

2010年3月

担保権信託（セキュリティトラスト）の実務動向と新展開

- I. 担保権信託の基本的な仕組みとメリット
- II. 担保権信託活用上の実務的留意点
- III. 担保権信託の新展開
- IV. おわりに

森・濱田松本法律事務所
 弁護士 青山 大樹
 ☎ 03 5220 1817
 ✉ hiroki.aoyama@mhmjapan.com

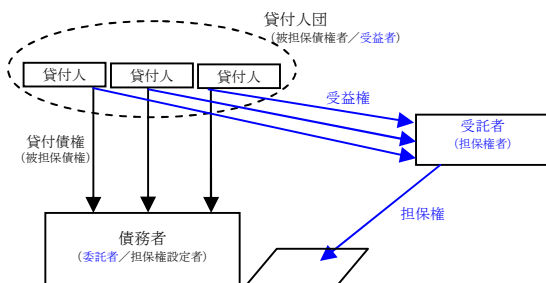
I. 担保権信託の基本的な仕組みとメリット

1. 担保権信託の基本的な仕組み

担保権信託とは、債権者が担保権の設定を受けて自ら担保権者となるのではなく、債権を担保する担保権だけを、債権者とは別の当事者である信託受託者に保有させる仕組みである。信託受託者は担保権を信託財産として保有し、債権者は担保権そのものではなく担保権信託の受益権を取得することにより信託を通じて担保権の便益を受ける。

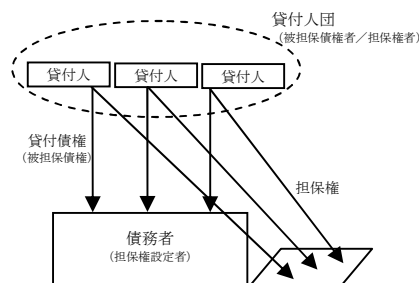
たとえば、担保付シンジケートローンに担保権信託を用いて組成すると以下ようになる。

〈担保権信託〉



※ 青色箇所が担保権信託に特有の点。

〈参考：担保権信託を用いない場合〉



- ① 貸付人団（被担保債権者）は債務者に対して貸付債権を有する。
- ② 債務者（担保権設定者）は、受託者との間で、担保権信託契約を締結する。
- ③ 受託者が担保権を保有し、貸付人団（被担保債権者）は信託の受益者に指定される。

2. 担保権信託のメリット

担保権信託は、2006年改正信託法（2007年施行）を機に実務上利用可能となった。信託法改正以前にも担保権信託の可能性を巡る議論はあったものの、現実の利用には踏み切りにくかったのは、民法上担保権者と被担保債権者は一致しなければならないとする「債権者＝担保権者の原則」が存在するという見方が主張され、被担保債権者以外の者に担保権だけを保有させる仕組みは不可能か、少なくとも解釈上疑義があるとされてきたためである。

この点、改正信託法は、実務界からの要望を受けて、「債権者＝担保権者の原則」に対する例外を明示的に認めた（信託法第3条1号・2号、第55条）。そこで、今日では担保権信託の有効性が認められること自体に異論はない。現に、信託法改正以降、担保権信託の実際の活用事例も現れてきている¹。

それでは、担保権信託のメリットはどこにあるのか。一般に以下のような点が挙げられる。

(1) 譲渡手続の簡易化と債権の流通性の向上

担保付貸付債権の譲渡が行われる場合には、譲渡に伴う担保権の移転についての手続が煩瑣ないし高コストとなる場合がある。たとえば、抵当権付債権の譲渡に伴って登記済抵当権が移転する場合に抵当権移転の付記登記を行う必要がある²等である。

この点、担保権信託を用いれば、被担保債権が譲渡されても、担保権は信託受託者が保有したままである（受益者が変更になるだけである）。そこで、債権譲渡に伴う担保権移転に関する手続が簡略化され³、債権の流通性向上につながることを期待される。

(2) 担保権の齊一的管理・実行

担保権信託においては、担保権者が信託受託者のみとなるから、担保権関連契約の締結やその変更、登記手続その他の関連事務を信託受託者のみの名義で行うことができ、簡易である。

また、担保権信託では信託受託者のみが担保権を一括して保有するから、個別の貸付人による抜け駆け的な担保権実行をいかに阻止するかという点も大きな問題とならない。多くの担保付シンジケートローン取引では、各債権者が担保権を保有するため、単独の貸付人が独断で抜け駆け的に担保権実行を行うことを禁止するには債権者間合意により担保権実行の時期・方法に制約を課して担保権の齊一的実行を確保しようとするが、担保権信託では信託受託者がまとめて担保権を実行することになるからである。

(3) 優先劣後構造の作出

貸付債権間に優先劣後関係を設けることが企図される場合、優先貸付人に第一順位担保権を、劣後貸付人に第二順位担保権を設定する方法により、被担保債権レベルの優先劣後関係を担保権レベルでも反映させようとすることが多いが、担保目的物や担保の種類によっては、

¹ 浅田隆「我が国初の不動産担保セキュリティトラストの取組み」金融法務事情 1831号7頁（2008年4月5日－三井住友銀行の取組み事例）、日本経済新聞「みずほ信託とコーポ銀、動産担保融資で新手法」（2009年4月14日－みずほ信託銀行の取組み事例）、三菱UFJ信託銀行株式会社プレスリリース「『担保権信託』を活用したクロスボーダー取引への取組みについて」（http://www.tr.mufg.jp/ippan/release/pdf_mutb/100129_2.pdf）（2010年1月29日－三菱UFJ信託銀行の取組み事例）。

² 抵当権移転の付記登記の登録免許税は債権額の0.2%である（登録免許税法第2条、第9条、別表第一の一（六）ロ）。

³ 但し、特に根担保権が設定されているような場合には、担保権信託を用いている場合であっても、被担保債権の譲渡に伴い被担保債権の範囲の変更の合意及びその登記が必要ではないかとの論点はあるので、留意を要する。

このような対応が必ずしも容易ではないことがある。例えば、譲渡担保権について第二順位以下の譲渡担保権を観念することができるか、振替株式上に第二順位以下の質権を設定することができるか、等の問題がある。逆に、動産・債権譲渡特例法上、複数の者に対する同順位の複数の質権設定を登記することが困難であるという問題もある。

この点、担保権信託を用いれば、そのような論点を回避することができるといわれる。譲渡担保権を例にとると、信託受託者には、優先貸付債権と劣後貸付債権の双方を被担保債権とする単一の（第一順位の）譲渡担保権を設定する一方、担保権信託契約に基づく各受益者の権利内容に差異を設ける（例えば、優先貸付人を第一受益者、劣後貸付人を第二受益者として指定し、かつ、信託財産（担保実行時の回収金等）の配当・分配において前者が後者に優先する旨定めておく）ことにより、担保権レベルで第二順位の譲渡担保権設定を行うことを避けつつ、信託レベルで担保権に関わる実質的な権益を複層化し、各貸付人に異なる権益を付与することが可能になる。（このような優先劣後構造を創り出すための具体的な方法に関しては、11.4.をご参照頂きたい。）

II. 担保権信託活用上の実務的留意点

Iで述べたとおり改正信託法の下で担保権信託が利用可能になったといっても、担保権信託を巡る個別の論点については未解決の部分も少なくない。そのため、担保権信託を実際に利用する場合には、各種の論点について実務的な対応を検討する必要が生じてくる。

そこで、以下では、担保権信託を利用する際の実務上の留意点をまとめることとする。

1. 設定方法—直接設定方式か、二段階設定方式か

担保権信託の設定方法として、大きく分けて二つの方法がある。一つは直接設定方式である。これは、担保権設定者が信託受託者との間で担保権信託契約（担保権設定契約を兼ねる）を締結することにより担保権信託を設定する方法である。もう一つは、二段階設定方式である。これは、①まず最初に担保権設定者が被担保債権者を担保権者として担保権設定契約を締結し（ここまでは通常の担保権設定契約と同様）、②その後、被担保債権者兼担保権者が、信託受託者との間で担保権信託契約を締結し、被担保債権は手元に残したまま担保権のみを信託することによって、担保権信託を設定する方法である。

《実務的対応》

通常、案件組成当初から担保権信託を利用する場合には、直接設定方式が採られることになろう。これに対し、たとえば、既に担保付貸付が行われており、その後新たに担保権を切り離して担保権信託を設定するような場合には、二段階設定方式の②のプロセスを行うのが便利ということになる。

2. 受益者の定め方

担保権信託においては、信託契約で受益者が被担保債権の債権者とされていることが必要である（信託法第 55 条）。具体的な受益者の定め方は二とおり考えられる。一つは、信託設定当初の具体的な被担保債権者を受益者と特定しておき、その後被担保債権の譲渡があったときはその都度受益権の譲渡も行われる（べき）ことを契約上規定しておく方法である。もう一つは、信託契約上特定の被担保債権者を受益者と定めるのではなく、いわば抽象的に「(その時々)の被担保債権の債権者」を受益者と定めておく方法である。このような受益者の定め方も有効であり、被担保債権が譲渡されたときは、これに伴いいわば自動的に受益者の変更が行われることになる。

《実務的対応》

多くの場合には、後者の方法を採用し、受益者を「被担保債権の債権者」と規定するものと思われる。被担保債権の譲渡が行われる都度受益権の譲渡手続を採る煩雑さを避けることができる⁴、担保権が抵当権である場合に信託登記上の受益者として特定の受益者を記載しない簡便な取扱いによりやすい、受益権の譲渡の度にみなし有価証券の売買・譲渡が行われているのではないかといった議論を避けやすい、等の利点があるからである。

3. 受益者の同意の要否・被担保債権の消滅時期

担保権信託を設定するにあたり、受益者となる被担保債権者の同意が必要か否かが論じられている。これに関連して、担保権が実行された場合における被担保債権の消滅時期（被担保債権が消滅するのは、担保権実行に伴う配当・弁済金を信託受託者が受領した時点か、それともその後信託受託者が信託契約に従い配当・弁済金を受益者である被担保債権者に交付した時点か）が、信託法第 55 条の解釈とも関連して議論されている。

議論の要旨を単純化して紹介すれば、以下のとおりである。

受益者同意必要説は、被担保債権消滅時期を受託者受領時と考える。その理由は、担保権が実行され配当・弁済金が担保権者に支払われたのに被担保債権が消滅しないとするのは担保権設定者の期待に反し、特に受託者が配当・弁済金を受領したまま受益者に交付せず持ち逃げしたような場合に債務者が改めて弁済しなければならないのは酷だからとする。そうすると、今度は逆に受益者である被担保債権者から見れば、担保権信託が設定されたばかりに自ら債権の弁済金を受領する前に被担保債権が消滅するリスクを抱えることになる。そして、被担保債権者が与り知らないところでそのようなリスクを一方的に負担させるわけにはいかないから、担保権信託設定には受益者の同意を要する、という結論に至る。

⁴ 受益者の改正信託法施行と同時に施行された改正不動産登記法第 97 条 1 項 2 号・第 2 項によれば、「受益者の指定に関する条件又は受益者を定める方法の定めがあるときは、その定め」を登記すれば、「受益者の氏名又は名称及び住所」の登記は要しないこととされたため、これに従った信託の登記を行うことにより、受益者の変更に伴う信託登記の変更登記も避けることができることになる。

これに対し、受益者同意不要説は、信託の設定に受益者の同意は不要であるという信託の一般論から出発する。そして、受益者の承諾を得ないで担保権信託を設定することができる以上は、受益者の与り知らないところで被担保債権消滅の効果を認めるべきでないから、被担保債権消滅時期については受益者受領時と考える。債務者・担保権設定者に酷ではないかという点については、受託者が信託契約や信託法等に基づき善管注意義務・忠実義務を負うこと等を考えれば、受託者が配当・弁済金を持ち逃げするようなケースを過度に心配するには及ばないと説明することになる。

《実務的対応》

通常の案件では受益者の同意を得ることに特段の困難がないであろうから（受益者の与り知らないところで担保権信託を一方的に設定するという状況はむしろ想定し難い）、受益者である被担保債権者の同意を取得しておくことが堅実な対応となろう。その際あわせて被担保債権消滅時期について信託契約・受益者同意書によって明確化しておくことも可能であろう。

ただ、信託法の立案担当者が受益者同意不要説に立っているように見受けられることや、現行の登記実務においては抵当権設定登記の申請の際に受益者の同意書面の添付が要求されていないようであること（このことを法務省が受益者同意不要説に立っていることの証左と見る見方もあるかも知れない）等に鑑み、各受益者の個別の同意を取得することが実務上煩瑣ないし困難である等の特殊事情がある場合には、受益者同意不要説に立って案件を組成することが検討される場合もあろう。

4. 優先劣後構造の作出の仕方

上記 1. 2. (3) で、担保権信託のメリットの一つとして、優先劣後構造の作出が容易になるといわれることがある点に触れた。すなわち、信託受託者には優先貸付債権と劣後貸付債権の双方を被担保債権とする第一順位の担保権を設定しておき、優先貸付人・劣後貸付人間の優先劣後関係は、担保権信託契約に基づく各受益者の権利内容に（特に担保実行時の回収金等の配当・分配の局面において）差異を設けることによって、担保権レベルで第二順位担保権の設定を行わなくとも、信託レベルで担保権に関わる実質的な権益を複層化し、優先劣後関係を創出することが可能なのではないかという点である。

この点に関して、特に担保権が抵当権である場合には、信託受託者が競売手続における配当を受領した時点で、自動的に法定充当の順位に従って被担保債権が消滅してしまうのではないかという論点がある⁵。たとえば、優先貸付債権 100、劣後貸付債権 50、第一順位抵当権の実行配当金 120 である場合に、信託受託者が 120 の抵当権実行配当金を受領した時点で、（いかに信託契約上優先貸付債権に優先充当すると規定していたとしても）優先貸付債権に 80・劣後貸付債権に 40 が自動的に充当され、優先貸付債権が 20・劣後貸付債権が 10 残存する結果になってしまうのではないかというのである。

⁵ この点は、担保権の実行と充当に関する二つの最高裁判例（最判昭和 62 年 12 月 18 日民集 41 巻 8 号 1592 頁、最判平成 9 年 1 月 20 日民集 51 巻 1 号 1 頁）を根拠に指摘されている。

以上の指摘の根拠となっている裁判例は担保権信託そのものに関する判例ではなく、担保権信託にはこれらの裁判例の趣旨は必ずしも当てはまらないと見る余地もある。この点については学説等においても必ずしも議論は尽くされておらず、理論上当然にこのような充当の結果になるかは定かではない。(なお、当該裁判例は競売手続における配当手続のため、裁判外の担保実行についてはその射程外にあると解することもできそうである⁶。)

《実務的対応》

実務上は、以上のような問題点に一応配慮し、債権者間で「仮にローン契約・信託契約に定めるとおりの充当が認められない場合には、債権譲渡等を行うことによって、ローン契約・信託契約の定めるとおりの充当結果が実現するよう調整する」旨を合意しておくことが堅実な対応ということになるか。上記の例では、劣後貸付人が残存した優先貸付債権 20 を額面で買い取ることによって、優先貸付債権が完済され劣後貸付債権が 30 残存したのと同様の結果になるように調整しようとするわけである。

ただ、このような調整規定を設けた場合でも、調整を行おうとする時点で劣後貸付人が倒産しているような場合には、債権の買取りに応じさせることができず調整が機能しないのではないかという点もあわせて指摘される。この点に関する実務的対応は、劣後債権者のクレジットリスクの評価等も勘案して検討することになるものと思われる。

5. 執行手続・倒産手続の主体

改正信託法第 55 条は、担保権信託受託者が、信託事務として、当該担保権の実行をし、売却代金の配当又は弁済金の交付を受けることができる旨を定めている。しかし、担保権信託受託者の権限の範囲を明確にしているのは信託法の当該条文のみであり、関連する他の法令において、担保権信託によって債権者と担保権者が別人になることを想定した手当ては特になされていない。

たとえば、不動産に差押えや担保権実行申立があったときは当該不動産の上に「抵当権を有する債権者」に対する催告が行われるが⁷、担保権信託の場合には「抵当権を有する債権者」は担保権者たる信託受託者と被担保債権者たる受益者のどちらか。債務者の会社更生手続において更生担保権者として更生計画案に賛否を表明するのは⁸信託受託者と受益者のどちらか。これらの問題は、個別の条文毎の解釈に委ねられたままになっている⁹。

⁶ 抵当権以外の担保権の場合（例えば、債権質・譲渡担保や動産譲渡担保等の場合）、むしろ裁判外の担保実行による回収（直接取立てを含む。）が企図されることが少なくないように見受けられる。その意味では、上述したような充当のあり方が実務上問題になる場面はある程度限られているともいえる。

⁷ 民事執行法第 49 条 2 項 2 号、第 87 条 1 項 4 号、第 188 条。

⁸ 会社更生法第 196 条 5 項 2 号。

⁹ この点に関連して、信託受託者は債権者自身でないにもかかわらず執行手続の主体となることができるか（執行法上「債権者」と規定されている条文を「担保権者」と読み替えて適用することができるか）、できるとしてそれをいかに理論的に説明するかが議論されており、①担保権信託の信託受託者には担保権者として執行手続上固有の地位を認められるという考え方や、②担保権信託の信託受託者は債権者から一種の授權を受けて債権者のために行為する手続担当者として執行手続主体となること

《実務的対応》

以上の論点については、考察の枠組みについてある程度の議論の蓄積があるものの¹⁰、個別の解釈論に至ると、必ずしも見解の一致を見ているわけではない。実務的には、信託契約において、各種手続等における被担保債権の行使等に関する受託者の権限の範囲を明確化しておくことが考えられる。

6 信託受託者の善管注意義務

担保権信託における信託受託者の義務内容を、従来のセキュリティエージェントの義務と同様の程度まで軽減することができるかについて、信託法・信託業法の想定する信託受託者の善管注意義務のレベル等との関係で議論がなされている。

《実務的対応》

信託受託者の善管注意義務の内容は信託事務の範囲に応じて定まってくる面もあるので、この点でも、信託契約において信託事務の範囲を明確化しておくことが実務上重要となる。

7 金融商品取引法に関する論点

シンジケートローンの組成等に関し、担保権信託に基づく信託受益権が金融商品取引法上のみなし有価証券に該当し、開示規制や業規制が適用されないかが問題とされた¹¹。

この点については、金融庁が考え方の指針を示している。その要旨は、担保権信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為などにより確保されており、実質的にローンとは別の付加価値または独自の経済的価値を有さないのであれば、実態としては各行がローンの担保権を有するものと変わらず、その受益権の取扱いは第二種金融商品取引業に該当しないとするものである¹²。

《実務的対応》

金融庁の見解にいう「担保権信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為等によって確保されており、実質的にローンとは別の付加価値または独自の経済的価値を有さない」との要件に留意しつつ、金融商品取引法上の開示規制や業規制の適用の有無について検討することとなる。

認められるとの考え方が示されている（金融法委員会「セキュリティ・トラストの有効性に関する論点整理」8頁以下）。寺本・前掲（注6）191頁では①の整理が示唆されているようにも見えるが、なお執行手続・倒産手続全般に通ずる理論的整理が尽くされたとはまではいえないとも考えられる。また、特に②の整理に立つ場合には信託受託者が債権者の代理人的な立場で執行手続の主体となることになることもあって、担保権信託が弁護士代理・訴訟信託禁止の原則の潜脱とならないかという問題が指摘されるが、この点については、担保権信託の合理的需要等に照らして違反とはならないとの一般論が示されている（上記金融法委員会9頁）。

¹⁰ 先駆的な業績であり、現在でも実務に指針を与える文献は、青山善充「セキュリティ・トラストの民事手続法上の問題」（金融法務研究会『担保法制をめぐる諸問題 金融法務研究会報告書（14）』）47頁である。

¹¹ 金商法の立案担当者により、「シンジケートローンのアレンジャーである金融機関が参加金融機関に対してセキュリティ・トラスト付きのシンジケートローンへの参加を募る行為は、有価証券（信託受益権）の取得勧誘として『私募の取扱い』に該当する可能性が高い」との解説がなされたことがあった（松尾直彦「実務論点 金融商品取引法」（きんざい、2008年3月）26頁）。

¹² 金融庁・証券取引等監視委員会「金融商品取引法の疑問に答えます」（2008年2月21日）、池田唯一「金融商品取引法質疑応答集の公表」（商事法務1826号33頁、2008年3月）。

Ⅲ. 担保権信託の新展開

担保権信託は、主にシンジケートローンの局面で利用されることを念頭において議論されてきた。ところが、ここに来て、セキュリティトラストの新たな利用方法が現れている。プレスリリース「『担保権信託』を活用したクロスボーダー取引への取組みについて」（脚注1）がこれを公表している。

この事例では、ドイツ法に基づくカバードボンドであるファンドブリーフ債を被担保債権とし、その発行体であるドイツの銀行である委託者と日本の信託銀行が担保権信託契約を締結している。

このような事例には、従前議論されてきた担保権信託に関わる論点の他にも、案件の国際性や受益者の属性等に応じて、各種の新規論点が問題となる可能性が秘められている。それらの論点をクリアした上で、担保権信託の新たな利用が実際に行われたことは、担保権信託の持つ可能性を示しているといえよう。

Ⅳ. おわりに

以上のように、担保権信託については、シンジケートローンにおける活用事例も見られることに加え、当初想定されていなかった新規な活用方法も実行に移されている。担保権信託には多様な利用・工夫の余地が秘められており、今後も新たな展開が期待される。森・濱田松本法律事務所では、今後も引き続きこの分野の実務や解釈の発展に貢献していく所存である。

News

小田大輔 弁護士、紀平貴之 弁護士、小島義博 弁護士、篠原倫太郎 弁護士、信國篤慶 弁護士、浜口厚子 弁護士、林浩美 弁護士が、本年1月付で当事務所パートナーに就任致しました。

著書・論文

ストラクチャード・ファイナンス案件に携わる弁護士を中心とする当事務所弁護士が、「企業取引実務から見た民法(債権法)改正の論点」と題して、NBL誌に連載を執筆中です。テーマ等は以下のとおりです。

	テーマ	執筆者	NBL掲載号
第1回	不実表示等と表明保証	青山大樹、宇田川法也	919号(2009年12月15日)
第2回	債権譲渡(1)	佐藤正謙、小林卓泰、粟生香里	922号(2010年2月1日)
第3回	債権譲渡(2)	佐藤正謙、小林卓泰、粟生香里	923号(2010年2月15日)
第4回	債権譲渡(3)	小林卓泰、粟生香里	924号(2010年3月1日)
第5回	保証	佐藤正謙、村上祐亮	925号(2010年3月15日)
第6回	相殺	青山大樹、末廣裕亮	926号(2010年4月1日)(予定)
(その後も連載継続予定)			

(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