

新しい信託と事業再生

松尾 順介

はじめに

二〇〇六年一二月、新信託法が成立し、一九二二年の信託法大改正以来、八四年ぶりの大改正が実現した。同法は、二〇〇八年九月、全面施行された。この改正には、信託宣言、目的信託、限定責任信託、受益証券発行信託など新タイプの信託が導入されるとともに、信託制度の明確化に資する内容も含まれている。これによって、信託制度の広範な利用の可能性が拡大するものと期待されている。

この信託法大改正によって、信託を利用した事業再生の可能性も注目される。特に、事業信託や負債信託などを利用して、事業再生スキームを構築することが期待される。しかし、現状では、新信託法を事業再生に利用した案件は見られない。たとえば、整理回収機構（ＲＣＣ）は従来から信託を利用した事業再生に取り組んでいるが、これは新信託法ではなく、旧法によるものである。

本稿では、なぜ新信託法は、事業再生に利用されないのか、また利用されるとすれば、どのような利用が考えられるのかを検討する。

そこで、本稿では、自己信託や事業信託など新信託法の内容を概観した上で、ＲＣＣによる信託を利用した事業再生を紹介し、新信託法による事業再生を検討する。

1 自己信託

信託を構成する三要件は、委託者、受託者および受益者であるが、自己信託とは、委託者自らが受託者となる信託である。新信託法では、委託者兼受託者が、一定の目的に従い自己の有する一定の財産の管理または処分およびその他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公正証書その他の書面または電磁的な記録で、当該目的、当該財産の特定に必要な事項その他の法務省令で定める事項を記載しまたは記録したものであることによってする信託と定められている（第三条三）。このような信託は、信託宣言ともよばれ、旧法では明確な定めがなく、否定的な見解が一般的であったと言われているが、新法では、明文によってこれを認めている。なお、自己信託の成立要件として、公正証書その他の書面または電磁的記録で必要事項を記録することが求められており、さらに強制執行に対する特則として、詐害信託とされた場合、強制執行を可能とする規定も含まれている。自己信託を利用した仮想例としては、次のような事例が挙げられている。⁽²⁾

① 保有資産（不動産・金銭債権）の流動化・自己の保有する債権に対して自己信託を設定し、その受益権を投資家に売却し、流動化を図るスキームが挙げられる。ただし、信託受益権は金融商品取引法上の有価証券に該当する（ただし、信託財産の五〇％以上を有価証券で運用する信託でなければ開示規制は適用されない）。また、委託者兼受託者の倒産についても、当該信託財産は倒産隔離されている。ただし、倒産によってサービシングが継続できるかどうかは不透明である。この例では、債権回収者が変更されない点、投資対象を信託受益権化することによる流通性確保、信託コストの削減がメリットであるが、信託財産と固有財産との分別管理が課題となる。

② 回収金の保全・・・サービサーが回収金を自己信託し、自己の倒産リスクから隔離する。

③ 疑似トラッキング・ストック・特定事業などを自己信託し、そのキャッシュフローを裏付けとした受益権を設定し、投資家に譲渡する（事業信託）。

このように様々な利用例が想定されているものの、自己信託を利用した金融スキームが実際にどの程度利用されているかは定かでない。しかし、種々の検索によっても、実例を見出すことが容易ではないところを見ると、あまり利用事例は多くなさそうであるが、上場企業の適時開示資料から株式会社ロジコム（大証ヘラクレス上場）の事例を捜し出すことが出来たので、その内容を紹介する。

同社の開示資料³⁾によると、二〇〇八年一〇月二七日開催の同社取締役会において、同社の所有する特定目的会社LC1（連結子会社）の優先出資権について、自己信託により第三者（合同会社LL1）に受益権を設定することを決議した（それに伴い連結子会社に異動が発生した）。

このスキームの内容は、以下の通りである。まず、同社は二〇〇七年九月一九日に、北海道における不動産事業の展開を目的として、LC1を設立し、一〇億円を優先出資し、LC1の発行する優先出資権を所有している（このLC1は、特定目的会社であり、資産の流動化に関する法律に基づく資産流動化計画に従った特定資産の譲受並びにその管理および処分にかかる業務を行うことを主な事業内容としている）。この優先出資権について、自己信託により、同社が委託者兼受託者となつて、第三者（合同会社LL1）に対し受益権を設定し、第三者から受益権の対価を現金で受領することで、資金を確実に確保する取り組みを実施した（図1参照）。

ここで自己信託の対象となる本件優先出資権の内容は、発行会社・特定目的会社LC1、名称・第一回B号優先出資、一口の金額・五万円、出資総数・二万口、総出資金額・一〇億円であり、受益権設定の対価も一〇億円である。なお、LL1より受益権設定の対価を受け取ったことにより、LC1は同社の連結子会社の対象外にな

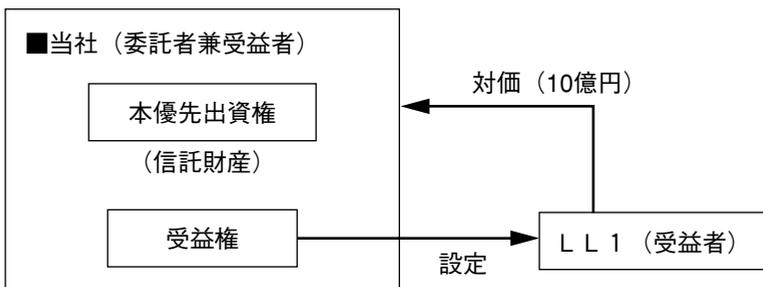
った（企業会計基準委員会二〇〇七年八月二日付「信託の会計処理に関する実務上の取り扱い」によって、会計上優先出資権は受益者が直接保有しているものとみなされる）。また、優先出資権の利益配当および残余財産分配金を受領する権利は、受益者であるLL1が取得するが、同社には受益者に対する配当分配に当たって信託報酬を受け取る権利がある。さらに、この自己信託設定により同社に利益または損失は発生しない。

さらに、同社の自己信託スキームについて、同社関係者にインタビューを行ったところ、以下の回答を得ることができた。

まず、当該資産を売却することによっても資金調達が可能であったのに、売却しなかった理由は、適当な売却先が見つからなかったことと、同社グループ内の関連会社に資金余剰があり、その資金を移動させ、有効に活用する目的があったとのことである。したがって、投資家となったのは、グループ内の一社だけである。

次に、あえて信託スキームを利用した背景には、同社取締役会長の青山英男氏の個人的な資質があるように見受けられる。同氏は、同社会長であるだけでなく、自ら税理士として税理士事務所を運営し、かつ大学院においても教授として財務論（財務管理論）を担当している。したがって、通常の証券化スキームを利用しても同様の経済効果は得られるが、同氏はあえて新信託

図1 ロジコム社の自己信託スキーム



(出所) 同社プレスリリース「自己信託による当社連結子会社の異動に関するお知らせ」(平成20年10月27日) <http://www.c-direct.ne.jp/hercules/uj/pdf/10108938/00072921.pdf>

法による信託スキームを選択し、自ら税務上の手続を行い、事実上手続き費用をかけずにスキームを実行することが可能であった。なお、もし税理士等の手続きを有料で行った場合、三〇〇万円程度の費用が発生したとのことである。

第三に、このスキームを実施するに際して、税務当局の調査はかなり厳しかったようである。先行事例であったため、取引相手先に対する反面調査も行われ、三ヶ月程度を要したとのことである。税務当局としては、土地取引による譲渡益発生を懸念したものと推測されるが、このスキームでは不動産の取得価格と信託設定額は等しく、譲渡益に相当するような利益は発生していない。なお、今後、自己信託について周知性が高まれば、税務当局の懸念も払拭されていくものと思われる。

同社のスキームでは、必ずしも自己信託を使わなくても同じ経済効果を得ることができたが、経営トップがイノベーションのひとつとして自己信託を積極的に利用したことが指摘できる。また、同氏が税理士事務所を経営し、税務手続面でもコストがかからなかったという特殊な事情も利用を後押ししたものと考えられる。したがって、逆に今後も他社が同様に自己信託を利用した金融スキームを設定するかどうかは定かでなく、むしろ従来型の証券化スキームに取って代わる誘引は小さく、自己信託の利用は限定された局面にとどまる可能性も高いと思われる。

2 事業信託

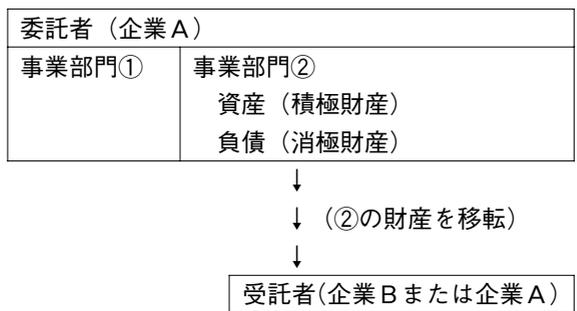
事業信託とは、事業（資産と負債）そのものを信託財産とする信託である（図2参照）。旧法では、信託の対象は積極財産でなければならず、債務自体の信託や、積極財産と消極財産とを含む包括財産の信託は認められな

いと考えられていた。しかし、新法では、委託者に対する債権にかかる債務を信託財産責任負担債務とすることが可能となり、それにより包括財産としての事業を信託したのと同様の状態を作り出すことができるようになった。

事業信託を利用した仮想例としては、次のようなパターンが考えられる⁽⁴⁾。例えば、企業Aの事業部門①につき自己を受託者として自己信託を設定し、受益証券を投資家に販売する。投資家は事業部門①から生じるキャッシュフローを引き当てるに投資する。企業Aの業績とは連動しない形で、資金調達が可能となるので、一種のトラッキング・ストックと同様の効果を持つことになる。また、受益証券を優先劣後に切り分けて発行することも可能である。ただし、受益権を多数の者（五〇名以上）が取得した場合、信託業法による自己信託登録が必要である。信託会社に準じる規定であり、とくに弁護士等による第三者調査が課せられている。ただし、委託者への説明・書面交付義務、さらに兼業規制は免除されている。また、この事例において、事業部門①が企業Aにとって重要な部門である場合は、株主総会特別決議が必要である。さらに、企業Aの取締役はその株主に対して善管注意義務および忠実義務を負うとともに、受託者として事業部門①の投資家に対して善管注意義務および忠実義務を負うことにあるが、両者は利益相反関係になる場合もある。その際、これを信託行為によって手当てできるかどうかは難しい課題となりうる可能性がある。その他に、受益証券発行信託の受益証券は金融商品取引法上の有価証券に該当する。

上記の仮想例は、自己信託を利用しているが、企業Aの事業部門①について、委託者以外の第三者（企業B）

図2 事業信託のイメージ



を受託者として信託を設定し、受益証券を投資家に販売するスキームも考えることができる。ただし、現実的には、このような企業Bに相当する受託者を見つけ出すことはかなり困難であると予想される。なぜならば、受託者となる企業Bは、当該事業部門①を受託することによって、本業とのシナジーを見出す必要があるだけでなく、受託事業である以上、信託期間にそのシナジーは限定されるものでなければならぬからである。もし永続的にシナジーが期待できるならば、当該事業部門を会社分割ないし事業譲渡によって取得するほうが賢明な判断であると思われる。

3 整理回収機構による信託利用

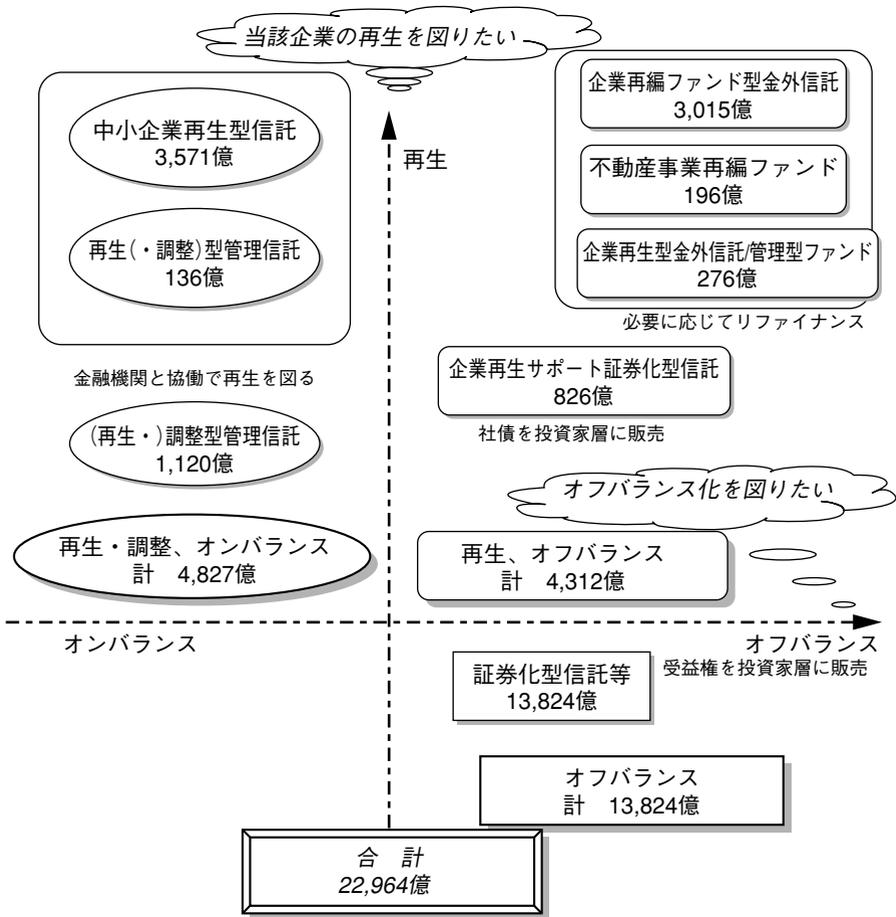
ところで、整理回収機構（RCC）ではかなり早い時期から信託を利用した事業再生に取り組んでいる。その取り組みをたどると以下である。⁽³⁾

まず、二〇〇一年六月、政府の「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（骨太の方針）によって、RCC強化策が打ち出され、企業再生に注力することや信託を活用することが盛り込まれ、これによって信託を利用した企業再生の取り組みが開始された。同年八月には、RCCの信託業務が認可され、翌二〇〇二年一月に証券化型信託案件を受託した。その後も、RCCは信託を利用した取り組みを進め、同年八月には、企業再編ファンド型金外信託を受託、翌二〇〇三年三月には、中小企業再生型信託を受託し、二〇〇六年二月には、地域金融機関向け再生型の管理型ファンドを組成している。現在、RCCが利用している信託スキームは、概ね図3のとおりであり、債権元本累計二兆二九六四億円に達している。

ここでは、RCCの代表的な信託スキームとして、次の二つを紹介する。

図3 RCCの信託機能を活用したスキーム

- RCCの信託機能を活用したスキームについては、金融機関のニーズに応じてオーダーメイドしているが、概ね以下の種類に分けられる。
- 平成14年1月に初受託して以降20年3月末日までに、債権元本累計で2兆2,964億円を受託、利用金融機関数では延べ327社となった。



(注) 各金額は、信託受託した債権元本累計額
平成20年3月末日

まず、企業再編ファンド型金外信託は、RCCによる企業再生の基本スキームである。ここで、再編と銘打っているのは、再生のために不振子会社の売却や事業譲渡などM&A的手法が使われるためである。また、ここでファンドは、通常の投資ファンドとは異なり、金銭以外の金銭の信託（いわゆる金外信）を利用するものである。つまり、投資家が信託委託者となってRCC信託に金銭を拠出し、RCCはその資金で債権を購入するとともに、当該信託財産の管理・運用を請け負い、利益を配当する。この仕組みは、二〇〇一年秋から実施され、その後改良が施され、現在では基本スキームが定着している。

このスキームでは、おおむね以下の手順で手続きが進められていく。①メインバンクからRCCが債務者企業の再生に関する業務委託を受け、業務委託契約および秘密保持契約を取り交わす。その際、債務者企業の同意が必要となる。②RCCは公正・中立な立場で債務者企業の再生計画を検証するとともに、債権者間調整を進め、債権者の合意を取り付ける。③合意形成後、RCCは各金融機関と入札管理委託契約を結ぶとともに、当該案件に適当と考えられる複数の投資家を選定し、入札に関する情報を開示する。④各投資家は当該債権の購入について入札し、落札した投資家はRCCと金外信託によるRCCファンドを設立する（RCCは買取資金を受託する）。⑤落札した投資家は当該債権の購入に関し、金融機関と債券売買契約を取り結ぶ。⑥RCCは合意された再建計画に従い、債権放棄などを実行するとともに、債権放棄後も当該金融機関との取引継続を希望する金融機関は、当該企業に対し、必要に応じてリファイナンスを行う。⑦RCCは信託財産となっている債権の管理・回収を行う。

次に、証券化型信託は、不良債権の処理を目的とするものであり、二〇〇一年一月「RCCトラストワン」がその第一号である。これら証券化型信託は、金融機関・ノンバンク等が保有する不良債権の処理とRCC自体が

保有する債権の流動化のために、SPCを通じて信託受託し、優先劣後に分け、優先部分を幅広く投資家に販売し、劣後部分はRCCが保有・回収を図るものである。RCCトラストシリーズは、その後も約半年ごとに改良を重ね、二〇〇六年二月には「トラストセブン」の販売を行っている。

これらのスキームは、いずれも旧法によるものであり、新法を利用したスキームはない。また、同社へのインタビューでは、当面事業再生での利用予定はないとのことである。

4 新信託法を利用した事業再生

新信託法を事業再生に利用できることが指摘され、そのスキーム案も示されている。たとえば、JSK事業再生研究会民事信託委員会は、次のようなケースを想定し、スキーム案を提示している。⁽⁶⁾

① 事業再生の場面において、スポンサーとなる事業者に対して事業信託を行ったうえで、受益権を債権者に代物弁済する方法により債務の整理を行う。これを、会社分割型事業再生（事業運営委託型再生）という。

② 上記を自己信託の形態で行うことによって、DESのように利用する。つまり、債務と受益権を交換する。これを業績連動型事業再生（自己信託資金調達）という。

具体的には、①の会社分割型事業再生（図4）では、再生対象会社であるA社において、今後も収益の見込めるX事業を信託財産とし、これをC社（同業他社や親会社など）に事業信託する。なお、ここでC社が受託者となるが、C社をX事業の営業リスクから切り離すために、当該信託は限定責任信託⁽⁷⁾とする。また、B社は、X事業のキャッシュフローや将来価値などを金銭化した受益権を相応の額で購入し、受託者であるC社に対して、この権利を行使し、受益金等を得る。さらに、A社はX事業に関する受益権売却益を入手し、その資金をX事業以

外の事業等に供することで、事業再生を進めていく。

次に、②の業績連動型事業信託（図5）では、事業再生に必要な再生資金を、事業信託スキームによって調達するものである。再生対象会社A社は、Y事業を自己信託し、当該信託が発行する受益証券を投資家に販売し、再生資金を調達するというものである。A社は、経営の悪化した状態、場合によっては破綻状態であり、通常の株式発行や社債発行によっては資金

図4 会社分離型事業信託（事業運営委託型再生）

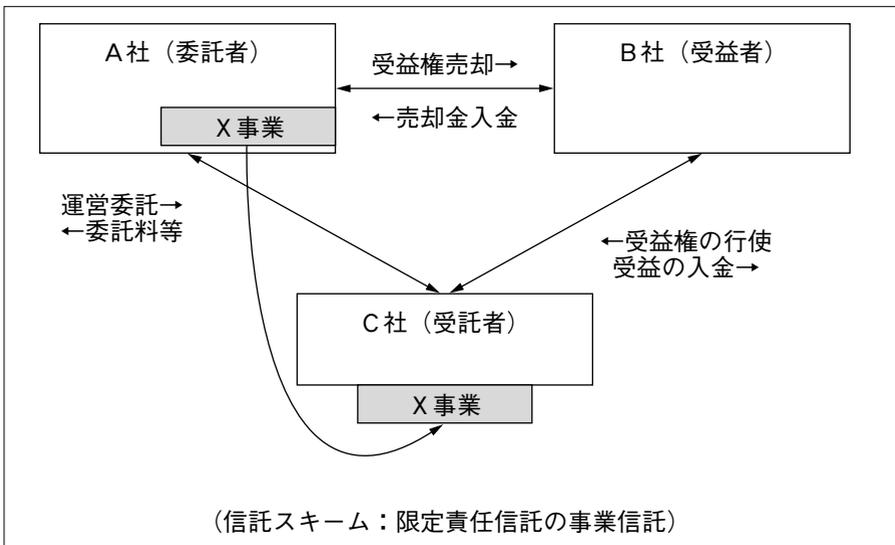
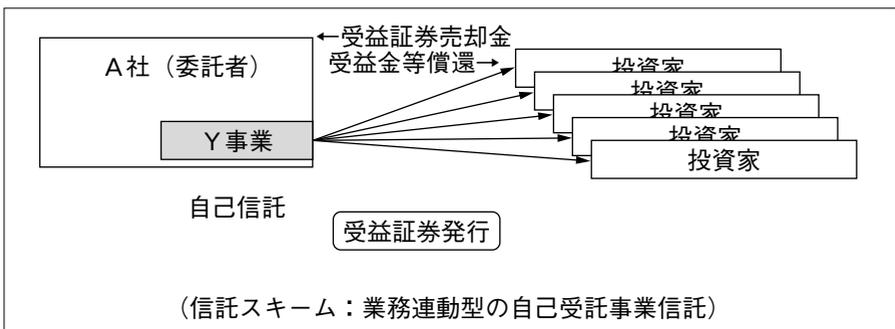


図5 業績連動型事業信託（自己信託資金調達）



調達できないが、Y事業単体では、相応のキャッシュ・フローが見込める場合が想定される。さらに、この場合、A社はY事業を分割あるいは譲渡せずに、再生資金を調達できる。

上記の二つの仮設例のうち特に注目されるのは、①会社分割型事業信託である。このスキームでは、事業譲渡や会社分割を行わずに、それと同じ経済効果を期待している。しかし、ここで最大の問題は、C社にとって受託者となることのメリットが想像しにくいことである。確かにC社にとって、当該X事業を受託することで本業との間のシナジーが生じることが想像される。しかし、ここには信託契約があり、たとえシナジーが生じたとしても、いずれは信託期間が終了し、当該事業を手放さざるを得なくなる。したがって、このシナジーには、期間の制約があり、実際は利用しにくいものである可能性が高いと思われる。

しかし、同研究会のメンバーにインタビューしたところ、逆に信託期間があることを利点と考えて、スキームを構築することも可能という案を提示された。つまり、信託期間を一年程度の短期に設定し、シナジーの見込めるC社が受託する。一年間受託する過程で、実際に予想通りのシナジーが得られればC社は、当該事業を買収する。しかし、シナジーが得られない場合は、信託期間終了後、当該事業を返還する。この場合、当初からC社は、X事業の買収を検討しており、事業デューデリジェンスを行うものの、シナジーが得られるかどうかは、事業を行ってみなければ確認が得られない。したがって、試用期間として信託を利用するというものである。実際、事業デューデリジェンスには、様々な制約や仮定があり、必ずしも実際通りにはならないので、信託を利用してより現実的な事業デューデリジェンスを実施するというものである。このような信託利用は、今後実現する可能性があると思われる。

まとめ

以上のように、新信託法による金融スキームを概観した上で、新信託法を利用した事業再生スキームについて紹介した。しかし、現時点では、新信託法を利用した事業再生スキームがほとんど使われていないのが実情である。この背景としては、以下の三つが考えられる。

第一に、近年会社分割や事業譲渡など、事業再生に関するスキームが拡充し、その利用が進んだことが挙げられる。そのため信託を利用しなくても、同様の効果を得ることが可能となっているだけでなく、実務的なノウハウも蓄積されたものと思われる。

第二に、事業再生を担当する専門家・実務家にとって、ノウハウのあるスキームを愛好する点も指摘できる。あえて実務経験のないスキームを使うよりノウハウのあるスキームを利用したほうが手続の予見可能性も高く、かつ顧客に対する説明責任も果たしやすいものと思われる。

第三に、日本における信託利用において、事業を信託するような土壌がないことも指摘できる。日本における信託利用は、金銭や有価証券、不動産等が中心であり、信託によって事業を営むような土壌がなく、そのことが利用されない遠因となっている可能性もある。

このような背景がある中で、今後どのような利用が考えられるか、あるいはどのような事例がでてくるのか、注目される点である。

注

(1) 四宮和夫『信託法(新版)』有斐閣、一九八九年、八四ページ、参照。

- (2) ここでの仮想例は、井上聡編著『新しい信託三〇講』弘文堂、二〇〇七年、一九一～一九九ページ、によるものである。
- (3) 同社プレスリリース「自己信託による当社連結子会社の異動に関するお知らせ」(平成二〇年一〇月二七日) <http://www.c-directline.jp/hercules/uj/pdf/10108938/00072921.pdf>
- (4) この仮想例については、前掲『新しい信託三〇講』、二三六～二四一ページを参照。
- (5) RCCの信託利用については、拙稿「整理回収機構による企業再生」『証研レポート』一六四九号、二〇〇八年八月、参照。
- (6) 杉田利雄「事業信託を活用した事業再生の可能性」『ターンアラウンド・マネージャー』第四卷一一号、二〇〇八年一月、七三～
- (7) 限定責任信託とは、受託者が信託のすべての信託責任財産負担債務について信託財産のみをもって、その履行の責を負う信託である。これは、信託財産責任負担債務においては、受託者が無限責任を負担するという原則の例外となる。
(まつお じゅんすけ・客員研究員)