

新信託法と流動化商品の格付け

信託ABLスキームへの格付けの観点を中心に

チーフアナリスト 杉山 成夫

07年9月30日、新しい信託法が施行された。従来の信託法（以下「旧信託法」という。）は、大正12年に施行された法律であり、その後大戦前後の混乱期も含め抜本的な見直しは今回の新信託法の成立まで行われてこなかった。また、旧信託法は、施行当時の世相を反映し、同年に施行された信託業法（04年12月に新法施行）とともに、規制法的な色彩が濃いこともその特徴の一つであった。

一方、金融実務においては、信託の仕組みが90年代後半からの資産流動化の隆盛に伴い、流動化ビークル（器）として金融取引における重要性を増すこととなったが、新たに登場したさまざまな取引類型への対応については法令上の解釈に委ねられた部分が多かったため、時代の要請に則した法整備の必要性を指摘する向きが多かった。

今回の新しい信託法の制定に当たっては、いくつかの資産流動化実務に影響を与える変更がなされたが、本稿では、そうした変更点を踏まえて、信託ABLスキーム^{(注)1}（特に、劣後受益権のみから構成されるいわゆる「一人受益者スキーム」）において、信託が想定外の事由により終了してしまうリスクを格付け上どのように評価・判断するかという点を中心に、こうしたスキームに対する法的な諸問題とJCRの格付け上の考え方を説明することとしたい。

1. 旧信託法下における信託ABLの一般的仕組み

JCRでは、01年8月に初めて「受益権・信託ABL併存型」のスキームに格付けを付与して以来、旧信託法の下で多くの信託ABL案件に格付けを付与してきた。こうした「受益権・信託ABL併存型」スキームは、信託受益権への投資よりも、ローンの形態での投資を選好する投資家のニーズに応える形で行われてきたものであると考えている。

一方、旧信託法では、信託の終了事由として「信託の解除」の規定（旧信託法第57条～第61条）が置かれていた。中でも特に第58条の、

「受益者カ信託利益ノ全部ヲ享受スル場合ニ於テ信託財産ヲ以テスルニ非サレハ其ノ債務ヲ完済スルコト能ハサルトキ其ノ他已ムコトヲ得サル事由アルトキハ裁判所ハ受益者又ハ利害関係人ノ請求ニ因リ信託ノ解除ヲ命スルコトヲ得」

という規定から、特に「受益者が信託利益の全部を享受する場合」＝「受益者が一人しかいない場合」（いわゆる「一人受益者スキーム」の信託ABL）において、受託者や信託債権者などが関知し得ない受益者側の事情のみによって信託の解除が行われ、信託ABLの債権者に不測の損害（換価によるディスカウント等に起因する損害）が発生してしまうおそれ懸念されていた（いわゆる「58条リスク」の問題）。

この「58条リスク」は資産流動化スキーム全体の法的安定性を損ないかねないことから、流動化・証券化商品の格付

(注)1 流動化対象資産の信託に伴い、発行された信託受益権の一部を、信託財産を引き当てとした借入れによって償還する、信託を用いた資産流動化に係る資金調達の一手法を指す。なお、ABLとはAsset Backed Loan（資産担保借入）の略称である。

けにおいても考慮されるべき問題として従前から指摘されていたところである。

そこで、信託ABLを用いた資金調達を計画する場合においては、「58条リスク」についての手当として、スキーム上、「受益者が信託利益の全部を享受する場合」＝「受益者が一人しかいない場合」に該当することを避けるために、委託者が保有し続ける劣後受益権のほかにも、別途優先受益権を発行し、これを投資家に譲渡するように仕組まれることが一般的であった（いわゆる「複数受益者スキーム」）。

通常、格付けを取得するような信託ABLスキームによる資金調達の場合、同順位の優先受益権が二本発行され、一方は委託者が保有し続け、他方は受託者を介して投資家へ譲渡され、信託ABLによって調達された資金により委託者が保有し続ける受益権は直ちに償還されることが一般的である。すなわち、信託ABLに基づく信託債権を有する投資家と優先受益権^{(注)2}を有する投資家が併存する形式がとられることが多かった。いずれにせよ、受益者が劣後受益者一人であって信託ABLからのみ資金調達を行う「一人受益者スキーム」の利用は、スキームの法的安定性を担保するため意図的に回避されていたといえよう。

2. 新信託法における「58条リスク」に対する手当

新信託法においては、信託の終了事由に関して、信託の法的安定性を高める方向での手当がなされた。前記のように旧第58条については、資産流動化スキームにおける「58条リスク」が極力排除されている必要があったが、新信託法では信託を存続させる意義がもはや失われているような場合に裁判所が後見的な見地から信託の終了を命令する制度自体の有用性も否定できないとの観点から、第165条として、

「信託行為の当時予見することのできなかつた特別の事情により、信託を終了することが信託の目的および信託財産の状況に照らして受益者の利益に適合するに至ったことが明らかであるときは、裁判所は、委託者、受託者又は受益者の申立てにより信託の終了を命じることができる。」

との規定が設けられた。これによって、

- ① 旧58条の「已ムコトヲ得サル事由」という要件につき、「受益者カ信託利益ノ全部ヲ享受スル場合ニ於テ信託財産ヲ以テスルニ非サレハ其ノ債務ヲ完済スルコト能ハサルトキ」が例示されているのみで、具体的にどのような場合がそれに該当するものと判断されるのが不明確であったが、「信託を終了することが信託の目的および信託財産の状況その他の事情に照らして受益者の利益に適合するに至ったことが明らかであるとき」というある程度限定的な要件に改められた。
- ② 本条が、「信託行為の当時予見することができなかつた特別の事情」がある場合に限り適用されるべきものであることが明確化された。
- ③ 裁判所に対する申立権者が「委託者、受託者又は受益者」に限定された。

まず、①について、新法第165条が「信託財産の状況に照らして受益者の利益に適合するに至ったことが明らかであるとき」と規定しているのは、具体的にはどのような場合を指すものなのかという点については、今後の議論の動向に注意する必要がある。特に、委託者が唯一の受益者となる「一人受益者スキーム」の場合には、たとえば、委託者＝受益者が当初の資金調達目的が達成されたから、その後は信託を継続させることに意義を見出さず、信託を終了させることこそが委託者＝受益者の利益に適合すると主張して、信託債権者の被る不利益を顧みずに、裁判所に対して終了命令を申し立てるおそれがなしとはし得ないからである。

もっとも、信託を継続させることがおよそ無意味になった場合に裁判所が後見的に信託を終了させることを認めた同条の立法趣旨から考えると^{(注)3}、証券化スキームとして設定された信託について、委託者＝受益者が信託債権者を含む他の利害関係者を無視して信託終了命令を申し立てることが認められるかということ、信託の目的である証券化スキームと

(注)2 なお、旧信託法では、受益債権（受益者が有する給付請求権）と信託債権（信託ABLなど信託財産による借り入れ）の優先劣後関係に関する規定はなかったものの、学説上は、前者は実質的にエクイティ（信託財産に対する持分）としての性質を有する権利として後者の信託債権には劣後するものと考えられていた。この点につき、新信託法では、「受益債権は、信託債権に後れる。」として明文化された（第101条）。

は切り離した形で「受益者の利益」を観念することは困難であり、結局同条にいう「信託財産の状況に照らして受益者の利益に適合するに至ったことが明らかであるとき」に該当することは通常は考えにくいように思われる^{(注)4}。

また、新たに加えられた②の要件との関係でも、同条による信託終了命令には、「信託行為の当時予見することのできなかった特別の事情」が生じたことが前提要件として必要となるから、仮に委託者＝受益者が上記のような「暴挙」に出たとしても、通常はこの事情変更の要件を満たし得ないと考えられる。

さらに、③にあるとおり、旧58条においては申立権者が「受益者又は利害関係人」とあいまいな形で規定されていたのを、「委託者、受託者又は受益者」に限定することで明確化が図られ、同時に、これらの申立権者から申立権の不行使特約をとっておきさえすれば、裁判所による信託終了命令が出されるリスクを事実上封じることが相当程度可能となるものと思われる^{(注)5}。

したがって、新信託法下において、証券化スキームにおける信託が新法第165条の規定によって想定外の時期に終了するリスクは必ずしも大きいものではなく、旧法下における「58条リスク」は相当程度軽減されたものと思われるが、最終的には、個別の案件ごとに、慎重に検討していく必要があるものと考えている。

3. 信託財産破産制度の創設による影響

今回の改正に合わせた整備法によって、破産法の一部が改正され全ての信託財産に破産能力が認められることとなった(破産法244条の2)。

これにより、支払不能または債務超過を破産原因として、信託債権者、受益者又は受託者の申立てによって、信託財産の破産手続が可能になった。

現段階では、通常のSPCをビークルとする証券化で行われてきたのと同様に受託者から「破産申立権放棄特約」をとることによって破産手続開始の不申立を受託者に義務付けることが可能かどうかという問題が、受託者の信託法・信託業法上の善管注意義務との関係で議論がなされている状況であり、JCRとしては、今後の議論の行方を注視していきたいと考えている。

一般的に、証券化ビークルの倒産隔離措置については、「倒産予防措置」(ビークルについて倒産手続開始原因が生じないようにするための予防措置)と「倒産手続防止措置」(ビークルについて倒産手続開始原因が生じても手続開始の申立てがなされないようにするための措置)の二つの観点から検討されることとなる。破産申立権放棄特約は、後者の「倒産手続防止措置」の観点から行われるものであって、仕組の安定性の強化には必要な措置であるという認識ではあるが、これを実際の格付け上どのように評価するかについては、上記のような受託者の破産申立権放棄特約の有効性に関する議論を踏まえた上で、個別に判断するほかないであろう。

そうした意味では、JCRでは、必ずしも受託者の破産申立権放棄の有無のみに拘泥することなく、信託財産破産という事態が、当該スキームにおいてどの程度の蓋然性をもって生じうるのかを証券化対象資産からのキャッシュフローの頑健性に重点をおきつつ吟味し、格付け付与の可否を考えるという方針である。

(注)3 立法担当官の解説によれば、①の要件を設けた趣旨は、信託を終了させることで受益者に一時的な利益を与えることが信託の目的に沿わないような信託においては、それにもかかわらず、受益者が他の信託当事者の意思を無視して自己の事情だけで信託の終了を認めるのは適当ではないと考えられたことなどにあるとされている(寺本昌広『逐条解説新しい信託法』368頁)。すなわち、①の要件は、一見受益者の利益のみに注目した要件であるようにも見えるが、決して受益者が自己の利益のみを追求して信託を終了させることを認めるものではなく、むしろ広く他の信託当事者の利益をも含めた信託の目的との関係で、「受益者の利益」を考えるために、「信託の目的および信託財産の状況その他の事情に照らして」、「受益者の利益に適合するに至ったことが明らかであるとき」という要件に改められたものと考えられる。

4 立法担当官も「資産流動化を目的とする信託において、受託者、信託債権者などの予定に反して途中で信託が終了してしまうことになれば、信託の目的に反することが通常であるため、一般的に、この要件を満たすことにはならないものと考えられる。」としている(寺本・前掲注(2)368頁)。

5 立法担当官も「申立権者を限定することにより、申立権の不行使に関する特約を締結することによって、スキームの安定化を図ることが容易になると考えられる。」としており(寺本・前掲注(2)368頁)、新信託法の下においても、かかる申立権の不行使特約による手当ての有効性は前提とされているように思われる。

4. 委託者破産時における解除のリスク

旧信託法で予想外の信託終了リスクとして指摘されていた「58条リスク」が新法によって相当程度解消されたことは前述の通りであるが、一方で委託者が倒産した場合には、委託者の管財人等による「双方未履行双務契約」の解除権が倒産法上認められていることから（破産法第53条第1項、民事再生法第49条第1項および会社更生法第61条第1項）、委託者破産の場合に、委託者の管財人等がこれらの規定に基づいて信託契約自体を解除してしまうと、その時点で信託を用いた証券化スキームが終了してしまい、当初関係当事者が想定していた経済的効果を得ることができなくなってしまうという問題がある。

そこで、いかにして、委託者破産の場合において管財人等が双方未履行双務契約について解除権を行使することを防止するかという点が、信託を用いた証券化スキーム全体の法的安定性を確保する観点からは、注意を要するポイントの一つとしてクローズアップされることになる。

もっとも、少なくとも従前から行われてきた一般的な証券化スキームに関する限り、委託者と受託者との間で公平を図る必要があるような牽連関係にある権利義務関係を観念し難いことから、破産法第53条等にいう「双務契約性」が認められるようなものはそれほど多くはないと考えられる（ただし、リスクが全くないわけではないことから、実務上可能な範囲で、双務契約性を薄めるための工夫を信託契約に盛り込むべきことはもちろんである）^{(注)6}。

また、仮に信託契約に双務契約性が認められたとしても、管財人等による解除権の行使は無制限に認められるものではなく、解除される契約の相手方（委託者破産の場合は受託者）に著しく不公平な状況が生じるような場合には、解除権の行使が認められないとする判例があり（最判平成12年2月29日民集54巻2号553頁）、信託を用いた証券化スキームにおいて信託契約が解除された場合には受託者に著しく不利益な状況が生じることが予想されることから、管財人等による解除権の行使は、通常認められないものと考えられる。このように見てくると、委託者破産の場合における管財人等による信託契約解除のリスクは、格付け上も、必ずしも大きなリスク要因として評価されるべきものではないと考えられる。

なお、受託者が倒産した場合には、信託財産は受託者の破産財団等には取り込まれない（新法第25条）ので、信託契約は受託者の倒産手続からの影響を受けず、双方未履行双務契約の解除権に関する規定は適用されないと一般に解されていることから、受託者の破産の場合には上記のような管財人等による契約解除によって証券化スキームが影響を被るリスクは生じないこととなる。

5. おわりに —新信託法下における格付け付与についての論点整理—

では、最後に新信託法の下で「一人受益者スキーム」を含む信託ABLに格付けを付与する場合に、従前と異なってJCRが必要であるとする論点について述べてみたい。

前述のように、旧信託法下で「複数受益者スキーム」が選好されていたのは、旧信託法58条の「一人の受益者が信託利益の全部を享受する場合」という要件に該当することによって裁判所による解除命令を受ける可能性が生じるという「58条リスク」を回避するためであった。

しかし、この「一人の受益者が信託利益の全部を享受する場合」という要件は新信託法165条ではもはや要求されなくなったため、基本的には信託の法的安定性確保という観点からは受益者を複数にすべき理由も見当たらないこととなった。

そもそも、従前から信託をビークルとして利用する理由として、委託者および受託者からの「信託財産の独立性」を用いて一定程度の倒産隔離性を実現させる方が、ケイマンSPCやTMKを用いたスキームを組成する場合に比べて手続的

(注)6 この点については、新信託法第163条8号が信託の終了事由として委託者破産の場合における管財人等による解除がなされた場合を明示的に列挙するに至ったことによる影響をどう考えるかという問題もあるが、同条はあくまで倒産法上有効な解除がなされたことを前提にそれが信託終了事由となることを確認的に規定したものととどまり、解除が認められるための要件自体を緩和するような意味合いは基本的にはないと一般に理解されている（例えば、井上聡編著『新しい信託30講』39頁等参照）。

負担が軽い点が挙げられることが多かったところであるが、このように信託スキームの組成に当たってビークルの倒産隔離性を高めるための各種措置を施していく必要があることについては従前と同様の考え方であることに変わりはない。

また、一般に、信託ABLスキームを含む信託スキームの前提となる信託譲渡の「真正譲渡性」を担保するための基本的な要件としては、

- 当事者の意思が真正な譲渡を意図したものであること
- 対象資産に関する利益およびリスクが完全に移転していること
- 対象資産に対する支配が完全に移転していること
- 対象資産の譲渡価格が妥当なものであること

といった項目を満たすことが必要とされることについては、従前の考え方と同様であり、個別のスキームへの格付け付与の前提となる^{(注)7}。

一方で、新信託法の施行に伴って改めて検討すべきこととなった事項も含め、新信託法の下で信託ABLスキームの格付けの際に検討すべき事項としては、以下のようなものが考えられる^{(注)8}。

1. 委託者の倒産の場合に、双方未履行双務契約として委託者の管財人等によって信託契約の解除がなされるリスク
2. 主として受託者の申し立てにより信託財産破産の手続が開始されるリスク
3. 新信託法第165条の「信託行為の当時予見することのできなかつた特別の事情」によって、裁判所の命令により信託が終了するリスク
4. 信託維持費用の不足など、新信託法第163条に規定されるその他の事由により信託が終了するリスク

なお、このようなリスクについては、証券化対象資産のキャッシュフロー特性やスキームの内容に鑑み、個別に検討する必要があるものと考えられるが、一般的には、

- 金銭債権の流動化のように、月次のキャッシュフローで元本が回収されていくスキームであって、資産の早期売却によるキャッシュフローの希薄化を防止するための措置等を原則として必要としない場合
- 委託者が資産からのキャッシュフローを維持・獲得するために追加的な義務を負う必要がなく、双務契約性の議論の余地が少ない場合^{(注)9}

などについては、格付け付与が可能であるという判断を相対的に行いやすいものと考えている。

以上で述べてきたように、JCRでは、新信託法の施行によって信託ABLスキームを含め信託をビークルとして用いた流動化の実施の際には、今後の法曹を含めた議論の方向性にも留意しつつ、個別のスキームについて格付け付与の際には検討を加えていくこととなる^{(注)10}。

参考文献：「新しい信託法解説」小野 傑・深山 雅也 編 三省堂
 ：「キーワードで読む信託法」新井 誠 編
 ：「逐条解説新しい信託法」寺本 昌広 著 商事法務
 ：「新しい信託30講」井上 聡 編 弘文堂

(注)7 会計上の取り扱いが、法的な真正譲渡性を損う結果を生じることにならないかについても、同時に検討される。

8 このリスクは、旧信託法下においてもすでに存在したものではあるが、新信託法の施行との関係で、改めて検討を加える必要がある論点として掲げたものである。

9 手形債権の流動化のように委託者による回収行為を必要としない場合などは、こうしたリスクが極めて少ないものと考えられるが、通常金銭債権の流動化で委託者が引き続き債権の管理回収を行う場合であっても、それは信託行為に基づいて行われるものではなく、業務委託契約等の別途の契約関係に基づくものであり、信託契約自体の双務契約性を基礎付ける理由にはならないと解するべきであろう。なお、JCRが08年2月22日に公表した「(株)トヨタ手形債権 ABL08-02」は、JCRとしては初めて実施した「一人受益者スキーム」によるABLに関する格付けである。

10 なお、本稿にて言及されていない信託の重要な要件として、分別管理の問題がある。新信託法14条(旧信託法3三条1項)では、登記・登録が対抗要件とならない財産(金銭、動産、債権等)については、公示なくして第三者に対抗できるものと解されるものの、判例(最一小判平成14年1月17日民集56巻1号20頁)によれば、当該財産が信託財産に属することを主張・立証する上では、当該財産が「一般財産から分別管理され、特定性をもって保管されて」いることが必要とされている。信託を用いた証券化スキームにおいては、こうした分別管理はある程度のレベルまで実現されていることが多いと判断されるものの、スキームの堅確性の補強のために対象資産の特色に応じた個別の手当てが要求される場合もあろう。