

2011年3月

## 自己信託を利用した金銭債権の流動化・証券化

- I. はじめに
- II. 自己信託の意義及び特長
- III. 格付上の懸念
- IV. 自己信託スキームの効用 — コミングリング・リスク対策
- V. まとめ

森・濱田松本法律事務所

弁護士 佐藤 正謙

☎ 03 5223 7726

✉ masanori.sato@mhmjapan.com

### I. はじめに

最近、自己信託を活用した資金調達の仕事への関心が高まりを見せ、具体的な案件も幾つか組成されるようになってきている。本稿では、金銭債権の保有者(オリジネーター)が自己信託により流動化・証券化取引を行う場合に留意すべき点、特に、第三者たる受託者に財産権を移転して信託を設定する場合(以下、「他人信託」という。)と比較してどのような差異を伴うのか、格付の取得を目指す場合に何が問題とされるか、自己信託スキーム独自の効用は何か、といった諸点について概観する<sup>1</sup>。

### II. 自己信託の意義及び特長

#### 1. 自己信託の意義

「自己信託」とは、特定の者が一定の目的に従い自己の有する一定の財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為を自らすべき旨の意思表示を一定の方法によってする信託(信託法第3条3号)、即ち、委託者が自ら受託者となって設定する信託をいう。旧信託法下では、自己信託の設定は許されないと解するのが通説であったが、新信託法は、一定の要件の下で、これを正面から認めるに至った<sup>2</sup>。

#### 2. 想定スキーム

自己信託を活用した金銭債権の流動化・証券化取引においては、大要二つのスキームが想定される。一つは受益権譲渡スキーム(図A)であり、もう一つは、いわゆる信託 ABL スキーム(図B)である。前者は、オリジネーターが委託者兼受託者として設定した自己信託に係る受益権の一部(優先受益権)を投資家に

<sup>1</sup> 本稿は、佐藤正謙「自己信託を利用した金銭債権の流動化・証券化取引に伴う法的諸問題～実体法上の論点を中心に」(事業再生と債権管理 2010年7月5日号(129号)74頁)を基に、同稿公表以降の実務上の議論の進展等を踏まえて補筆したものである。

<sup>2</sup> 自己信託の成立のためには、信託の目的、信託財産の特定に必要な事項その他の一定の事項を記載又は記録した公正証書その他の書面又は電磁的記録によることを要し(いわゆる要式行為に当たる)、また、①公正証書又は公証人の認証を受けた書面もしくは電磁的記録によってされる場合には、当該公正証書等の作成のときから、②公正証書等以外の書面又は電磁的記録によってされる場合には、受益者となるべき者として指定された第三者に対する確定日付ある証書による当該信託がされた旨及びその内容の通知のときから、それぞれ効力が生ずるとされる(信託法第4条3項1号、2号)。これらの特別の方式を要求することにより、自己信託がされた事実、その内容及び日時等が客観的に明確になると共に、自己信託がされた日時を事後的に虚偽に遡らせることによって委託者の債権者を違法に害することを防止することが可能となると説明される。寺本昌弘『逐条解説 新しい信託法[補訂版]』(商事法務、2008年)39頁。

売却し、自己は残りの受益権(劣後受益権)を保持するケースである。後者においては、オリジネーターが委託者兼受託者として自己信託を設定するが、受益権の売却は行われず、その代わりに、信託勘定による借入(以下、「信託 ABL」という。)及び同資金を用いた受益権の大半の償還が行われる(残部は委託者兼受託者が保有し続ける)。

図 A 《受益権譲渡スキーム》

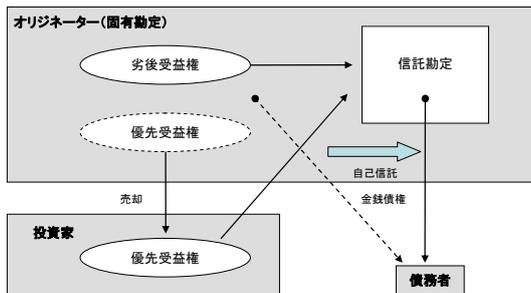
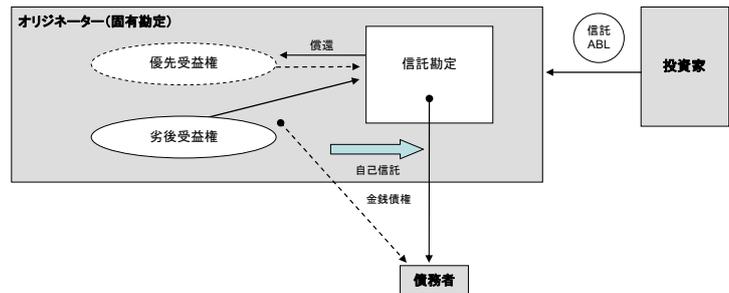


図 B 《信託 ABL スキーム》



### 3. 自己信託の特長

#### (1) 対象資産の「譲渡」や「移転」を伴わない

自己信託は、一つの法人格の中での責任財産の切分け(責任財産の実質的な帰属の変更)をもたらすが、他人信託の場合と異なり、対象資産の譲渡や移転は伴わない。そのため、民法等に基づく債権譲渡に関わる諸々の法規範・手続が自己信託においても同様に適用される余地があるのか、といった観点から幾つかの問題が生起する<sup>3</sup>。以下で言及する論点の多くは、このような自己信託の構造・性質に由来するものである。

#### (2) 信託の公示及び対抗要件具備のための方法が存しない(債権の場合)

一般に、他人信託においては、①当該財産権が受託者に移転したことの対抗要件と、②当該財産が信託財産であることの公示の両方が問題となるが、指名債権の自己信託の場合には、これらについて、どのような規律に服することになるか。

##### (a) 信託の公示

②については、指名債権は「登記又は登録をしなければ権利の得喪及び変更を第三者に対抗することができない財産」(信託法第 14 条)には当たらないため、信託の公示なしに信託財産であることを第三者に対抗することができる。この点において、他人信託と自己信託の場合とで相違はない<sup>4</sup>。

##### (b) 第三者対抗要件

これに対し、①については、例えば、(i)信託設定後に、委託者の債権者が対象債権の差押

<sup>3</sup> 自己信託による事業の信託に関しては、委託者兼受託者である法人の社員や株主の利益を保護する観点から、会社法その他の法律の規定による法人の事業の譲渡に関する法規制に従う旨が明らかにされている(信託法第 266 条 2 項)。「事業」には当たらない債権その他の資産の自己信託については、このような規定は特に設けられていない。

<sup>4</sup> これに対し、例えば、不動産を自己信託した場合は、信託の登記(不動産登記法第 97 条)を行うことが必要となる。

を図ったり、或いは、委託者兼受託者につき倒産手続が開始され、管財人等が選任されるに至った場合(要するに、二重譲渡以外の局面で対象債権について利害関係を有する第三者が出現した場合)、又は、(ii)自己信託を設定した当事者(委託者兼受託者)が対象資産を他の者に譲渡した場合において、どのように考えるべきか問題になり得る。

この点、債権については、「譲渡」が対抗要件具備の対象とされる(民法第 467 条 1 項)、自己信託は「譲渡」には当たらず、また、債権の自己信託を念頭に置いた特段の立法上の手当ても行われていないことから、①の意味での対抗要件具備は問題とならないと解されている<sup>5</sup>。従って、上記(i)の場合、他人信託であれば、受託者への信託譲渡について対抗要件を先に具備していない限り、受託者はかかる差押債権者や管財人等に後れることになるのに対し、自己信託においては、かかるステップを踏むことなく、受託者はこれらの当事者に対し(当然に)優先することになる。他方、上記(ii)の場合は、当該譲渡は受託者の権限違反行為として捉えられていることに留意が必要である。この場合、かかる受託者の権限違反について第三者の悪意又は重過失があった場合に限り、当該譲渡は取り消すことができる(信託法第 27 条)。後述の通り、この点は、実務上重要な意味を持つことになる。

### (c) 債務者対抗要件 — 相殺リスクとの関係

また、かかる自己信託における対抗要件具備方法の欠如は、相殺リスク、即ち、債務者が委託者兼受託者たるオリジネーターの固有勘定に対して有する反対債権による相殺の危険との関係でも、他人信託か自己信託かによって一定の差異をもたらすことになる。

債務者が元々保有していた反対債権による相殺を封じることが困難である点において、他人信託と自己信託とで相違はない。では、信託設定後に債務者が取得・保有するに至った反対債権による相殺についてはどうか。他人信託の場合、少なくとも、債務者対抗要件(債務者に対する通知又は債務者の承諾)を具備した後に発生した反対債権による相殺を阻止することは可能である(民法第 468 条 2 項)。これに対し、自己信託の場合は、そもそも債権の「譲渡」に当たらず、債務者対抗要件なるものを観念できないため、これを具備することによる抗弁の遮断という議論にもならない。他方、信託法上、信託財産に属する債権と固有財産で負担された債務(反対債権に係る債務は通常はこれに当たる)との相殺は原則として禁止されているため(信託法第 22 条 1 項)、そもそも相殺リスクに関する懸念は当たらないとも言える。相手方(債務者)において対象債権が信託財産に属する債権であることを知らなかった場合等にはなお相殺が認められる余地があること(同項第 1 号)に留意は必要だが、自己信託設定の事実について債務者に対する通知を行った後はかかる善意性は失われるため<sup>6</sup>、同時点以降に発生した反対債権による相殺を封じることが可能になる。

このように、自己信託の場合でも、法律上の根拠こそ異なるものの、他人信託の場合にほぼ準じる形で債務者の反対債権による相殺リスクを抑えることが可能である。

<sup>5</sup> これに対し、不動産や登録制度のある動産の場合は、自己信託は権利の「変更」に当たり、対抗要件具備が必要となる(民法第 177 条、不動産登記法第 98 条)。

<sup>6</sup> 厳密には、通知によらなくとも、何らかの事情により債務者が対象債権が信託財産に属する事実について知るに至った場合にも同様の帰結となり得る。

### (3) 責任財産分離効(倒産隔離効) — 「真正信託性」の議論との関係

自己信託は、財産権の譲渡ないし移転には当たらないが、その帰属が質的に変更され、委託者の一般財産からの責任財産の分離が図られる点で、他人信託と異なるところはない。信託財産の独立性(信託法第23条、第25条等)という点でも、下記(4)を除き、変わることはない。

また、自己信託に関わる取引の法的性質(受益者又は信託債権者は委託者兼受託者に対し担保付ファイナンスを行うものであると見られるかという問題)を論じる際も、自己信託であるというだけで、特に厳しく評価される理由はないものと解される。勿論、委託者兼受託者としてのオリジネーターが有する権能や義務の内容について、信託の形式を借りたファイナンス取引と見られるような要素が含まれていないか、別途吟味は必要であるが、その場合の分析のアプローチは、他人信託と自己信託とで大きく異なるものではない。

### (4) 自己信託特有の規律: 信託財産の独立性に対する例外 — 委託者がその債権者を害することを 知って自己信託を設定した場合

他方、委託者がその債権者を害することを知って自己信託を設定した場合、当該債権者は、他人信託の場合と異なり、信託設定時から2年間、詐害信託に係る取消訴訟(信託法第11条)を要することなく、信託財産に対して強制執行等を行うことができる。但し、受益者が現に存する場合において、その受益者の全部又は一部が、受益者としての指定を受けたことを知った時又は受益権を譲り受けた時において債権者を害すべき事実を知らなかった場合は、この限りでない(信託法第23条2項、4項)<sup>7</sup>。

これを見ると、他人信託と比べ、責任財産分離効がより否定され易いと言えなくもない。ただ、信託設定時に委託者兼受託者が経済的危機状態にあったのでない限り、この点は基本的には問題にならないことに留意すべきであろう。通常の流動化・証券化案件においては、信託設定に際しアレンジャー等によりオリジネーターの信用状況等について一定のチェックが行われ、オリジネーターが経済的危機状態にはないことを前提に取引が仕組まれることからすれば<sup>8</sup>、上記特例が実際に問題となるような状況は、実務上はさほど想定されない。その意味では、上記特例の存在をもって、自己信託を用いた流動化・証券化案件の組成をおよそ困難にするような障害要因として捉える必要は必ずしもないようにも思われる。

### (5) 譲渡禁止特約との関係 — 自己信託は譲渡禁止特約付債権の流動化・証券化を可能にするか

自己信託は対象資産の「譲渡」を伴うものではないため、譲渡禁止特約に抵触するものではなく、同特約付債権の流動化・証券化に途を開くことになるのではないかと、その期待が示されることがある<sup>9</sup>。現行法上、譲渡禁止特約に違反してなされた債権譲渡は、譲受人が当該特約の存在について善意無重過失の場合を除き、無効と解されているため<sup>10</sup>、当該特約の対象に含まれるか否かに

<sup>7</sup> 自己信託の設定には他人の関与を要しないことから、詐害的な取引が行われ易いとの懸念に対し、委託者の債権者が信託財産に対して強制執行等を開始することを容易にすることによって、その利益の保護を図るものと説明されている。

<sup>8</sup> 関連契約におけるオリジネーターによる表明保証ないし証明書の差入れ等の措置も採られる。

<sup>9</sup> ここでは、当該特約の明文上、自己信託自体を禁ずる旨の文言が含まれていない場合を念頭に置く。(現行信託法制定前に合意された譲渡禁止特約はこのケースが通常であろう。)

<sup>10</sup> 民法第466条2項、最判昭和48年7月19日民集27巻7号823頁。

よって、結論は大きく異なることになる<sup>11</sup>。

一般に、譲渡禁止特約が合意される理由としては、①譲渡に伴う事務の煩雑化の回避、②過誤払いの危険の回避、③相殺に対する利益の確保が挙げられる。自己信託の場合、債権者の法人格に変更はないため、①②との関係で問題を生じるものではないが、③については議論の余地がある。上述の通り、債務者から見た場合、受働債権が信託財産となることにより、自働債権(委託者兼受託者の固有勘定に対する債権)との相殺が原則として出来なくなるため(信託法第22条1項)、まさに自己信託の結果、当該特約により確保しようとした債務者の利益の一部が失われる危険が生じるからである。この点、委託者兼受託者が信託法第22条2項及び第31条2項1号又は2号に従い、かかる債務者による相殺を常に承認するのであれば、③を阻害することにはならず<sup>12</sup>、自己信託の効力自体を否定する必要はないとの議論も示されているが、一般に、債権譲渡後の債務者による(相殺)抗弁の主張を許しさえすれば、譲渡禁止特約にかかわらず債権譲渡の有効性が認められるといった議論は行われておらず、自己信託との関係でもこのような説明にどこまで依拠できるかについては、なお慎重な検討が必要と思われる。

#### (6) その他の論点 — いわゆる「三位一体スキーム」の可否

自己信託を利用した信託 ABL スキーム(図 B)においては、信託期間中第三者たる受益者が存しない(即ち、委託者兼受託者が唯一の受益者となる)ケースも想定され得るが、信託法上、かかる「三位一体スキーム」は許容されるか、という論点がある。

##### (a) 信託期間が1年以上でなければ許されるか

信託法第163条2号が「受託者が受益権の全部を固有財産で有する状態が1年間継続したとき」を信託の終了事由としていることとの関係で、同規定の反対解釈として、設定後1年経つまでに終了する信託であれば、信託期間中およそ受託者以外の受益者が存する状態が想定されないような信託の設定も許容されるのか、一方で、信託法第2条1項が、信託とは、「特定の者が一定の目的(専らその者の利益を図る目的を除く。)に従い財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきものとするをいう」と定めていることとの関係をどのように解すべきか、という問題がある<sup>13</sup>。

この点については、信託法上、受託者が唯一の受益者となるのは、あくまで一時的なことだと理解されており、その限りで有効性が認められているに過ぎず、受益権の譲渡がおおよそ予定されていないような信託については、たとえその期間が1年内に限られるとしても、受託者自身の利益を図るための信託としようというのは、「専らその者の利益を図る目的」のものとして評価

<sup>11</sup> この問題は、コミングリング・リスク回避策の一環として、サービサー名義の回収金口座に係る(普通)預金債権を対象として自己信託を設定することが、当該預金に係る譲渡禁止特約にかかわらず(銀行の承諾なしに)許されるか、といった文脈でも議論されている。金融法委員会平成20年7月8日付公表資料「サービサー・リスクの回避策としての自己信託活用の可能性」参照。

<sup>12</sup> 受益者等との関係でも、この場合の委託者兼受託者による信託財産の補填の仕方等について合意しておけば、特に問題は生じないと整理する余地がある。

<sup>13</sup> 前掲寺本34頁(注7)は、「専ら受託者の利益を図る目的」(信託法第2条1項)を有するものが「信託」の定義から除かれる趣旨について、「受託者となる者が永続的に(すなわち、第163条第2号の規定する1年間という制限を超えて)その者のみの利益を図ることを目的として財産の管理処分等を行うことは、受託者が他人(すなわち受益者)のために信託財産の管理処分等を行うという信託の本質に反し、信託と構成することはできないと考えられるからである。」と述べる。

される、との指摘がある<sup>14</sup>。信託法第 163 条 2 号の意義を同法第 2 条 1 項と整合的に解釈するとすれば、前者の規定は、信託目的が専ら自己の利益を図るものでない場合（即ち、後者の規定に則り、信託として存立させるための基礎が認められる場合）においても、何らかの理由で受託者が全ての受益権を保有する事態が生じ得ることを踏まえ、それがごく短期間にわたるものであれば許容する趣旨で 1 年という上限期間を定めただけであって、それ以上の意味を伴うものではないと理解される。そうだとすると、「三位一体スキーム」が許容されると解するのは困難である。

#### (b) ABL レンダーを受益者と同視できるか

なお、信託 ABL スキームにおける ABL レンダーのように、第三者たる受益者と実質的に同視できるような経済的権益を有する者が存する場合には、かかる信託は「専ら自己（受託者）の利益を図る目的」によるものには当たらず、（信託期間が 1 年内であろうとなかろうと）許容される余地はないか、といった議論がなされることがある。確かに、実務上の感覚としては、信託 ABL は、（経済上の便益という観点から見た場合）受益権譲渡スキームにおける優先受益権にほぼ相当する商品として認識されており<sup>15</sup>、ABL レンダーと（優先）受益者のアナロジーで説明するアプローチはこれに合致する面もある<sup>16</sup>。しかし、信託法上、「受益者」と「信託債権者」の各概念はあくまでも異別のものとして整理されており、このような立論に依拠するのはやはり難しそうである。

以上を踏まえると、信託 ABL スキームにおいては、「三位一体」状態を崩すべく、受益権の一部を ABL レンダー又はその指定する当事者に譲渡する等の措置を執ることになるように思われる<sup>17</sup>。

ここまで述べたところを踏まえて自己信託と他人信託の異同をまとめると、末尾添付のようになる。

<sup>14</sup> 道垣内弘人『信託法入門』56～57 頁（日本経済新聞社、2007 年）。

<sup>15</sup> 実務上、受益権譲渡スキーム又は信託 ABL スキームのいずれによるかは、投資家の選好やオリジネーターの会計上の取扱い等の理由によって決まるのが通常であり、キャッシュフローの分配その他経済的側面に関しては、両スキーム間に大きな相違が存する訳ではない。

<sup>16</sup> 信託 ABL スキームのドキュメンテーション上、①信託 ABL に係る支払原資を信託財産に限定する旨の特約（責任財産限定特約）が付されるのが通常であり（この場合、信託財産からしか回収を期待できない点で、信託 ABL と受益権の間に差違はなくなる。）、また、②かかる責任財産限定特約の裏返しとして、受託者は信託財産の管理等に関して、ABL レンダーに対して善管注意義務を負う旨を定めることもある。ここまでの作り込みを行うと、ABL レンダーの権益と受益者のそれとの差異は、（信託法上受益者にのみ認められた諸権利を除き）かなり小さくなっていくのは確かである。

<sup>17</sup> 他人信託を用いた信託 ABL スキームにおいても、旧信託法第 58 条（受益者が信託利益の全部を享受する場合における裁判所による信託の解除命令）との関係で、同条の適用を避けるため、実務上、受益権の一部譲渡の必要性がうたわれたことがあった。現行信託法第 165 条においては、裁判所による信託の終了命令に係る要件が整備・限定され、受益者が一人か否かは信託の消長に直接影響を及ぼす要素ではなくなったこともあり、旧法下におけるような技巧的な対策を講じる必要性は薄れたと解される一方で、実務上は、かかる法改正にかかわらず、なお慎重を期して、受益権を一部切り出してオリジネーター以外の第三者に保有させた方がより安全であるとの見方が示されることもある。ただ、これらの議論は、あくまでも、信託の解除命令という非常時におけるイレギュラーな措置の適用可能性をどこまで排除・低減できるかといった問題意識によるものであって、自己信託（信託 ABL 案件）における「三位一体スキーム」のように信託の有効性自体が問われるものではない。その限りで、受益権の一部譲渡（第三者保有）という方策による必要性の度合いも、両スキーム間で大きく異なる。

### (7) 信託業法上の取扱い

自己信託の信託業法上の取扱いについては、他人信託には見られない特色があるため、概観しておく。

自己信託を行うことは信託業法上の信託の引受けには該当しないため、これを営業として行う場合であっても信託業には該当せず、信託会社としての免許及び登録は要しない。但し、信託宣言をしようとする者は、当該信託の受益権を多数の者(信託業法施行令第15条の2第1項により50名以上の者とされ、同条第2項によりその計算方法の細則が定められている。)が取得することができる場合として政令で定める場合には、内閣総理大臣の登録を受けなければならない(信託業法第50条の2第1項)、また、当該登録を受けた者は信託会社とみなされ、同法上の諸規定の適用を受けることになる(信託業法第50条の2第12項)。更に、当該登録を受けた者が自己信託を行ったとき(受益権を上記「多数」の者が取得することができる場合に限る。)は、当該委託者兼受託者以外の者であって政令で定める者に、内閣府令で定めるところに従い、当該信託財産に属する財産の状況その他の当該財産に関する事項を調査させなければならない(同条第10項)。

自己信託の活用に伴うメリットの一つとして、第三者たる信託銀行等を受託者として起用する場合と比べてコスト・手間の低減につながると言われることがあるが、投資家(受益者)の数が50名以上となる場合には、結局、信託業法上の諸規制の適用を受けるため、必ずしも負担の軽減にはつながらないとの指摘もある。かかる実情を踏まえてか、実務上は、今のところ自己信託スキームの活用が検討されるのは、投資家の数が比較的少数に留まる場合に限られているようでもある。

## Ⅲ. 格付上の懸念

自己信託スキームについては、格付機関等より、オリジネーターが受託者を兼ねることに由来する諸々のリスク要因の存在が指摘されている<sup>18</sup>。

### 1. オペレーション上のリスク(利益相反的契機を含む)

例えば、他人信託スキームにおいては、サービサー(オリジネーター)が破綻等に陥った場合でも、(第三者たる)受託者がバックアップサービサーへの移行や諸々の信託事務(受益権商品の支払事務を含む。)を適切に処理することを期待できるのに対し、自己信託の場合は、サービサー業務のみならず、受託者業務もオリジネーターに集中しているため、オリジネーター破綻時には両方の業務のオペレーションが一気に滞る虞があるとの指摘がある。

また、受託者には、サービサー等の監視、各種トリガー事由の管理やオリジネーターによる表明保証違反・誓約違反のチェック等の期中におけるモニタリング、当該各事由発生時の対応(サービサー交替のための措置の実施、オリジネーターに対する対象資産の買戻や損害賠償請求等の救済手段の行使を含む。)等の機能を発揮することが期待されるが、自己信託スキームにおいて、オリジネーターがそのような役割を十分に果たすことは難しいのではないかと、といった指摘もなされている<sup>19</sup>。

<sup>18</sup> 例えば、STANDARD & POOR'S「日本のストラクチャード・ファイナンス 新たな信託の種類—自己信託の特徴」(2010年12月22日)等。

<sup>19</sup> 自己信託スキームの根幹に関わる問題提起とも言える。

かかる懸念ゆえか、格付取得案件においては、期中においても信託業務を第三者に委託したり、或いは、予めバックアップ受託者を選任しておく(かかる信託事務受任者又はバックアップ受託者としては信託銀行等が想定される)方向で検討がなされることが多いように見受けられる<sup>20</sup>。

## 2. 権限違反リスク

更に、オリジネーターが自己信託の設定後に対象債権を第三者に処分した場合のスキームとしての脆弱性にも懸念が表されている。他人信託においては、当該処分は譲渡人による二重譲渡に該当し、第三者対抗要件具備の先後によって決着がつく(受託者の側で先に第三者対抗要件を具備していれば、相手方の主観的状态の如何にかかわらず、当方が優先する)のに対し、自己信託においては、上記Ⅱ.3.(2)(b)で述べた通り、当該処分は受託者による権限違反行為として捉えられ、相手方が悪意重過失の場合に限りこれを取り消すことができることとされる。つまり、自己信託スキームの下では、他人信託スキームのように、一定の手續・要件さえ先に満たしておけば、オリジネーターによる(事後の)競合する処分の相手方に対して常に優先するという状態を確保することができない。なお、受託者による権限違反のリスクは、(少なくとも理論上は)他人信託の場合にも存在する。しかし、受託者が第三者たる信託銀行等の場合に実際にそのような権限違反が行われる可能性は低いと見られるのに対し、自己信託の場合はオリジネーターが受託者を務める点で大きな違いがあり、オリジネーターによる濫用防止のための仕組み上の工夫、体制の整備を確保する必要性が強調されている。

## 3. 小括

以上によれば、特に格付取得を目指す案件においては、自己信託スキームの採用に当たり、これらの懸念に対し適切に対応していくことが必要になるが、期中における信託業務の第三者への委託やバックアップ受託者の選任が必須とされると、実態としては他人信託スキームの場合と実質的に殆ど変わらなくなり、むしろ、かえってスキームが煩雑になり、ドキュメンテーション等の手間もかかる、との指摘もある。

# IV. 自己信託スキームの効用 — コミングリング・リスク対策

他方で、自己信託においては、コミングリング・リスクへの対処策として独自の意義・効用を認められ、同リスクの存在ゆえに流動化・証券化を進め難いと見られてきたある種の資産(例: マンスリークリア債権)についても、自己信託の活用により案件組成の可能性が拡がるのではないかと、といった見方もある。以下、この点についてもう少し詳しく述べる。

## 1. 自己信託(サービサー回収口座)方式

### (1) 金融法委員会における検討

自己信託については、元々、サービサー・リスクないしコミングリング・リスク<sup>21</sup>の回避策としての

<sup>20</sup> なお、受託者変更手続に関しては、当該変更の法的性格(包括承継か特定承継か、対抗要件具備の要否・可否等)について諸々の議論がある。

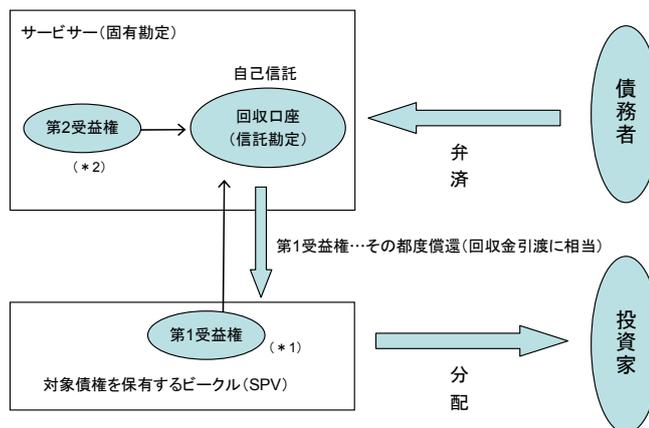
<sup>21</sup> 対象債権の保有者(SPV)とサービシングに従事する当事者(オリジネーター兼サービサー)が異なることを前提に、サービサーの倒産その他信用状況悪化時においても、保有者のサービサーに対する回収金引渡請求権の保全を如何に図ることができるかという問題で

活用に期待が寄せられてきた。具体的には、サービスの回収金に関する何らかの権利を対象として自己信託を設定することになるが、その場合、おそらくサービスの回収口座に係る預金債権を対象とするのが(以下「自己信託(サービス回収口座)方式」という。)、信託の設定対象となる資産の特定性等の観点からも最も検討し易く、実現性も高いのではないかと、言われてきた。

ただ、実務上、サービスの回収口座としては一般口座(サービス兼オリジネーターの他の営業債権に係る回収金の入金・保管用に用いられる口座)が用いられるのが通常であるため、具体的な信託設定の方法については議論が存在した。例えば、一般口座に係る預金債権の一部(具体的には SPV に譲渡された対象債権の現在及び将来における回収金見合いの部分)のみを信託の対象とする方法に関しては、信託設定対象の特定の仕方として十分でないとの指摘がある一方で、一般口座に係る預金債権全体を信託設定対象にした上で、受益権の組成に際して一定の工夫を行うことにより(具体的には、SPV に譲渡された対象債権の回収金見合いの受益権とサービス兼オリジネーターの他の営業債権に係る回収金見合いの受益権とに分ける)(図 C)、信託設定に際しての困難をクリアしつつ、所期の目的を達することが可能になると説明されている<sup>22</sup>。

図 C ≪自己信託(サービス回収口座)方式≫

- ( \* 1 ) 第 1 受益権: SPV 保有債権の回収金見合い
- ( \* 2 ) 第 2 受益権: サービス兼オリジネーターの他の営業債権に係る回収金等見合い



## (2) 預金に関する譲渡禁止特約との関係

しかし、上記Ⅱ.3.(5)で述べたように、預金については通常、債務者(銀行)のために譲渡禁止特約が付されており、自己信託の設定がかかる譲渡禁止特約に抵触すると、開設先銀行の承諾なしに、一般口座に係る預金債権を対象として自己信託を設定できないことになる。実際にも、この点は、実務上かかる自己信託(サービス回収口座)方式の利用が進まない要因の一つになっている。

ある。そこで想定されているのは、サービスが債務者から回収金を受領した後 SPV に引き渡す前又は引き渡した直後に、サービスにつき倒産手続開始の申立てがなされた場合や、回収金が保持されるサービス名義の口座に対してサービスの他の債権者による差押えがなされた場合等に、SPV が倒産手続における管財人等や差押えにおける差押債権者に対して、その回収金引渡請求権について優先的な権利を主張することができない、というリスクである。その根底には、金銭に関する「占有と所有の一致」、即ち、金銭は一定の価値を有する高度に抽象的な存在であることから、常に占有を取得した者に所有権が帰属するという理論による影響が見られる。

<sup>22</sup> 詳しくは、前掲金融法委員会資料 7 頁以下参照。

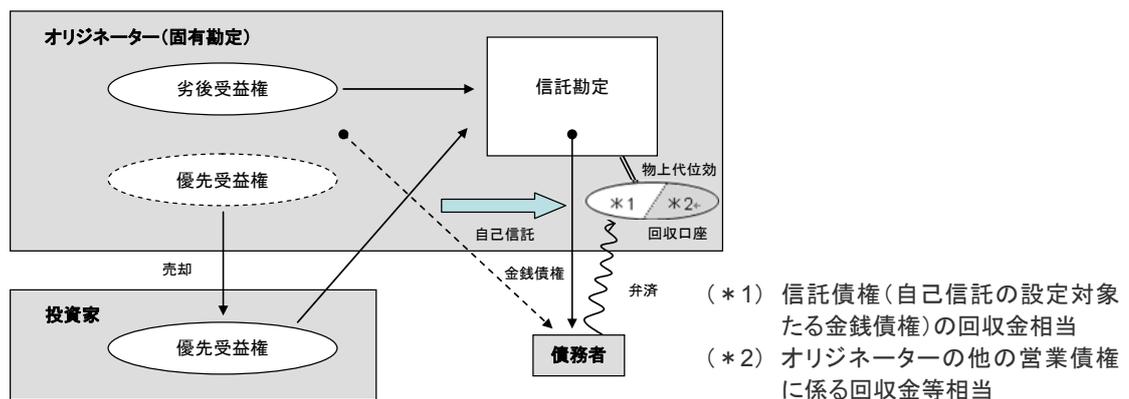
## 2. 自己信託(対象債権)方式

### (1) 信託財産の物上代位性

これに対し、本稿が前提とするように、オリジネーターの保有債権自体を自己信託の対象として流動化・証券化取引を行う場合(以下、自己信託(サービサー回収口座)方式との対比で、「自己信託(対象債権)方式」という。)には、委託者兼受託者が収受する対象債権の回収金は、元の対象債権(信託債権)の価値代替物として、当該自己信託における信託財産を構成する(信託法第 16 条)。この理は、対象債権の回収金がオリジネーターの回収口座に入金された場合においても同様である(図 D)。そして、かかる「信託財産の物上代位性」(対象債権の回収金が回収口座に係る預金債権(の一部)を構成するに至るといふ帰結)は、預金債権に係る譲渡禁止特約によって妨げられるものではないと解される。(かかる理解が正しいとすれば)その限りで、自己信託(対象債権)方式は、自己信託(サービサー回収口座)方式と比べて、対象債権の回収金に係る所有権的保護を確保し易いスキームであると評し得る。

図 D ≪自己信託(対象債権)方式≫

\* 受益権譲渡スキーム(図 A)を基に記載



## (2) 所有権的保護を受けるための要件 — 回収事務フローの分析・検証の重要性

### (a) 信託法第 18 条による救済

一方、信託財産の物上代位性を根拠にかかる対象債権の回収金に対する所有権的保護を享受するためには、オリジネーターの他の資産と区別して特定されなければならない。上述の通り、現実には、自己信託(対象債権)方式の場合でも、委託者兼受託者たるオリジネーターは、固有財産に属する諸々のリソースを用いて回収等業務に従事することが予想され、その過程で、信託財産に属すべき回収金と固有財産に属する資金とが一体的に管理される可能性がある(自己勘定での事業に用いる一般口座に信託された債権の回収金が入金・管理されるケースを含む)。

この場合も、信託法上、金銭に関する分別管理は「その計算を明らかにする方法」(帳簿上の分別)で足りるとされているため(信託法第 34 条 1 項 2 号口)、同法上の分別管理義務違反

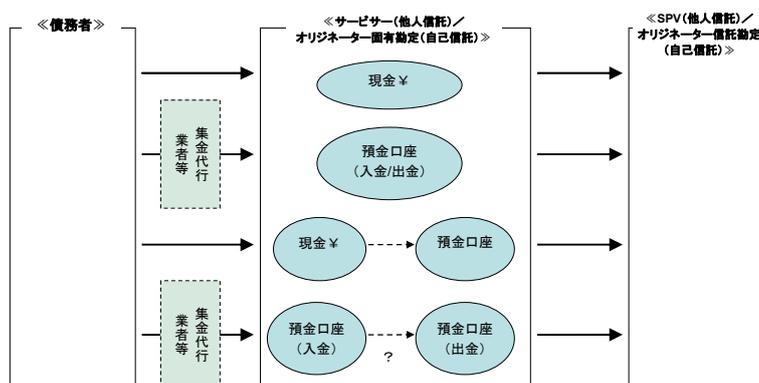
の問題は生じない。しかし、信託財産と固有財産が一体化してしまった場合に、受益者のための所有権的保護はどの範囲で及ぶのかという問題は残る。この点、信託財産に属する財産と固有財産に属する財産とが「識別不能」状態に陥った場合には、各財産の共有持分が信託財産と固有財産とに属するものとみなされ(信託法第 18 条)<sup>23</sup>、信託財産に属することとなる共有持分について所有権的保護が及ぶことになる<sup>24</sup>。これによれば、オリジネーターにより一体的な資金管理が行われる場合でもなお、対象債権の回収金に関して、(自己)信託による所有権的保護を受けられる可能性が存在する。

#### (b) 信託法第 18 条によっても救済されないケース

ただ、更に留意すべき点がある。かかる(自己)信託による所有権的保護を受けられるかは、実際の資金管理の方法・実態如何による。一般に、識別不能ないし混和状態に至った共有物(信託財産に属する財産と固有財産に属する財産から成る)は、それ自体として(外延が)特定していなければならない、かかる特定が失われた場合には、もはや物権的請求権の対象とはならない<sup>25</sup>。

実務上、対象債権の回収事務フローとしては様々なパターンがあり得るが(図 E)<sup>26</sup>、各口座における入出金の状況、資金の利用(流用)形態、記帳管理のあり方等によっては、回収金の行先をトレースすることが実際上困難な場合もあり得る。かかる状況下で、如何なる場合に対象債権の回収金が「完全に一般財産に混入してしまった」と評価されるのか(或いは、そのような評価を避けられるのか)は、現状、必ずしも十分に解明されているとは言えない。(この問題自体は、自己信託(サービサー回収口座)方式の場合にも同じように当てはまる。)

図 E 《サービシング事務フロー》



<sup>23</sup> 各共有持分の割合は、識別不能状態に陥った当時における各財産の価格の割合に応ずるとされる(信託法第 18 条 1 項)。

<sup>24</sup> 同条は、金銭にも適用があるとされるが(前掲寺本 80 頁(注 3))、むしろ「混和」のケースとして信託法第 17 条による処理に親しむと指摘する論者も存する。また、受託者が信託財産に属すべき金銭と固有財産に属すべき金銭を合わせて預金し、一つの預金債権として保有しているときは、信託法第 17 条又は第 18 条の適用を待つまでもなく、当該預金債権はそもそも信託財産及び固有財産によって準共有されていると考えるのが適切であるとの指摘もある。

<sup>25</sup> 信託法第 18 条が適用されるのは、「外形上区別することができる状態で保管する方法」がとられている一団の金銭に、固有財産である金銭が混入してしまった場合にのみであると説明されることもある。

<sup>26</sup> 例えば、①現金で回収された後、所定の回収金口座に振り込まれる場合、②特定の(単一の)回収金口座宛に債務者による支払(振込等)が行われ、当該口座で一元的な入出金の管理が行われる場合、③債務者による支払(振込等)が行われる口座(複数)から一旦他の口座に全額スイプされ、後者の口座において入出金の管理が行われる場合、④集金代行業者が介在する場合等。

対象債権の回収金に関して(自己)信託による所有権的保護を確保しようとする場合、オリジネーターの具体的な回収事務フローの分析・検証が必須であり、場合によっては、現在の実務上の事務フローを一部変更する必要も生じ得ることに留意すべきである。

## V. まとめ

自己信託スキームは、オリジネーターへの依存度が著しく高まる点で他人信託スキームにないリスク要因を抱えるものであり、また、これを(第三者たる信託事務受任者又はバックアップ受託者の起用等により)緩和・低減しようとする、今度は当初に期待したようなコスト・手間の削減をかなえられなくなるといった指摘は、自己信託スキームに関する一面の真実を伝えるものである。

他方で、コミングリング・リスク対応等、自己信託スキームの利用に独自の意義・効用が認められる場合もあり得る。

(格付取得にそれ程こだわる必要がない場合等において)投資家・アレンジャーの側でこれらのメリットとリスク要因を理解した上で、信頼を置けると判断するオリジネーターとの取引に自己信託スキームを活用することは十分考えられよう。要は、取引当事者が、オリジネーターのプロファイル、求められるスキームの堅固さ、スキーム構築・運営に係るコスト・手間等の諸要素を総合的に勘案の上、自己信託スキーム採択の是非について決めれば良いということに尽きるようにも思われる。

自己信託スキームについては、本稿で採り上げきれなかった論点も他に幾つか存する。弊職らにおいても、今後、同スキームに関わる様々な問題について更に検討を深め、実務の進展に幾らかなりとも寄与できればと考えている。

以上

## News

石井 裕介 弁護士、小松 岳志 弁護士、浦岡 洋 弁護士、青山 大樹 弁護士、江平 享 弁護士、奥山 健志 弁護士が、本年 1 月 1 日付で当事務所パートナーに就任致しました。

(当事務所に関するお問い合わせ)  
森・濱田松本法律事務所 広報担当  
mhm\_info@mhmjapan.com  
03-6212-8330

[www.mhmjapan.com](http://www.mhmjapan.com)

別添

《他人信託と自己信託の比較(金銭債権の流動化・証券化事例)》

	他人信託	自己信託
受託者	委託者(オリジネーター)と異なる第三者(通常は信託銀行)	委託者(オリジネーター)と同じ
成立要件	信託契約の締結	公正証書等による意思表示(要式行為)
債権譲渡の有無	有り	無し
対抗要件具備(具備方法の有無、要否)	有り	無し
信託の公示の要否(債権の場合)	無し	無し
(信託設定後に現れた)オリジネーターの差押債権者、管財人との関係	第三者対抗要件を先に備えていれば優先する <sup>1</sup>	特段の手続・要件を経ずとも優先する
(信託設定後の)オリジネーターによる競合する第三者への譲渡	譲渡人による二重譲渡の問題(第三者対抗要件を先に備えていれば優先する)	受託者による権限違反の問題(善意無重過失の第三者に負ける)
相殺リスク	通知後に発生した反対債権については遮断可能(民法第468条2項)	(少なくとも)通知後に発生した反対債権については遮断可能(信託法第22条1項1号)
サービシング業務の主体	信託事務の一部の受任者としてのオリジネーター	受託者としてのオリジネーター <sup>2</sup>
責任財産分離効	有り	有り
委託者の債権者による信託財産への強制執行等	不可(但し、詐害信託に当たる場合には、取消訴訟を経た上で信託財産への強制執行等が可能)	不可(但し、委託者がその債権者を害することを知って自己信託を設定した場合は、信託設定時から一定期間、詐害信託に係る取消訴訟を経ることなく信託財産への強制執行等が可能)
譲渡禁止特約	抵触	実質的に抵触する可能性大
信託 ABL スキーム等における受益権の一部譲渡の要否	不要(但し、信託終了命令との関係で別途対応の余地有り)	必要

<sup>1</sup> 対抗要件具備行為自体の否認リスクは別である。

<sup>2</sup> 受託者としてではなく、信託事務の一部の受任者として当該業務に従事する構成もあり得ないではない。