

信託と信託商品の特徴

第三経営経済研究部研究官 山本 和尋

[要約]

信託の定義は、「財産権を有するもの（委託者）が法律行為（信託契約や遺言などの信託行為）によって相手方（受託者）に財産権（信託財産）の移転その他の処分をなし、相手方をしてその財産権につき一定の目的（信託目的）に従って、委託者本人または他の第三者（受益者）のために、管理・処分をなさせるところに成立する法律行為」である。信託の特徴としては、①財産権を移転すること、②信託財産の管理・処分権は受託者に帰属すること、③信託財産に独立性があること、④信託財産には物上代位性があること、⑤信託財産から生じた収益に対する課税については、実質所得者課税の原則が適用されること、⑥委託者の名前が表面に出ない「匿名性」の側面を持つこと、などである。

信託商品は、これらの信託の特徴を生かした商品であり、社会経済的なニーズを受けてさまざまな商品が提供されてきており、新しい信託商品も登場している。信託商品の特徴は、①信託拠出することにより特定の資産を全体の資産から切り離すことができる、②受託者の専門的な財産管理能力を活用できる、③信託の基本的な仕組みをベースとしつつも、信託商品ごとに個別に法律、税制などが定められ、制度の内容が信託の利用の促進に大きく影響を与える、④財産権を信託受益権に転換し、さまざまな種類の信託受益権に分割したりすることによって、多様化する投資家のニーズに合わせた商品を提供できる、などである。

信託商品は、今後は資金流動化と資金運用のスキームとしてこれまで以上に活用されることが期待される。

1 はじめに

7月27日付日本経済新聞社によると、企業年金・退職金の積み立て不足を穴埋めするため保有株式を拠出する「退職給付信託」の利用企業が主要上場企業の3社に1社に広がっているという。調査対象の250社のうち86社が今後信託設定を予定しており、実際株式を拠出することを明らかに

した76社の株式の合計額は2兆7500億円に達したという。また、2000年5月に改正されたSPC法において、「特定目的信託」制度が創設され、資産流動化の手段として、従来のSPC方式に加えてあらたに信託方式が導入された。このように従来からなじみのある「貸付信託」や「特定金銭信託（いわゆる特金）」に加えて、最近新たな信託商品が登場してきている。本稿では、そもそも「信託」

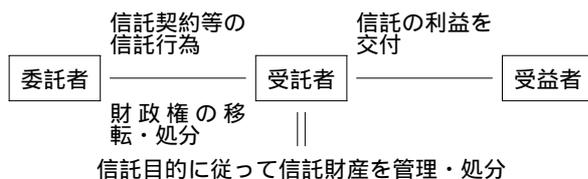
とはどのようなものなのか、その特徴を概観し、それを踏まえて従来からある代表的な信託商品と新たに登場してきた信託商品の内容について考察する。そして、金融商品としての信託商品の特徴についてまとめてみる。

2 信託について

2.1 信託とは何か

信託法第1条によれば、信託は「財産権の移転その他の処分を為し他人をして一定の目的に従い財産の管理又は処分を為さしむるを謂う」と規定されている。一般的な解釈では、信託法で定められている信託の概念は、「財産権を有するもの(委託者)が法律行為(信託契約や遺言などの信託行為)によって相手方(受託者)に財産権(信託財産)の移転その他の処分をなし、相手方をしてその財産権につき一定の目的(信託目的)に従って、委託者本人または他の第三者(受益者)のために、管理・処分をなさせるところに成立する法律行為」である。

図表1 信託の基本的な仕組み



ここで、委託者とは、信託を設定し、受託者に対し一定の目的に従い財産の管理または処分をさせるため、財産権の移転その他の処分をなす者をいう。受託者とは、委託者から財産権の移転その他の処分を受け、一定の目的に従い、その財産の管理または処分をなす者をいう。受益者とは、信託行為に基づいて、信託の利益を享受する者をいう。

2.2 信託の特徴

(1) 財産権の移転

信託では財産権は委託者から受託者に移転され、受託者の名義となる。他人による財産管理制度として信託と類似した制度である「代理」や「寄託」と比較してみると、代理では財産権は本人の名義のままであり、しかも本人が財産権を占有することも多い。寄託については、財産の占有権は受託者に移転するが、所有権は移転しない。代理、寄託いずれも財産権は本人の名義のままである一方、信託は財産権が受託者の名義となるところに大きな特色がある。

(2) 管理・処分権の帰属

信託では管理・処分権は受託者のみに帰属し、委託者は信託財産を管理・処分できない。代理の場合は、本人・代理人ともに管理・処分権を有する。寄託の場合は、受託者は財産の占有権を有するに過ぎず、寄託物の保管につき、管理・処分をなすべき権利も義務もない。なお、信託においては、信託財産を管理・処分した結果生じた第三者との間の権利・義務は、受託者に帰属し、委託者または受益者に直接帰属しない。財産の瑕疵により第三者に損害を与えた場合、信託では名義人である受託者が第三者に対して損害賠償責任を負う(信託財産または受益者に求償できる)のに対して、代理では、代理人ではなく本人が責任を負う。

(3) 信託財産の独立性

信託財産は受託者名義となるが、実質的には受託者の固有の財産とは別個のものであり、受託者個人の財産(固有財産)および他の信託財産とは分別して管理する必要がある。信託目的に従って管理・処分すべき独立した財産であるからである。このような信託財産の特性を「信託財産の独立性」という。これに基づき、信託法では次の規

定が定められている。

① 相続の制限

信託財産は受託者の相続財産に属さない。

② 強制執行及び競売の制限

信託財産に対しては、受託者個人の債権者や受託者の名義に属する他の信託財産の債権者は、強制執行・仮差押・仮処分または競売を行うことができない。もし行われた場合は、委託者、その相続人、受益者または受託者は異議を主張することができる。ただし、次の場合を除く。ア．信託の設定される以前の原因に基づく権利（例えば、信託の設定前から設定されている抵当権）。イ．信託事務の処理につき生じた権利（例えば、信託財産を修理した場合の修理費）。

③ 相殺の制限

信託財産に属する債権とその信託財産に属しない債務とは相殺できない。これを認めると信託財産に不利益となるからである。

④ 混同の制限

信託財産が「所有権以外の権利」である場合に、混合によって消滅しない。例えば、信託財産が地上権である場合、受託者がその目的である所有権を取得しても、その権利は混同により消滅しない。

⑤ 添付の規定の適用

信託財産は添付に関しても独立の地位を保ち、民法の添付の規定を準用している。

(4) 信託財産の物上代位性

信託財産の管理・処分・滅失・毀損・その他の事由により受託者が得た財産は、信託財産に属する。例えば、信託財産たる家屋を修繕した場合の修繕部分、信託財産たる金銭を貸し付けて得た元利金債権、金銭債権を担保するために取得した担保権、信託財産たる家屋が焼失した場合の保険金、受託者が管理の失当等につき填補した金銭など積極財産に限らず消極財産も信託財産の代位物と

なる。

(5) 実質所得者課税の原則

信託財産はもっぱら受益者のために信託目的にしたがって管理・運用・処分され、その結果生じた収益はすべて受益者が享受することから、信託期間中に信託財産から生じた収益については、原則として受益者がその信託財産を有するものとみなして課税関係が処理される。そもそも信託の税制については次の2つの考え方がある。1つは、信託財産を独立の課税主体とみる考え方であり、信託財産から生じた収益については、信託財産自体に帰属すると考えるものである。これは「信託実体論」と呼ばれる考え方である。もう1つは、信託を受益者に所得を分配するパイプ（導管体）にすぎないものとみなし、信託財産から生じた収益については、受益者または受託者のいずれかに対し課税すればよいとするものであり、「信託導管理論」と呼ばれる。わが国の基本的な考え方は信託導管理論の立場であり、信託財産自体を独立の課税主体とは認めていない。所得税法および法人税法は、受益者が信託財産を有するものとして、実質所得者課税の原則（受益者課税）を適用している。信託財産から生じた収益については、受益者が特定していれば受益者が、受益者が特定していないとき、または存在しないときには委託者が課税主体となる。しかしながら、この原則には例外がある。信託はあらゆる財産権を目的物とすることができるため、信託の種類も多岐にわたる。このため、信託にかかわる税体系をひとまとめにすることが実務的に不可能であり、また税の公平上などの観点からも不具合が生じるケースが多い。あらゆる信託を想定した立法は不可能であるから、税法では基本的な課税方法を定め、具体的には個別の解釈に委ねられている部分が多いのが実情である。新しい信託スキームが考案される場合、そ

の信託にかかわる課税をどう解釈するかなど、税制を巡っては単純明快な回答を得ることが困難であり、その都度税務当局等の個別の判断に委ねられる場合が多い。

(6) 匿名性

信託財産は受託者名義であるから、信託財産の運用を行う際には当然のことながら、受託者の名のもとに行われることとなる。このため、信託財産の実質的な所有者である委託者や受益者の名前が表面的に現れることがない。例えば、有価証券の信託のケースでは、委託者や受益者が、その有価証券の発行企業の意向に配慮する必要がある場合でも、売買の執行は受託者名義で行われ、委託者や受益者の名前が表面に出ないため、比較的自由に売買取引ができる。

2.3 営業信託と非営業信託

営業信託とは、受託者が営業として引き受ける信託のことで、商事信託ともいう。これに対し受託者が営業として受託する場合以外の信託を非営業信託または民事信託という。わが国の信託法では、非営業信託の受託者は特約がない限り信託報酬を受け取ることができない。なお、わが国では非営業信託はほとんど行われていないとの見方が一般的である。

信託法第1条では信託財産を「財産権」と規定しており、基本的には財産的な価値を有するものであれば信託財産の対象となれるが、営業信託については、信託業法第4条により、信託の引受ができる財産を次の6種類に制限している。すなわち、①金銭、②有価証券、③金銭債権、④動産、⑤土地およびその定着物、⑥地上権および土地の賃借権の6種類である。この制限は、受託者が、自ら有する財産管理能力を超えた信託の引受をする可能性を排除することにより、受託者の財産管

理能力不足から受益者が不利益を蒙ることを防止するためのものである。立法当時は、この6種類以外の財産に対する受託者の管理能力に問題があったのである。

3 信託商品

信託には信託固有の特徴があり、信託のスキームを使うことにより、様々なメリットを享受することができる。社会経済状況のニーズに合わせる形で、信託は様々な商品を提供し、わが国の発展に大きく貢献してきた。ここでは、信託銀行が取り扱ってきた信託商品である貸付信託と金銭債権の信託を取り上げ、その商品が生み出された背景を、信託の持つ特徴を踏まえながら考察する。

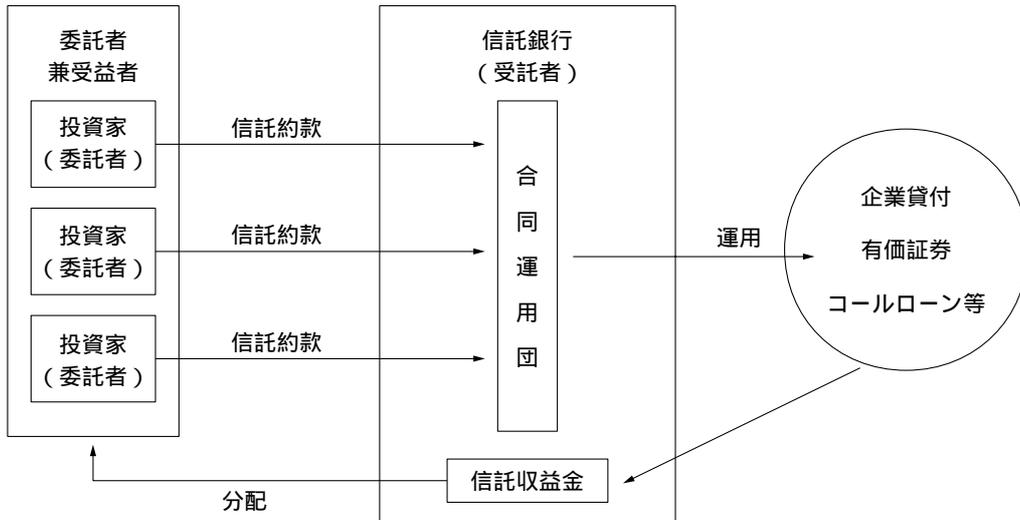
3.1 貸付信託

(1) 貸付信託とは

貸付信託は、昭和27年6月に公布・施行された貸付信託法によって誕生した信託商品である。貸付信託法第2条によれば、貸付信託とは、「一個の信託約款に基いて、受託者が多数の委託者との間に締結する信託契約により受け入れた金銭を、主として貸付又は手形割引の方法により、合同して運用する金銭信託であって、当該信託契約に係る受益権を受益証券によって表示するもの」とされている。

貸付信託は、合同運用指定金銭信託の一種である。「合同運用」とは、信託財産を他の委託者の信託財産と合同して管理・運用することをいう。そもそも信託財産は受託者の固有財産や他の委託者の信託財産とは分別して管理・運用しなければならないという信託財産の独立性の原則があり、合同運用は信託財産の独立性に相反するものである。しかしながら、信託法第28条の但書きは、信託財産たる「金銭」については、計算を明確にしておけば、他の信託財産と合同で運用できると規

図表2 貸付信託のスキーム



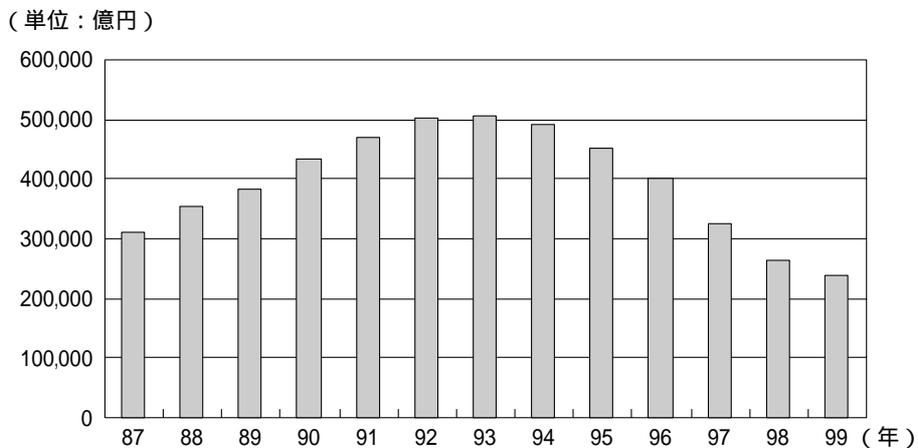
定している。指定金銭信託の「指定」とは、信託財産の運用方法を示すもので、信託財産たる金銭の運用対象が財産の種類で定められているものをいう。指定の方法は、例えば「貸付金・割引手形・株式」というように概括的なものにとどまっております。運用対象を具体化するのは受託者が行う。運用方法には「指定」のほかに「特定」と「無指定」がある。特定金銭信託は、運用対象が特定されたものである。例えば、運用対象が株式であれば、銘柄・株数・買入値段などが具体的に定めら

れる必要がある。「無指定」は、運用対象が指定も特定もされていないものである。

(2) 貸付信託の特徴

貸付信託の主な特徴は、次の3点である。①信託約款、信託財産の運用計画、受益証券の発行計画およびその変更については、あらかじめ大蔵大臣の承認を得なければならない（貸付信託法第3条、第4条、第5条）とされており、当局による規制が課せられている、②元本補填の契約である、

図表3 貸付信託の残高の推移



(注) 残高は信託元本。データは年度末。99年は9月末。
(出所) 信託協会

③受託者による受益証券の買取制度がある、などである。上記のいずれも投資家保護を図るものであり、一般投資家が容易に貸付信託に投資ができることを目的としたものである。

元本補填契約は、信託契約では原則的には認められていない。信託法第19条では、「受託者が信託行為により受益者に対して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、受託者の有限責任を規定している。受託者による管理の失当や信託違反行為など受託者に帰すべき事由がなければ、たとえ信託財産に損失が生じても、その損失はすべて受益者に帰属し、受託者は自己の固有の財産をもって、信託財産の損失を補填する必要はない。しかし、例外規定として信託業法第9条では、運用方法を特定しない金銭信託、すなわち指定金銭信託及び無指定金銭信託については元本補填契約を認めている。貸付信託は、指定金銭信託の一種であり、信託約款で元本補填である旨が明示されている。

また、貸付信託には受託者による受益証券の買取制度がある。受益証券が発行の日から1年以上経過している場合、受託者はその固有財産をもって時価により受益証券を買い取ることができる。これは、一般投資家の信託契約期間中における中途解約ニーズに応えるものである。この場合、受託者の利益享受の制限を定めた信託法第9条の規定に抵触する恐れがあるが、貸付信託法第11条で買取制度を認める旨を明示している。

(3) 貸付信託の意義

貸付信託法の第1条では、国民経済の健全な発展に必要な分野に対する長期資金の円滑な供給に資することが、この法律の目的であると規定されている。この規定は昭和46年に改正されたものである。昭和27年にこの法律が施行された時は、第二次世界大戦後の復興需要に応えるために資源の

開発やその他緊要な産業に対する長期安定資金を円滑に供給することが目的であった。我が国の産業の育成をはかる上で、貸付信託の役割に大きな期待が持たれていたことが窺える。当時、広く一般投資家から長期的に安定した資金を吸収する必要があったという事情から、元本補填契約や買取制度などの投資家保護を明確にしたのである。実際、貸付信託は、受益者保護に配慮した商品性が受けて、個人の長期貯蓄手段として急速に浸透するとともに、国民経済の健全な発展に必要な分野への資金供給手段として大きな役割を果たしたのである。また、従来 of 信託法や信託業法を補う形で、金銭信託の一種である貸付信託の位置付けを明確にした貸付信託法を制定したことの意義は大きい。

3.2 金銭債権の信託

(1) 金銭債権の信託とは

金銭債権の信託とは、金銭債権の管理・処分を目的として、委託者（金銭債権の債権者）が金銭債権を受託者に信託するものである。金銭債権の名義上の債権者が受託者たる信託銀行となるため、信託銀行が金銭債権の取立・保全等を行い、その取立代金を受益者に交付するものである。金銭債権の種類については特に定めがなく、様々な種類の金銭債権が信託財産となりうる。例えば、金融機関等の貸付債権を信託する一般貸付債権信託、リース債権やクレジット債権等を信託する特定債権信託、売掛債権を信託する売掛債権信託などがある。金銭債権の信託は、近年様々な形態をとって広く利用されるようになってきている。そのなかでも住宅ローン債権信託の役割が大きいと思われる。

(2) 住宅ローン債権の信託

① 住宅ローン債権信託とは

住宅ローン債権信託とは、住宅ローンの債権者が信託銀行に自己の保有する多数の住宅ローン債権をまとめて信託するものである。住宅ローンの債権者は委託者兼受益者である。この信託の最大の目的は、委託者が信託のスキームを利用することによって、住宅ローン債権を信託受益権に転換し、その信託受益権を第三者に売却することにある。すなわち、委託者の資金調達を目的としたものである。

② 取扱いが開始された背景

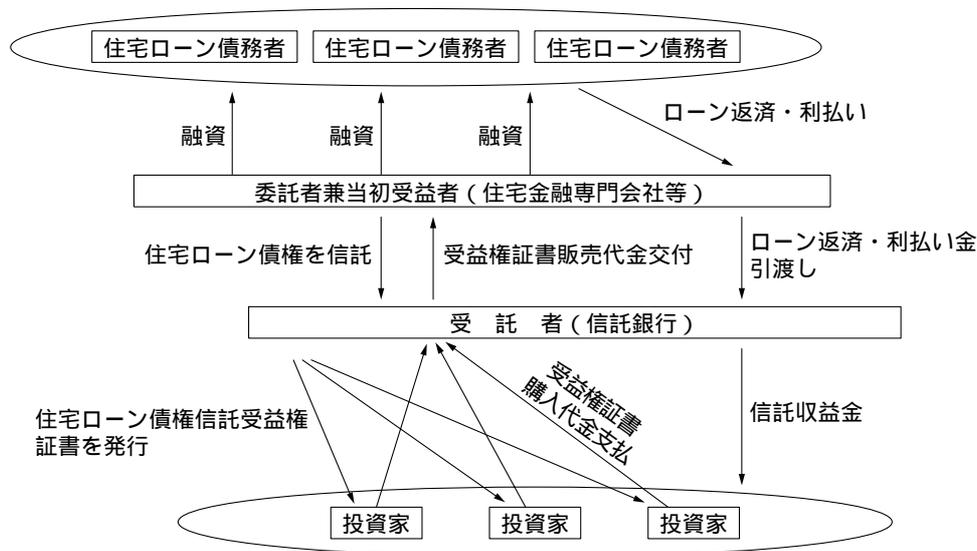
住宅ローン債権信託は昭和48年6月に取扱いが開始された。高度成長によって国民の所得水準が向上し、住宅に対するニーズが増大していた頃である。住宅に対する国民のニーズとともに、住宅ローンに対するニーズも高まったことから、昭和46年から金融機関を母体とした住宅金融専門会社が相次いで設立された。住宅金融専門会社の貸出金の調達は、母体銀行などの金融機関からの借入により行われていたが、住宅ローンニーズの高まりにより、金融機関からの借入だけでは、住宅金融専門会社の資金調達が十分に行われない場面があった。また、住宅ローンという長期の固定金利

ローンの原資として、長期の資金調達手段を必要としていた。こうしたことから、住宅金融専門会社の資金調達手段としての住宅ローン債権信託に対するニーズが高まり、昭和48年に取扱いが始まったのである。住宅ローン債権信託は、昭和63年にそれまで住宅金融専門会社に限定されていた委託者の範囲を「銀行その他の金融機関または住宅金融専門会社」に拡大するなどの商品改正を経て、平成9年には住宅ローン債権に限定しない一般的な金融機関の貸付債権を信託財産とする「一般貸付債権信託」に一本化された。

(3) 一般貸付債権信託

一般貸付債権信託は、債権者である金融機関が一般貸付債権を信託財産として、信託銀行に信託するものである。その主な目的は、金融機関の自己資本比率の向上である。昭和63年に住宅ローン債権信託の商品性が見直され、委託者の範囲が住宅金融専門会社から一般の金融機関に拡大されたことはすでに述べた。この見直しは次の課題を解決するために考えられた。当時、金融機関の自己資本比率を国際統一基準に合わせる必要があり、

図表4 住宅ローン債権信託のスキーム



金融機関の自己資本比率の改善が大きな課題となっていた。自己資本比率を改善するためには、分子の自己資本を増強するか、分母の資産を圧縮するか、あるいはその両方を行う必要がある。分母の資産の1つである住宅ローンについて、信託のスキームを使うことによって、バランスシートから資産を切り離し、自己資本比率の改善が図れるように商品性が見直されたのである。その後、住宅ローン債権に限定せず、他の一般的な貸付債権についても、信託のスキームを使うことにより自己資本比率を改善できるような方法が検討され、平成4年に一般貸付債権信託の取扱いが開始されるようになった。

(4) 金銭債権の信託の意義

以上のように住宅ローン債権信託は、国民的な住宅ローンニーズの高まりを受け、資金調達に窮していた住宅金融専門会社への資金供給を主な目的としていた。また、一般貸付債権信託は、金融機関の自己資本比率の向上を主な目的としていた。これらの目的を達成するには、信託スキームを使わずに、委託者の所有している金銭債権そのものを第三者に売却（譲渡）するという方法も考えられる。実際、一般貸付債権信託が取扱いを開始する前は、委託者が一般貸付債権を第三者に譲渡する方法（以下譲渡方式）が行われていた。しかし、譲渡方式では、当該貸付債権に対する売り手と買い手の条件がマッチする必要がある、これが取引成立を困難にしている。これに対し、信託方式は、①貸付債権という財産権を信託受益権という形態に転換することができ、貸付債権を購入する第三者は投資を行いやすい。②貸付債権を小口に分割することは容易ではないが、信託受益権については投資家の購入しやすい金額に分割することが比較的容易にできる。また、③いくつかの貸付債権をまとめて信託財産とすることができることから、

譲渡方式よりも取引が成立しやすい。金銭債権の信託はこの特徴を生かし、資金調達や自己資本比率の向上などの目的を達成するための手段として大いに活用されている。

4 新しい信託商品

貸付信託や住宅ローン債権信託が誕生した背景には、その時々々の社会経済情勢が大きく影響していた。必要な産業に対する長期的に安定した資金の供給や国民的な住宅ローンニーズの高まりなどの社会の要請に対し、信託の持つ便利な機能を活用する形で、新しい信託商品が登場したのである。そして、社会経済的な目的を達成する上で、従来の法体系や監督当局の規制の中では信託の機能を十分に発揮できない場合には、新しい法律の制定や当局の通達の整備などが行われ、信託の発展を下支えした。

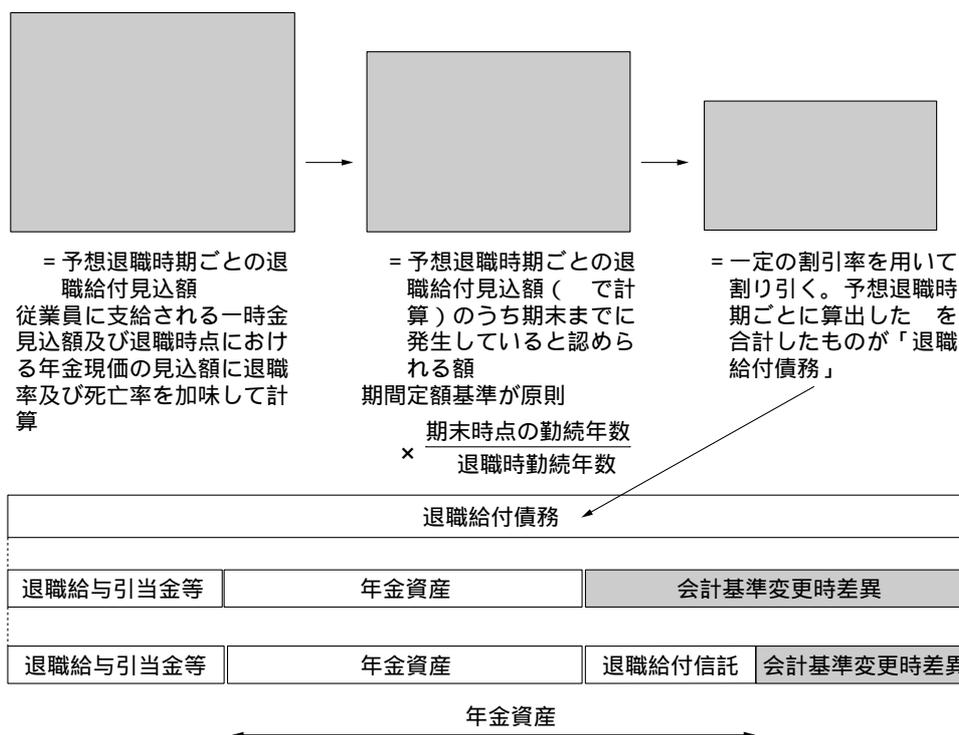
今後も社会経済的なニーズに応える手段としての信託のスキームが活用される場面があると思われる。最近では、退職給付に係る会計基準が変更されることに伴って発生する企業の退職給付債務を圧縮する手段としての「退職給付信託」、企業の持つ売掛債権を期日前に現金化するためのスキームとしての「売掛債権信託」などが話題に上ることが多い。

4.1 退職給付信託

(1) 退職給付信託とは

2001年3月期より、会計制度の変更が行われ、企業が抱える「退職給付債務」の開示が義務付けられるようになる。退職給付債務とは、従業員に対して将来給付されるべき退職給付見込額のうち、会計基準が変更となる時点、すなわち退職給付会計基準の適用初年度の期首においてすでに発生していると認められる金額であり、合理的な計算に基づいて算出されるものである。将来の退職給付

図表5 会計基準変更時差異の圧縮



のために企業が拠出している「年金資産」を「退職給付債務」から控除し、さらに「従来の会計基準により計上された退職給与引当金等」を差し引いたものが積立不足額であり、「会計基準変更時差異」という。昨今の低金利を反映して、年金資産の評価額が、将来の退職給付の準備としては十分でなく、積立不足が生じている企業は数多い。

退職給付信託とは、企業が保有する有価証券などの資産を退職給付目的に信託財産として信託設定することである。退職給付信託は年金制度に対する拠出金ではないが、企業会計上は「年金資産」として認められる。これにより、「会計基準変更時差異」を圧縮することができる。会計基準変更時差異は、15年以内の一定の年数にわたり定額法により費用処理しなければならない。このため会計基準変更時差異が大きいと将来の每期毎期の費用負担も大きくなり、利益の圧迫要因となってしまう。退職給付信託を設定すれば、会計基準変更時差異が圧縮され、将来の償却負担を軽減するこ

とができる。退職給付信託の大きなポイントは、信託財産として設定される資産を、企業会計上の「年金資産」とみなすことができる点である。

(2) 退職給付信託の意義

企業が退職給付信託を活用することのメリットは、①退職給付信託を利用せず、積立不足を埋め合わせようとする場合、保有している有価証券などを売却・現金化する必要がある、もし大量に売却することとなれば、市場への影響が大きく、マーケット・インパクトなどのコストがかかる、②取引関係上売却が困難で資産効率の良くない、いわゆる持合株式を信託財産として設定することで、持合株式の有効活用をすることができる。信託設定しても、議決権は留保でき、引き続き株式発行会社との関係を維持できる、③会計基準の変更に伴いオンバランス化される年金債務を圧縮できることなどからROAなどの財務指標を改善できる、④将来負担する会計基準変更時差異の償却

額を軽減できる、といった点が挙げられる。

退職給付信託は、企業が保有する持合株式を活用して、年金資産の積み立て不足を圧縮するための一時的な制度という意味合いが強い。会計基準変更時差異は新会計基準の適用初年度の期首で算定することになっているため、退職給付信託の設定は適用初年度の期首までに行わなければならないが、実務上の手続きを考慮して、適用初年度の期首日から6か月経過する日より前に信託設定した場合には、適用初年度の期首に信託設定したものとみなすことができる。6か月を経過した後に信託設定した場合は、会計基準変更時差異を圧縮することはできない。例えば、3月期決算の企業の場合、会計基準変更時差異を圧縮するためには、2001年9月末までに信託設定を行わなければならない。このように退職給付信託は、退職給付に係る会計基準の変更に伴って発生する「会計基準変更時差異」を、速やかに費用処理することにより、従業員への退職給付について十分な支払準備を行うことを目的として、一時的に利用される特殊な

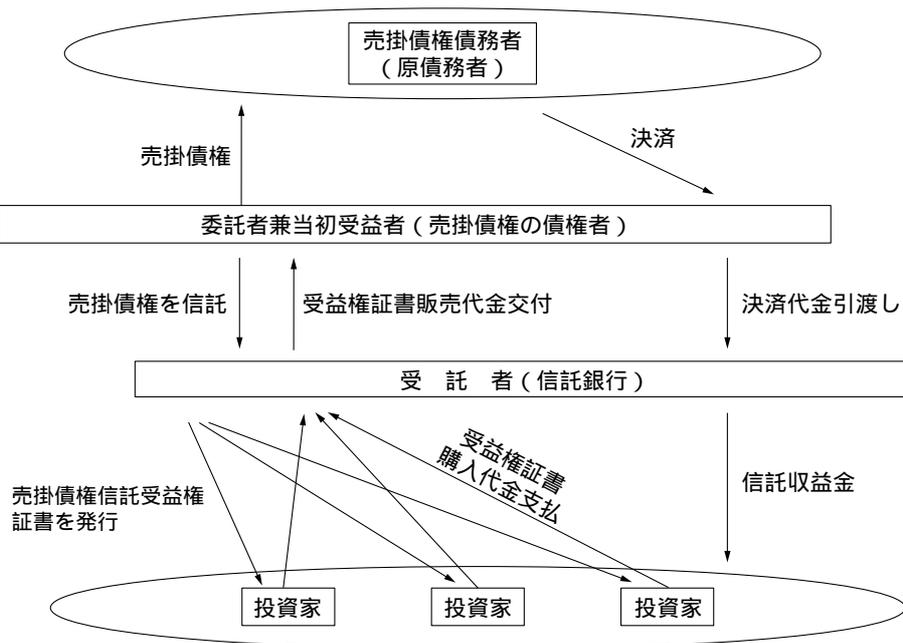
信託商品である。退職給付信託は、年金の積み立て不足という企業にとって重大な問題を解決するための一つの選択肢として機能している。もし、退職給付信託により信託設定される有価証券などの信託財産が企業会計上「年金資産」として認められないのであれば、退職給付信託の意義は見出せない。

4.2 売掛債権信託

(1) 売掛債権信託とは

企業は製品などを取引先に販売しても、すぐに代金を回収するわけではなく、販売先に対する売掛債権や手形債権を保有するというケースが多い。企業は債権の期日が到来するまでは代金の回収ができず、資金効率はよくない。代金の回収が遅れ、その分運転資金が不足し、銀行借入の必要が生じることであろう。売掛債権信託は、企業が売掛債権という金銭債権を信託財産として信託設定するものである。受託した信託銀行が売掛債権を信託受益権として投資家に販売し、それによって得た

図表6 売掛債権信託のスキーム



資金を委託者たる企業に交付することで、企業は売掛債権の代金回収を行うことができる。

(2) 売掛債権信託の意義

この信託の大きな狙いは、委託者が保有する金銭債権を裏付けに資金を調達することである。委託者である企業の信用力を裏付けとして資金調達するのではなく、売掛債権という資産の信用を背景に資金調達することができるため、低利な資金調達が可能となる。例えば、委託者である企業の信用力が小さく、銀行融資など一般の資金調達では金利の上乗せを要求される場合でも、信用力の高い優良企業などを債務者とする売掛債権を保有していれば、売掛債権信託を利用することで、より有利な資金調達が可能になる。

また、委託者は信託設定した売掛債権の信託受益権を売却するため、売掛債権をバランスシートから除外することができる（ただし、委託者が信託受益権の買い戻し義務を行わないことなどが条件となる）。このオフバランス化により、ROAや自己資本比率などの財務比率が改善できるのである。

売掛債権を信託受益権化し、分割して金額を小口化するとともに、委託者自身の信用力ではなく、委託者の保有資産に対する信用力に基づいた資産に転換できることは、信託の大きな特徴である。なお、企業が保有している資産のうち、信託業法第4条が信託財産として認めている財産（①金銭、②有価証券、③金銭債権、④動産、⑤土地およびその定着物、⑥地上権および土地の賃借権の6種類）に該当する資産であれば、その資産を信託設定することにより資金調達ができる。最近、話題になることが多い「不動産の証券化」は不動産が生み出す将来的なキャッシュフローや資産価値を裏付けに信託受益権を発行して資金調達するものである。

昨今、市場が企業を評価する際に、ROAや自己資本比率などの財務比率を重視する傾向が一段と強まっている。財務比率に問題があると評価されれば、資金調達に支障が生じることもある。このため、企業の財務比率に対する関心は非常に高い。信託の活用により調達した資金を、自社が得意とする収益率の高い事業分野に重点的に配分したり、負債の圧縮に充当するなどすれば、財務比率の向上が図れる。売掛債権信託、手形債権信託などの信託商品は、財務比率の向上を望む企業の要請に応えるものとして活用されている。

5 信託商品の特徴

信託商品は、その時々为社会経済的な要請に基づき、何らかの目的を達成するための手段として発展してきた。この目的を達成するために、信託商品は信託本来の理念や制度を基礎にして、使い勝手がよくなるように商品毎に法律などを通じて独自のスキームが与えられて発展してきた。以下、信託本来の特徴をベースにしなが、形を変えて発展してきた信託商品の持つ特徴をまとめてみる。

5.1 特定の財産の分離

信託は財産の所有権を受託者に移転し、信託財産の管理・処分を受託者に行わせる。また、信託財産には、他の財産とは明確に区分されるように独立性が確保されている。これらのことから、委託者の保有する財産のうち、特別な管理・処分を必要とする特定の財産を、その他の財産から分離する上で、信託のスキームは非常に有効である。特定の財産を他の財産から分離する目的には様々なものがある。

財産を特定の目的のためだけに処分する場合、他の財産とは分離して管理する必要がある。企業が従業員の退職金や年金の支払・給付を将来的に行う目的で財産を拠出する年金信託では、拠出さ

れた財産を企業の持つ他の固有財産からは分離して管理しなければならない。退職金や年金の支払・給付のために積み立てている財産を、借入金の返済や事業活動のための投資に流用することがあってはならないからである。企業年金制度である税制適格退職年金制度と厚生年金基金制度については、それぞれ法人税法と厚生年金法という法律で、年金信託という信託商品を1つのスキームとして規定している。先程見た退職給付信託は、年金信託とは全く別の商品であるが、退職給付信託として拠出した財産が、企業会計上の年金資産とみなされるためには、その財産が将来従業員の退職金や年金の支払・給付のために充てられることが確認できなくてはならないとされている。つまり、企業会計上年金資産とみなされる財産を企業が他に流用するのを防ぐ必要があり、企業会計上の年金資産という特定の財産を、他の財産から分離するためのスキームとして信託が使われている。

金銭債権の信託の信託受益権を、投資家に販売することで資金を調達する場合に、委託者の信用力ではなく、特定の金銭債権の生み出す収益力を裏付けとした信用力にもとづいて資金調達をするためには、特定の金銭債権を他の財産から分離する必要がある。このときも信託スキームは有効に機能する。

5.2 受託者の専門的な能力の活用

委託者が自らの能力で財産を管理・処分するよりも、財産の運用方法等について専門的な知識やノウハウを持った受託者に財産の管理・処分を任せの方が効率的な運用が図れると期待する場合にも信託は有効である。受託者の有する専門的な能力を活用することで、委託者あるいは受益者にとって高い効用が得られる。

受託者の持つ専門的な能力としては、財産の運

用能力のほかに、財産の管理能力なども期待される。財産を運用する過程では株式の配当金や売買代金などの資金の受払いの作業が伴うが、この作業は事務的に非常に煩雑で手間がかかる。信託を活用すれば、委託者はこの事務的な作業を受託者に任せることができる。受託者たる信託銀行はこのような資金の受払いの事務的な作業についてのノウハウを持っており、コンピュータシステムの導入などにより効率的な管理を行うことができる。

受託者の専門的な能力を活用する信託商品として代表的なものは年金信託である。年金信託では、受託者が年金制度に関連する様々な業務を委託者から包括的に引き受けるものである。年金制度に関連する業務には、年金資産の管理・運用のほかに、制度設計、数理計算、所轄官庁への申請・折衝、加入者・受給者の管理、年金・一時金の支払事務等がある。これらの業務には極めて専門的なノウハウや事務処理能力が必要とされる。信託商品の中でも年金信託は、受託者の専門的な能力を活用するという意味では最も信託らしい商品といえるであろう。

信託銀行の主力商品である貸付信託は、主な運用方法が企業貸付である。投資家から見れば、貸付信託は、融資の審査という信託銀行が持つ専門的なノウハウを活用した商品といえる。

5.3 制度面での整備

信託商品は何らかの社会経済的な目的を達成するためのスキームとして導入されてきた側面があり、信託に関する従来の法体系や監督当局の規制の中では、目的を達成するうえで信託の機能が十分に発揮できない場合には、新しい法律の制定や当局の通達の整備などが行われてきた。そしてより社会のニーズに応えやすい信託商品が提供されてきた。信託商品は信託本来の仕組みをベースとしながらも、利用しやすいように制度面での整備

図表 7 簿価分離の明文化

法人税基本通達 6 3 3 の 2 (信託をしている有価証券)

法人が信託(金銭の信託を除く。)をしている財産のうち当該法人が有する有価証券と種類及び銘柄(以下 6 3 5 において「種類等」という。)を同じくする有価証券がある場合には、当該信託に係る有価証券と当該法人が有する有価証券とを区分しないで令第 34 条 [有価証券の評価の方法] 及び [第 38 条から第 47 条まで [有価証券の取得価格等] の規定を適用するのであるから留意する。

(注) 金銭の信託に係る有価証券には、次のようなものがある。

- (1) 合同運用信託及び証券投資信託に係る有価証券
- (2) 令第 84 条第 1 項 [退職年金等積立金の額の計算] に規定する適格退職年金契約等による信託に係る有価証券
- (3) 指定単独運用の金銭信託に係る有価証券

金銭の信託のファンドが、委託者がすでに直接保有している銘柄と同一銘柄の有価証券を購入しても、委託者がすでに保有している有価証券の簿価に影響を与えないため、機動的な運用が可能になった。投資成果の把握も容易になった。

が行われてきたのである。

貸付信託法は信託法、信託業法を一般法とする特別法の地位にあり、貸付信託は貸付信託法による特別な制度に基づいた信託商品である。貸付信託が誕生した背景には、第二次世界大戦後の復興需要に応えるために資源の開発、その他緊要な産業に対する長期安定資金を円滑に供給するという国民経済的な目的があった。この目的を達成するためには一般の投資家から幅広く資金を集める必要があり、そのために貸付信託法において投資家保護制度(貸付信託約款はあらかじめ大蔵大臣の承認が必要であることや受託者による満期前受益証券の買取制度など)が明確にされた。投資家保護が図られ、投資家が安心して貸付信託を購入することができたため、貸付信託は信託商品として広く普及することとなった。

信託の理念など信託の基本的な枠組みについては既存の信託法等に規定されている。しかしながら、既存の法体系の枠組みでは、個別の信託商品を運営するには不十分である。新しい信託商品が導入されるとき、何らかの社会経済的なニーズを満たすことを期待されており、その期待に応えるためには、制度面でのバックアップが不可欠であ

る。制度面での制約から信託のスキームを活用することのメリットが乏しければ、信託商品の発展は難しい。退職給付信託は、信託財産を企業会計上の「年金資産」とみなすという制度があればこそ商品としての意味を持つ。また、特定金銭信託については、昭和 55 年に法人税基本通達 6 3 3 の 2 により有価証券の簿価分離が認められると残高が急増した。当局による制度面の整備と信託商品の発展とは非常に密接な関係がある。

5.4 権利者の数の変換

金銭債権の信託など委託者の資金調達を主な目的とした信託では、信託受益権を証券化し、第三者に売却することで資金を調達する。この時、信託受益権を小口に分割して売却すれば、実質的な権利者は分割された受益権を取得した者の数だけ存在する。また、証券投資信託は、不特定多数の投資家から金銭の拠出を受けた委託会社が、金銭を 1 つの運用団にまとめて受託者に信託する形をとるので、実質的な権利者は複数存在するが、形式的には受託者は 1 人である。このように信託には、権利者の数を変換する機能がある。証券投資信託のように実質的な委託者が複数いる場合には、

信託財産の管理上発生する第三者との権利関係を単純化できるというメリットがある。権利の数を転換する機能を利用した信託商品を活用することによって、投資家に対して豊富な金融商品の提供を可能にし、多様化する投資家のニーズに応えている。また、単純に権利の数を分割するだけでなく、性格の異なる複数の種類の証券に分割することも可能である。例えば、信託受益権を優先的に元本の返済を受けられる部分と優先的な返済を行った後に残った分の返済しか受けられない部分とに分けることができる。これにより、投資家の求めるリスク、リターンに見合う信託受益権を発行することが可能となる。

6 まとめ

以上、信託商品の特徴をまとめると、①信託拠出することにより特定の資産を全体の資産から切り離すことができる、②受託者の専門的な財産管理能力を活用できる、③信託の基本的な仕組みをベースとしつつも、信託商品ごとに個別に法律、税制などが定められ、制度の内容が信託の利用の促進に大きく影響を与える、④財産権を信託受益権に転換し、さまざまな種類の信託受益権に分割したりすることによって、多様化する投資家のニーズに合わせた商品を提供できる、などである。

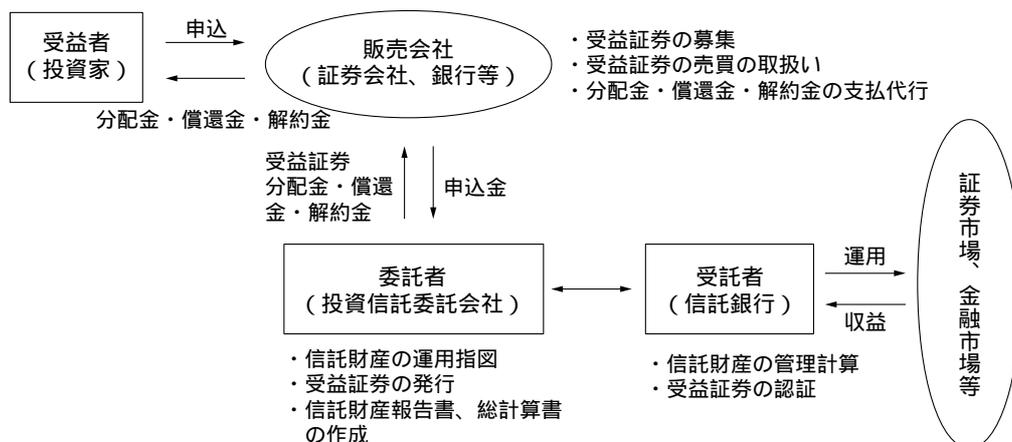
今後は、企業の保有する資産の有効活用と投資家に対するさまざまな金融商品の提供といった側面から新しい信託商品が活用されると思われる。例えば、資金効率の向上やバランスシートの改善という課題に直面している企業が、保有する特定の資産を信託拠出し、特定の資産が小口分割が可能な信託受益権という形に転換された後に、さまざまなニーズを持った複数の投資家によって購入され、その販売代金が企業によって回収されるケースである。投資家にとっては、株式や社債など企業が生み出す収益全体に期待した金融商品だ

けでなく、不動産や金銭債権など企業の持つ特定の資産が生み出す収益に期待した金融商品を投資対象とすることができ、投資対象となる金融商品の選択肢が増えることになる。購入する信託商品が証券取引上の有価証券とされるなど投資家保護に配慮した制度ができれば、投資環境も良くなる。また、信託受益権という形をとるので、譲渡がしやすい。流通市場が整備されれば一層投資対象としての魅力が高まるであろう。受託者は、資金の管理や事務処理などで専門的な能力を発揮できる。

このような仕組みは資産の流動化という形ですでに取扱われている。しかし、法律など制度面ではあいまいな部分が多く、金融商品として広く普及しているとは言い難い。2000年5月23日に成立した「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」(いわゆる改正SPC法)では、不動産、指名金銭債権、およびこれらを信託した信託受益権の3つに限定されていた流動化対象資産を、財産権一般に拡大したほか、資産の流動化の仕組みにおいて、特定目的会社を利用したスキームに加えて、信託の器を利用したスキームの導入を明文化した。この信託のスキームに「特定目的信託」という名称を付け、「資産の流動化を行うことを目的とし、かつ、信託契約の締結時点において委託者が有する信託の受益権を分割することにより複数の者に取得させることを目的とするもの」と定義した。また、特定目的信託に係る信託契約に基づく信託の受益権を表示する証券で、受託者が発行するものを受益証券とし、証券取引法上の有価証券に含められることとなり、制度面でも資産の流動化に関する信託商品が活用されやすい環境が整った。

信託商品は資産の流動化のためのスキームとして活用されるほかに、資金の運用のスキームとして活用されることも期待されている。いわゆる投資信託の活用である。証券投資信託法に基づく投

図表 8 証券投資信託のスキーム



資信託は、不特定多数の投資家から少額の資金を集めてある程度まとまった金額となったファンドを、投資の専門家の判断によって運用し、収益金を投資家の出資割合に応じて分配する商品である。ロットが大きくなると分散投資が可能となり、リスクの軽減が図れる上、専門家の運用ノウハウを活用することができる。一般投資家の投資を容易にするという目的から、投資家保護が充実して

いる。1999年5月「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」が改正され、証券投資信託及び証券投資法人が運用できる資産の対象について、現行では主として有価証券とされていたのが、不動産を含めた幅広い資産に拡大されることとなった。投資家保護にも配慮した法改正であり、今後投資信託は資産運用スキームの1つとしてますます活用されることになるであろう。

参考文献

三菱信託銀行信託研究会編 『信託の法務と実務』金融財政事情研究会
 経済法令研究会編 『信託の実務』経済法令研究会
 経済法令研究会編 『信託用語 小辞典』経済法令研究会
 日本公認会計士協会 『退職給付会計に関する実務指針(中間報告)』
 大蔵省ホームページ
 信託協会ホームページ