離の議論を、信託方式にあてはめた場合どうなるかについて、信託方式を説明し、検討する。

前述のように、信託方式は、オリジネーターであるAが受託者をBとする信託を設定して受益権を取得し、受益権を投資家Cに売却することによりAが資金調達をするというものである。受益権は、優先受益権と劣後受益権に分割し、劣後受益権をオリジネーターが保有することで信用を補完する。また、同様に信用を補完するため、一定の限度で、瑕疵ある資産をオリジネーターが買い取ることや、資産を入れ替えることが一般的である。

このように優先劣後に分ける点や、オリジネーターが瑕疵ある資産を買い取る特約を設ける点や資産を入れ替える点は、SPC方式と基本的には同じ構造となっている。

この信託方式の特徴は、信託の設定と受益権の売却という2段階を経

て仕組が完成し、受益権の売却によって資金調達をする点にある。従って、信託法式の倒産隔離の議論は場面を2つに分けて考える必要がある。2つの場面の第1は、オリジネーターから受託者への資産譲渡をどう評価するかという場面である。そして、第2は、受益権を投資家に売却して完成した資産流動化の仕組をどう評価するかという場面である⁽²⁰⁾。SPC方式の場合は、オリジネーターからSPCへの資産売却の代金の受け取りによって資金調達が行われるため、オリジネーターとSPCの二当事者間の売買が譲渡担保であるかという問題設定であるのに対して、信託の場合は、オリジネーターと受託者との信託契約とオリジネーターから投資家への受益権売却により資金調達するため、場面を2つに分けて考える必要がある点が異なる。

(2) SPCに関する倒産隔離の要件の信託へのあてはめ

そこで、まず、複数のファクターを考慮して倒産隔離を判断する立場に従い、当事者の契約意思、買戻特約、劣後比率、資産の入れ替えという要素を信託法式の倒産隔離の議論にあてはめるとどうなるかを検討する。結論としては、オリジネーターから受託者へ資産を譲渡し信託を設定する場面では、SPC方式において倒産隔離を判断するに考慮すべきとされるファクターは影響を与えず、信託方式の場合に考慮すべき第2の場面、すなわち、成立した信託をどのように評価するかという場面で影響を与える可能性があると考えるのが妥当である。そこで、以下具体的に検討する。

まず、当事者の契約意思であるが、信託法上の議論に置き換えると信託成立の意思の問題と位置づけられる。そして、信託成立の意思表示としては、財産権の移転および一定の目的に従って財産の管理処分をさせることで足りる（信託法1条）。資産流動化における信託契約締結時の当事者の意思は、受託者に財産権を完全に移転しその管理処分をさせ、資金調達する意思である。従って、信託を成立させる意思に欠けるところはなく、当事者の意思に従った信託が成立するのが原則である。

次に買戻特約条項であるが、これは、流動化の対象となった資産に瑕

疵があった場合に、その資産をオリジネーターが買い取ることを約する条項である。SPC方式では、当初にオリジネーターがSPCに資産を売却するため、後にオリジネーターがSPCから瑕疵ある資産を取得することは買戻しという法律構成をとる。SPCを利用した資産流動化では、この買戻特約を無制限に認めると財産がSPCに移転していないと疑われ、オリジネーターとSPC間の資産売却が売買取引ではなく担保取引であると扱われる方向に作用すると考えられている。

これに対して信託方式では、オリジネーターから信託への資産の移転は信託の設定という法形式で行なわれ、オリジネーターから受託者へ資産を売却する訳ではない。従って、買戻特約条項は、これを信託法上の議論に置き換えると、買戻すのではなく、信託が設定された後に、信託財産について受託者と委託者が新たに売買をするということになる。⁽²¹⁾ 信託法上、受託者が信託財産を固有財産とし又はこれについて権利を取得することは禁止されているが、委託者が受託者から信託財産を譲り受けることに信託法上特に制限はない。従って、信託方式の場合、買戻条項があったとしても、信託自体の有効性に何らかの影響を与えることはないと考えられる。

次に、劣後比率であるが、これは信用補完のために保有する劣後受益権が全体の受益権に占める比率である。信用補完には様々な手法があるが、SPCを利用した流動化の場合、例えば、SPCが優先社債と劣後社債とを発行し、オリジネーターが劣後社債を保有する方法がとられる。資産から生じるキャッシュフローは、まず優先社債への弁済に当てられ、余剰があれば劣後社債が弁済されたため、オリジネーターは劣後社債を保有する限度で資産のリスクを負担することになる。従って、劣後社債を多く保有すると資産のリスクがSPCに移転しておらず、オリジネーターとSPCの売買が担保取引であると判断される可能性がある。そして、真正売買といえるためには、劣後社債の比率が30%程度におさまることが望ましいとする見解もある。⁽²²⁾

信託方式の場合、前述の通り、優先受益権と劣後受益権とに受益権を分割し、劣後受益権をオリジネーターが保有することにより信用力を補

うのが一般的な手法である。劣後比率の問題は、信託法上の議論に置き換えると委託者が劣後受益権をどの程度保有することが認められるかという問題となる。この点、信託法57条は委託者が全受益権を保有する場合があることを前提とする規定であるから、仮に委託者が受益権を全て保有していたとしても信託は有効に成立すると考えられる⁽²³⁾。実務上も委託者が受益者となる信託（自益信託）は一般的である。従って、劣後受益権の保有割合という要素も信託の成立には影響を与えない。

資産の入替は、資産に瑕疵がある場合に、瑕疵のある資産をオリジネーターに戻し、瑕疵のない資産を新たに流動化の対象資産とすることである。信託法の議論に置き換えると、信託財産を交付して受益権を償還し、追加信託をすることが認められるかという問題となる。信託法19条は、受託者が受益者に負担する債務については、「信託財産の限度においてのみその履行の責に任ず」としており、受益権の償還として信託財産を交付することは当然認められている。また、追加信託も、信託法上も特に制約はなく、実務上も追加信託は一般的に行われており、問題はない。従って、資産の入替も信託の成立に影響を与える要素にはならない。

従って、以上検討したように、SPC方式の倒産隔離の議論で真正譲渡性の判断要素とされるものは、信託法の議論に置き換えてみると、信託の成立に影響を与えるものではないというべきである。

（3） 成立した信託の評価

そこで、次に信託を利用した資産流動化の場合に考慮すべき第2の場面、すなわち、信託が成立したことを前提としてその信託をどう評価するかという点について、各要素をあてはめてみる。

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、当事者の意思、劣後比率など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考える。

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、当事者の意思からは、資産流動化以外の目的をもった信託であると

はいえない。また、劣後比率の程度も、当事者がとった法形式以外の信託を推認させるか否かの判断にはあまり関係はないと考える。なぜならば、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からである。資産の入替についても、担保目的の信託でない場合にもありうる仕組みであるから、これをもって、担保目的の信託であるとはいえないというべきである。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と考える。ただし、全額につきオリジネーターの義務とされる極めて例外的な場合があるとすれば、当該金額を被担保債権と評価する要素となりうると考える。

そこで、仮に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かを検討する。この点、2つの考え方があると思われる。第1は、その信託を譲渡担保であると評価する考え方であり、第2は担保目的信託であると評価する考え方である。両者の違いは、信託財産が受託者に帰属すると見るか、オリジネーターに権利が残っていると見るかの点にある。すなわち、譲渡担保とする見解は、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る。これに対して、担保目的信託とする考え方は、財産権は完全に受託者に移転し、被担保債権を保全することを目的とする信託が成立すると考える。信託方式の流動化を譲渡担保と評価しうるかという点はマイカルの事案で実際に問題となったため、以下ではマイカルの事案を題材に検討したい。

(4) マイカルの事案⁽²⁴⁾

① 事案の概要

まず、マイカル資産流動化の仕組を説明する。実際は非常に複雑な仕組であるが、単純化すると次のとおりである。オリジネーターであるマイカルが不動産を信託財産とする自益信託を設定し、受益権をSPCに売却することによって資金調達をする。SPCは受益権の配当を支払原資と

する社債を発行し、その発行代り金を受益権の売買代金としてオリジネーターに支払う。そして、マイカルが受託者から信託財産である不動産を賃借しており、その賃料が受益権の配当原資となる。この仕組みにおいてマイカルに更生手続開始決定がなされ、マイカルが受託者に支払う賃料が更生債権となるか、共益債権となるかが争われた。この点については、日本の非典型担保に関する議論の延長線上で担保取引か売買かを判断する立場から、次のような議論がなされた。

② 譲渡担保とする法律構成

まず、当該資産流動化を担保取引と考えた場合の法律関係は次のように主張されている。すなわち、本件を実質的にとらえると、受託者がオリジネーターに対して融資をし、店舗等を主たる目的物とする譲渡担保が成立するとしている。その融資金はSPCが受益権の売買代金という形で融資を立替払いしたものであり、SPCは受益権という形で求償権を取得するという構成である。前述のように、法形式上は、受託者はマイカルと信託財産である不動産について賃貸借契約を締結しており、受託者はマイカルに対して賃料債権を有するが、これを被担保債権たる貸付債権と構成する。この見解⁽²⁵⁾に対しては、譲渡担保の要件として、被担保債権の存在と補充性と設定者による受戻権をあげ、本件では、いずれの要素も満たさず、譲渡担保は成立しないとの反対の意見がある。⁽²⁶⁾

ここでの問題意識は、いずれの考え方も、一定の場合には、信託方式の資産流動化が譲渡担保と評価されうることを前提としているが、信託方式の資産流動化を譲渡担保と評価するのが妥当かという点である。

この点について、筆者は、結論としては、信託が成立している場合には、それを譲渡担保と評価することはできないと考える。そこで、譲渡担保と評価できないとすれば、どのように評価するのが問題となるが、この点について、担保目的信託であると評価すべきと考える。理由は以下の通りである。

③ 信託法からの問題検討

譲渡担保でなく、担保目的信託であると評価する理由は、譲渡担保と評価できる状況と信託が成立する状況は重ならないと考えるべきであるからである。

譲渡担保の法律構成については争いがあるが、⁽²⁷⁾ 抵当権説が示すように、その本質は財産権の交換価値を把握する点にあると考えられる。例えば、譲渡担保の典型例である動産の譲渡担保を考えた場合、担保設定者は、譲渡担保設定後も占有が認められ現実に物を利用する。そして、債務の弁済がなかった場合に、初めて担保権が実行される。従って、信託が譲渡担保と評価される場合というのは、譲渡担保と同様に受託者が⁽²⁸⁾ 交換価値を把握していると評価される場合であるといえる。

しかし、信託は受託者をして他人のために財産の管理処分をさせるものであり、譲渡担保と同様に評価されることないと考えべきである。例えば、金銭債権の流動化の場合、受託者は信託財産の管理処分を含め、資産流動化を維持するために様々な事務を行っている。一言でいえば、受託者は、資産から生じた回収金を投資家に支払う事務を行っているが、資金の回収から支払いに至るには様々なプロセスを経る。具体的には、回収額のデータと実際に受け入れた金額の確認、資産流動化の仕組みを維持するための諸費用の支払い、仕組に留保すべき金額の計算などを経て、投資家への支払いをする。投資家への支払いについても、その期日管理などがある。また、これらの資金の流れや資産の状況をまとめたレポートを作成し、投資家等に交付する。これらの事務は、流動化以外の信託に比較しても決して、軽いものではない。

このような、受託者の財産管理機能を利用した信託としての実態を考えると、対象となった資産そのものが受託者に帰属していると評価するのが妥当である。これを債務の弁済がない場合に、目的物の所有権を終局的に債権者に帰属させ、平常時には、債権者は対象資産の管理を行わない譲渡担保と同じであると評価することは実態にそぐわない。従って、⁽²⁹⁾ 資産流動化においては、信託を譲渡担保と評価すべきではないと考える。

このように考えると、形式上信託に移転したという契約をすれば、常

信託の倒産隔離機能

に委託者の倒産から隔離されることになり不当であるとの批判も考えられる。しかし、仮に倒産隔離を図る目的で、受託者が名義人となるだけで実際にはなにもしない信託を設定した場合には、名義信託であり信託が成立しないと考えられるため、不当な結論とはならない⁽³⁰⁾。

従って、譲渡担保と評価される状況と信託が成立する状況が重なることはないと考える。そうだとすれば、仮に、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信託であると評価するのが実態に即していると考えられる。なお、担保目的信託と評価された場合、委託者に会社更生法が適用された場合、更生担保権と扱われるかが問題となるが、この点は後述する。

(5) 結論

以上を最初に呈示した問題意識との関係で整理すると次のようになる。第1の問題意識である、信託方式の倒産隔離とSPC方式の倒産隔離は同じように考えてよいかという点については、両者は異なるというのが本稿の結論である。違いとしては、まず、信託の場合は、2段階に分けて検討すべきであるという検討方法の違いがあげられる。そして、信託方式の場合、信託設定の場面では、SPC方式の倒産隔離の議論はあてはまらず、成立した信託の評価の場面において極めて限定された場合に⁽³¹⁾だけ妥当する。次に、信託が成立している場合は、被担保債権が存在する場合でも、譲渡担保と評価されるのではなく、担保目的信託と評価され倒産隔離が図られるという点で異なる。従って、SPC方式と比較して⁽³²⁾信託方式の方が倒産隔離機能において有利であると考えられる。

そして、第2の問題意識である信託の一般論と資産流動化の議論の整合性であるが、この点については、信託の一般論とで齟齬は生じないと考える。なぜならば、信託が成立している場合には常に委託者からの倒産から隔離され、倒産隔離が図られない場合とは信託が成立していない場合であると筆者は考えるからである。すなわち、資産流動化で倒産隔離が認められない場合というのは、受託者の管理処分といった実態が一

切ないにもかかわらず、倒産隔離の効果を得るために形式的に信託契約を締結したような場合であると理解するからである。そして、受託者がなんらかの管理処分を行う場合には、信託が成立し、それが担保目的の信託であっても倒産隔離は図られると考えるので、信託方式の資産流動化においても信託の一般論と齟齬が生じることはないということになる。従って、倒産隔離の図られる信託と倒産隔離の図られない信託があることを前提とする資産流動化における議論は妥当でないと考える。ただ、担保目的信託において委託者の倒産からの隔離が図られるかという点については、次に検討する。

4. 担保目的信託における倒産隔離

(1) 総論

担保目的信託とは、債権を保全する目的で設定される信託である。これは、債務者が、自己の債務の履行を確実にするために、債権者を受益者とする他益信託を設定するものである。担保目的信託の具体例としては、例えば、社内預金引当信託や顧客分別金信託などが挙げられる⁽³³⁾。

ここでの問題意識は、担保目的の信託は、債権の弁済の確保をする点で、担保物権と同様の機能を持っているため、担保物権と同様に、倒産手続の影響を受けるのかということを検証する点にある。私は、結論として担保目的の信託においても信託財産は委託者の倒産の影響は受けないと考えるが、その理由を以下に述べる。

まず、担保目的信託の実例として、社内預金引当信託の概要を説明する。社内預金引当信託は、従業員が事業者の社内預金をした場合に、この預金債権を保全するために、事業者を委託者、預金者を受益者として設定する信託である。受益権は、元本受益権と収益受益権に分割され、事業者が健全である間は、信託財産から生じた収益は、収益受益者である事業者の者に配当される。これに対して、事業者が倒産した場合には、社内預金の元本および利息の額の範囲で、従業員が受益者として配当を受けることができる。顧客分別金信託は、証券会社が顧客に返還すべき金銭を確保するために証券取引法によって、証券会社に義務付けられてい

る信託であり（証券取引法47条3項）、その仕組みは社内預金引当信託と同様である。

これらの信託は、法令等によって債権を保全する方法として認められた信託であり、その趣旨から委託者の倒産の影響は受けないといえる。⁽³⁴⁾

そこで、これらと同様の仕組みを法令等に基づかずに作った場合に、委託者の倒産から隔離されるかを検討する。具体例としては、AがCに対して金銭債務を負担しており、この債務の履行を確保する目的で、AがBに財産権を移転し、Aが倒産等により債務の支払いができない場合にはCが受益権を行使して債務の弁済を受けるという信託を想定し、このような信託に倒産隔離機能が認められるかを検討したいと考える。

担保目的信託が、倒産法上の影響を受ける担保か否かを検討すべき事項として重要なのは、以下の4点である。第1に、担保との類似性、第2に、債務者の一般債権者との利害調整、第3に、倒産法の目的との関係、第4に、実質的な価値判断である。そこで、以下、これらの点について個別に検討する。

（2）担保との類似性

まず、担保との類似性について検討する。担保目的の信託は、債権の優先弁済を確保するという担保の機能を持っているのだから担保として扱うべきであり、例えば、別除権や更生担保権として扱うべきであるとの主張が考えられる。

しかし、筆者は、結論としては、担保目的の信託が実質担保であるから倒産の影響を受けると考えることは妥当でないと考える。その理由を次の2つの観点から検討する。第1は、担保または担保的機能を有することが、すなわち債務者の倒産手続に服する担保であることを意味するかという、担保であることと倒産法の適用の関係であり、第2は、多様な内容を持つ担保概念において担保目的信託をどのように位置づけるかという観点である。

まず、第1の、担保であることと倒産法の適用の関係であるが、この点については、担保ないし担保的な機能を有するということは、倒産法

の影響を受ける担保権であるということは別の問題であって、両者は同一に論じられるべきではない。なぜならば、担保という概念は多くのものを含む概念であり、担保であることは、必ずしも、債務者の倒産手続の影響を受けることを意味しないからである。例えば、担保の具体的内容として人的担保と物的担保がまず挙げられる。そして、物的担保は、さらに債務者が担保権設定者となる場合と物上保証の場合とに分けられる。その他、相殺の担保的機能もあり、資産担保証券も広い意味では担保といえる。そして、これらの担保と呼ばれるもののうち債務者の倒産の影響を受けるのは、債務者が自己の財産に担保物権を設定した場合だけである。すなわち、人的保証の場合は、主たる債務者が倒産しても、それとは関係なく保証債務の履行請求をすることができる。また、物上保証の場合も同様である。さらに、相殺は相殺制限にあたらぬ限り許され、破産手続や会社更生手続においても優先的に回収が可能である。資産担保証券の場合も、既に検討したようにオリジネーターの倒産の影響を受けない。従って、担保あるいは担保的機能を持つということと、⁽³⁵⁾倒産法の影響を受ける担保かということは別の問題であるといえる。

そこで、倒産法の影響を受けるか否かの区別はどこにあるかが問題となるが、その財産が債務者の責任財産を構成するかということであると考えるべきである。⁽³⁶⁾例えば、債務者がその保有する財産に担保物権を設定した場合には、その財産は責任財産に属するから保有する主体の倒産手続の影響を受ける。これに対して、物上保証や保証債務のように債務者の責任財産でない場合は、債務者の倒産の影響を受けない。

従って、担保であるから倒産法の適用がされるべきという主張は、債務者がその財産に担保物権を設定したのと同視できるということを主張するものと思われる。そこで、担保目的信託が、債務者がその財産に担保物権を設定したのと同様であるといえるかを検討する。これが、第2の観点で、担保目的信託を上述の担保の具体的内容との関係で、どのように位置づけるかという問題である。

この点については、担保目的信託は、物上保証や人的保証に類似する。なぜならば、信託は、受託者に完全に権利を移転し、債務者の財産

ではなく、受託者が保有する信託財産から受益権の配当をすることによって債務の履行を確保するからである。すなわち、物上保証は、他人の債務のために自分の財産の上に物的担保を負う場合であり、また、人的保証は債務者以外の者の一般財産をもって担保するものである。担保目的信託は、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。

従って、物上保証、保証の付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考える。

（3）一般債権者との利益調整

それでは、担保目的信託によって、委託者の倒産の影響を受けない債権回収が可能になるとした場合に、他の一般債権者の利益を害しないかを次に検討する。

この点、担保目的信託は、委託者が負担する債務の弁済を確保するために設定されるのであるから、法律上は債務が残っているとしても、実質的には当該債務は弁済されたと同視できる。従って、委託者の一般財産は信託財産の分減少するが、実質的には債務が消滅するため、総財産に変動はなく、他の一般財産の利益を害しないというべきである。

また、仮に他の一般債権者を害するような、信託がなされた場合には、債権者取消権（民法424条）や詐害信託の取消し（信託法12条）によって逸出した財産を取り戻すことができるため、問題ないと考える。

このように考えることは、平常時には、財産の処分はその帰属主体の自由に委ねられるという点からも妥当である。すなわち、債務者は平常時は贈与することも可能であり、贈与した場合は、債務者の一般財産はその分減少するが、一般債権者は原則としてその行為を否定することはできない。例外的に一定の要件を満たした場合に、債権者取消権が認められるにとどまる。すなわち、現行法は一般財産が減少するだけでは、その行為を否定するものではなく、詐害行為があった場合に取消を認め

るという形で利益の調整をしている。従って、贈与が可能であるならば、それとの均衡から信託をすることも可能であり、このような信託に倒産隔離機能を認めても、一般債権者の利益を害するとはいえない。

(4) 倒産法との関係

以上、実体法の観点から、担保目的信託を検討したが、次に倒産法の観点から検討する。倒産法には、破産法を始め様々なものがあるが、債権者への影響が大きい会社更生法について、更生担保権と扱われるかを検討する。

まず、担保目的信託は、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い。従って、会社更生法123条1項の文理解釈からは更生担保権に該当しない。

しかし、倒産法は、手続開始時を基準時として倒産債務者をめぐる権利義務関係を公平に扱うことを基本とする。そして、この制度の目的を実現し、利害関係人の公平を回復するために、利害関係人の権利義務がその本来のものとは異なった内容のものとして扱われることがある(法的再構成⁽³⁹⁾)。そこで、担保目的信託が、倒産法上信託契約どおりの効力が認められないことがあるかを検討したい。この点について、筆者は担保目的信託は更生担保権とされないと考えるが、以下理由を述べる。

まず、倒産法の見地から法律関係を再構成するとしても、私的自治の原則が尊重される必要があるからである。会社更生法は、更生開始決定前の財産権の処分は会社に委ね、責任財産を確保する制度として、例外的に否認権、双務契約に関する規定を置いている。従って、この制度の範囲で企業再生の理念を図る趣旨と考えられるため、企業が正常な状態で信託を設定した場合に、その通りの効果を認めたとしても会社更生法の理念に反するということはないというべきである。

この点、譲渡担保がその法的形式にもかかわらず、更生担保権と扱われることとの関係が問題となる。しかし、資産流動化における委託者の倒産隔離の議論で確認したように、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は妥当でない。すなわち、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。また、担保との類似性の検討でも述べたように、信託が担保的機能を持つということと、更生担保権と扱われるということは別だということも挙げられる。担保目的信託は、受託者に財産権を移転しているから、物上保証や人的保証に類似する。譲渡担保の場合は、二当事者間の関係であり、債務者に担保権を控除した権利が残っているという構成によって、債務者の会社更生手続において更生担保権と扱うことが可能であるが、信託の場合は、債務者に権利が残存しているという譲渡担保と同様の構成はできないと考える。

(5) 担保法との関係

信託により債務者の倒産に影響を受けない履行確保の方法が認められた場合に、担保物権との関係をどう考えるかも問題となる。担保物権の場合、委託者の倒産の影響を受け、特に会社更生法の適用があると更生担保権として扱われる。これに対して、担保目的信託の場合その影響を受けないとすれば、担保物権が利用されなくなり、担保物権の意義を失わせるのではないかが問題となる。

しかし、担保目的信託は、機能としては担保と類似するが、担保物権とは別の制度であって、それぞれは、設定の手続き、コストなどにおいて異なるため、必要に応じてそれぞれが使い分けられるようにはなるが、担保物権が利用されなくなるということはないと思われる。

また、資産流動化を認めることとのバランスがある。資産流動化と融資は、被担保債権の有無という点では異なるものの、企業側からみるといずれも資金調達的手段という点では同じである。資産流動化のように、債務者の信用から切り離された、資金調達を認めるということは、債権者側から見れば、倒産の影響を受けない回収方法が認められていることと実質的には同じである。これを認めるのであれば、信託によって倒産の影響を受けない回収方法を認めることも価値判断として不合理と

はいえないと考える。

(6) 結論

以上に検討した点を本稿の冒頭で呈示した問題意識との関係で整理すると、次のようになる。担保目的信託に関する筆者の問題意識は、担保目的信託が倒産法の影響を受けるかという点にあるが、担保との類似性、債務者の一般債権者との利害調整、倒産法の目的、実質的な価値判断といった点から考えて、その信託内容通りの効果を認めるべきあり、倒産法の影響は受けないと解すべきである。

IV おわりに

以上検討したように、信託の倒産隔離機能は、委託者および受託者の倒産という具体的場面においても十分に機能するというのが本稿の結論である。このような制度は、財産を信用リスクから守るというニーズがある今日では、法的に安定した重要な制度である。また、信託はその内容が自由に設計できる等新たな仕組みを作る上で実務上も使い勝手の良い柔軟な制度である。従って、今後さらに様々な分野で信託が活用され、それに伴い、信託法の研究も発展するものと思われる。本報告が信託法の研究の今後の進展に有益な問題提起となれば幸いである。

(1) 信託業法10条, 社債等の振替に関する法律75条・68条

(2) 入江眞太郎『全訂 信託法原論』(巖松堂書店, 1933年) 507頁は, 「信託財産ニ付キ取戻権ヲ主張センニハ委託者ヨリ受託者ニ財産権ノ移転ヲ為スニ際シ必要ナル對抗要件ヲ履踐セシト同時ニ, 登記又ハ登録スベキ財産権ニ付テハ夫々信託ノ登記又ハ登録ヲ為スニ非ザレバ受託者ノ破産債権者ニ對抗スルコトヲ得ザルニ至ルベシ (信託法第三条)」として, 信託の公示がなければ取戻権の行使ができないとの立場をとる。この点, 四宮和夫『信託法 [新版]』(有斐閣, 1989年) 171頁は, 「一般には, 信託財産の独立性 (15条・16条・取戻権・17条・18条) を主張する場合にも, 信託の公示を必要とするものと解されている (信託財産の独立性と

呼ばれる効果のすべてについて信託の公示を要求することには、疑問を覚えるのであるが、民法177条の「対抗」に関する判例・学説の確立した理論を無視することも、ためられる」とする。

- (3) 我妻栄著有泉亨補訂『新訂物権法（民法講義Ⅱ）』（岩波書店、1968年）157頁。これに対して、舟橋諄一『物権法』（有斐閣、1960年）156頁は、対抗関係に立つ第三者の範囲について、「物権的支配ないし物的支配を相争う相互関係の存在することが必要」とする。差押債権者は債権の責任財産の範囲がどこまでかという利害関係を有するのに対して、財産権の帰属関係を争う者は、当該財産権が自己に帰属するかという利害関係を有するのであって両者の利益状況は異なる。差押債権者の責任財産の範囲は、登記登録とは別の観点から判断することは不合理とはいえず、対抗関係にたつ第三者の範囲を限定的に解する少数説の考えも説得力がある。この考えに立てば、受託者の破産の場合でも新受託者と破産管財人の関係はそもそも対抗問題とはならない。しかし、本稿では、対抗関係に立つ第三者の範囲については、通説を前提として議論をする。
- (4) 本稿では、受託者破産により新受託者が選任された場合を前提として検討する。受託者破産により信託が終了する場合を前提に権利関係を分析したものとして、道垣内弘人「最近信託法判例批評（8）」金融法務事情1598号（2000年）45頁以下がある。
- (5) 信託財産に対してなされた強制執行等に対して委託者等が16条2項により異議を主張する場合に信託の公示が必要かという問題が別途ある。包括執行である受託者破産の場合に、信託の公示を不要とするならば、それとの平仄から個別執行の場合について定める信託法16条2項の場合にも、信託の公示が不要であることが妥当であると考えられる。
- (6) 財産権の引渡しを請求できる場合、その主体は誰かも問題となる。受託者が破産した場合に信託財産が破産財団を構成しない根拠を、信託法16条の趣旨に求める見解は、委託者、その相続人、受益者および受託者が取戻権を行使できるとすると思われる（16条2項類推）。しかし、受託者の破産により信託財産は新受託者に承継されるのだから、取戻権を行使できるのは新受託者であると考えられる。この点、入江・前掲注(2)507頁注16は、「受託者破産セシ場合ニ信託財産ノ取戻権ヲ有スル者ハ新受託者ナリ。」とする。
- (7) 信託法3条の解釈論については、多くの論文が書かれている。有価証券について公示を不要とするものとして、植田淳「有価証券の信託公示の省略と信託財産の独立性」信託193号（1998年）24頁以降、真舟秀郎「信託

財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理」信託法研究21号(1997年)99頁以下がある。新井誠『信託法』(有斐閣・2002年)217頁は、有価証券運用を目的とする信託については、信託法に定める公示方法がとられていなくても、保管の外観上、信託財産であることが明白に認識できる程度の表示を含む分別管理がなされていれば、信託外の第三者に対しても有価証券が信託財産である旨を対抗できると解すべきであると考えている。」とする。

- (8) 山田昭『日本立法資料全集2 信託法・信託業法』(信山社,1991年)298頁は、貴族院での議論において、受託者が信託の本旨に反する行為をした場合に、受益者が取消権を行使しうることに関して「信託ノ公示ヲ致シ第三者ヲシテ不測ノ損害ヲ受ケシムルコトノナイヤウニ保護スル」との発言があったことを示している。
- (9) 最判昭和43年7月11日・民集22巻7号1462頁。本判決の分析については、金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会「金融取引における受託者の義務と投資家の権利」金融研究(1998年)参照。
- (10) 信託と問屋関係を比較するものとして、神作裕之「受益者の取戻権に関する一考察—問屋関係との比較を中心に—」実定法に関する研究会『実定信託法ノート』(財団法人トラスト60,1996年)73頁以下がある。
- (11) 伊藤眞『破産法 全訂第3版補訂版』(有斐閣,2001年)204頁以下。
- (12) このように考えると、公示方法の定めのある財産について信託の公示がなされない間に受託者が破産した場合でも、新受託者は当該財産が信託財産であることを破産管財人に対抗することができる。
- (13) 担保目的信託の倒産隔離を一般的に論じたものとしては金融法委員会「信託法に関する中間論点整理」ジュリスト1217号(2002年)158頁以下がある。
- (14) ここでは倒産隔離の問題を論じるために、資産流動化の仕組を非常に簡素化して検討しているが、現実に行われる資産流動化では対象資産やオリジネーター、投資家のニーズに応じて多様な仕組が存在する。資産別に流動化の仕組を説明したものとして「対象資産別にみる証券化・流動化の実務」債権管理97号(2002年)36頁以下がある。
- (15) 入江・前掲注(2)491頁は「信託ニ於テハ委託者ガ破産宣告ヲ受クルモ委任又ハ請負等ノ場合ト異ナリ信託ハ終了スルコトナク、従ッテ信託財産ハ委託者ノ破産財団ニ復帰スルコトナシ」とする。
- (16) 例えば、金融法委員会・前掲注(13)160頁注69は、「金融取引としての信託」に対置される通常の信託(その外形どおりに信託として扱われる取

信託の倒産隔離機能

引)を意味するものとして、「真正な信託」という用語を用いることとする。証券化取引・流動化取引において、譲渡担保と対置される通常の売買を往々にして「真正売買」と称するのと同様である。」として、「真正でない信託」があることを前提とする。

- (17) 資産流動化は、資産から生じるキャッシュフローを引当とする資金調達方法であるが、信用補完をすることにより人為的に信用力を創り出す点に特徴がある。資産流動化の特徴や仕組みを実務的な観点から紹介するものとして、大垣尚司『ストラクチャードファイナンス入門』（日本経済新聞社, 1997年）北康利『ABS投資入門』（シグマベイスキャピタル, 1999年）、岡内幸策『証券化入門』（日本経済新聞社, 1999年）がある。
- (18) 田中幸弘「証券化金融取引の債権譲渡を見る視点（上）」NBL510号（1992年）43頁。「債権譲渡担保から債権売買へ—その法理と実務の諸問題」金融法務事情1387号（1994年）。資産流動化はもともとアメリカで発展し、日本に輸入されたため、アメリカでの「真正売買」か否かという問題の立て方がなされるようになった。アメリカの議論については、角紀代恵「証券化における債権の売買と担保のための移転」NBL659号8頁、660号27頁、661号20頁、662号37頁（1999年）を参照。
- (19) 後藤出「資産流動化取引における「真正売買」」NBL739号62頁、704号76頁（2002年）。「マイカル証券化スキームに関する山本和彦教授意見書の全文」金融法務事情1653号（2002年）44頁以下。たしかに、これらの要件は、担保取引と判断すべき要素であることは否定できないが、被担保債権が担保取引であると認定されることと、当該財産に対する権利が別除権や更生担保権と扱われるかは別の問題であると考ええる。例えば、物上保証の場合には、被担保債権は存在するが、主たる債務者の倒産の場合であっても、担保の目的物が物上保証人に帰属する以上、物上保証人に対する権利は主たる債務者の倒産手続の影響を受けない。担保取引でありかつ担保設定者の倒産の影響を受けるかを判断する場合、二当事者間では上記要件の判断と担保目的物が誰に帰属するかを明確に分けて議論する必要はないが、第三者が関与する場合には、以上の要件の判断と、担保目的物が誰に帰属するかの判断は区別して議論すべきであると考ええる。
- (20) 道垣内弘人『信託を利用した資産流動化の問題点を受けて』SFI会報33号（2001年）10頁11頁は、信託の場合、信託設定と受益権の譲渡という2つの場面に分けて分析すべきことを主張している。本文中に挙げた2つの場面に、この場面を含めると信託の倒産隔離を検討する場合は、①信託

設定、②受益権譲渡、③完成したスキームの評価という3つの場面があることになる。本文では、②場面については取り上げていないが、以下の処理になると思われる。第1に、信託設定時委託者は健全であったが、受益権譲渡時には倒産状態にあった場合は、当該譲渡が否認されるかという問題になる。この譲渡が否認された場合には、委託者が全ての受益権を保有することになるから、委託者の破産管財人は信託を解除し財産を取り戻すことになる(信託法57条)。第2に、受益権の譲渡が譲渡担保であるとされた場合は、債権譲渡担保と同様の処理となると思われる。

- (21) 実務上信託契約に「買戻し条項」と規定されることもあるが、その趣旨は信託財産について売買契約を締結するということである。なぜならば、SPC方式の場合、はSPCに売却するので買戻しとなるが、信託の設定は資産を売却するのではなく、設定のため譲渡するのだから買戻しではない。
- (22) 「債権譲渡担保から債権売買へ—その法理と実務上の諸問題—」金融法務事情1387号(1994年)55頁。
- (23) 貸付信託法10条も委託者兼受益者を前提とする規定である。
- (24) マイカルの事案については、「『マイカルグループの不動産証券化についての意見書』の概要」金融法務事情1646号(2002年)32頁以下、「マイカルグループ証券化に関する『山本意見書に対する見解書』の概要」金融法務事情1649号(2002年)17頁以下、「マイカル証券化スキームに関する山本和彦教授意見書の全文」金融法務事情1653号(2002年)44頁以下、加藤慎・上田裕康「なぜわれわれはマイカルCMBSを問題にするのか」NBL746号(2002年)31頁以下を参照。また、これらの見解を比較検討したものとして、小林秀之「マイカル証券化と倒産隔離」NBL768号(2003年)33頁以下がある。
- (25) この見解の詳細については「『マイカルグループの不動産証券化についての意見書』の概要」金融法務事情1646号(2002年)を参照。マイカルの事案で、この様な法律構成が主張された理由は、更生管財人側としては賃料債権を更生担保権と扱いたいという要請があり、賃貸人である受託者と賃借人であるオリジネーターの二当事者間の関係とする必要があったためと思われる。しかし、このように受託者が被担保債権の債権者であり、かつ受託者として担保対象物を管理するとする構成は、受託者が自己の利益のために信託財産を管理処分することになり、信託が他人のために財産管理を行うという前提に反するように思われる。なお、

信託の倒産隔離機能

信託方式の流動化を担保取引と構成する方法としては、次のような構成も考えられる。第一に、オリジネーターをA、受託者をB、受益者をCとするとCがAに対して被担保債権を有しており、Bの引受けた信託の信託財産が担保権であるとする構成である。この構成は、譲渡担保と同様法形式上は受託者に権利が移転するが、受託者に帰属するのは担保権のみであるとする。信託財産を限定している信託業法の問題を別とすれば（平成16年の通常国会に提出予定である改正信託業法では、広く財産権一般を信託財産とすることが可能とされる）、担保権を信託することは可能であり、このような構成も可能とも考えられる。しかし、譲渡担保は担保権者としての利益を享受させる趣旨であり、目的物の管理者としての役割を期待するものではないから譲渡担保の考えとはなじまないともいえる（角紀代恵「譲渡担保と信託」信託法と民法の交錯研究会『信託法と民法の交錯』（財団法人トラスト60, 1998年）29頁）。第二に、AとCの受益権の売買を譲渡担保と構成する構成が考えられる。この考え方も可能と思われるが、受益権の売買を問題にしている点で信託の倒産隔離は問題とならない。

- (26) 「マイカルグループ証券化に関する『山本意見書に対する見解書』の概要」金融法務事情1649号（2002年）17頁以下。
- (27) 米倉明『譲渡担保の研究』（有斐閣, 1980年）41頁以下。
- (28) 内田貴『民法Ⅲ債権総論・担保物権』（東京大学出版会, 1996年）は動産の譲渡担保が「典型的かつ最も重要」であるとしている。本稿においても、動産の譲渡担保を譲渡担保の典型として議論をしている。しかし、譲渡担保には様々な種類があり、本来は各態様毎に分析が必要と思われる。不動産を対象とする流動化については、物の占有を担保権設定者に認め所有権はSPCや信託に移転するため動産譲渡担保の議論と平仄があった議論が可能である。しかし、例えば、債権の譲渡担保の場合は、物の利用を継続しながらその物を担保化するということが目的ではなく、債権譲渡と債権譲渡担保の違いも明確ではない。従って、債権の流動化と債権譲渡担保の場合を比較するためには、債権譲渡担保の法的性質等を明らかにする必要がある。もっとも、注25で述べたように、いずれの譲渡担保との比較でも、担保としての利益を享受させることに主眼があるのか、他人のために財産を管理するかという点で異なると考えられる。
- (29) 不動産の流動化においては、不動産の管理業務はプロパティーマネージャーに委託されることが多い。しかし、この場合でも、受託者は「資

金管理業務および法律上の所有者であることにより必要となる各種契約等の締結、更新手続を行う」という事務を行っており（三菱信託銀行信託研究会（編著）『信託の法務と実務』（きんざい、2003年）540頁）、受託者の財産管理機能を利用しているといえる。

- (30) 私見では信託が成立すれば倒産隔離の効果を認めるため、いかなる場合に信託が成立し、いかなる場合に名義信託となるかの区別が問題となる。この点、名義信託（受動信託）という概念は必ずしも明かではない。四宮和夫『信託法』9頁は、「受益者が信託財産について各種の行為をなすことを容認する義務を」受託者が負うにとどまる信託を名義信託と定義し、これは信託法の信託ではないとする。これに対して、能見義久「現代信託法講義（2）」信託200号（1999年）は、「受託者が名義人となっていることで常に一定の「管理」をしていると考え、信託の有効性を肯定した方がよいのではないか。」とする。信託の成立要件の問題であり、具体的な基準を示すことは困難であるが、本稿で信託が成立しない場合とは、法人論における法人格否認の法理が適用されるのと同視されるような場合を想定している。
- (31) SPCにおける倒産隔離の考え方には、複数のファクターを考慮して権利が完全に移転しているかを判断し担保取引か否かを検討する見解と、日本の非典型担保の議論の延長線上で考え、たとえば、被担保債権の存在、補充性、受戻権の存在を要件とする見解がある。しかし、これらの見解は対立するものではない。なぜならば、被担保債権の存在がなければ、担保取引とはならないが、債務者の倒産から隔離されるかを判断するには権利が誰に帰属しているかを検討する必要があるからである。債務者が譲渡担保を設定する場合には、これらは別個に検討する実益はないが、例えば、物上譲渡担保を設定した場合には、債務者の倒産からの隔離を検討するには被担保債権の存否と権利の帰属の問題は別個に検討する必要があると思われる。
- (32) 資産流動化においては、SPCと信託はいずれも仕組を組成するための「器」と呼ばれるが、実際の資産流動化における利用の実態として両者は異なる。SPCは、流動化のためのペーパーカンパニーであって、人的物的組織を有しないのが通常である。すなわち、従業員も存在せず、社債償還のキャッシュフロー管理、決算作業、公募の場合の有価証券届出書および報告書作成等会社の事務はSPC以外の会社が事務委任を受けて行う。従って、SPCは資産をオリジネーターの倒産から切り離すための道具であり、法律効果の帰属点という意味しかない。例えばオリジネー

信託の倒産隔離機能

ターがSPCの事務を行う場合には、契約上は資産がSPCに移転するが、客観的な状態は流動化前と代わらない。このような状況は、占有を自己の下に残しながら売買によって債権者に権利移転する譲渡担保と類似する。これに対して、信託銀行は従業員を有する実体のある会社組織である。そして、信託法式による場合には、キャッシュフロー管理や決算書作成等の事務は信託会社が行う。従って、信託法式における信託の役割は、資産をオリジネーターの倒産から隔離することおよび財産管理である。この点で、SPCと信託は、同じ「器」であってもその実質は異なるといえる。以上の点も、信託の方が倒産隔離においてSPCに優位する根拠の一つである。もっとも、以上の説明は、実際に行われている資産流動化を前提とする議論である。理論的には、単なる資産をオリジネーターから切り離すためのペーパーカンパニーとしての信託も考えられる。しかし、ペーパーカンパニーの信託が認められるかは受託者に対する信頼を前提として成り立つ関係である点が問題となると思われる。

- (33) その他、デットアサンプション、退職給付信託が担保目的信託として挙げられる。デットアサンプションの仕組については、古市峰子「負債のオフバランス化の条件について」金融研究17巻6号（1998年）123頁以下、斎藤創「負債をオフバランス化するディフィーザンス取引のスキーム」債権管理97号（2002年）150頁以下を参照。デットアサンプションは、法的には社債を存続させながら、会計上は償還がなされたのと同様の効果を得ることが目的であって、社債の償還を確実にするために設定するのではない。従って、厳密に言えば担保目的信託ではないともいえる。しかし、社債発行会社が倒産しても信託財産の範囲で社債が保全される結果となるため、本稿では担保目的信託として考える。退職給付信託については、五十嵐則夫「退職給付会計に関する実務指針（中間報告）について」（企業会計、2000年）113頁以下、木村高明「退職給付信託と欧州信託法基本原理」新井誠（編）『欧州信託法の基本原理』（有斐閣、2003年）225頁以下参照。
- (34) 社内預金引当信託の約款には、受益権の行使事由として、更生手続開始が規定されており、会社更生法の適用があった場合にも倒産隔離が図られることが前提となっている。
- (35) 信託方式の流動化の仕組が担保取引であって、倒産法の影響を受けるという議論がなされる場合、具体的には、債務者が担保設定者である担保物権の設定と同視できるということ主張していると思われる。しかし、倒産法の影響を受けるか否かを検討するには、担保的な機能を有し

ているかという評価に加え、債務者の倒産の影響を受ける担保なのか(物上担保や人的保証と同視されるものではない)が検討される必要がある。分かりにくい議論となる一つの理由としては、担保概念が不明確性であることが挙げられる。担保概念の不明確性については、神田秀樹「担保法制の理論的構造と現代的課題」金融研究12巻2号(1993年)を参照。

- (36) 伊藤眞「倒産法と非典型担保」米倉明 他(編)『金融担保法講座(3)―非典型担保』(筑摩書房, 1986年) 237頁以下では、「更生担保権と扱うかどうかを決定する際の基準として、目的物が債務者に分属しているかどうかという点を重視することは正しい。」とする。
- (37) 我妻栄『新訂担保物権法(民法講義Ⅲ)』(岩波書店, 1968年) 129頁。
- (38) 我妻・前掲注(37) 1頁。
- (39) 倒産法的な見地からの法律関係の再構成については、伊藤眞「証券化と倒産法理(上)(下)」金融法務事情1657号2頁以下・1658号(2002年) 82頁以下。

(三菱信託銀行 経営管理部 コンプライアンス室 調査役)