

Trust Sixty Foundation

# 信託及び資産の管理運用制度に おける受託者及び管理者の法的地位

トラス60研究叢書

平成26年3月

関西信託研究会

## はしがき

「関西信託研究会」は、2010（平成22年）1月から2012（同24）年6月までの間、財団法人トラス60から運営のための支援を得て、「信託及び資産の管理運営制度における受託者及び管理者の法的地位」という課題名の研究プロジェクトを実施することができた。このプロジェクトの成果物をトラス60にお届けしたところ、トラス60研究叢書の1つとして刊行して下さることになった。

この研究プロジェクトは、多様な資産が多様な形態で管理及び運営されている現状において、資産の管理及び運営形態として重要性が一層高まりつつある信託という制度を中心に据え、信託における受託者に着目し、信託に類する資産の管理運営に用いられる制度と受託者の地位に類する地位にある者（管理者）も加えて考察の対象とした。その考察は、受託者及び管理者が制度上果たす役割、受託者及び管理者が必要とする権限、及びそのような者に課される義務、並びに、資産の管理運営を取り巻く環境に及んだ。

関西信託研究会の最初のプロジェクト「財産管理における受託者及びそれに類する者の行動基準」の成果の報告書（トラス60研究叢書、平成7（1995）年2月）のはしがきにおいて、「信託の運用面の実際的问题から、アプローチして、信託の本質を考察する基盤を打ちたてたいという立場から、問題を設定している」と述べられている。本プロジェクトにおいても、その後これまで関西信託研究会が取り組んだ5つのプロジェクトにおけると同様、この問題設定の方法を踏襲してきた。

本研究プロジェクトを進めるにあたり、最初、研究会の構成員がそれぞれ研究課題の候補とする題目とその概要を持ち寄り、相互の意見交換を通じて調整をはかってから、予備的調査研究を進めた。構成員はその調査研究に基づいて発表をし、個々の発表に関して共同討議をした。構成員は、共同討議における指摘を取り入れてさらに調査研究を進め、その報告を執筆した。その報告の草稿を持ち寄り、それぞれの草稿に関して意見を交換し内容を調整した結果が、この報告書の基礎となっている。

この研究プロジェクト発足時から、その実施につき多大な支援をいただいていた。支援をくださった方々、なかでも財団法人（公益財団法人）トラスト60にあらためて深甚の謝意を表したい。そして、トラスト60の役員及び職員の方々にお礼を申し上げたい。

2013年8月

研究会構成員とともに

木南 敦

山田 誠一

## 目 次

公共工事の前払金に係る預金払戻請求権と破産債権との相殺（安永 正昭）	1
自己信託について（山田 誠一）	19
受託者の第三者委託「権限」（佐久間 毅）	39
アメリカ法における受託者の分散投資義務と信託行為の定めについて（木村 仁）	63
Jones v. Harris Associates L.P.とミューチュアル・ファンドの管理報酬 （木南 敦）	91
信託受益者の権能と債権者代位権（植田 淳）	119
委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務—委託者の相続人による信託に関する 遺留分減殺請求について考察するための準備作業として—（岩藤美智子）	137
世界恐慌と証券化（天野 佳洋）	171

## 委員名簿

安永 正昭	同志社大学教授
山田 誠一	神戸大学教授
佐久間 毅	京都大学教授
木村 仁	関西学院大学教授
木南 敦	京都大学教授
植田 淳	神戸市外国語大学教授
岩藤美智子	岡山大学教授
天野 佳洋	京都大学教授

(敬称略、掲載順)

「公共工事の前払金に係る預金払戻請求権と  
破産債権との相殺」

安 永 正 昭

# 目 次

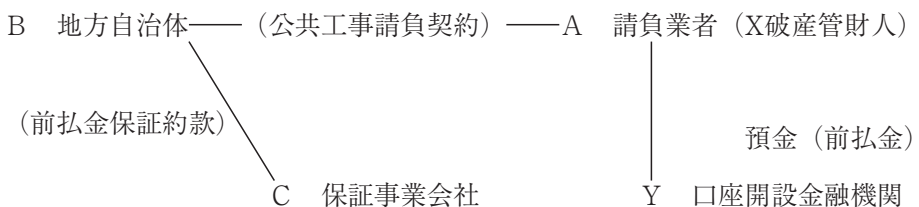
- 1 問題の所在
- 2 2つの判決の事案の概要
  - (1) 名古屋高判金沢支判平成 21 年 7 月 22 日〔金法 1892 号 45 頁〕
  - (2) 福岡高判平成 21 年 4 月 10 日〔金法 1906 号 104 頁〕
  - (3) 重要な相違点
- 3 どこに法的な問題点が含まれるか
  - (1) 法的な問題点
  - (2) 信託の成立について（前払金に係る預金は信託財産なのか）
  - (3) 請負業者の破産手続開始からくる相殺の制約
  - (4) 検討すべき問題点
- 4 検討
  - (1) 信託の成立に関する論点
  - (2) 信託の終了と前払預金が固有財産となる時点
  - (3) 破産手続における相殺とその禁止
- 5 おわりに

# 1 問題の所在

地方自治体 B を注文者とする公共工事を入札により請負った建設業者 A が、工事の途中で倒産し、B により請負契約が解除されて破産手続が開始した。A は、B からその工事代金の一部（40%）につき公共工事前払保証事業の制度を利用した前払い<sup>1</sup>を受けていた（金融機関 Y に開設した A 名義の前払金専用預託金口座に入金するという方法で支払われる）。契約が解除された後、BA 間で前払金額と工事出来高との精算をした後（前払金額の方が多い場合 A が B にその差額を返還、工事出来高が前払金額を超過する場合その返金は不要）、前払金専用預託金口座になお A に帰属するべき預金残高があったので、A の破産管財人 X が、口座開設金融機関 Y に対してその預金残高の支払いを求めた。

ここで、この口座開設金融機関 Y が A に対して貸金債権を有しており、この貸金債権と上記の預金残高とを対当額で相殺し、その債権の回収を図ることができるかということが問題となった。

〔関係当事者概略〕



このような事案で、最近、このような相殺の可否について結論の異なる 2 つの高裁レベルでの判決が出された。名古屋高裁金沢支判平成 21 年 7 月 22 日金法 1892 号 45 頁〔①判決〕、及び福岡高判平成 21 年 4 月 10 日金法 1906 号 104 頁〔②判決〕である。前者は相殺を否定し、後者は相殺を肯定した。いかなる理由でこの 2 つの裁判例の結論が異なったのか。結論が異なることが理論的にうまく説明が付き、また、それぞれが実質的に妥当な結論といえるのか。2 つの高裁判決の事実関係、議論の焦点、判決の内容を紹介し、若干の検討を加えることとする。



## 2 2つの判決の事案の概要

まず、2つの判決の事実経過を、その相違点等に留意しながら箇条書き的に紹介する。

### (1) 名古屋高判金沢支判平成 21 年 7 月 22 日金法 1892 号 45 頁〔①判決〕

本件（相殺否定例）は、新信託法の施行後（平成 19 年 9 月 30 日施行）の事案であり、新法が適用される。

- ①平成19年10月29日 坂井市(B)から、建設業者(A)が公共工事（公園の整備工事）を請け負う。工事代金 1819 万円。
- ②平成19年10月29日 A は保証事業会社(C)との間で、保証委託契約を締結
- ③平成19年11月26日 B は、A が金融機関(Y)に開設していた A 名義の別口普通預金口座に、前払金（727 万円）を振込（工事代金の 40%）
- ④平成20年 2 月29日 B が請負契約を解除（A 工事続行不能）
- ⑤平成20年 3 月 4 日 （C から Y に預金払い出し中止の措置依頼）
- ⑥平成20年 3 月10日 A が破産手続開始の申し立て  
3月14日 A につき破産手続開始決定（破産管財人 X を選定）
- ⑦平成20年 3 月24日 Y は A に対する貸付債権 1579 万円につき、破産債権の届け出。
- ⑧平成20年 4 月 1 日 AB 間で出来高が 1500 万円と確認（A が BC の立会いの下、実施）。出来高が、前払金の 727 万円を超えていると確認（4 月 4 日、B が A 宛に「相殺通知書」を送付。A の返還義務はないことが確認された。）。その後、4 月 15 日に、工事目的物を B に引き渡した。
- ⑨平成20年 4 月 8 日 C は、保証債務の不発生を確認後、Y に対して、預金の払出制限を解除。
- ⑩平成20年 4 月23日 Y が A に対して相殺通知（預金残高 699 万円の払戻請求権と貸付債権 1579 万円との相殺）

## (2) 福岡高判平成 21 年 4 月 10 日金法 1906 号 104 頁〔②判決〕

本件（相殺肯定例）は、新信託法の施行前（平成 19 年 9 月 30 日施行）の事案であり、旧法が適用される。

- ①平成19年 4 月 24日 福岡県(B)から、建設業者(A)が公共工事を請け負う（工事代金約 4200 万円）。
- ②平成19年 5 月 8日 A は保証事業会社(C)との間で、保証契約を締結
- ③平成19年 5 月 15日 B は、A が金融機関(Y)に開設していた A 名義の別口普通預金口座に、前払金（1696 万円）を振込（工事代金の 40%）
- ④平成19年 7 月 2日 B が請負契約を解除（A 工事続行不能が理由）
- ⑤平成19年 7 月 10日 AB 間で出来高 1590 万円と確認（A が BC の立会いの下実施）。出来高部分を引渡し。（これにより、超過支払金 106 万円〔前払金 1696 万円－出来高 1590 万円〕の返還義務が発生。この 106 万円返還債務を保証事業会社が保証している）。
- ⑥平成19年 8 月 3日 保証事業会社 C が B に 106 万円を支払う。
- ⑦平成19年 8 月 22日 A につき破産手続開始決定（破産管財人 X を選定）
- ⑧平成19年 9 月 21日 C は A に対する求償権に基づく代位で、A の預金口座（C 銀行）から 106 万円の払戻しを受ける。〔預金残高が 194 万円となる〕。
- ⑨平成20年 1 月 10日 Y が A に対して相殺通知（預金残高 194 万円の払戻請求権と貸付債権との相殺）

## (3) 重要な相違点

この 2 つの判決における事案の重要な相違点をあらかじめ指摘しておく、④請負契約の解除までの経緯は同じであるが、工事出来高の確認と破産手続開始決定との先後について、〔①判決〕名古屋高判金沢支判では破産手続開始決定が先であり、〔②判決〕福岡高判では工事出来高の確認が先であったという点である。工事出来高の確認が行われると、その時点で、前払金との差額（過払いであるかどうか、またその額）が確定し、それに伴っ

て前払金口座の預金の最終残高（破産した請負業者が受け取るべき請負報酬の額）が、計数上確定されるという関係にある。

### 3 どこに法的な問題点が含まれるか

#### (1) 法的な問題点

上記の事案をただ単純に見ると、契約解除後の BA 間で、前払金額と工事出来高との精算（前者が多い場合請負業者 A が B にその差額を返還、後者が前払金額を超過する場合その返金は不要）をした後に、なお請負業者 A の Y 銀行預金口座に預金残高があるのであれば、Y 銀行による A に対する貸付債権との相殺は当然認められるように思えるが、しかし、相殺の可否については、次のような 2 つの問題点がある。

第一は、前払金に係る預金は信託財産かという信託の成立の問題があり、もし、ここで信託成立が肯定されると、預金が信託財産のままであれば、信託法のルールにより、金融機関は、この預金と請負業者に対する貸出債権とを相殺することは出来ない。

第二は、請負業者の破産手続開始からくる相殺の制約である。すなわち、破産法 71 条 1 項 1 号は、破産債権者（口座の開設金融機関 Y）は、破産手続開始後に破産財団に対して負担する債務でもって貸出債権と相殺することができないとされることから生ずる問題である。信託財産であるこの預金は、信託が終了して信託財産から請負業者の固有財産になった時点で初めて、金融機関の請負業者（破産しているのものでその破産財団）に対する債務となる。そこで、この固有財産化の時点が破産手続開始の前であることがこの破産法 71 条 1 項 1 号の関係で相殺の条件となる。

#### (2) 信託の成立について（前払金に係る預金は信託財産なのか）

(ア) 最判平成 14 年 1 月 17 日民集 56 卷 1 号 20 頁 本件 2 高裁判決の事案と同様な、公共工事の前払保証事業の制度に乗かってなされる公共工事の請負代金の前払金の支払があった事案について、最高裁の判例は、信託の設定があったものと判断している。

事実の概要は以下のようなものである。地方自治体 B から公共工事を請け負った建設業

者 A は、保証事業会社 C から、「公共工事の前払金保証事業に関する法律」に基づく前払金保証を得て、地方自治体 B から発注工事の前渡金 1696 万円の支払いを受け、その前払金を A が専用口座を開設する金融機関 M に預金していたが、その後、B 県から、A の営業停止を理由にこの請負契約を解除され、倒産した。A が B 県に、前払金から工事既済部分に対する代価相当額を控除した残額の返還をしないので、保証事業会社 C が B 県に対して保証債務の履行としてその残額を支払った。こういう事実関係で、C が、上記 M 金融機関にある前払金預金から求償債権の支払いを受けようとしたところ、A の破産管財人が、これを破産財団に属すべき預金であると主張した、というものである。最高裁判所は、信託の成立を認め、前払金（預金）を信託財産とし、信託が継続する限り預金が A 建設の破産財団に組み入れられることはないとして、C の主張を認めた。

すなわち、「A 建設はもちろん B 県も、本件保証約款の定めるところを合意内容とした上で本件前払金の授受をしたものというべきである。このような合意内容に照らせば、本件前払金が本件預金口座に振り込まれた時点で、B 県と A 建設との間で、B 県を委託者、A 建設を受託者、本件前払金を信託財産とし、これを当該工事の必要経費の支払に充てることを目的とした信託契約が成立したと解するのが相当であり、したがって、本件前払金が本件預金口座に振り込まれただけでは請負代金の支払があったとはいえ、本件預金口座から A 建設に払い出されることによって、当該金員は請負代金の支払として A 建設の固有財産に帰属することになるというべきである。」「また、この信託内容は本件前払金を当該工事の必要経費のみに支出することであり、受託事務の履行の結果は委託者である B 県に帰属すべき出来高に反映されるのであるから、信託の受益者は委託者である B 県であるというべきである。」「そして、本件預金は、A 建設の一般財産から分別管理され、特定性をもって保管されており、これにつき登記、登録の方法がないから、委託者である B 県は、第三者に対しても、本件預金が信託財産であることを対抗することができるのであって（信託法 3 条 1 項参照）、信託が終了して同法 63 条のいわゆる法定信託が成立した場合も同様であるから、信託が継続する限り、信託財産である本件預金は A 建設の破産財団に組み入れられることはないものといえる（同法 16 条参照）。」、と。

(イ) **2つの高裁判決** 2つの高裁判決は、いずれも、前掲の最判平成 14 年 1 月 17 日を援用して、ここでの工事代金の前払について信託の成立を認めている。

すなわち、前払金の法的性質等については、本件前払金が本件口座に振り込まれた時点

で、発注者 B と破産会社 A との間で、発注した自治体(B)を委託者（受益者）、請負業者(A)を受託者、本件前払金を信託財産とし、これを当該工事の必要経費の支払に充てることを目的とした信託契約が成立したと解するのが相当である。そこで、本件預金口座に振り込まれただけでは請負代金の支払があったとはいえ、A に払い出されることによって、請負代金の支払として A の固有財産に帰属することになる。「また、信託財産に属する本件預金は、受託者が破産手続開始決定を受けた場合であっても、破産財団に属しない（信託法 25 条）」、という。

(ウ) **信託財産との相殺** このように信託成立を認め、預金が信託財産であるとすれば、信託法 22 条により、口座開設金融機関 Y は請負業者 A に対する貸金債権（すなわち、固有財産等責任負担債務に係る債権）をもって、信託財産に属する預金（信託財産に属する債権に係る債務）と相殺をすることはできない。貸金債権とこの預金とが相殺できるためには、預金が信託財産ではなく、請負業者の固有財産となっていることが必要となる。

そこで、信託は、何時いかなる理由で終了するのか、高裁の 2 事案においては、相殺の時点では、終了していたといえるのかが検討されなくてはならない。

### (3) 請負業者の破産手続開始からくる相殺の制約

2 つの高裁判決のいずれの事案でも信託の受託者（預金名義人）である請負業者について破産手続が進行している。その関係で、破産手続における破産債権者の相殺権行使に関するルール（破産法 67 条以下、相殺の制限）の適用があり、ここでは、とりわけ、同法 71 条 1 項 1 号が関係する。すなわち、破産債権者は、破産手続開始後に破産財団に対して債務を負担したときは、相殺をすることができない。そこで、債権を有する口座開設金融機関 Y がどの時点で預金の支払い債務を負担したか、つまり、上に述べた信託受託者 A 名義の預金債権が、請負業者 A（の破産財団）の固有財産となった時点が問題となり、単純には、その時点が破産手続開始より前である場合には、この相殺制限は適用されず、他方、破産手続開始より後である場合にはこの相殺制限が適用されることになる。

じつは、〔①判決〕名古屋高判金沢支判は、破産手続開始決定後に信託が終了し預金が固有財産化したとし、破産法 71 条 1 項 1 号により金融機関 Y による相殺を否定し、〔②判決〕福岡高判は、破産手続開始決定前にすでに信託が終了し（部分的に）預金が固有財産

化しているので、相殺は許されるとしている。

#### (4) 検討すべき問題点

検討が求められるのは、まとめると、公共工事代金前払の制度とその信託的構成及びその射程（信託の目的は何か）であり、この代金前払の関係が信託であるというのであれば、受託者である請負業者の倒産、請負契約の解除、破産手続の開始、工事出来高の確認、前払金の過払分の清算などの一連の過程のなかでいかなる事由により、何時の時点でこの信託は終了するのか、また、どの時点で信託財産（預金）が固有財産化するのかである。また、主として破産法上の相殺およびその禁止ルールの適用に関して、破産法 71 条 1 項 1 号の禁止ルールの適用される事例に該当するのか、あるいは、信託財産から固有財産化する過程の分析から破産法 67 条 2 項後段（破産手続開始時に破産債権者が負担する債務が停止条件付債務である場合の相殺許諾）の適用が認められる場合に当たるのではないかという点も検討する。

## 4 検討

### (1) 信託の成立に関する論点

(ア) **信託の成立** 公共工事前払保証制度を利用した公共工事の請負代金の一部前払金（預金）につき信託の成立を認めることは肯定すべきである。前掲最高裁判決、本件高裁 2 判決のような裁判例をとおして、信託構成は裁判実務において定着したとあってよい。

信託の成立を認めることにより、これに関連する法律関係をより適切に処理することが出来る。すなわち、信託構成により前払金につき、その預金名義は請負業者 A ではあるが A の固有財産から独立させ、第一に、この前払金をもって確実に工事の必要経費の支払いにあてさせることができ、このことを通して、第二に、請負契約が解除される等という不測の事態が発生し工事が続行不能になったとしても、その時点の工事出来高と比べて前払金が過払いとなっているときは、その過払額の返還を確保することができ（保証事業会社の弁済による代位として預金債権に対する代位行使を確保する）、また、もちろん、請負業



者が倒産に至ったとしても前払金につき倒産隔離が働くからである。

(イ) **信託の目的** ところで、信託の目的については、前掲最判平成 14 年は、当該工事の必要経費の支払に充てることを目的とした信託契約とする。高裁 2 判決も同様である。

しかし、信託構成を採用する理由、ねらいは上で見たとおりであり、必ずしも、当該工事の必要経費の支払に充てることにつきるわけではなく、むしろ、請負工事の続行が不可能という事態になった場面における前払金の過払分を地方自治体等に返還させることを確保することが重視されている。公共工事前払保証事業制度の存在はまさにそこに焦点が当てられた制度である。

信託構成を採用することは、もともとこの公共工事前払の制度の仕組みと不即不離の関係にあるわけで、その仕組みに忠実に信託目的を理解することが必要であると考え。そうすると、いくつかの評釈類が述べるように、信託目的として「前払金の確実な返還」を正面から取り上げることが妥当と云えるのではなかろうか<sup>2</sup>。なお、この信託の目的を何ととらえるかの議論は、あとの信託の終了の判断（信託目的の達成・不達成の判断）において意味を持つことになる。

## (2) 信託の終了と前払預金が固有財産となる時点

(ア) **問題の所在** 以上のように信託と構成し、請負業者 A 名義の預金を信託財産と規定するのであるから、問題提起で述べたように、請負業者 A に対する貸付債権との相殺を実現するためには、A 名義預金が信託財産から解放されたこと、しかも、A の破産の場合破産法のルールから原則としてその手続開始の前に A の固有財産となることが必要である。

(イ) **信託法の規律** 信託の終了とその清算については、信託法では第 7 章（信託 163 条～184 条）で規律されている。これによると（ここで取り扱う事案に関する限りでは、旧法においてもその議論は変わりはない）、以下のような経過を辿ることになる。まず、信託の終了事由としては、請負業者の倒産、請負契約の解除が、「信託の目的を達成したとき、又は信託の目的を達成することが出来なくなったとき」（信託 163 条 1 号、旧信託法 56 条）に該当するものとして、信託が終了する扱いとなる。そして、ここにおいて清算が開始し（信託 175 条）、「信託は、当該信託が終了した場合においても、清算が終了するま

では」そのまま同一の信託が延長して存続するものとみなされる（信託 176 条、旧信託法 63 条）。債務がすべて弁済されれば（信託 181 条）、残余財産が帰属すべき者に帰属することになる。ただし、信託法 181 条ただし書きでは、清算事務処理の便宜上、債務の弁済をするために必要と認められる財産を留保した場合には、残余財産の給付をすることが認められている。ここでの事案における前払預金は以上の経過の後のはじめて信託財産のしぼりが解けて A 名義の預金のままで A の固有財産としての性質を獲得することになる。

（ウ）**2つの高裁判決の整理と検討** この点につき、〔①判決〕名古屋高判金沢支判平成 21 年 7 月 22 日<sup>3</sup>は、まず、「信託が終了し、かつ、残余財産の帰属すべき者に対して帰属すべき残余財産が特定されればその時点で即時に、残余財産の帰属すべき者に対して権利移転が生じる」として、残余財産の特定の時点をもって固有財産化する時点とする。本事例は、出来高確認の結果前払金に過払分（B 市への返還分）の無いことが確認されており、その時点で残余財産額が計算できた事案であることが判断に影響しているが、具体的には、「出来高確認の結果、破産財団に帰属すべき残余財産の額も確定、出来高確認の時点までに〔前払金の支払の制度の目的である〕請負者たる破産会社 A の公共工事にかかる資金確保の必要性及び B 市に対する前払金の確実な返還の必要性は失われている」として、出来高確認をもって破産財団に帰属すべき残余財産の額も確定（固有財産化）したという。本事案では、相殺前までに破産財団に帰属していたのではあるが、その帰属の時期〔出来高確認〕が、破産手続開始決定の後であったので、破産法 71 条 1 項 1 号により破産債権との相殺が禁じられるとの結論となった<sup>4</sup>。この判断は本判決に対する諸評釈においておおむね妥当とされているが、後で紹介するように、破産法 67 条 2 項後段（破産債権者の負担する債務が条件付等である場合の相殺可能）を援用して相殺を認めるべきではないかと分析するものがある<sup>5</sup>。

〔②判決〕福岡高判平成 21 年 4 月 10 日は、剰余金（残余財産）が破産会社に帰属する時期については〔①判決〕と同様に、工事の出来高の確認（出来高部分の引渡し）の時点であるとし、本事例では、破産手続開始決定がこの確認の後なので（〔①判決〕と反対）、相殺可能と結論づける。

もっとも、この事案では、出来高確認の結果前払金に過払分（B 県への返還分 106 万円）があることが確認された。そこで、この時点では、前払金預金口座には「過払分」と「剰余金」とが併存、混在しており、清算目的で存続が擬制されている信託は清算が結了して



いないので存続し、余剰金（残余財産）が請負業者に帰属したとは言い難く、その帰属時点は過払分の返還処理が終わった時点（本件では、過払分をB県に代位弁済した保証事業会社が預金の払戻手続を完了した時点）になるのではないかと<sup>6</sup>、そして、この払戻手続完了（清算完了）の時点が、請負業者Aについて破産手続開始決定の前であれば相殺は許されるところ、本件では、破産手続開始決定の後にされているので、結論としては、相殺は許されないことになるのではないかと、という疑問がある。

この点につき、この判決は、次のような議論を展開している。すなわち、一方で、「工事の出来高確認」により、「破産会社Aは、剰余金につき、請負代金として、被控訴人に対して払出しの請求をなし得た」が、「払出手続を行った上、これを同会社に帰属させるのが迂遠であったことから、本件口座に剰余金を預け入れたまま同会社に帰属したとする処理を選択し、おって本件保証事業会社もこれに同意した」。他方、信託終了後清算のため存続する法定信託は、その事務の処理に必要な範囲でのみ信託関係が存続するところ、本件では、B県に代位して本件口座に係る預金債権を取得した本件保証事業会社に対する払戻手続の範囲では、法定信託を存続させる必要があるものの、破産会社に帰属するものと合意された剰余金194万4277円（本件預金）については、上記にみたとおり破産会社の固有資産なのであるから、信託関係にはないものと解すべきである（なお、この場合には、信託財産と破産会社A固有の財産が本件口座内に一時的に併存することになるが、本件では信託財産と固有財産が明確に判別し得ること、信託関係は既に清算段階に入っており、第三者への対抗は問題となっていないことなどを考えると、特定性に欠ける部分があったとしても直ちに信託関係の存続を否定する理由にはならないというべきである）」、と述べる。

清算目的で存続する信託を、その清算目的の範囲内（前払金の過払分の確実な返還）に閉じ込めて、残余財産（本判決は、この部分は請負業者が受け取るべき請負報酬分であるとしている）の内容が計数上明らかになった時点で帰属権利者への帰属を認めようという議論である。

上に述べた信託の清算に関する一般的な議論とは異なるものであるが、そのような議論を可能とする根拠は示されていない。前掲のように信託法181条ただし書きでは、清算事務処理の便宜上、債務の弁済をするために必要と認められる財産を留保した場合には、清算受託者は残余財産を帰属権利者に給付することができるとされていることを参考に判断したのであろうかとも推測するが、条文引用はなく明確ではない。より適切な法律構成

が検討されるべきではないか。

思うに、信託の終了、その清算の側面からのみ問題を検討するのは一面的であり、破産手続開始の前又は後において信託財産から固有財産に移行した A 名義の預金債権と、請負業者 A に対する固有の貸付債権との相殺を許すことができるかどうかについては、破産の場合の相殺許与・相殺制限の趣旨との関わりも視野に入れて、なお検討する必要がある。

### (3) 破産手続における相殺とその禁止

(ア) **破産法 71 条 1 項 1 号の立法趣旨** 破産手続と相殺との関係について、破産法は、まず、破産手続が開始した後であっても、その開始時において破産者に対して債務を負担する破産債権者は相殺をすることが許されるとする（破 67 条 1 項）。相殺により他の一般の破産債権者に対して優先的な債権回収を認める理由は、相殺に対する合理的期待の保護と説明されている。

したがって、相殺を禁止する破産法 71 条以下の趣旨は、相殺に対するこの合理的期待が見いだせないということであり、破産法 71 条 1 項 1 号にあっては、債権者が破産手続開始後に破産財団に対して負担した債務と相殺することは、破産債権を被担保債権とする担保の取得に類するので許されないということである<sup>7</sup>。

(イ) **信託財産の固有財産化の法的位置づけと破産法 67 条 2 項** (a)ところで、ここで取り上げている 2 つの高裁判決の事案において、出来高確認が破産手続開始決定の前であるか後であるかという偶然により、相殺の可否について結論が異なることになるのはおかしいとし、この出来高確認が開始決定の後であっても相殺を可能にする法律構成を提案するものがある。それは、破産法 67 条 2 項後段の適用がここでは認められるのではないかというものである<sup>8</sup>。この解釈の可能性を検討しておく。

(b)破産法 67 条 2 項後段の趣旨、解釈 67 条 2 項後段は、「破産債権者の負担する債務が〔破産手続開始の時において〕期限付若しくは条件付であるとき、又は将来の請求権に関するものであるときも」「破産債権者が前項の規定により相殺をすることを妨げない」として、1 項による破産手続によらない相殺を許している。期限の利益を放棄すること（民 136 条 2 項）、あるいは、条件についての利益を放棄することは私的自治として許され、そ

ここで債務（受働債権）が破産手続開始時点で期限付若しくは条件付債務として存在しておれば、期限の利益、条件付であることについての利益を放棄して相殺にもちこむことが可能であり、67条1項の相殺に対する合理的期待の保護の趣旨が同様に妥当するからであると説明される。

さらに、破産法71条1項1号との関係については議論があるが、破産法67条2項後段の解釈として、現実に期限の利益を放棄、又は条件についての利益を放棄しなくとも、実際に期限が到来したとき、又は条件が成就して債務が発生した時まで待って、相殺をすることも許されるとされている。すなわち、判例（最判平成17年1月17日民集59巻1号1頁）は、「その趣旨は、破産債権者が上記債務に対応する債権を受働債権とし、破産債権を自働債権とする相殺の担保的機能に対して有する期待を保護しようとする点にあるものと解され、相殺権の行使に何らの限定も加えられていない。そして、破産手続においては、破産債権者による相殺権の行使時期について制限が設けられていない。したがって、破産債権者は、その債務が破産宣告の時に……停止条件付である場合には、〔特断の事情がない限り〕、停止条件不成就の利益を放棄したときだけでなく、破産宣告後に停止条件が成就したときにも、同様に〔その債務に対応する債権を受働債権とし、破産債権を自働債権として〕相殺をすることができる。」という<sup>9</sup>。

(c) 停止条件付債務か　そこで、破産法67条2項後段がここで検討している事案に適用できるかどうかは、結局、破産債権者（口座開設金融機関）Yが貸出債権と相殺する受働債権（残余財産である預金債権）が、破産手続開始の時ににおいて、破産者Aにとって停止条件付の（預金）債権として帰属していた（=Yにとって停止条件付で負担していた預金払戻債務）と位置づけることができるかにかかる。そして、停止条件付債務との位置づけが肯定された場合には、破産手続開始の時に、請負契約が解除され信託目的の達成または不達成による信託の終了があり、信託清算手続中の状態でさえあれば、その金額が未確定であってもかまわないのか（後に、停止条件が成就しさえすれば相殺できる）、そうではなく、〔②判決〕福岡高判平成21年4月10日の事案のように、出来高確認がすでになされており、精算未了（前払金の過払分の地方自治体Bへの返還に関する手続が未了）ではあるが、債務の額（残余財産額）が計数上確定していることが必要であるのかが問題となる。

この点、まず、条件とは、法律行為の付款であって、効果発生・消滅を成否未定の事実

にかからせるものである。口座開設金融機関 Y と請負業者 A との間の法律行為、つまり、前払金預託専用口座の開設契約において、残余財産である預金債権が、以下の条件で受託者である請負業者（または、その破産財団）に固有財産として帰属するとの付款がつけられていたといえるか、である。つまり、前払金を信託財産とする信託が終了し清算により口座に残額があることを停止条件とするとの付款である。ここでは明示的にこのような合意がなされることはない。

しかし、前払金はとりあえず信託財産となるが、請負契約の報酬の一部として支払うというのがもともとの趣旨としてであることは間違いが無く、この預金口座から工事のための支出をした残額（および、工事が途中で解約され、前払金が工事出来高を上回った場合の超過支払分の返金をした残額）が、請負業者に固有財産として帰属することは当然のことであり、かかる付款の合意は常に黙示的になされているとってよいのではないか。あるいは、少なくとも、破産法 67 条 2 項後段を適用することとの関係で、このような合意があったと構成することも許されるのではないか<sup>10</sup>。

(d) そこで、最後に、問題となるのは、破産手続開始の時に、停止条件付債務と評価できるこの預金債務は、金額が未確定でもよいのか、あるいは、金額は確定している必要があるのかである。未確定でもよいとすれば、出来高確認が破産手続開始決定の後でもよく、この種の事案においては、破産法 67 条 2 項後段を援用して、預金残額の確定をまって貸出金融機関は相殺をすることができることになる。

この点、議論がある。上記の最判平成 17 年 1 月 17 日は、破産手続開始後、破産管財人が積立普通傷害保険を現に解約したことにより停止条件の成就した解約返戻金債務と破産債権（不法行為に基づく損害賠償請求権）との相殺につき、「特断の事情のない限り」としてこれを認めた事案である。ここでは、解約返戻金の額は金額的には確定したものであり（水元宏典・平成 17 年度ジュリスト重要事例解説 145 頁）、ただ、「解約」という条件のみが破産手続開始時において未確定であったという事例である。他方、判例（最判昭和 47 年 7 月 13 日民集 26 卷 6 号 1151 頁）は、手続開始前後の譲渡担保契約に基づき、手続開始後に目的財産を換価処分して清算した結果発生した清算剰余金返還債務（手続開始時にはその債権の発生のみならず債務額も不確定な債務である）の事案については、破産債権者の相殺を否定した。相殺の合理的期待が薄弱である事案だとされている<sup>11</sup>。

また、学説の多くも、条件が成就するまでは債務額が確定しないような場合については、

相殺への合理的期待があるとは云えないので、条件に関する利益をあらかじめ放棄して相殺をすることも（そもそも）できないし、停止条件が成就した場合の相殺もできないとする（破産手続開始後の債務負担にあたる）<sup>12</sup>。

この見解によれば、出来高確認がなされ、預金の残高額が少なくとも計数上明らかである必要があることとなり、ここで検討している〔①判決〕名古屋高判金沢支判のケースでは、出来高確認がまだなされていないので金額も未確定であり相殺が不可ということになる。他方、〔②判決〕福岡高判のケースでは、出来高確認がすでになされており、地方自治体Bに返還する金額が確定しており、これによって、Aに帰属することになる預金残額も確定しているので、したがって、相殺が許されるという結論になる。法律構成は異なるが、結論としては、〔①判決〕における判断と同じになる。しかし、ここで述べた法律構成の方が一般的な信託終了に関する議論により整合的である、と考える。

## 5 おわりに

公共工事前払保証制度にのった前払金の支払いにつき信託の成立を認めるのが判例であるが、信託であるとの法律構成を一人歩きさせないで、信託として構成する趣旨を吟味して、その趣旨、目的により適合的な解釈をするべきではないかというのが、本稿で取り扱った問題について私が最終的に到達した結論である。



[注]

- 1 公共工事前払金保証制度による工事代金前払いについて整理しておく。公共工事の請負契約が成立した場合に、工事を発注した国、地方自治体などが工事請負業者に対して、その合意に基づき、その請負工事代金の一部（40%程度）を前払いすることが行われている。工事が完成しその検収後に代金全額が支払われるとの原則（民法 633 条・報酬後払い）の例外である。これは、工事を請け負った建設業者（とりわけ中小の事業者）が、工事に要する建設資材を購入する資金、下請代金等を工事完成時までは自分で調達しなくてはならないとすると、その負担が重いので、その負担を軽減するための措置である。

しかしながら、工事代金の前払いについては、発注者の側に次のような危険が伴う。すなわち、業者の責めに帰すべき事由に基づく工事途中での請負契約の解除や業者の倒産等による工事の続行不能という事態となったとき、前払金額以上に工事が進行しておれば問題はないが、出来高部分の評価が前払金額に満たない場合過払いの差額分を確実に返還してもらえるかどうかのリスクである。このリスクは、前払工事代金の原資たる税金の納税者が負担するリスクということになる。

この工事代金前払いの要請と、発注者のリスクとを調整する仕組みが公共工事前払金保証事業の制度である（「公共工事前払金保証事業に関する法律」（昭和 27 年）に基づく）。前払金（後で追加して支払われる「部分払金」〈出来高の 90%まで支払うのが通常の形態である〉分を含む）の保証とは、工事続行不能により請負人が発注者に対して負担する返還債務（前払金がある時点までの工事出来高を超過する場合にその金額分の返還債務が発生する）について保証するということである。

具体的には、公共工事を請負った建設業者 A が、東日本または西日本建設業保証事業会社（現在全国にこの 2 社だけ）C と前払金保証の委託契約を締結し（第三者のためにする契約）、保証事業者から発行を受けた前払金保証証書を発注者 B に提出することでこの前払金保証契約が BC 間で成立し、発注者 B から工事を請け負った建設業者（前払金専用の預託金口座）B に前払金が振り込まれる。この前払金は、下請代金、工事材料費、労務費等の支払に当てられ（その用途が限定されている）、適正に使用されているかどうかについては、保証事業者によって管理されている（さらに C から管理の委託を受けた口座開設金融機関によって管理される）。

- 2 佐藤勤・金融商事判例 1346 号 4 頁はこれのみが目的であるとする。堂園昇平・金融法務事情 1906 号 40 頁は、この信託を受益者複数の信託と見て、信託の目的を、「前払金返還請求権が確保されることと請負者が適正に工事請負代金を受領すること」ととらえている。
- 3 この判決については以下の評釈がある。佐藤勤・金融商事判例 1346 号 2 頁、長谷川貞之・判例時報 2078 号 178 頁、川崎裕恭＝工藤奏子・民事研修 641 号 16 頁、畠山新・金融法務事情 1906 号 43 頁、堂園昇平・金融法務事情 1906 号 34 頁（なお、この論稿は②判決も分析の対象としている）。
- 4 川崎＝工藤・前掲注(3) 27 頁は、信託財産が固有財産からの独立性を失う時点は、出来高の確認ではなく、「預金払出中止措置解除」時点（預金取り崩しが可能となった時点）であるとし、この時点で固有財産化すると述べる。信託の清算という観点からは確かにそのように解すべきであろう。しかし、問題の焦点は、信託の清算の終了の時点を検討するのではなく、相殺の可否という観点から、固有財産化したと評価してよいかどうかの判断である。

- 5 畠山・前掲注(3)51頁以下。
- 6 最判平成14年1月17日は、保証事業会社が保証債務を履行したがまだ求償債権の支払いを得られていない段階での事案について、「法定信託が成立した場合も……信託財産である本件預金はA建設の破産財団に組み入れられることはないものということができる」としている。
- 7 山本和彦他・倒産法概説〔第2版〕(弘文堂、平22)250頁以下〔沖野眞已執筆〕。「相殺権の範囲は破産手続開始時の債権債務を基準として決定される。したがって、破産債権者が、破産手続開始後に破産財団に対して債務を負担したとしても、それを受動債権として破産債権との相殺をなしえない。」「これらの債務は、実質的にみても破産財団に対して現実に履行されなければその意味を失うし、破産債権者側でも破産手続開始の当時相殺の期待を持っていたわけではないので、相殺権が否定されても相手方たる破産債権者の利益を不当に侵害することにはならない。」(伊藤眞・破産法第4版補訂版〈有斐閣、平18〉352頁)。「相殺を許すと特定の破産債権に対して財団帰属財産に担保権を設定し、または代物弁済をしたのと同様になり、債権者の平等に反する」(山本克己他編・新破産法の理論と実務(判例タイムズ社、平20)309頁〔木川裕一郎執筆〕)。
- 8 畠山・前掲注(3)51頁以下は、破産法71条1項1号の適用して相殺を認めなかった名古屋高判金沢支判平成21年7月22日の事案に対する評釈で、そのような解釈論を展開する。すなわち、清算中の信託下で残余財産として特定された預金債権は、払出禁止解除を停止条件とする債権であり、貸出債権との相殺が可能であるとする。
- 9 学説も、この結論に賛成である。伊藤眞・前掲(注7)348頁以下、山本和彦他・前掲(注7)252頁〔沖野眞已執筆〕、山本克己編著・破産法・民事再生法概論(商事法務、平24)273頁以下〔畑瑞穂執筆〕。
- 10 前払金預金の財産としての独立性を確保するために信託とするから、このようなもって回った停止条件構成となるが、最終的に預金残高があればそれは報酬の支払いの意味をもって請負業者の固有財産となることはむしろ当然のことなのである。

なお、畠山・前掲注(3)51頁は、停止条件付とみるべき要素として、以下のような事情を指摘している。預金者は請負業者であること、預金債務は前払金振込時点から発生しその性質は工事請負代金の前払金であり、出来高が超過していると請負代金とされる予定で業者に供与されているものであること。預金契約と結合した信託契約により、業者が残余財産帰属者と決定されると払出禁止が解除され、払出しが可能となる(信託契約によって債権的な拘束を受け払出しが禁止されているに過ぎないこと)。
- 11 山本和彦他・前掲(注9)252頁〔沖野眞已執筆〕。
- 12 山本克己編著・前掲(注9)274頁〔畑瑞穂執筆〕。

# 自己信託について

山 田 誠 一



## 目 次

- 1 はじめに
- 2 自己信託に対応した信託の登記制度の創設
- 3 自己信託の要式行為性
- 4 詐害信託を自己信託で行なった場合についての規律
- 5 そのほかの問題

# 1 はじめに

(1) 信託法（平成 18 年法律第 108 号）は、委託者の単独の意思表示により、自己を受託者とする信託をすることができることを定め、その結果、信託行為には、信託契約、遺言信託をする遺言とともに、自己信託をする意思表示の 3 種類のもが含まれることになった（2 条、3 条 1 号 2 号 3 号。3 条 2 号が定める方法によりされる信託を遺言信託と呼ぶことについては、5 条と 6 条の見出しを、また、3 条 3 号が定める方法によりされる信託を自己信託と呼ぶことについては、附則 2 項の見出しを参照）。本報告では、この自己信託に関する規律を検討することにする。

(2) 自己信託については、有用性・必要性が認められるとともに、委託者の債権者を害する懸念がありそれへの対応が不可欠であるという考え方のもとに、信託法では、明文で自己信託を認め、そのことから生ずる債権者を害することとなる懸念に対する濫用を防止する措置を定めるものとなった。

(3) 自己信託の有用性・必要性としては、以下のようなものがある<sup>1</sup>。①親が障害を有する子の生活を経済的にサポートしようとする場合、親が委託者兼受託者となって、子を受託者とする自己信託を行なうことで、親の経済状態が将来悪化した場合に備えながら、子のために必要に応じたきめ細かなサポートを行なうことができ、第三者を受託者として信託を設定する場合に必要となる信託報酬等のコストを低減することができる。②貸付債権、リース債権等を流動化する場合、自己信託を行なえば、債権者が変更するという債務者の心理的抵抗感が避けられ、また、金融機関・リース会社が信託会社との間で信託を設定したり、SPC を設立し SPC に債権譲渡したりする必要がなく、手続的・金銭的なコストを省くことができる。③事業会社が、ある特定の事業部門の収益を引き当てにして資金調達を行なおうとする場合、事業会社が当該事業部門を対象に自己信託を行ない、その受益権を投資家に販売することにより、自らが引き続き当該事業部門の経営に当たりながら、従業員の出向・転籍に伴う問題や機密情報の外部流出の懸念を避けることができる。④新規性の高い事業をジョイントベンチャーで行なおうとする場合、合弁参加企業を中心とする事業会社が、対象となる事業部門について自己信託を設定し、他の合弁参加企業がその受益権を取得することにより、会社設立のコストや時間を省き、各企業の倒産リスクを回避

しつつ、合併参加企業間での権利関係を柔軟に定めたジョイントベンチャーの設立ができるようになる。

(4) 信託法が定めた濫用防止措置は、多数ある<sup>2</sup>。そのうち、若干のものをとりあげるならば、①自己信託の要式行為性(3)、②自己信託に対応した信託の登記制度の創設(2)、③詐害信託を自己信託で行なった場合に、委託者の債権者は、詐害行為取消しの訴えを提起することなく、直接、信託財産に対して強制執行を行なうことができることとする規律の導入(詐害信託の取消しについての信託法 11 条の規律を、委託者の債権者にとって有利に変更した特則。同 23 条 2 項) (4)がある<sup>3</sup>。

以下では、これらの濫用防止措置として定められた制度を、検討することとする。

## 2 自己信託に対応した信託の登記制度の創設

(1) 信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律(平成 18 年法律第 109 号)(以下、「信託法の施行に伴う整備法」という。)によって、不動産登記法中の信託の登記に関する部分は、大きく改正された。そのなかで、自己信託に対応した信託の登記制度が創設された。まず、従来からの信託の登記制度を検討し [(2)から(6)]、その後、自己信託に対応した登記制度を検討する [(7)および(8)] ことにする。

(2) 不動産については、従来から、不動産登記法上、信託の登記<sup>4</sup>をすることができる(不動産登記法 97 条)。信託の登記とは、その対象となる不動産に関する権利が信託財産に属することとなった旨を公示するものである<sup>5</sup>。したがって、ある不動産が信託財産となる場合には、信託の登記が行なわれ、信託財産である不動産が信託財産でなくなる場合には、信託の登記の抹消が行なわれることになる。

ある不動産が信託財産となる場合については、委託者と受託者の信託契約によって、ある不動産が信託財産になる場合 [(3)] と、既に成立している信託の受託者と第三者との間の売買契約(第三者を売主、受託者を買主とするもの)によって、ある不動産が信託財産となる場合(16 条参照) [(4)] がある。また、信託財産である不動産が信託財産でなくなる場合については、信託の受託者と第三者との売買契約(受託者を売主、第三者を買主とするもの)によって、信託財産である不動産が信託財産でなくなる場合 [(5)] と、信託が終

了することによって、信託財産である不動産が信託財産でなくなる場合〔(6)〕がある。

それらの登記、および、登記の抹消は、それぞれ次のようなものとなる。

(3) まず、委託者（甲某）と受託者（乙某）の信託契約によって、ある不動産が信託財産になる場合は、乙某を受託者とする所有権の移転の登記で、登記原因を信託とするものと、それと同じ順位番号で、登記の目的を信託とする登記（信託の登記）が行なわれる<sup>6</sup>。このときの所有権の移転の登記は、登記義務者甲某（委託者）と登記権利者乙某（受託者）の共同申請によって、行なわれ（不動産登記法 60 条）、信託の登記は、受託者である乙某の単独申請によって行なわれる（同 98 条 2 項）<sup>7</sup>。この信託の登記の申請は、所有権の移転の登記の申請と同時にしなければならない（同条 1 項）。この場合において、受託者が単独で信託の登記の申請をすることができる<sup>8</sup>とするのは、信託の登記の申請は、権利の移転の登記の申請と同時にしなければならないとされ、権利の移転の登記の申請は、共同申請の原則通りであるため、委託者の利益は、委託者が権利の移転の登記の申請人となることによって確保されるからであると考えられる<sup>9</sup>。

登記の記録例(1)の通りである<sup>10</sup>。登記の記録例(1)では、信託の登記の原因は記載されていない。

(登記の記録例 (1))

1 不動産登記法第 98 条第 1 項の権利の移転（受託者が 1 人の場合）

【権利部（甲区）】（所有権に関する事項）				
【順位番号】	【登記の目的】	【受付年月日・受付番号】	【原因】	【権利者その他の事項】
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日売買	所有者 何市何町何番地 甲某
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日信託	受託者 何市何町何番地 乙某
	信託			信託目録第何号

(4) 次に、既に成立している信託の受託者（乙某）が買主となり第三者（何某）が売主となる売買契約によって、ある財産が信託財産となる場合は、乙某を所有者とする所有権の移転の登記で、登記原因を売買とするものと、それと同じ順位番号で、登記の目的を信

託財産の処分による信託とする登記（信託の登記）が行なわれる。このときの所有権の移転の登記は、登記義務者何某と登記権利者乙某の共同申請によって行なわれ（不動産登記法 60 条）、信託の登記は、受託者である乙某の単独申請によって行なわれる（同 98 条 2 項）。この信託の登記の申請は、所有権の移転の登記の申請と同時にしなければならない（同条 1 項）。この場合において、受託者が単独で信託の登記の申請をすることができる<sup>11</sup>とするのは、受託者は委託者から権利を取得するのではないため、信託の登記について、委託者と受託者の共同申請とすることができないからであると考えられる<sup>12</sup>。

登記の記録例(2)の通りである<sup>13</sup>。登記の記録例(2)では、信託の登記の原因は記載されていない。

(登記の記録例(2))

10 信託財産の処分により不動産を取得した場合

【権利部（甲区）】（所有権に関する事項）				
【順位番号】	【登記の目的】	【受付年月日・受付番号】	【原因】	【権利者その他の事項】
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日売買	所有者 何市何町何番地 甲某
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日売買	所有者 何市何町何番地 乙某
	信託財産の処分による 信託			信託目録第何号

(5) 信託の受託者（乙某）が売主となり第三者（何某）が買主となる売買契約によって、信託財産である不動産が信託財産でなくなる場合、何某を所有者とする所有権の移転の登記で、登記原因を売買とするものと、それと同じ順位番号で、登記の目的を何番信託登記抹消とする登記（信託の登記の抹消）が行なわれる。このときの所有権の移転の登記は、登記義務者乙某と登記権利者何某の共同申請によって行なわれ（不動産登記法 60 条）、信託の登記の抹消は、受託者である乙某の単独申請によって行なわれる（同 104 条 2 項）。この信託の登記の抹消の申請は、所有権の移転の登記の申請と同時にしなければならない（同条 1 項）。この場合において、受託者が単独で信託の登記の抹消を申請することができる<sup>14</sup>とするのは、受託者から権利を取得するのは第三者であり、信託の登記の抹消を、受託

者と第三者の共同申請とすることが適切でないからであると考えることができる。

登記の記録例(3)の通りである<sup>15</sup>。登記の記録例(3)では、信託の登記の抹消の原因は、信託財産の処分となっている。

(登記の記録例(3))

## 20 信託財産の処分の場合

【権利部（甲区）】（所有権に関する事項）				
【順位番号】	【登記の目的】	【受付年月日・受付番号】	【原因】	【権利者その他の事項】
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日売買	所有者 何市何町何番地 甲某
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日信託	受託者 何市何町何番地 乙某
	信託			信託目録第何号
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日売買	所有者 何市何町何番地 何某
	何番信託登記抹消		信託財産の処分	

(6) 信託が終了した場合、信託は清算をしなければならず、信託が終了した時以後の受託者は、現務の結了等の職務を行なう<sup>16</sup>。この場合、受託者は、信託財産に属する債権の取立て、信託債権に係る債務の弁済、および、受益債権（残余財産の給付を内容とするものを除く）に係る債務の弁済（これらを、「受益債権等に係る債務の弁済等」という。）をしたうえで、残余財産の給付を行なう。残余財産の給付は、残余財産受益者等<sup>17</sup>に対して行なわれ、受益債権等に係る債務の弁済等をした段階で、残余財産に不動産があれば、残余財産受益者等に、その不動産が給付される。

信託の受託者（乙某）から、残余財産受益者（何某）に、残余財産である不動産が給付される場合、何某を所有者とする所有権の移転の登記で、登記原因を信託財産引継とするものと、それと同じ順位番号で、登記の目的を何番信託登記の抹消とする登記（信託の登記の抹消）が行なわれる。このときの所有権の移転の登記は、登記義務者乙某と登記権利者何某の共同申請によって行なわれ（不動産登記法 60 条）、信託の登記の抹消は、受託者である乙某の単独申請によって行なわれる（同 104 条 2 項）。この信託の登記の抹消の申請

は、所有権の移転の登記の申請と同時にしなければならない（同条1項）。この場合において、受託者が単独で信託の登記の抹消を申請することができる<sup>18</sup>とするのは、受託者から権利を取得するのは残余財産受益者である第三者であり、信託の登記の抹消を、受託者と第三者の共同申請とすることが適切でないからであると考えることができる。

登記の記録例(4)の通りである<sup>19</sup>。登記の記録例(4)では、信託の登記の抹消の原因は、信託財産引継となっている。

(登記の記録例(4))

#### 21 信託終了の場合

【権利部（甲区）】（所有権に関する事項）				
【順位番号】	【登記の目的】	【受付年月日・受付番号】	【原因】	【権利者その他の事項】
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日売買	所有者 何市何町何番地 甲某
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日信託	受託者 何市何町何番地 乙某
	信託			信託目録第何号
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日信託 財産引継	所有者 何市何町何番地 何某
	何番信託登記抹消		信託財産引継	

(7) 以上に対して、信託法の施行に伴う整備法によって、自己信託に対応した信託の登記制度が創設された。創設された自己信託に対応した信託の登記制度は、次のようなものである。

甲某を委託者とするとともに、受託者とする自己信託によって、ある不動産が信託財産になる場合、甲某を受託者とする信託財産となった旨の登記で、登記原因を自己信託とするものと、それと同じ順位番号で、登記の目的を信託とする登記（信託の登記）が行なわれる。このときの信託財産となった旨の登記は、甲某の単独の申請によって行なわれ（不動産登記法98条3項）、信託の登記の申請も、甲某の単独の申請によって行なわれる（同条2項）。この信託の登記の申請は、信託財産となった旨の登記の申請と同時にしなければならない（同条1項）。

登記の記録例(5)の通りである<sup>20</sup>。登記の記載例(5)では、信託の登記の原因は記載されていない。

(登記の記録例(5))

24 自己信託の場合

【権利部（甲区）】（所有権に関する事項）				
【順位番号】	【登記の目的】	【受付年月日・受付番号】	【原因】	【権利者その他の事項】
何	所有権移転	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日売買	所有者 何市何町何番地 甲某
何	信託財産となった旨 の登記	平成何年何月何日受付 第何号	平成何年何月何日信託	受託者 何市何町何番地 甲某
	信託			信託目録第何号

(8) この自己信託の場合の登記については、次の点を指摘することができる。

第1に、自己信託の方法により信託がされた場合、その信託の対象となる財産権の性質が、受託者の固有財産から信託財産に変更すると考えられ、自己信託の方法により信託をすることは、権利の変更であると考えることができる<sup>21</sup>。そのため、そのことを公示するための登記である信託財産となった旨の登記は、権利の変更の登記である理解することができる<sup>22</sup>。

第2に、自己信託の方法によってされた信託による権利の変更の登記について、受託者が単独で申請することができる（不動産登記法98条3項）とするのは、権利に関する登記についての共同申請の原則に対する例外である。その理由は、自己信託の方法による信託においては、委託者と受託者が同一であるため、委託者と受託者の共同申請によるものとすることはできず、また、信託法4条3項1号に定める公正証書等を、権利の変更の登記の申請の添付情報（登記原因証明情報）とすることにより、当該登記の真正を一定程度担保することができるからであると考えることができる<sup>23</sup>。

第3に、この場合において、受託者が単独で信託の登記の申請をすることができるのは、委託者と受託者の共同申請によるものとすることができないからであると考えることができる。



(9) 以上の通り、いずれの場合も、信託の登記は、受託者が単独で申請することでき、また、信託の登記の抹消は、受託者が単独で申請することができる。登記をしなければ権利の得喪および変更を第三者に対抗することができない財産については、信託の登記をしなければ、当該財産が信託財産に属することを第三者に対抗することができない（信託法14条）。したがって、信託の登記が行なわれなければ、信託財産としての受託者の倒産から隔離される効果が生じず、また、信託の登記が抹消されれば、同じく、信託財産としての受託者の倒産から隔離される効果は生じなくなる。

信託の登記を行なうべきときに行なうこと、および、信託の登記の抹消を行なうべきでないときに行なわないことは、受託者の注意義務（信託法29条）の重要な内容であるとともに、分別管理義務（同34条1項1号）であるということができる。信託財産の受託者の倒産からの隔離は、基本的に受益者に、利益をもたらす。しかし、受益者が信託の登記の申請をするとするとは、受益者が当該信託財産について権利を有しないことから適当ではない。さらに、信託の登記と信託の登記の抹消を、受益者以外の者と受託者の共同申請とすることによって、受益者の利益がより確実に保護されることにもならない。したがって、信託の登記と信託の登記の抹消を、受託者の単独申請とした不動産登記法の考え方は、適切なものである考えることができる。

### 3 自己信託の要式行為性

(1) 自己信託をする意思表示とは、①ある者(A)がする、②Aが一定の目的にしたがい、自己の有する財産の管理または処分およ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であって、③公正証書その他の書面または電磁的記録で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（信託法3条3号）。自己信託をする意思表示は、この意思表示により意思表示の内容通りの法律効果が生ずるものであるため、法律行為であり、ひとつの意思表示で成立する法律行為であるため、この法律行為は単独行為である。Aが受託者であり、委託者でもある（同法2条5項4項参照）。

(2) これを、信託契約および遺言信託をする遺言と比較すると、次の通りとなる。①自己信託をする意思表示は、遺言信託をする遺言とともに1つの意思表示により成立する単

独行為であり、この点で、2つの意思表示によって成立する契約である信託契約と異なる、②自己信託をする意思表示は、遺言信託をする遺言とともに要式行為であり、この点で、要式行為ではない信託契約と異なる、③自己信託をする意思表示は、信託契約と遺言信託をする遺言とともに、受託者が、一定の目的にしたがい、財産の管理または処分およ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旨を内容とする、④自己信託をする意思表示は、誰かに対し財産の譲渡、担保権の設定その他の財産の処分をする旨を内容とせず、この点で、受託者に対し財産の譲渡、担保権の設定その他の財産の処分をする旨を内容とする信託契約と遺言信託をする遺言と異なる。

なお、②について、自己信託をする意思表示は、信託法3条3号および信託法施行規則3条が定める要式をみたさなければならず、それに対して、遺言信託をする遺言は、民法の遺言の要式をみたさなければならない。

信託法3条3号および信託法施行規則3条が定める要式は、(表1)の通りである。

(表1)

信託法3条3号	…(略)…公正証書その他の書面又は電磁的記録(…略…)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又は記録したもの…(略)…
信託法施行規則3条	<p>法第3条第3号に規定する法務省令で定める事項は、次に掲げるものとする。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>一 信託の目的</li> <li>二 信託をする財産を特定するために必要な事項</li> <li>三 自己信託をする者の氏名又は名称及び住所</li> <li>四 受益者の定め(受益者を定める方法の定めを含む。)</li> <li>五 信託財産に属する財産の管理又は処分の方法</li> <li>六 信託行為に条件又は期限を付すときは、条件又は期限に関する定め</li> <li>七 法第163条第9号の事由<sup>24</sup>(当該事由を定めない場合にあっては、その旨)</li> <li>八 前各号に掲げるもののほか、信託の条項</li> </ul>

(3) 信託の効力の発生について、信託法4条が、信託の方法に応じて、規定している。自己信託をする意思表示による場合は、意思表示が公正証書等によってなされるかどうかによって規律が異なる。①公正証書等によってされるときは、公正証書等の作成によって、信託は効力を生じ(4条3項1号)、②それ以外のものによってされるときは、受益者となるべき者として指定された者への確定日付のある証書による信託がされた旨等の通知によって、信託は効力を生ずるとする(同条同項2号)。

公正証書等とそれ以外のものとは、(表2)の通りである。

(表2)

公正証書等	(a)公正証書 (b)公証人の認証を受けた書面 (c)公証人の認証を受けた電磁的記録
それ以外のもの	(a)公正証書でなく、かつ公証人の認証を受けていない書面 (b)公証人の認証を受けていない電磁的記録

(4) 自己信託の要式行為性の具体的な規律の内容は、以上の通りである。これらは、自己信託が行なわれた事実、その内容および日時等を客観的に明確にするものであり、そのことにより、自己信託が行なわ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に資するものと考えられる<sup>25</sup>。

(5) なお、一般に、信託行為に停止条件または始期が付されている場合には、信託の効力は、停止条件の成就または始期の到来により生ずる(信託法4条4項)。この規律は、自己信託をする意思表示の場合にも、妥当するかどうかの問題となる。

単独行為は、条件および期限を付すことは原則として認められないと解されている<sup>26</sup>。しかし、〇年〇月〇日が到来したら、信託の効力が生ずるとする信託契約は有効であるが、同じ内容の自己信託をする意思表示は無効であるとする理由はない。例えば、自分の財産に対して強制執行の申し立てが行なわれることを停止条件とした自己信託をする意思表示の妥当性は疑わしいが、それは、同じ内容の信託契約についても同様であり、したがって、単独行為であるためではないからである。信託法4条4項は、自己信託の方法によって行なわれる信託について、停止条件または始期を付すことができることを前提としたうえで、停止条件の成就または始期の到来によって、信託の効力が生ずる旨を定めている<sup>27</sup>。

## 4 詐害信託を自己信託で行なった場合についての規律

(1) 信託法は、詐害信託について、民法424条が定める詐害行為取消権に関する規律の特則を定めている(11条)。また、信託法は、信託財産に属する財産に対する強制執行等の制限等について、定めを設けている(23条1項)。これらを前提として、信託法は、詐害信

託を自己信託で行なった場合について、信託財産に属する財産に対する強制執行等の制限等についての規律の特則を設けることによって（23条2項）、詐害信託に関する11条を用いることなく、委託者の債権者の権利行使を可能とした。以下では、これらについて、ごく簡単にではあるが、検討を行なうこととする。

(2) 詐害信託に関する規定の基本的な規律に関する部分の概要は、次のようなものである。委託者がその債権者を害することを知って信託をした場合、受託者が債権者を害すべき事実を知っていたか否かにかかわらず、債権者は、受託者を被告として、民法424条1項の規定による取消しを裁判所に請求することができる（信託法11条1項本文）。

民法424条ただし書が定める「その行為によって利益を受けた者」に地位に立つのは、信託において、委託者から財産の移転を受けた受託者であると考えれば、受託者が債権者を害する事実を知らなかったときは、債権者は、取消しを裁判所に請求できないことになる。しかし、信託において、受託者は実質的には利益を受けることがなく、信託によって実質的に利益を受けるのは受益者である。したがって、民法424条ただし書が定める「その行為によって利益を受けた者」とは、信託の受益者であると考えべきである<sup>28</sup>。そのため、信託法11条1項本文は、受託者が債権者を害すべき事実を知っていたか否かにかかわらず、債権者は、取消しを裁判所に請求することができるとし、そのうえで、同条同項ただし書が、信託行為の定めにより受益者として指定を受けた者が現に1人存する場合を例にすれば、その者が受益者として指定を受けたことを知った時において、債権者を害すべき事実を知らなかったときは、債権者は、取消しを裁判所に請求することができないとする。

(3) 信託財産に属する財産に対する強制執行等の制限等に関する規定の基本的な規律に関する部分の概要は、次のようなものである。受託者の債権者は、原則として、信託財産に属する財産に対して、強制執行等<sup>29</sup>をすることができず、例外として、信託財産責任負担債務<sup>30</sup>に係る債権<sup>31</sup>に基づく場合は、信託財産に属する財産に対して、強制執行等を行うことができる（信託法23条1項）。

この規律によって、信託財産は受託者の倒産から隔離されることとなる。

(4) そのうえで、詐害信託を自己信託で行なった場合については、次のような規律が設けられた。委託者を1人、受託者を1人とする信託が自己信託で行なわれた場合を例とする。信託法23条2項本文は、自己信託の方法で信託がされた場合において、委託者がその

債権者を害することを知って当該信託をしたときは、同条1項の規定にかかわらず、信託財産責任負担債務に係る債権を有する債権者のほか、委託者に対する債権で信託前に生じたものを有する者は、信託財産に属する財産に対し、強制執行を行なうことができるとした。

既に述べたように、信託において、受託者は実質的には利益を受けることがなく、信託によって実質的に利益を受けるのは受益者である。したがって、民法424条ただし書が定める「その行為によって利益を受けた者」とは、信託の受益者であると考えべきである。そのため、信託法23条2項ただし書は、委託者である受託者が委託者の債権者を害することを知って当該信託をしたときであっても、信託行為の定めにより受益者として指定を受けた者が現に1人存する場合を例にすれば、その者が受益者として指定を受けたことを知った時において、債権者を害すべき事実を知らなかったときは、同条同項本文は適用されないとする。この点は、信託法11条1項の詐害信託一般についての規律と共通する。

(5) 信託法23条2項とは次のような意義を有するものと思われる。

詐害信託を自己信託で行なった場合、仮に信託法23条2項がなく、同11条、および、同23条1項を適用するとしたときについて、検討をすることとする。自己信託により委託者となるとともに受託者となった者をAとし、Aが自己信託の方法で信託を行なう前にAを債務者として生じた債権で、それに係る債務が信託財産責任負担債務<sup>32</sup>ではないものの債権者をBとする。まず、Aが自己信託の方法で信託を行なった場合において、Bは、信託財産に属する財産に対して、強制執行をすることはできず、信託財産責任負担債務に係る債権にもとづくときに限り、強制執行を行なうことができる（同11条）。したがって、BのAに対する債権は、信託財産責任負担債務に係る債権ではないため、Bは、信託財産に属する財産には、強制執行をすることはできない。しかし、Bは、信託法23条にもとづき、受託者であるAを被告として、自己信託の方法で行なった信託行為について、民法424条1項の規定による取消しを裁判所に請求することができると思われる。その場合、自己信託の方法で行なった法律行為が取り消されると、信託財産に属していた財産は固有財産となり、その結果、信託法11条の適用を受けることがなくなり、Bは、信託財産に属していた財産について強制執行をすることができる<sup>33</sup>。

これに対して、信託法23条2項は、委託者がその債権者を害することを知って、自己信託の方法による信託をしたときは、同条1項の規定にかかわらず、当該委託者に対する債

権で信託前に生じたものを有する者は、信託財産に属する財産に対し、強制執行をすることができるとした。これによって、Bは、Aを被告として自己信託の方法により信託を行なう法律行為の取消しを裁判所に請求することなく、信託財産に属する財産について強制執行をすることができることとなったのである<sup>34</sup>。このような特則を設けたことについては、自己信託の場合には、委託者の債権者が信託財産に対して強制執行を開始することを容易にすることによって、委託者の債権者の利益を図ったものであると考えることができる<sup>35</sup>。

## 5 そのほかの問題

さらに検討すべき問題としては、次のようなものを考えることができる。Aを委託者とするとともに受託者とし、Bを受益者とし、Aが所有する不動産を信託財産とする信託が、自己信託の方法で行なわれた場合において、その不動産が、自己信託の方法で信託が行なわれる前に、Aから第三者であるCに譲渡されていたものの、当該不動産について、Cへの所有権移転登記は行なわれず、権利変更の登記とともに信託の登記が行なわれたとき、AからCへの譲渡を、この信託に対して対抗することができるかについては、民法177条の背信的悪意者に関する規律が問題となるものと思われる。そうであるとする、背信的悪意者にあたるかどうか判断されるのは、信託の受託者であり、委託者でもあるAであるのか、そうではなく、信託の受益者であるBであるのが問題となる。詐害信託の自己信託に関する信託法23条2項の考え方からは、背信的悪意者にあたるかどうか判断されるのは、信託の受託者であるAではなく、信託の受益者であるBとすべきであるとする解釈を導くことができるように思われる。

しかし、信託法23条2項の考え方は、信託によって実質的に利益を受けるのは受益者であることに基礎をおくものであって、自己信託に限られるものではない。なぜならば、信託法11条1項も共通する考え方である。そうすると、自己信託ではない信託においても同様の問題が生ずることが分かる。すなわち、Dが委託者であり、Eが受託者であり、Fを受益者とし、Dが所有する不動産を信託財産とする信託が行なわれた場合において、その不動産が、信託が行なわれる前に、Dから第三者であるGに譲渡されていたものの、



当該不動産について、G への所有権移転登記は行なわれず、E への所有権移転登記とともに信託の登記が行なわれたとき、D から G への譲渡を、この信託に対して対抗することができるかについては、民法 177 条の背信的悪意者に関する規律が問題となるものと思われる。このとき、背信的悪意者にあたるかどうか判断されるのは、信託の受託者である E であるのか、そうではなく、信託の受益者である F であるのかという問題である。この点については、考察を続けることとしたい。

[注]

- 1 寺本昌広・逐条解説新しい信託法（補訂版）44-45 頁参照
- 2 寺本・前掲注(1)38-41 頁参照。
- 3 これらのほかに、濫用防止措置として、公益確保のための信託の終了を命ずる裁判の制度の新設（166 条）、受益者の定めのない信託を自己信託の方法によってすることができないこと（258 条 1 項）、自己信託について法人の事業の譲渡に関する会社法その他の法律の規定が適用されること（266 条 2 項）があり、さらに、自己信託の制度趣旨、内容、および、濫用防止措置等の周知徹底を図るために、3 条 3 項の規定（自己信託について定めたもの）の適用を、信託法の施行から 1 年経過する日までの間は適用しないこととした（附則 2 項）。
- 4 信託の登記については、不動産登記法 97 条 1 項が、委託者、受託者および受益者の氏名・名称・住所（1 号）、信託の目的（8 号）、信託の管理方法（9 号）、信託の終了事由（10 号）等を登記事項とする旨を定める。登記官は、これらの登記事項を明らかにするために、信託目録を作成することができる（不動産登記法 97 条 3 項）。なお、不動産登記規則 176 条 1 項は、登記官は、信託の登記をするときは、不動産登記法 97 条 1 項各号に掲げる登記事項を記録した信託目録を作成し、当該目録に目録番号を付したうえ、当該信託の登記の末尾に、信託目録の目録番号を記録しなければならないとする。
- 5 清水響編著・Q&A 不動産登記法 295 頁。
- 6 不動産登記規則 175 条 1 項は、登記官は、不動産登記法 98 条 1 項の規定による登記の申請〔信託の登記の申請〕があった場合において、当該申請にもとづく権利の移転等の登記と信託の登記をするときは、権利部の相当区に同じ順位番号（1 の順位番号）を用いて記録しなければならないとする。
- 7 「信託の登記は、一律に、受託者が単独で申請することができる」とする清水・前掲注(5)297 頁参照。
- 8 信託法の施行に伴う整備法による一部改正前の不動産登記法（以下、「平成 18 年一部改正前不動産登記法」という。）98 条 2 項が、この場合の信託の登記について、受託者を登記権利者とし、委託者を登記義務者としていたところを、改めたものである（清水・前掲注(5)296-297 頁）。この平成 18 年一部改正前不動産登記法 98 条 2 項は、平成 16 年法律第 123 号による全部改正前の不動産登記法（明治 32 年法律第 24 号）（以下、「旧不動産登記法」という。）108 条と同じ趣旨であった（清水響編著・一問一答新不動産登記法 246 頁参照）。
- 9 清水・前掲注(5)296-297 頁。
- 10 「「信託法等の施行に伴う不動産登記事務の取扱について」について（別紙）信託の登記に関する登記記録例」登記情報 552 号 35 頁による（以下では、単に「「信託法等の施行に伴う不動産登記事務の取扱について」について」で引用する。）。不動産登記記載例集 368 頁（第二十信託に関する登記、一信託の登記、1 受託者と委託者の共同申請、(-)所有権の場合、(1) 受託者 1 人の場合 493）も参照（以下では単に、「不動産登記記載例集」で引用する。）。
- 11 平成 18 年一部改正前不動産登記法 98 条 3 項は、この場合の信託の登記について、受託者が単独で申請することができるとしていた（清水・前掲注(5)296-297 頁）。この平成 18 年一部改正前不動産



登記法 98 条 3 項は、信託法（大正 11 年法律第 26 号）14 条の規定により不動産に関する権利が信託財産に属する場合について、信託の登記は、受託者が単独で申請することができるとしていて、旧不動産登記法 109 条と同じ趣旨であった。

- 12 清水・前掲注(8)246 頁。
- 13 前掲注(10)「「信託法等の施行に伴う不動産登記事務の取扱いについて」について」37 頁。前掲注(10)不動産登記記載例集 370 頁（第二十信託に関する登記、一信託の登記、2 受託者の単独申請、(一)信託財産に属する不動産の取得の登記と同時にする場合 497）も参照。
- 14 平成 18 年一部改正前不動産登記法は、この場合の信託の登記の抹消について、権利の移転の登記の申請と同時に申請しなければならないと定めながら、これを、共同申請で行なうか、単独申請で行なうかについては、明文では触れていなかったものの、権利を取得した第三者（登記権利者）と受託者（登記義務者）との共同申請によると解されていたところ、この点について、104 条 2 項を新設することによって改めたものである（清水・前掲注(5)310-311 頁）。
- 15 前掲注(10)「「信託法等の施行に伴う不動産登記事務の取扱いについて」について」39 頁。前掲注(10)不動産登記記載例集 378 頁（第二十信託に関する登記、五信託登記の抹消の登記、1 信託財産処分の場合 515）も参照。
- 16 信託法 175 条、177 条。
- 17 信託法 182 条により、残余財産は、信託行為において残余財産の給付を内容とする受益債権に係る受益者となるべき者として指定された者、もしくは、信託行為において残余財産の帰属すべき者となるべき者として指定された者（以上、第 1 順位）、委託者もしくはその相続人その他の一般承継人（以上、第 2 順位）、または、清算受託者（第 3 順位）に帰属する。これらのうち、清算受託者を除く者を、ここでは、「残余財産受益者等」という。
- 18 平成 18 年一部改正前不動産登記法においては、信託の登記の抹消は、権利を取得した残余財産受益者（登記権利者）と受託者（登記義務者）との共同申請によると解されていたところ、これを、104 条 2 項を新設することによって改めたものと考えることができる（清水・前掲注(5)310-311 頁参照）。
- 19 前掲注(10)「「信託法等の施行に伴う不動産登記事務の取扱いについて」について」40 頁。前掲注(10)不動産登記記載例集 379 頁（第二十信託に関する登記、五信託登記の抹消の登記、2 信託終了の場合 516）も参照。
- 20 前掲注(10)「「信託法等の施行に伴う不動産登記事務の取扱いについて」について」40 頁。
- 21 清水・前掲注(5)297 頁参照。
- 22 不動産登記法 98 条 3 項は、信託法 3 条 3 項に掲げる方法によってされた信託〔自己信託〕による登記を、権利の変更の登記であるとする。
- 23 清水・前掲注(5)298 頁参照。
- 24 信託行為において定めた信託の終了事由。
- 25 寺本・前掲注(1)39 頁参照。
- 26 四宮和夫＝能見善久・民法総則（第 8 版）343 頁（条件について）、349 頁（期限について）参照。

- 27 信託法施行規則 3 条 6 号は、自己信託を行なう公正証書等に、信託行為に条件または期限を付すときは、条件または期限に関する定めを記載または記録することを定めている。
- 28 寺本・前掲注(1)57-58 頁参照。
- 29 強制執行等には、強制執行のほかに、仮差押え、仮処分若しくは担保権の実行若しくは競売（担保権の実行としてのものを除く）、または、国税滞納処分（その例による処分を含む）が含まれる（信託法 23 条 1 項）。
- 30 信託財産責任負担債務とは、例えば、受益債権に係る債務（1 号）、信託財産に属する財産について信託前の原因によって生じた権利に係る債務（2 号）、および、信託財産のためにした行為であって受託者の権限に属するものによって生じた権利に係る債務（5 号）である（信託法 21 条 1 項）。
- 31 信託財産責任負担債務に係る債権には、信託財産に属する財産について生じた権利が含まれる（信託法 23 条 1 項）。
- 32 信託前に生じた権利に係る債務であっても、信託財産責任負担債務にあたるものはあり、例えば、信託財産に属する財産について信託前の原因によって生じた権利に係る債務（21 条 1 項 2 号）や、信託前に生じた委託者に対する債権であって、当該債権に係る債務を信託財産責任負担債務とする旨の信託行為の定めがあるものに係る債務（同条同項 3 号）が、その例である。
- 33 自己信託の場合にも詐害信託であれば、委託者の債権者は、信託法 11 条にもとづいて、裁判所に取消しを請求することができることについては、寺本・前掲注(1)47 頁参照。
- 34 信託法 23 条 2 項の規定は、自己信託の方法で信託が行なわれた時から、2 年を経過したときは、適用されない（同条 4 項）。
- 35 寺本・前掲注(1)40 頁。



# 受託者の第三者委託「権限」

佐久間 毅

# 目 次

## 1 はじめに

- (1) 旧信託法 26 条 1 項と信託法 28 条
- (2) 本稿における課題の設定

## 2 受託者が、その権限に属する事実行為につき、信託法 28 条によってすることができる 第三者委託をした場合

## 3 受託者が、その権限に属する法律行為につき、信託法 28 条によってすることができる 第三者委託をした場合

- (1) 序論
- (2) 第三者に委託される事務が事実行為である場合と法律行為である場合の異同
- (3) 第三者の行為の効果が信託財産に帰属するための要件について
- (4) 委託を受けた第三者の行為により信託財産が変動するにいたる構造

## 4 受託者が、その権限に属する事実行為につき、信託法 28 条によってすることができな い第三者委託をした場合

- (1) 序論
- (2) 受託者と第三者との間の関係
- (3) 第三者と信託財産との間の関係
- (4) 受託者と信託または信託財産との間の関係

## 5 受託者が、その権限に属する法律行為につき、信託法 28 条によってすることができな い第三者委託をした場合

- (1) 序論
- (2) 信託法 28 条を受託者の第三者委託「権限」を定めるものとする場合
- (3) その問題点
- (4) 信託法 28 条を受託者の権限の行使の方法に関わるものと捉える場合

## 6 受託者が、その権限に属さない行為につき、第三者委託をした場合

## 7 おわりに

# 1 はじめに

## (1) 旧信託法 26 条 1 項と信託法 28 条

受託者が信託事務の処理を第三者に委託することについて、平成 18 年改正前の信託法（以下、「旧信託法」という）26 条 1 項は、信託行為に別段の定めがある場合か、やむを得ない事由がある場合に限り、受託者はその委託をすることができるとしていた。これに対して、平成 18 年改正後の現信託法（以下、「信託法」という）28 条は、旧信託法 26 条 1 項よりも、受託者が信託事務の処理を第三者に委託することができる場合を拡大した。すなわち、受託者は、①信託行為に信託事務の処理を第三者に委託する旨または委託することができる旨の定めがあるとき（同条 1 号）、②信託行為に信託事務の処理の第三者への委託に関する定めがない場合において、信託事務の処理を第三者に委託することが信託の目的に照らして相当であると認められるとき（同条 2 号）、③信託行為に信託事務の処理を第三者に委託してはならない旨の定めがある場合において、信託事務の処理を第三者に委託することにつき信託の目的に照らしてやむを得ない事由があると認められるとき（同条 3 号）に、信託事務の処理を第三者に委託することができるとした。

信託法 28 条は、旧信託法 26 条 1 項と比べて、とりわけ次の二点において特徴的であるとされている。

第一に、受託者が信託事務を第三者に委託することができる場合を（相当）拡大した点である。この拡大は、旧信託法制定当時に比べて社会において分業化・専門化が著しく進んだため、信託事務処理の第三者委託を広く認めることがより適切かつ迅速な信託事務処理の実現につながり、受益者の利益に資すると考えられるためとされている<sup>1</sup>。

第二に、規定の性格または受託者による第三者委託の法的意味の変容である。すなわち、旧信託法 26 条 1 項は、受託者がいわゆる自己執行義務を負うことを前提として、前記二つの場合にだけ受託者にその義務を免れさせる規定であると解されていた。これに対し、信託法 28 条においては、受託者による第三者委託の問題は受託者の権限の問題として把握しなおされたことが強調されている<sup>2</sup>。旧信託法 26 条 1 項と信託法 28 条は、それらの文言だけをみれば、いずれも受託者が第三者に信託事務処理を委託することができる場合を定めるものである。ただ、旧信託法では、その 20 条から 29 条までに受託者の注意義務・損

失補償義務・分別管理義務とそれらの違反の効果等に関する規定が置かれ、信託事務処理の第三者委託に関する26条はそのなかに配置されていた。そのため、旧信託法26条は受託者の義務の一つに関する規定である、とする理解が導かれやすかったといえる。それに対し、信託法では、受託者に関して定める第3章（全6節からなる）の第1節が「受託者の権限」、第2節が「受託者の義務等」と題され、信託法28条はそのうちの「受託者の権限」の節に置かれている。このことから、前記のような規定の性格または受託者による第三者委託の法的意味の変容が強調されていると思われる。

## (2) 本稿における課題の設定

これら二つの特徴からすれば、信託法28条について、次の二つが論ずべき重要な問題となる。

第一に、受託者が信託事務処理を委託することができる場合をより具体的に明らかにすることである。旧信託法26条1項については、第三者委託が許される場合の限定が厳しすぎるという認識から、信託事務の処理に支障を生ずることがないように、そこにいう「他人」や「信託事務」を限定的に捉えようとする解釈が有力であった。信託法28条についても、同条2号にいう第三者委託をすることが「信託の目的に照らして相当であると認められるとき」とはどのようなときか、同条3号にいう第三者委託をすることにつき「信託の目的に照らしてやむを得ない事由があると認められるとき」とはどのようなときかのほかに、同条にいう「第三者」と「信託事務」の意味を明らかにすることが重要である。

第二に、第三者委託の可否が受託者の「権限」の問題と捉えられたことの意味を明らかにすることである。たとえば、第三者委託の可否が信託事務処理上の義務に関わる問題であるならば、許されない第三者委託は受託者の義務違反として信託内部の問題として処理される、とすることが原則になると思われる。許されない第三者委託であっても、委託が信託との関係で「無効」（信託のための委託にならないこと）にはならず、委託を受けた第三者の行為の効果は信託財産に及び、受託者が信託内で責任を負うとすることが原則になる、ということである。それに対して、第三者委託の可否が受託者の権限の有無の問題であるとするならば、許されない第三者委託は受託者の権限のない行為であり、権限の通常の意味からすれば、委託が信託との関係で効果を生ずるのか否かがまず問題とされるべき



ことになりそうである<sup>3</sup>。

本稿では、このうちの後者の問題を検討する。信託事務の処理の委託を受けた第三者がその事務を処理した場合の法的問題としては、第三者の事務処理によって信託財産に損失が生じた場合に受託者が責任を負う要件と責任の内容が特に重要であり、従来、復代理人を選任した任意代理人の責任や履行補助者論との比較において、種々の議論がされてきたところである。しかしながら、本稿では、その問題に詳細に立ち入ることはせず、第三者のした行為によって信託財産がどのような場合にどのように変動するかを力点を置いた検討をおこなう。

信託法では、その 26 条において受託者の事務処理権限が、28 条 1 項において事務処理についての受託者の第三者委託権限が、それぞれ定められている。そのため、受託者が受託者として事務処理を第三者に委託する場合には、次の三通りがあることになる。すなわち、①受託者が処理権限を有する事務につき、権限内の第三者委託をする場合、②受託者が処理権限を有する事務につき、権限違反の第三者委託をする場合、③受託者が処理権限を有しない事務につき、(権限違反の) 第三者委託をする場合<sup>4</sup>である。そこで、以下では、これらの場合について、第三者のした行為によって信託財産がどのようなときにどのように変動するかを検討する。その検討に際しては、委託される事務が事実行為である場合と法律行為である場合を分けて検討する。事実行為については第三者がした行為の結果が信託財産に事実として当然に及ぶことがあるのに対し、法律行為についてはその効果の信託財産への帰属が認められるかどうかの問題になる。そのため、委託される事務が事実行為と法律行為のいずれであるかによって、検討すべき事柄が異なってくるからである。

## 2 受託者が、その権限に属する事実行為につき、信託法 28 条によってすることができる第三者委託をした場合

はじめに、受託者が、事務処理権限を有する事実行為について、信託法 28 条によって認められる第三者委託をした場合を検討する。その一例として、建物を賃貸してその収益から受益者に配当する信託において、信託財産たる建物の日常の管理の第三者委託が信託法 28 条に照らして許される場合に、受託者がその管理を第三者に委託したときが考えられる。

受託者が権限に属する事務について信託法 28 条により認められる第三者委託をした場合には、受託者と第三者との間の委託契約の効果、および委託を受けて第三者がした行為（事実行為であれ、法律行為であれ）の効果が信託財産に及ぶことに疑いはない。したがって、第三者が委託契約によって取得する債権にかかる受託者の債務は、信託財産責任負担債務になる。また、受託者は、第三者を介して信託事務を処理する（または、した）ことになるから、第三者委託に要する（または、要した）費用について、信託法 48 条 1 項または 2 項に従い費用の前払または償還を受けることができる。

この場合に問題となるのは、第三者が委託を受けた行為をする際に求められるべき義務（内容）と、第三者の行為により信託財産に損失が生じたときの法的処理である。これらは、旧信託法の下でも議論があった問題であり、現行法の下でもなお議論されている問題である<sup>5</sup>。もっとも、本稿は受託者の第三者委託権限の法的意味を検討しようとするものであるため、この点には立ち入らない<sup>6</sup>。

### 3 受託者が、その権限に属する法律行為につき、信託法 28 条によってすることができる第三者委託をした場合

#### (1) 序論

つぎに、受託者が、事務処理権限を有する法律行為について、信託法 28 条によって認められる第三者委託をした場合を検討する。なお、この検討に際して、次の例を用いることがある。

[例 1] 有価証券を売買してその収益から受益者に配当する信託において、信託行為により、受託者 T は、信託財産のための有価証券売買を第三者に委託することができる<sup>7</sup>とされていた。T が、有価証券の売買を第三者 A に委託した。A が、G との間で、有価証券の売買をした。

## (2) 第三者に委託される事務が事実行為である場合と法律行為である場合の異同

委託される事務が法律行為である場合も、問題となる事柄とその考え方は、委託される事務が事実行為である場合とほぼ同じである。すなわち、委託される事務が法律行為である場合も、委託の効果（〔例1〕のA・T間の契約の効果）および委託実行行為の効果（〔例1〕のA・G間の売買の効果）は、信託財産に及ぶ。また、第三者が委託を実行するに際して負う義務の内容と、第三者の行為によって信託財産に損失が生じた場合の処理が問題になる。そして、それらの問題の考え方には種々ありうるものの、第三者がする事務が事実行為であるか法律行為であるかによって結論が異なることはないはずである。

もっとも、委託される事務が法律行為である場合には、事実行為である場合にはない理論的問題がある。それは、第三者がした法律行為の効果が信託財産に帰属するにいたる構造はどのようなものか、という問題である。すなわち、〔例1〕でいえば、受託者の地位にあるTは、有価証券の売買の委託を、自己のためにすることも、信託財産のためにすることもできる。売買の委託を受けたAは、有価証券の売買を、自己のためにすることも、委任者（信託の受託者）であるTのためにすることもできる。そうであれば、AがGとの間で委託を受けた事務の実行に該当する有価証券売買をしたとしても、その事実のみをもって委託が実行された、すなわち、A・G間の売買の効果が信託財産に及ぶということにはならない。ここでは、Tが信託との関係で売買の権限とその委託権限を有すること、AがTのための売買の権限を有することのほかに、どのような要件が備わるときにA・G間の売買が信託財産のための売買となるのかを明らかにする必要がある。

## (3) 第三者の行為の効果が信託財産に帰属するための要件について

### (i) 受託者における信託財産のために委託する意思

受託者の地位にあるTが自己のためにすることもできる法律行為の実行を第三者に委託する場合に、その委託がT自身のためにされたか、信託財産のためにされたかについては、受託者自身のためにもすることができる信託事務を受託者の地位にある者がする場合一般と同様の考え方に従って判断されると考えられる。それによれば、Tにおける信託財

産のためにする意思の有無により、信託財産のための委託であるか、T 自身のための委託であるかが定まる。そのうえで検討しなければならないのは、争いになった場合に信託財産のためにする意思の存否をどのようにして認定するのかと、行為（ここでは、A・T 間の委託契約の締結）の時点における信託財産のためにする意思の存在を認めることができな  
いときに、後に T がその行為を信託財産のためとすることを認めるか、である<sup>7</sup>。

信託財産のためにする意思の存否は、T が行為の時にその相手方（ここでは、委託を受ける A）に対して示したならば、その示されたことに従って定めればよい。そうでない場合には、T が当該行為の前後に作成した書類、とった言動等の諸般の事情を考慮して認定するほかないだろう。そして、これによって信託財産のためにする意思の存在を認定することができないときには、T が後にその行為を信託財産のためとすることができるか否かを、信託法 31 条に従って判断することが適当であると考え。信託財産のためにする意思があったと認められなければ、T 自身のためであったと積極的に認められなくても、その行為の効果は、信託財産に帰属せず、T の固有財産にのみ帰属する。そのため、T がその後  
に当該行為は信託財産のためであったとすることは、固有財産に帰属する効果を信託財産に帰属させることを意味するからである。

## (ii) 第三者がゆだねられた行為を受託者のためにする（ことを示してする）こと

事務の第三者委託が信託財産のためにされたと認められる場合であっても、委託を受けた A が受託事務に該当する法律行為を相手方 G との間で自己のためにしたときには、その法律行為の効果はそもそも T に帰属せず、したがって信託財産に帰属することはない。それに対して、A が T のためにすることを示して（第三者が（直接）代理人として行為をする場合）、または T のためにする意思をもって（第三者が間接代理人として行為をする場合）G との間の法律行為をしたときには、その行為の効果は T に（直接代理の場合にはその効果が直接、間接代理の場合にはその効果にともなって委任契約に基づいて生ずる効果、たとえば利益移転請求権が）帰属し、かつ、信託財産に帰属することになると思われる（以下、簡略化のため直接代理事例で代表させる）。これは、信託財産への効果帰属にとって、A が T のためにすることを示して行為をすることは必要であるが、その際に A において信託財産のためにする意思があることを要しない、ということである。[例 1] といえば、A は当該売買をするための代理権を T から与えられているから、A が T のため

にすることを示してGとの間で売買をすれば、その効果はTに帰属する。そして、その効果は、Tにおいて信託財産のための事務処理権限と信託財産のために委託する意思があることによって、信託財産に帰属する。委託を受けたAが、その委託は信託財産のためにされると知らないことも珍しくはないはずである。そのような場合には、Aが委託を受けた行為を信託財産のためにする意思をもってすることはありえない。そうであっても、AがTのためにした売買の効果の信託財産への帰属が妨げられることはない。この場合にはまた、Aの行為の相手方Gも、当該売買が信託財産に効果帰属すべき行為であると知らず、また、そのような効果帰属を期待していないことが通常である。そうであっても、当該売買をAを通じて信託事務としておこなう権限と意思がTにあるため、信託財産への効果帰属が妨げられることはない。

#### (4) 委託を受けた第三者の行為により信託財産が変動するにいたる構造

以上の分析が正しいとすれば、委託を受けた第三者がした行為の効果の信託財産への帰属の構造は、代理一般の場合や復代理の場合における効果帰属の構造と異なることになる。そしてそれは、代理と信託の構造の違い、それゆえに生ずる代理人の権限と受託者の権限の違いに由来すると考えられる。

すなわち、代理の場合には、意思の存否や法律行為の効果に影響を生ずる事情の存否は、実際に行為をする者（代理人または復代理人）につき判断することが原則とされている。そして、復代理の場合には、復代理人は、自己に対する委任者である本代理人のためにすることではなく、本人のためにすることを示すべきこととされている。ここでは、復代理人の行為によって本人の法律関係（権利・義務）が直接に変動することになるため、復代理人においてそのための権限（本人を代理する権限）とその権限を行使する意思が必要とされているのだと解される。

それに対して、信託における第三者委託の場合には、上述のとおり、委託を受けた第三者Aは、相手方Gとの法律行為に際して、自己への委任者であるTのためにすることを示すことになる。ここでは、Aの行為によって直接に変動を生ずるのはTの法律関係（権利・義務）であるため、AにおいてTを代理する権限とその権限を行使する意思のあるこ

とが必要であり、かつ、それで十分であるとされる<sup>8</sup>。G からみれば、法律行為の相手方は T であり、T から権利を取得し、T に対して義務を負う。それらの効果が信託財産に帰属することになるのは、T が当該行為を信託財産のためにする権限を有すること、T がその行為を第三者に委託する権限を有すること、T がその行為を A に委託するに際して信託財産のためにさせる意思をもっていたことという、もっぱら T（を受託者とする信託の内部）の事情による。これは、行為の効果が信託財産に帰属するか否かは T における権利義務の変動の仕方の問題にすぎないからであると考えられる。

## 4 受託者が、その権限に属する事実行為につき、信託法 28 条によってすることができない第三者委託をした場合

### (1) 序論

つづいて、受託者が、事務処理権限を有する行為について、信託法 28 条によれば認められないにもかかわらず第三者委託をした場合を検討する。そのうち、まずは事実行為の委託を取り上げる。なお、検討に際して、次の例を用いることがある。

[例 2] 建物甲を賃貸してその収益から受益者に配当する信託において、信託行為により、受託者 T は甲の日常の管理を自ら行うこととされていた。ところが、T は、やむを得ない事情があるとはいえないのに、甲の日常の管理を第三者 A に有償委託した。

### (2) 受託者と第三者との間の関係

第三者に委託される事務が事実行為である場合には、第三者がその事務をおこなうと、その結果が事実として信託財産に影響を及ぼすことがある。たとえば、[例 2] において、A が日常の管理の一環として建物の清掃や修理をした場合、それによって信託財産である甲が保存されることになる。このことを前提に、その結果に関して、受託者と第三者との間、第三者と信託財産との間、受託者と信託財産との間にどのような法律関係が生じるのかが、問題になる。

このうち、受託者と第三者は、準委任契約の両当事者の関係にある。そして、両者の間



の関係だけをみれば、この契約を無効とする理由はない。したがって、[例2] でいえば、Tは、A に対して、契約に従って甲の管理をするよう求めることができる。Aは、T に対して、報酬の支払を求めることができる（無償である場合はもちろん別である）。

もっとも、この準委任契約によって、信託財産が事実として（場合により大きな）影響を受けることがある。たとえば、[例2] において、A が T との契約に基づいてする管理のあり方によって、信託財産である甲の状態が左右されることになる。そこで、信託財産の保護の観点から、たとえば受益者 B による契約取消し（信託法 27 条）が認められるのかが問題になる。これについては、次の(3)で扱う。

### (3) 第三者と信託財産との間の関係

[例2] では、受託者 T との間の契約によって、第三者 A は、T に対して報酬債権や費用償還債権等（以下、「報酬債権等」という）を取得する。そこで問題となるのが、この債権にかかる債務が信託財産責任負担債務になるかどうか、すなわち、A・T 間の契約の法的効果が信託財産に帰属するかどうかである。これについては、受託者の第三者委託の「権限」の内実をどのように理解するか、信託法 26 条にいう受託者の権限の一種と解するか、それとは異なり受託者の事務処理権限の行使の仕方（事務処理に際して受託者が負う義務）に関わるものと解するかによって、問題の捉え方が異なってくると思われる。

#### (i) 受託者の第三者委託権限を信託法 26 条にいう受託者の権限の一種と解する場合

受託者の第三者委託権限を信託法 26 条が定める受託者の権限の一種と解するならば、次のようになる。すなわち、A・T 間の準委任契約は、T の受託者としての権限違反行為となる。そこで、その契約の効果が信託財産に帰属するか否かが問題となる。その契約は「信託財産に属する財産について権利を設定し又は移転する行為」に該当しないため、A が、契約締結の当時、その契約が T によって信託財産のためにされたものであることを知っていたか否かにより、扱いが異なる（信託法 21 条 1 項 6 号イ参照）。

A がその契約は信託財産のためにされたと知っていたときには、A の報酬債権等にかかる債務は、信託財産責任負担債務となる。もっとも、受益者 B は、A が契約時に T はその契約をする権限を有しないと知っていたか、重大な過失によってそのことを知らなかった



ときには、A・T間の契約を取り消すことができ（信託法27条1項）、それによって信託財産に負担を免れさせることができる。この取消しがされた場合には、AのTに対する不当利得返還債権が生じる。そして、Tがその固有財産からこれを弁済したときには、Tの支出によって信託財産が得た利益の調整が問題になる。

それに対し、Aがその契約は信託財産のためにされたものであると知らなかったときには、Aの報酬債権等にかかる債務は信託財産責任負担債務にならない<sup>9</sup>。また、信託法27条1項1号に該当しないため、受益者BによるA・T間の契約取消しは問題にならない。この場合に、Tがその固有財産からAに報酬を支払ったときには、Tの支出によって信託財産が得た利益の調整が問題になる。

#### (ii) 受託者の第三者委託権限を信託法26条の権限の行使の仕方に関わるものと捉える場合

受託者による第三者委託「権限」を信託法26条が定める受託者の権限に含めず、その権限の行使の仕方（事務処理に際して受託者が負う義務）に関わるものと解する場合には、Tには受託として甲の日常の管理をする権限があり、Aへの委託はその管理を実行するための行為であるとみることになる。そのため、信託法21条1項6号には該当しない。むしろ、A・T間の委託契約によるAの報酬債権は、Tが「信託財産のためにした行為であって受託者の権限に属するものによって生じた権利」（信託法21条1項5号）にあたると思われる。そのため、Aの報酬債権等にかかる債務は信託財産責任負担債務になる。そのうえで、Tの受託者としての義務違反が信託内部で問題となる。

#### (iii) 検討

では、(i)と(ii)のいずれと解することが適当であろうか。

まず、信託法の規定ぶりから一義的に結論を得ることはできないように思われる。

すなわち、委託される事務が何であるかを問わず、第三者に委託することそれ自体を「信託の目的の達成のために必要な行為」と捉えれば、第三者委託権限は信託法26条にいう権限の一つということになる。それに対し、「信託の目的の達成のために必要な行為」とは[例2]でいえば建物甲の管理などを指し、第三者への委託はその管理方法の一つであり、だからこそ信託法28条という別の規定が設けられていると捉えることもできる。

また、信託法 28 条は、「受託者の権限」について定める節に配置されている。このことからすると、信託法 28 条が「権限」という文言を使っていなくても、第三者委託権限を信託法 26 条にいう受託者の権限の一つと解することが自然ではある。ただ、信託法における規定の配置からは、これと異なる捉え方も成り立ちうる。すなわち、信託法において、受託者の権限の範囲に関する規定は 26 条にあり、その権限に属さない行為の効果に関する規定は 27 条にある。受託者の第三者委託権限を 26 条の権限の一つとし、その違反の場合に 27 条を適用することが想定されているならば、第三者委託権限に関する規定は 26 条と 27 条の間に置かれてよいのではないかと思われる。

つぎに、実質的にいずれと解するのが適当か、である。

(i) の場合、第三者が信託財産のための委託であると知らなければ、第三者の委任報酬債権にかかる債務は信託財産責任負担債務にならない。この場合、抽象的には、第三者は自己の債権につき信託財産が引当てになると考えていないはずであるから、第三者を保護する必要はないと言えそうである。ところが、第三者委託がされる場合のなかには、[例 2] のように、第三者が信託財産それ自体を対象とする行為をする場合がある。そのような場合には、第三者は「ともかくも受託者が当該財産の権利者であることを信頼して取引に入ったのであるから」、当該財産にかかる第三者の信頼を保護する必要があるということもできよう<sup>10</sup>。後者の見地からは、第三者委託の法的扱いを定めるにあたっては、委託契約を別個独立に評価するのではなく、委託される事務の内容とその事務についての受託者の権限の有無を考慮することが適当であることになる。

以上の限りでは、(i)(ii) のいずれが適当であるかを決することはできそうにない。もっとも、同様の問題は、法律行為の第三者委託の場合にも生じる。しかも、そこでは第三者の契約相手の立場という、事実行為の委託の場合には現れてこない考慮要素があることから、後に改めて検討する。

#### (4) 受託者と信託または信託財産との間の関係

第三者 A が委託された事務を実行した場合に、受託者と信託または信託財産との間にどのような法律関係が生じるかは、第三者の行為を信託財産との関係でどのように扱うかによって異なる。

第三者 A への委託を受託者 T の権限違反行為とする場合において、A の債権にかかる債務が信託財産責任負担債務にならないときには、T は、その固有財産から A に弁済すべきことになる。そして、その弁済に要する費用は信託事務処理の費用（信託法 48 条 1 項）にはならない。ただ、第三者の行為によって信託財産に利益が帰属しているならば、T と信託財産との間に一種の「不当利得」関係が成立し、T のこの債権にかかる債務は信託法 21 条 1 項 9 号により信託財産責任負担債務になると解される。それに対し、A の債権にかかる債務が信託財産責任負担債務になるときは、T は、その債務を信託財産から弁済することができる。受益者 B が信託法 27 条 1 項により A・T 間の契約を取り消した場合には、A が T に対して不当利得返還債権を取得することがあり、T が A のこの債権を弁済したときには、A の行為により信託財産が利益を受けている限度で、T は信託財産に対して一種の「不当利得」の返還を請求することができる。

A への委託を T の権限違反行為として捉えない場合には、A・T 間の契約における A の債権にかかる T の債務は信託財産責任負担債務になる。この場合をめぐる法律関係は、(3)(ii)において述べたとおりである。

いずれの場合であっても、信託法 28 条によって認められない第三者委託をすることは、受託者の任務懈怠（信託法 40 条 1 項）または任務違反（信託法 58 条 4 項）にあたる。したがって、T は、信託法 40 条 1 項・2 項による責任を負う。また、委託の結果として信託財産に著しい損害が生じた場合はもちろん、そのような損害が生じなくても、受託者が信託法 28 条に違反する第三者委託を継続的または反復的にしているときには、信託法 58 条 4 項による受託者の解任が可能であると思われる。

## 5 受託者が、その権限に属する法律行為につき、信託法 28 条によってすることができない第三者委託をした場合

### (1) 序論

受託者が権限を有する事務について信託法 28 条によれば認められないにもかかわらず第三者委託をした場合について、つぎに、委託された事務が法律行為であるときを検討する。このときも、委託を受けた第三者・受託者・信託財産それぞれの相互関係については、

事実行為の委託のときと基本的には同様と考えられる。ただ、委託された事務が法律行為であるときには、その法律行為の相手方と第三者・受託者・信託財産との間にどのような法律関係が生じるかという、事実行為の委託のときにはなかった問題がある。そこで、以下では、この問題を取り上げる。なお、その問題の検討に際して、次の例を用いることがある。

[例 3] 不動産を賃貸してその収益から受益者に配当する信託において、信託行為により、受託者 T は不動産の管理等の資金を調達するために借入れをすることができるものの、借入れは T が自らしなければならないとされていた。ところが、T は、やむを得ない事情があるとはいえないのに、不動産の管理資金調達のための借入れを第三者 A に委託した。A が、T のためにすることを示して、G から金銭を借り入れる契約を結んだ。

[例 4] 信託行為において、受託者 T は信託財産に属する建物乙を売却することができるものの、売却は T 自らがすることとされていた。ところが、T は、やむを得ない事情があるとはいえないのに、乙の売却を第三者 A に委託した。A が、T のためにすることを示して、G との間で乙の売買契約を締結した。

## (2) 信託法 28 条を受託者の第三者委託「権限」を定めるものとする場合

受託者が、その権限に属する法律行為につき、信託法 28 条によって認められる第三者委託をした場合について、先に 3 において、次の結論を得た。すなわち、委託を受けた A が、委託を受けた法律行為を G との間でしたときに、その行為の効果が信託財産に帰属するのは、① A・G 間で法律行為がされたこと、②その法律行為に際して、T のためにすることが示されたこと（顕名）、③ T が、①に先立って A にその法律行為の実行を委託したこと（事務処理の第三者委託）、④ T が、受託者として①の法律行為をする権限を有していたこと（T の事務処理権限）、⑤ T が、③の委託を信託財産のためにしたこと（T の信託財産のために委託する意思）、⑥信託法 28 条に照らして、T が①の委託をすることができたこと（T の第三者委託権限）が認められる場合である。それに対し、A において①の法律行為を信託財産のためにする意思があることは、A・G 間の法律行為の効果が信託財産に及ぶため

に必要ではない。

受託者が権限を有する法律行為につき認められない第三者委託をし、委託を受けた第三者が他人と法律行為をした場合には、上記①～⑥のうち⑥が欠けることになる。⑥が欠けても、Aには当該行為をTの代理人としてする権限があり、行為に際して顕名がされているから、A・G間の法律行為の効果はTに帰属する。問題となるのは、その帰属が信託財産との関係においても認められるのか、である。

Tによる第三者委託を信託財産のための権限の行使であるとみるならば、4(3)(i)において述べたとおり、A・T間の委任契約の効力が信託財産との関係で認められないことがある。Tが当該委任契約を信託財産のためにすることをAが契約時に知らなければ、その契約の効果は信託財産に帰属しない(Aが報酬債権や費用債権等について信託財産に対する「権利」を認められないのに、信託財産との関係で事務を処理する義務、そのための権限は認められるとすることは不自然である)。Aがそれを知っていても、Tに第三者委託権限がないことをAが知りまたは重大な過失により知らなければ、受益者BがA・T間の委任契約を取り消すことができる。なお、前者の場合、AはTを代理する権限まで失うものではないが、後者の場合には、AはTを代理する権限も失うことになる。

これによると、⑥は、Aが信託財産に変動を生じさせる権限を取得するか否かに関わることになる。これは、Tが、特別の権限がなければ変動を生じさせることができない財産(信託財産)について、自己の名で他人にその変動権限を与えるという点で、受託者による法律行為の第三者委託を復代理と同様の構造と捉えることを意味する。そうであれば、⑥のTの第三者委託権限の欠如は、Aの信託財産にかかる事務処理権限の欠如を導き、Aのした法律行為の効果が信託財産に帰属することはない、と考えることが自然である。

### (3) その問題点

しかしながら、以上のように考えることには、いくつか問題がある。

第一に、Aの行為の効果が信託財産に帰属することになる構造には、復代理人の行為の効果が本人に帰属することになる構造と基本的に異なる点があることである。すなわち、3(3)(ii)および3(4)において述べたとおり、また上記①～⑥の整理に現われているとおり、復代理人は本人のためにすることを示して行為をしなければならぬのに対し、信託事務

処理の委託を受けた第三者 A は、自己に対する委任者である T のためにすることを示して行為をすることでよい。信託財産のためにすることを示す必要はない。この違いについては、復代理の本人は権利主体であるのに対し、信託事務処理の場合には信託財産に権利主体性が認められておらず、T が権利主体であることによるものであり、法技術上のものにすぎないとの見方もあるかもしれない。しかしながら、A には、行為に際して信託財産のためにすることを示す必要がないだけでなく、信託財産のためにする意思がある必要もない。これは、代理または委任一般における第三者委託との根本的な違いというべきであろう。

第二に、復代理と同様の構造とみて A の権限の欠如、その結果としての A による行為の効果の信託財産への不帰属を認める場合には、相手方 G の保護に欠けるところが出てくる。

復代理の場合には、復代理人の権限の欠如は代理権の欠如の一種であるから、復代理人として行為をした者に権限がなければ、その行為は無権代理行為として扱われる。そのため、相手方は、表見代理が成立するときには、行為の効果の本人への帰属を主張することができる。それに対して、A が権限なく信託事務の処理をした場合には、T を代理する権限があるときであっても、行為の効果は信託財産に及ぶという G の信頼を保護するための法理が存在しない。もっとも、ここでは、A が信託財産のために行為をする権限を復代理権類似のものとみて、表見代理に関する規定を類推適用することが考えられないではない<sup>11</sup>。しかしながら、かりにそのように考えとしても、G は、同じ行為について、受託者 T の事務処理権限違反の相手方となる場合よりも、T の第三者委託違反のために「権限」を欠く A の相手方となる場合のほうが、不利になることがある。

すなわち、[例 3] と同様の金銭の借入れが、T がそれをする受託者としての権限を有しないにもかかわらず G・T 間でされた (T には信託財産のためにする意思があった) 場合には、G の法的地位は次のようになる。すなわち、G が信託財産のためにされる借入れであると知らなければ、借入れの効果は信託財産に帰属しない (G の貸金債権にかかる債務は信託財産責任負担債務にならない)。それに対し、G がそれを知っていたならば、借入れの効果は信託財産に帰属する。ただし、G が T の権限違反を知り、または重大な過失によって知らなかったときは、受益者 B は、G・T 間の契約を取り消すことができる。

それに対し、[例 3] において、A・T 間の委任契約の効力が信託財産に及ばない (B に



よる取消しの場合を含む)とし、Aには信託財産のために行為する権限がないとする場合には、AがGからした借入れの効果は、Tの固有財産には及びうるものの、信託財産には帰属しない。もっとも、ここで表見代理規定の類推適用を認めるとすれば、GがAは信託財産のために行為をする権限を有すると正当な理由をもって(無過失で)信じていた場合に、借入れの効果の信託財産への帰属が認められることがある。

このようにみれば、Gが借入れの効果の信託財産への帰属を主張するための要件は、[例3]の場合のほうが、T自身による事務処理権限違反の借入れの場合よりも、Gにとって厳しいことがわかる。それ自体としてはすることができる行為についてその行為の方法に問題があった場合([例3])と、そもそもすることを認められていない行為がされた場合(受託者の事務処理権限違反行為)とで、いずれのほうが信託財産をより保護すべきであり、そのために行為の相手方の保護を後退させる要請が強いというべきか。これは、後者(受託者の事務処理権限違反行為)の場合ではなからうか。ところが、受託者の第三者委託権限を信託法26条にいう受託者の権限の一種と位置づけるときには、これと反対の結果になる。

[例4]に関しても、同様である。Tが乙の売却を制限されているのに乙をGに売却した場合には、G・T間の売買の効果は信託財産に当然に帰属し(乙は、Gが取得し、信託財産から流出する。売買代金(債権)は信託財産になる)、ただ、GがTは売却権限を有しないと知っていたか、重大な過失により知らなかったときには、BはG・T間の売買を取り消すことができる。それに対し、[例4]において、A・T間の委任契約の効力が信託財産に及ばない(Bによる取消しの場合を含む)とし、A・G間の売買はAによる無権限取引の一種であるとする場合には、A・G間の売買の効果は信託財産に及ばない(Gは乙を取得することができない)ことになる。ここで表見代理規定の類推適用を認めるとすれば、Gは、Aが信託財産のために乙を処分する権限を有すると正当な理由をもって(無過失で)信じていた場合に、乙の取得を認められることがある。しかしながら、ここでも、信託財産との関係で許されない行為がされた場合のほうが、許される行為ではあるがその仕方に問題があった場合よりも、信託財産の保護が薄く、行為の相手方の保護が厚い結果になっている。

以上によれば、信託法28条は受託者の第三者委託「権限」を定めるものであるとみて、同条によって許されない委託を信託法27条が適用される「権限違反」行為とみることは、適当ではない。



#### (4) 信託法 28 条を受託者の権限の行使の方法に関わるものと捉える場合

そうすると、受託者による事務処理の第三者委託につき定める信託法 28 条は、受託者の権限行使の方法（受託者が権限行使に際して負う義務）に関わる規定と解すべきであり、信託法 28 条によって許されない委託は、そのことのみをもって信託財産との関係でも効力を否定されることはなく、受託者の義務違反行為として扱われるべきである。

これによると、[例 3] と [例 4] のいずれにおいても、A・G 間の行為の効果は信託財産に帰属する。すなわち、[例 3] では、G の貸金債権にかかる債務は信託財産責任負担債務になる。[例 4] では、一方で、乙は G が取得し、信託財産でなくなる。他方で、売買代金（債権）が信託財産になる。もっとも、A・T 間の委任契約は、T の受託者としての任務懈怠または任務違反となる。そのため、T が信託法 40 条 1 項・2 項による責任を負うこと、信託法 58 条 4 項に基づいて解任されることがありうる。また、受託者の義務違反を理由として受託者の行為の効果の信託財産への帰属が否定されることもありうるとするならば<sup>12</sup>、場合によっては A・G 間でされた行為の効果の信託財産への帰属が否定されることもありうる。

## 6 受託者が、その権限に属さない行為につき、第三者委託をした場合

受託者がその権限に属さない行為について第三者に委託する権限を有することは、考えられない。したがって、そのような行為については、信託法 28 条の適用は問題にならず、第三者委託が信託財産との関係で正当化されることはない。もっとも、それは、そのような第三者委託によって信託財産が影響を受けないことを意味するわけではない。たとえば、第三者が、受託者の権限に属する行為についての信託財産のための委託と信じて、委託を受けることがありうる。また、法律行為の委託の場合には、委託を受けた第三者またはその第三者と法律行為をした相手方の主観的態様によって、行為の効果が信託財産に帰属するとされることもありうる。

信託法 28 条を受託者の第三者委託「権限」を定めるものとする場合には、受託者と第三者との間の委託契約が信託法 27 条に照らして信託財産との関係で効力を認められるか、その委託契約の効力が信託財産に及ぶとしても、第三者によってされるのは受託者の権限に属さない行為であるため、第三者と相手方との間の行為の効果が信託財産に帰属するかが、いわば二段構えで判断されることになると思われる。

それに対して、5 において述べたように、信託法 28 条を受託者の権限行使の方法に関わるものであると捉える場合には、第三者委託が信託財産との関係で効力をもつかどうかを独立に考える必要はない。受託者の権限違反行為が（第三者を用いて）されたものとして、行為の効力を判断するだけでよい。

## 7 おわりに

以上、受託者の第三者委託権限の法的意味について考察した。

受託者による第三者委託が、受託者に与えられた権限の行使であるのか、受託者としての事務を処理するための一方法であって、信託法 28 条はその方法の制約に関する規定であるのかは、本稿では詳細に立ち入ることをしなかった第三者の行為に対する受託者の責任の捉え方にも影響を及ぼす可能性がある。第三者の行為について、受託者は、信託法 28 条により認められない第三者委託をした場合に信託法 40 条 1 項・2 項により責任を負うほか、委託そのものは信託法 28 条により認められる場合であっても、信託法 35 条 2 項または 3 項の義務に違反したときは、信託法 40 条 1 項により責任を負う。これらの責任は、復代理人の行為についての任意代理人の民法 105 条による責任とおおむね同一である。しかしながら、第三者委託をした受託者の責任に関する規律を、復代理人を選任した任意代理人の責任に関する規律と同様のものとするには、疑問も呈されている<sup>13</sup>。受託者の第三者委託「権限」が任意代理人の復代理人選任権限とは異質なものであり、事務処理義務の履行方法の問題であるとするのは、その疑問を支える理由の一つになる。もっとも、伝統的通説においては、義務の履行のために第三者（履行代行者）を用いた者の責任も、復代理人を選任した任意代理人の責任に準じたものとされている<sup>14</sup>。また、受託者が第三者の行為につき負うべき責任を定めるにあたっては、第三者委託の性質のほかに、種々の

考慮すべき事柄がある。そのため、本稿における考察の結果が第三者の行為についての受託者の責任を定めるにあたってもつ意味の検討は、将来の課題としたい。

[注]

- 1 寺本昌広『逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕』（商事法務、2008年）109頁。
- 2 寺本・前掲注(1)109頁、新井誠監修・鈴木正具＝大串淳子編『コンメンタール信託法』（ぎょうせい、2008年）105頁〔行澤一人〕。
- 3 もっとも、信託法にいう受託者の「権限」が代理など他の場合に一般的に用いられる「権限」と同質のものであるかについては、検討の余地がある（この検討をするものとして、佐久間毅「受託者の『権限』の意味と権限違反行為の効果」信託法研究34号（2009年）31頁以下）。そのため、第三者委託の可否の問題が受託者の義務の問題から受託者の権限の問題へと捉えなおされたことが、委託を受けた第三者がした行為の法的処理の変更に当然につながるとは限らない。
- 4 処理権限を有しない事務については、受託者が受託者としてその処理を第三者に委託したとしても、それはすべて権限違反の第三者委託になるはずである。
- 5 たとえば、山本敬三「第三者への事務処理の委託 一信託法改正の意義と民法改正の課題」ジュリスト1450号（2013年）52頁以下。
- 6 もっとも、注(8)参照。
- 7 間接代理について、自己のためにもすることができる事務を受任した者が受任事務に該当する行為をした場合にこの問題を検討するものとして、野々上敬介「財産管理人による行為の効果帰属の法理(一) 一間接代理人の行為を中心として一」法学論叢172巻2号（2012年）103頁以下。
- 8 Aは、Tの代理人になるのであって、信託財産との間で何らかの法律関係に立つわけではない。そのため、Aが代理行為（委任事務の処理）をするにあたって負うべき義務と代理行為についての責任は、Tとの間の契約において定まる。そして、A・T間の契約は委任契約（代理権授与契約）にほかならず、Tが受託者として信託財産のためにこの契約をすることのみをもって、その契約の内容が委任契約一般と異なるものとされるべき理由はない。平成18年の信託法改正において旧信託法26条3項の規定（信託事務処理の委託を受けた第三者が受託者と同一の責任を負うとする規定）が削除された。この削除の背後には種々の実質的考慮があるが（寺本・前掲注(1)142頁以下）、受託者による第三者委託の法的構造からも削除が正当化されると思われる。
- 9 寺本・前掲注(1)87頁以下参照。
- 10 信託財産に属する財産について権利を設定または移転する行為について、当該財産が信託財産に属することの認識が相手方になくとも行為から生ずる権利にかかる債務が信託財産責任負担債務とされる（信託法21条1項6号イ参照）理由として寺本・前掲注(1)86頁が説くところを参照（ただし、そこで説かれているのは「当該財産に対する」相手方の信頼の保護である）。
- 11 ただ、信託法28条によって認められる第三者委託の場合には、Aが自己の行為は信託財産のためであると知らなくても、AがTを代理してする行為の効果が信託財産に及ぶと解された。そうであるとすれば、信託法28条によって認められない第三者委託の場合であっても、Aが信託財産のための行為であることを認識していることが、Aの行為の効果の信託財産への帰属を認めるために必要とされることはないはずである。このように、信託財産への効果帰属につき、信託財産のために行為をすることになるAにおいて効果帰属先についての認識がなくてもよいのに、行為の相手方

である G にその認識と正当な信頼が必要であるとするのは、奇異に感じられる。そのほかにも、何をもって表見代理の成立に必要な本人の帰責性があるとするのか、すなわち、民法 109 条の代理権授与表示や民法 110 条の基本代理権にあたるとするのかも不明である。

- 12 この点については、佐久間・前掲注(3) 44 頁以下。
- 13 大山和寿「信託事務処理の委託先が指名されている場合における受託者の責任 —民法 105 条 2 項の形成過程をも参考にして」米倉明編『信託法の新展開 —その第一歩をめざして』（商事法務、2008 年）210 頁、山本・前掲注(5) 58 頁。
- 14 我妻栄『債権各論中巻二』（岩波書店、1962 年）672 頁以下。

アメリカ法における受託者の  
分散投資義務と信託行為の定めについて

木 村 仁

# 目 次

- 1 はじめに
- 2 受託者の分散投資義務
  - (1) モダン・ポートフォリオ理論と分散投資義務
  - (2) 分散投資義務の内容
  - (3) 分散投資が不要とされる場合
- 3 分散投資に関する信託条項と受託者の責任
  - (1) 信託財産の保有を一般的に認める定めがある場合
  - (2) 一定の信託財産の保有を許容し、かつ分散投資義務を減免する定めがある場合
  - (3) 受託者免責条項
  - (4) 特定の財産の保有を命ずる信託条項と信託の変更
- 4 おわりに



# 1 はじめに

信託財産の投資運用が予定されている信託においては、受託者は合理的な注意をもって投資運用する義務を負うが、アメリカ法では、その注意義務の一内容として分散投資義務が重視されている。1890年の Dickinson, Appellant 事件<sup>1</sup>ではすでに、投資を分散させず集中投資したことより信託財産が損失を被ったことについて、受託者の責任が肯定されている。1959年に公刊された第2次信託法リステイトメントでは、受託者の義務の一部として分散投資義務が規定されていたが<sup>2</sup>、20世紀半ばから後半におけるファイナンス理論の発展により、1992年に公刊された第3次信託法リステイトメントにおいて、思慮深い投資 (prudent investment) の定義に関する基本的な条項に、分散投資義務が組み込まれることとなった<sup>3</sup>。そして、1994年に採択された統一プルーデント・インベスター法 (Uniform Prudent Investor Act) では、第3条において、原則として受託者は信託投資を分散させる義務を負うと規定されており<sup>4</sup>、アメリカ信託法において信託投資を分散する義務は、受託者の重要な義務として確立されているといえる。

他方で、受託者が分散投資義務を負わない場合も存在する。第一は、「特別な事情によって、分散投資しない方が信託目的の達成に資すると受託者が合理的に判断したとき」<sup>5</sup>である。

第二に、受託者の分散投資義務について、信託行為に別段の定めがあるときには、その定めるところによるとされる。では、信託条項において、一定の信託財産を保有する権限が受託者に認められており、受託者の分散投資義務を免除する旨または集中投資を許容する旨の定めがある場合、受託者は投資運用について、いかなる注意義務を負うのであろうか。また、信託条項によって受託者の投資運用に関する注意義務を軽減できる限界はどこにあるのであろうか。さらに、信託条項によって特定の財産の保有が命じられることがあるが、受託者は、委託者が予期しなかった事情が生じたことにより、信託条項を変更して、分散投資する義務を負う場合が考えられるであろうか。

本稿は、アメリカにおける受託者の分散投資義務の内容を明らかにしたうえで、上記の問題意識のもと、信託財産の投資運用に関する信託条項が規定されている場合における受託者の注意義務の内容および責任につき、近時のアメリカ法の動向を整理し、分析するこ

とを目指すものである<sup>6</sup>。

以下では、まず、アメリカ法における受託者の分散投資義務の内容および分散投資が不要とされる場合を明らかにする。次に、信託条項において、信託財産の保有を許容する、または保有を命ずる定めがある場合における受託者の注意義務の内容を検討する。すなわち、受託者が、信託財産の保有を特に認める信託条項に依拠して集中投資をした結果、信託財産が損失を被ったときに適用される受託者責任の判断基準、および受託者免責条項の有効性について、分析を行いたい。そして、特定の信託財産の処分を禁止して保有を命ずる旨が信託条項に定められている場合において、事情が変更したことにより、当該条項に従って管理運用することが受益者の利益を損なうときに、受託者は信託の変更を求める申立てをする義務を負うかという点について検討する。

なお、ERISA における受託者の分散投資義務についてはすでに優れた分析がされているので<sup>7</sup>、本稿の検討対象からは除外する。

## 2 受託者の分散投資義務

### (1) モダン・ポートフォリオ理論と分散投資義務

アメリカにおける投資理論、特に受託者の分散投資義務を基礎づけているファイナンス理論に、モダン・ポートフォリオ理論がある。これによると、すべての株価動向は、次の3つの要因（リスク）による影響を受けるという<sup>8</sup>。第一は、一般的な経済的・政治的状況によって影響を受ける市場リスクといわれるものである。市場リスクは経済全体に影響を与えるような規模の危険であり、システマティック・リスク（systematic risk）とも呼ばれる。このリスクが顕在化すると、すべての証券が影響を受けるため、このリスクを分散することはできない。株式投資においては市場リスクを回避することが不可能であるため、そのリスクを反映した期待リターンによって、投資家に報いることになる。したがって、報われるリスク（compensated risk）とも呼ばれる。

第二は、特定の産業全体に影響を及ぼす産業リスクまたは業種別分類以外の特定グループすべての株価に影響を及ぼすリスクである。そして第三に、特定の企業に特有のリスク（firm risk）がある。市場リスク以外の非システマティック・リスク（unsystematic risk）

については、投資家は分散投資すればするほど減少させることができるものであり、分散可能リスクとも呼ばれる。リスク軽減が可能であるのならば、投資家はより高いリターンを求めることはできないので、非システムティック・リスクは、報われないリスク (uncompensated risk) でもある。

ある実証的研究によると、株価変動の31%は市場リスクによるものであり、49%は産業要因または非業種グループ要因によるもの、そして20%が特定企業リスクであった<sup>9</sup>。この結果にもとづくと、分散投資することによって、株式投資に伴うリスクの約7割を抑えることができることとなる。モダン・ポートフォリオ理論によると、分散投資することにより、リターンの期待値を低減することなくリスクを減らすことができるという<sup>10</sup>。

第3次信託法リステイトメントは、モダン・ポートフォリオ理論にもとづいて、信託財産の投資に関する受託者の注意義務を現代化したうえで、分散投資義務については、「投資決定を行い、これを実施するにあたっては、受託者は、信託の投資を分散させる義務を負う。ただし、当該事情のもとで分散投資しないことが合理的である場合は、この限りでない。」<sup>11</sup>と規定することとなった。また、1994年に採択された統一プルーデント・インベスター法<sup>12</sup>は、第3条において受託者の分散投資義務につき、次のように規定する。「受託者は、信託投資を分散させなければならない。ただし、特別な事情によって、分散投資しない方が信託目的の達成に資すると受託者が合理的に判断したときは、この限りでない。」と。

## (2) 分散投資義務の内容

受託者の分散投資義務の根拠は、合理的な注意および技能を尽くす義務に求められ、その内容は報われないリスクを軽減するための合理的努力をすることとされるが<sup>13</sup>、では、受託者は、いかなる種類の財産に、いかなる程度、投資を分散させなければならないのであろうか

投資戦略の策定において最も重要であるのは、信託財産をいかなる種類の資産に振り分けるかという決定、すなわち目指すリスク・リターンを実現するための資産配分 (asset allocation) である<sup>14</sup>。一般的に、株式、不動産、ヘッジファンド、債券、商品、現預金など様々な種類を投資対象とすることにより、報われない非システムティック・リスクを低減

することが可能である。しかし、正当化される投資戦略は多様であり、また、信託の目的、信託条項、信託の規模、受益者のニーズとリスク許容度、受託者の性質、受託者の権限と義務内容などの事情に応じて、いかなるカテゴリーへの投資が適切であるかも異なってくる<sup>15</sup>。したがって、受託者は、すべての基本的なカテゴリーに対して投資を分散する義務を負っているわけではなく、必要な注意をもってする限り、特定の種類の財産に集中的に投資することが、必ずしも禁止されるわけではない<sup>16</sup>。例えば、信託条項において、収益受益者の扶養のために元本を取り崩すことができると規定されている場合には、一定の収益を確保するために安定的かつ安全な投資を重視することが求められるので、元本受益者のために元本を増加させるよう分散投資する義務を負わないとされた判例がある<sup>17</sup>。

一般的には、報われない分散可能リスクを効果的に軽減するためには、様々な種類の投資に分散させることが望ましい。しかしながら判例は、必ずしも資産クラスの分散を厳格に要求しているわけではない。信託の目的、信託条項、信託の規模、受益者のニーズおよびリスク許容度、受託者の性質、受託者の権限に応じて、いかなるカテゴリーへの投資が適切であるか異なっており、これらを総合的に判断したうえで、いかなるポートフォリオを組成するか、受託者に一定の裁量権が認められている。

次に、株式については、どの程度投資の分散が必要とされるのか。ある論者によると、互いに関連性のない資産に10ないし15の分散投資を行うことで、非システムティック・リスクを排除することが可能であるという<sup>18</sup>。第3次信託法リステイトメントのコメントでは、「異なる分野の産業または他の異なる性質を有するものを適切に選択したうえで投資しておれば、少数の銘柄の証券であっても、分散投資の効果は大きなものとなりうる。しかしながら、通常は、信託投資においては幅広く分散させることが望ましい。」<sup>19</sup>と記されている。

一般的に小規模の信託財産においては、個別に投資先を選定して広く分散したポートフォリオを組成することは、その費用に鑑みて容易ではない。しかし、現代においては、複数の信託財産をまとめてファンドとし、信託の利益を投資額に応じて配分する集団投資ヴィークルを利用することで、わずかなコストで適切なレベルの分散投資を図ることができる。他方で、より有利な市場を求めて、または割安な株式を探して、アクティブな投資計画を策定して実施することが禁止されているわけではない。ただしその場合、受託者は、分析コストや取引コストはどの程度か、経済理論および信託ポートフォリオにおける役割

から見て合理的か、そして投資計画を実行する能力を有する者を利用することが可能か、などを考慮したうえで、アクティブな投資方針を採用するか否か判断することが求められる<sup>20</sup>。

### (3) 分散投資が不要とされる場合

統一プルーデント・インベスター法3条は、受託者が分散投資義務を負わない場合として、「特別な事情により、分散投資しない方が信託の目的に資すると受託者が合理的に判断した場合」を定めている。では、信託の投資を分散しないことが正当化されるのは、いかなる場合であるのか。

#### (i) 税金対策

統一プルーデント・インベスター法3条のコメントは、「税金の影響を受けやすい信託が、収益課税率の低い分証券を集中的に保有している場合においては、信託財産の処分によって得られる利益に対する課税額が、分散投資のメリットを上回ることがある。」<sup>21</sup>と述べる。一般的に、収益課税ベースが低い財産を有しているというだけでは、非システムティック・リスクを過大に抱え込むことを正当化できないが、非課税の証券に集中的に投資したとしても、残りの信託財産が適切に分散されておれば、分散投資義務違反に問われる可能性は少ないといわれている<sup>22</sup>。

#### (ii) 信託財産が信託目的または受益者と特別な関係にある場合

統一プルーデント・インベスター法は、信託財産の投資運用にあたって受託者が考慮すべき事由として、「信託財産と信託の目的もしくは受益者との特別な関係、または信託の目的もしくは受益者にとって信託財産がもつ特別な価値」を挙げている<sup>23</sup>。特定の信託財産が、信託にとって特別の意味を持つ場合には、原則として分散投資義務は生じない。

例えば、信託財産が代々家族間で承継されてきた土地であって、これを受益者に承継させることが信託の目的とされる場合においては、受託者が分散投資する義務は生じない。Brackett v. Tremaine 事件<sup>24</sup>では、委託者は、合計9人の子らおよび孫らを受益者とし、信託財産である農地から得られる収益を、これらの受益者に後継ぎ遺贈的に分配する信託を

設定した。信託条項では、受託者は、信託財産の全体に占める割合にかかわらず、ある財産を保有することが受益者の最善の利益になる場合には、当該財産を保有することができるとの規定があった。受託者は裁判所に対して、信託財産たる農地の一部を、個人的な理由のために固有財産として購入する許可を求める申立てをしたが、残余権を有する受益者らが、受益者らと本件農地との間には特別な関係があり、また委託者は受益者らのために本件農地を保有することを意図していたことを理由に、異議を主張した。

ネブラスカ州最高裁は、分散投資することがブルーデント・インベスターとしての注意義務に適合するか否かを判断するにあたっては、受託者は、当該信託財産が信託の目的または受益者と特別な関係にあるかを考慮しなければならないと判示し<sup>25</sup>、本件農地は、委託者の子孫である受益者にとって特別な思いがある土地であることなどを理由に、分散投資しないことが正当化されるとし、受託者による本件農地の処分を認めなかった。

また、家業の承継を目的とする信託が設定された場合にも、信託目的と信託財産の間に特別な関係があるので、原則として受託者は分散投資義務を負わない<sup>26</sup>。

### (iii) 受益者の資産において信託財産が占める割合が少ない場合

統一ブルーデント・インベスター法は、信託財産の投資および管理において受託者が考慮すべき事由として、受益者の他の資産を挙げている<sup>27</sup>。したがって、受益者が有する総資産において当該信託財産の価値が占める割合が少ない場合には、受託者が信託財産を分散投資せず、特定の財産を集中的に保有することが正当化される<sup>28</sup>。

### (iv) 信託財産の処分が不可能または相当程度困難であること

信託の投資が特定の財産に集中していたとしても、当該財産を処分して投資を分散させることが相当程度困難であるとき、受託者は分散投資する必要がない。例えば、信託財産の性質上、市場流通性がないため売却が困難である場合には、一般的に、分散投資しなかったことで受託者の責任が問われることはない<sup>29</sup>。ただし、信託の目的と受益者の利益に鑑みて分散投資する義務を負っている受託者が、集中投資したことについて免責されるためには、可能な限り投資を分散させる可能性を検討したうえで、集中保有を継続すべきか否かを慎重に判断を下したことが示されなければならない<sup>30</sup>。



### 3 分散投資に関する信託条項と受託者の責任

統一プルーデント・インベスター法は、第3条において受託者の分散投資義務を定めるが、同法1条は「プルーデント・インベスター・ルールは、信託条項によって、拡大、制限、排除または変更することができる」<sup>31</sup>と規定し、プルーデント・インベスター・ルール全体が任意規定であることを示している。アメリカでは、信託条項において、受託者が信託財産（特に信託財産を受領した時の当初財産）を保有することを許容する規定、受託者の分散投資義務を免除し、集中投資に関して受託者を免責する規定、または特定の信託財産の処分を禁止し、保有を命ずる規定が置かれることがある。本章では、分散投資に関する信託条項の内容に応じて、受託者がいかなる注意義務を負うかについて検討する。

第一に、集中投資または信託財産の保有について受託者に広い裁量権を認め、これを許容する旨の信託条項（permissive clause）がある場合において、このような信託条項によって、受託者の注意義務、とりわけ分散投資義務がどの程度変更されているかは、最終的には信託条項の文言解釈の問題に帰着するが、いかなる文言であれば、分散投資義務が免除されたと解されるのか。また、このような定めに依拠して分散投資を行わず、特定の財産に集中的に投資したことによって信託財産が損失を被ったとき、受託者はいかなる判断基準にもとづいて注意義務違反の責任を問われるのか。さらに、信託財産の投資運用について、信託条項によって軽減することができない受託者の最低限の注意義務とは何であろうか。以上の点について、受託者が集中投資したことを理由に受託者の責任が問われた近時の判例を取り上げて、分析したい。

第二に、分散投資しないことによって信託財産が損失を被ったとしても受託者が責任を負わない旨の免責条項（exculpatory clause）の効力について、アメリカ法の状況を紹介し、その背後にある政策的、理論的根拠を明らかにする。

第三に、特定の信託財産の保有を命ずる信託条項（mandatory clause）があったとしても、事情が変更したことにより、受託者は注意義務の一環として、このような条項を変更する義務を負うのかという点につき、リステイトメントおよび判例を中心に考察したい。

## (1) 信託財産の保有を一般的に認める定めがある場合

一般的に信託財産の保有権限を定める条項があったとしても、それだけでは受託者の分散投資義務を何ら変更するものではなく、受託者の分散投資義務が免除されたというためには、これを定める明確な文言が必要とされる。

例えば、Wood v. U.S. Bank, N.A. 事件<sup>32</sup>では、委託者 S は、妻 X を受益者とし、S の死後は Y 銀行を受託者とする信託を設定したが、当初の信託財産の 80% は、Y 銀行の株式で構成されていた。信託条項において、Y は、自らが適切と判断した場合には、Y の株式を含めて、受領した時と同じ形態の証券を保有する権限を有すると規定されていた<sup>33</sup>。しかし、その後 Y 銀行株式の価格は 25% 下落し、信託財産が多額の損失を被ったので、X が、Y の分散投資義務違反を理由に損失てん補を求めた事例である。

オハイオ州控訴裁判所は、統一プルーデント・インベスター法に定められた受託者の分散投資義務は任意規定であることに言及しながらも、Y は思慮深くかつ注意をもって投資を行う義務に違反したとして、Y の責任を認めた。同裁判所は、S が「分散投資義務を免除したいと思っていたのであれば、分散投資義務を免除する定めを置いたはずである。すなわち、投資を許容する信託条項において分散投資義務について言及するか、または特に分散投資義務を軽減する条項を規定したはずである。」<sup>34</sup>と述べ、信託証書の文言によって、明確に分散投資義務を免除する意思が示されていない限り、受託者の分散投資義務は変更されないと判示し、X の請求を認容した。

第 3 次信託法リステイトメントも、「適用される制定法または信託行為の定めにおいて、信託財産の一部として受領した投資を保有することを許容する一般的な権限の付与があったとしても、通常は受託者の分散投資義務および投資に関する事柄について合理的に行動する一般的な義務が免除されるわけではない。」<sup>35</sup>と述べる。受益者の経済的利益を最大化することが、信託の目的とされているのであれば、分散投資がその目的に合理的に適合する方法であるので、信託条項によって分散投資義務が免除されたと解するためには、委託者が、この旨の明確な意思を信託条項で示していることが必要とされるのである。



## (2) 一定の信託財産の保有を許容し、かつ分散投資義務を減免する定めがある場合

信託条項において、受託者が信託財産を保有する権限を有することだけではなく、投資を分散する必要がないこと、または集中投資を許容することが明示されている場合、分散投資しなかったことに関する受託者の責任の判断基準は、信託条項において保有を許容する財産が特定されているか否か、分散投資しなかったとしても受託者を免責する旨が明示されているか否か、信託財産の性質（当初財産が委託者または信託目的と特別な関係がある財産か、または受託者と関係がある財産かなど）、信託の目的、受益者のニーズおよびリスク許容度などによって異なる。以下で敷衍する。

### (i) 合理性 (prudence) の基準

信託条項において、集中投資を許容する旨または分散投資が不要である旨が明示されていたとしても、投資運用について受託者に客観的に求められる注意、技能および配慮をもって思慮深い投資を行ったか否かという合理性 (prudence) の基準にもとづいて、集中投資を継続した受託者の責任を判断すると述べる判例が散見される。すなわち、集中投資を許容するまたは分散投資が不要である旨の信託条項がある場合には、分散投資を行わなかったこと自体によって、ただちに受託者に注意義務違反があったとされるわけではないが、投資に関する信託条項の趣旨、または信託財産の投資運用に関する委託者の意思に配慮しつつ、投資方針が信託の目的および受益者の利益に照らして合理的であるか否か適宜検討を行い、合理的な注意、能力および配慮を用いて、集中投資を維持すべきか、これを処分して投資の分散を図るべきか、またどのように分散させるか、を判断しなければならないとするのである<sup>36</sup>。

例えば、Louis Donato v. BankBoston 事件<sup>37</sup>では、委託者は、その娘らを受託者とし、被告 Y 銀行を受託者とする信託を設定した。信託条項の 12 条において「受託者は、……通常は過剰な割合とみなされる信託投資の額であっても、いかなる証券その他の財産を購入し、かつ保有する……権限を有する。」と規定され、また同 13.2 条では、「受託者は、分散投資がされていなくとも、特に私から取得した財産または後に私の書面による指図にしたがって取得した財産を保有する権限を有する。……受託者は、そのような財産を保有した

ことによって生ずる損失または価格下落について責任を負わない。」と規定されていた。

委託者が死亡した後に、Y が信託財産の積極的な投資運用を開始した。信託設定時の信託財産には転換可能な社債が含まれていたが、1993 年 9 月にこれが C 株式に転換されて信託財産の価額全体の約 40% を占めるに至った。同年 10 月には Y が必要費支払いのために他の信託財産を売却したことで、C 株式の価値が信託財産全体に占める割合は 70% 近くにまで上昇した。Y は、同年 11 月以降徐々に C 株式の売却を進めて、最終的には C 株式をすべて手放すに至ったが、その間に C 株式の価格は下落していった。受益者らの遺言執行者が、1993 年 11 月の時点で Y は C 株式をすべて売却すべきであったとして、この時に売却すれば得られたであろう利益と実際に得られた売却益との差額を損害賠償として請求した。

ロード・アイランド地区連邦地裁は、信託条項の 12 条により、投資を分散する受託者の義務は免除されているが、それは思慮深く行為するという根本的な義務を免除したわけではないと判示した。ある特定の投資を保有したこと、または一つのものに過剰な投資を行ったことそれ自体が思慮深さに欠けるとはされないが、特定の状況において投資することにつき思慮深く判断しなければならない義務まで免除されたわけではないとした<sup>38</sup>。13.2 条に関して、同裁判所は、信託条項によって特に保有する権限が認められている財産を保有したことについては、合理性（思慮深さ）の基準ではなく、裁量権濫用の基準によって、受託者の責任の有無が判断されるとした。

本判決は、信託条項において、受託者の分散投資義務を免除することが明確に定められていた場合には、分散投資義務は消滅し、集中的保有が許容される財産が特定されておれば裁量権濫用の基準により、特定されていなければ、合理性（思慮深さ）の基準にもとづいて、当該状況のもとにおける投資が受託者の注意義務違反にあたるか否かが判断されると判示したものであり、他にも同様の趣旨を述べる判例が見られる<sup>39</sup>。ただし、集中投資を許容する対象の財産が特定されていたとしても、対象となる財産が受託者と関係を有する場合、または受託者免責条項を欠く場合には、合理性の基準にもとづいて受託者の責任が肯定されることがある<sup>40</sup>。

## (ii) 裁量権濫用基準

信託条項において、①保有を許容もしくは希望する対象財産が特定されている、または

②集中的に投資した財産が、委託者または信託目的と特別な関係にある当初財産である（集中投資を許容した委託者の意図が明らかである）場合においては、裁量権濫用基準にもとづいて、受託者に裁量権の濫用がない限り、受託者の責任が否定されると判示するものが多い。すなわち、集中投資を維持すること一報われない非システムティック・リスクを低減すること一に関する注意義務が相当程度軽減され、受託者の責任を追及する者が、受託者に裁量権の濫用があったことを立証しない限り、信託財産の損失に関する受託者の責任は生じないとされるのである。

保有を許容する対象財産が特定されていた例として、*Baldus v. Bank of California* 事件<sup>41</sup>が挙げられる。この事件では、委託者が、遺言によって、その妻子 X らを受益者とする信託を設定した。委託者が N 社で長年勤務していたことから、信託条項において、信託財産に占める N 社株式への投資の割合がいかに不均衡であっても当該株式を保有することが委託者の希望であり、受託者が適切と判断する限り、N 社株式を保有したことで何ら非難されることはないとして規定されていた。委託者の死後、受託者として選任された Y 銀行が信託財産を受領した時、N 社株式が信託財産の 99% を占めていた。その後、Y は 17 年間にわたってこの大部分を保有し続けたが、N 社株の価値の下落によって信託財産は損失を被ったので、X らは、集中投資を回避して N 社株式を売却しなかったことが、Y の分散投資違反に当たるとして損失てん補を請求した。

ワシントン州控訴裁判所は、信託条項において、財産の保有を単に許容しているだけでなく、保有を認める対象として、特定の財産が明示されている点が重要であると判示した<sup>42</sup>。同裁判所は、受託者は、信託条項にもとづいて、N 社株式の保有を継続するか売却するかについての裁量権を有しており、裁量権の濫用があったことが証明されない限り、Y は責任を負わないとして<sup>43</sup>、X らの請求を棄却した<sup>44</sup>。

後者の例、すなわち、受託者が集中投資した財産が、委託者と特別な関係を有する株式であった場合に裁量権濫用基準が適用された事例として、*Americans for the Arts v. Ruth Lilly Charitable Remainder Annuity Trust* 事件<sup>45</sup>がある。この事件では、L 社の創業者である委託者が、エステイト・プランニングの一環として、遺言により公益残余権年金信託を設定した。この信託は、委託者の親族に 5 年間受益させた後に、公益団体 X を残余受益者とし、信託会社 Y を受託者として指定するものであった。信託行為においては、「受託者は、いかなる財産も無期限に保有することができる。……受託者が誠実に行ったまたは

保有した投資は、リスクがあったとしても、または投資の分散もしくは市場流通性が欠如していたとしても、適切なものとする。」との定めがあった。この条項を含めすべての信託条項は、委託者および受益者の弁護士によってチェックされていた。本件信託の信託財産はL社の株式のみによって構成されており、その後L社株式の市場価格が大きく下落したので、Yはその大半を売却したが、Xは、分散投資が遅れたことがYの注意義務違反に当たるとして、Yに対して損害賠償を請求した。

インディアナ州控訴裁判所は、信託条項において、受託者の一般的な財産保有権限が認められているだけではなく、分散投資義務を明確に軽減する旨の規定があることにより、受託者は分散投資義務を免れており、また本件信託条項は、受託者に不誠実な行為があった場合にのみ責任を負う旨を示すものであるとして、受託者の責任を否定した<sup>46</sup>。

この事件における受託者は、信託の専門家である法人であったが、分散投資を行わなかったことが不誠実である場合にのみ責任を負うとされた。このように判示された要因としては、信託条項において分散投資義務の免除と集中投資について受託者を免責する旨が明確にされていたこと、受託者が集中投資した株式が、委託者と特別な関係にあったことが挙げられるであろう。

### (iii) 裁量権濫用の判断と注意義務軽減の限界

信託財産の投資運用に関して裁量権濫用基準が妥当するとされた場合、受託者に裁量権濫用があったか否かはどのように判断されるのであろうか。第3次リステイトメントは、受託者に広範囲の裁量権が認められている場合であっても、受託者の行為が「不誠実であるとき、信託条項、信託目的もしくは受益者の利益を全く顧慮せずに行為したとき、または権限が付与された目的以外のために権限が行使されたとき」には、裁判所による審査が及ぶと述べる<sup>47</sup>。統一信託法典（Uniform Trust Code）814条も同様に、「『絶対的な』、『唯一の』または『無制限の』といった文言が含まれている場合のように、信託条項において受託者に広い裁量権が認められていたとしても、受託者は、信託条項、信託目的および受益者の利益に従って、誠実に裁量権を行使しなければならない。」と規定する<sup>48</sup>。すなわち、信託条項によって受託者の注意義務が軽減されたとしても、信託目的および受益者の利益に従って誠実に行為する義務は、信託の本質として残るのである<sup>49</sup>。

では第一に、不誠実な行為とは何をいうのであろうか。受託者が投資に際して賄賂を受

け取るなど、信託行為の定めによって認められていない利益を取得した場合には、不誠実な行為と認定されるであろう<sup>50</sup>。このほか判例では、「詐欺、重過失、自己取引」<sup>51</sup>、「受託者自身の利益のためであったこと」<sup>52</sup>、「不誠実または利己的な動機」<sup>53</sup>などが、受託者の不誠実な行為態様として挙げられており、利益取得行為や受託者の行為の悪性に着目したものと理解できる。

また、不誠実な行為の内容の具体化には、会社取締役の誠実義務に関する判例や議論も参考になると思われる。取締役が誠実義務に違反するとして会社に対する責任が肯定された判例では、「受託者が会社の最善の利益を促進する以外の目的で意図的に行為した場合、適用される法に違反する意図で行為した場合、または意識的に自らの義務を無視して、作為義務があるにもかかわらず意図的に行為しなかった場合」<sup>54</sup>、「リスクを知りながら意識的に無視したこと」<sup>55</sup>などが、不誠実な行為の例として挙げられており、このような行為を信託受託者が行った場合も、不誠実と評価されるものと思われる。

第二に、受益者の利益を全く顧慮しないことも、裁量権の濫用に該当する<sup>56</sup>。集中投資を継続した受託者の責任を認めた判例の中には、長期間にわたって受益者と協議を行わなかったことを責任の根拠として挙げているものが散見される。例えば、In re Will of Dumont 事件<sup>57</sup>では、長年 K 社株式を保有していた委託者 S は、遺言によって、Y 銀行を受託者として、S の子孫らに受益させることを内容とする後継ぎ遺贈型の受益者連続信託を設定した。S の死亡時における信託財産の 95% は K 社株式であった。信託条項では、「遺言執行者と受託者がこの株式を保有し、本遺言で定められた最終的な受益者に譲渡することが、私の希望するところである。遺言執行者も受託者も、投資の分散を目的としてこの株式を処分してはならず、この株式の価格が下落したとしても、責任を負うことはない。……ただし、分散投資以外に、この株式を処分するやむをえない理由がある場合は、この限りでない。」と規定されていた。

1973 年ごろから K 社株式の価格が下落し始めたが、Y は、株式価格の変動は「やむをえない理由」に該当するとは考えず、20 年あまりにわたって K 社株式の集中投資を継続したため、信託財産が相当程度の損失を被った。収益受益者 X が、Y に対して信託義務違反を理由に、損失てん補を請求した。

ニュー・ヨーク州第一審裁判所は、次のように判示して X の請求を認容した。Y は、K 社株式を売却しなければならない「やむをえない理由」の存否を確認するために必要な、



受益者とのコミュニケーションを十分にとっていなかった<sup>58</sup>。さらに同裁判所は、1973年からK社の株価が急落し、配当額もかなり低くなったので、1974年にはK社株式を売却する「やむをえない理由」が存在していたとして、1974年にK社株式のほとんどを売却しておれば得たであろう売却益を損害賠償額として認めた。本件では、受益者と十分なコミュニケーションをとって受益者のニーズや希望を把握していなかったこと、および株式の価格が相当程度下落して長期的に見て好転する見込みがないにもかかわらず当該株式を売却しなかったことが、信託義務違反に該当するとして、受託者の損害賠償責任が認められた<sup>59</sup>。

信託条項において集中投資が許容されている、または分散投資義務が明確に免除されていたとしても、受託者は少なくとも、信託の性質に応じて適宜受益者とコミュニケーションを取り、受益者のニーズや信託財産の状況等、投資の判断に必要な情報を調査および入手する合理的な努力をする必要があるといえる<sup>60</sup>。そのうえで、信託目的および受益者の利益に照らして、投資運用方法が著しく合理性を欠いていないか、能力に応じて誠実に検討し、受益者の利益を損なうことが著しいときには、投資を分散させるなど一定の措置を講じなければならない。このような検討や措置を全く行わないことは、すなわち受益者の利益を全く顧慮しないものと解されるであろう。ただし、受託者に投資運用に関する決定権限が存しない場合は、この限りでない<sup>61</sup>。

### (3) 受託者免責条項

#### (i) 受託者免責条項の有効性

信託条項により、集中投資が許容されるなど、受託者に投資運用に関する広い裁量権が認められている場合には、同時に、受託者が分散投資しなかったことで信託財産に損失が生じたとしても、受託者を免責する旨の規定が定められることが多い。一般的に、受託者免責条項は、受託者ひとりわけ専門業者である法人受託者一に対して不利なように厳密に解釈される傾向にあり、明確に免責されている範囲に限り法的拘束力を有すると解されている<sup>62</sup>。

受託者免責条項の有効性について、統一信託法典1008条a項は、「(1)不誠実な、または信託目的もしくは受益者の利益を全く顧慮せずにした信託違反につき、受託者を免責する

場合、または(2)受託者が委託者との信認関係もしくは信頼関係を濫用した結果として、当該免責条項が挿入された場合」には、免責条項は法的拘束力を有しないと規定する<sup>63</sup>。

## (ii) 受託者による免責条項の起草

受託者が、分散投資義務を免除し、投資を分散しないことにつき免責する規定を起草した場合には、委託者が免責条項の内容につき情報を与えられたうえで、自由な意思によってこれに同意したことが示されない限り、免責条項の効力は認められない。統一信託法典1008条b項は、「受託者が免責条項を起草し、または起草させた場合、信認関係または信頼関係の濫用があったとして、当該免責条項は無効とする。ただし、受託者が、当該免責条項が当該状況において公正であり、かつその存在と内容が十分に委託者に説明されたことを証明した場合は、この限りでない。」と規定する。同条コメントによると、免責条項が公正であるか否かは、委託者と受託者の既存の関係、委託者が弁護士による法的助言を受けていたか否か、委託者がビジネスまたは信認関係に精通している程度、受託者が免責条項を挿入する理由、挿入された条項の適用範囲などを検討して判断されるとする<sup>64</sup>。受託者自らが免責条項を起草して信託行為の定めの一内容とする場合には、委託者との信認関係の濫用があったと推定され、委託者が十分な情報を与えられたうえで、その自由な判断によって免責条項に同意したことを、受託者が示す必要がある。受託者に立証責任を転換することにより、受託者がその立場を利用して免責条項を押し付けることを防止しているのである。

In re Estate of Saxton 事件<sup>65</sup>は、受託者自身が、分散投資義務の免除と分散投資を行わなかったことにつき免責する規定を起草した場合に、その内容およびリスクを十分説明していなかったことを理由に免責条項の効力が否定された事例である。この事件では、委託者が、遺言により妻を収益受益者とし、娘Xらを残余財産受益者として、信託を設定した。信託財産の投資方法に関する指示はなかったが、信託財産はすべてIBM社株式によって構成されていた。Sの死から2年後、受託者であるY銀行が分散投資をしないでIBM株式を保有し続けることがXらの希望である旨と、信託財産の価格が下落したとしてもYは責任を負わない旨を記した投資合意書を作成して、Xらに交付した。Xらはこの書面に署名したが、YはXらに対して、分散投資しないことのリスクについて何ら説明していなかった。

IBM株式の価格が下落し始めたとき、Yは分散投資計画を策定せず、信託の発効後35年間にわたってIBM株式だけを保有し続けた結果、信託財産が多額の損失を被ったので、Yが分散投資しなかったことにより、信託義務に違反したとして、Xらが損失てん補を請求した。

ニュー・ヨーク州控訴裁判所は次のように判示して、当該合意書の効力は認められないとし、Yの行為が思慮深さに欠けていたことを理由に、Yの損失てん補責任を認めた。Yが、投資合意書の有効性を主張するためには、受託者として、Xらがあらゆる法的権利について実際にかつ十分に理解したうえで、契約を締結する意思があったことを示さなければならない。しかしYは、当該合意書に署名することの効果について、また信託財産をIBM株式にのみ投資することが、法人受託者に求められる思慮深い行為からいかに逸脱しているかについて、Xに十分な説明をしていなかったと<sup>66</sup>。

受託者が分散投資義務を含む注意義務または忠実義務の違反について免責する旨の規定を自ら起草した場合には、委託者の受託者に対する信頼が濫用される危険性が高いので、このような免責条項の有効性が認められるためには、その内容と効果につき委託者が十分に理解したうえで同意したことが必要とされる。抽象的にかつ長期間にわたって受託者の注意義務違反を免責する条項が定められている場合、委託者または受益者は、そのような条項が信託に及ぼす影響を及ぼすか、正確に判断することは難しい。したがって、免責される対象となる受託者の行為は、明確にされていなければならない、また予測可能な合理的な期間内の行為に限定される必要がある<sup>67</sup>。

#### (4) 特定の財産の保有を命ずる信託条項と信託の変更

##### (i) 信託条項に従って投資運用を行う義務と信託の変更

信託条項によって、一般的に受託者の投資方針や投資運用方法について制限もしくは指図される、具体的に特定の投資もしくは特定の種類の投資を行うことが禁止される、または特定の財産もしくは特定の種類の財産の保有が命じられることがあるが、受託者は原則として、信託条項に従う義務を負う<sup>68</sup>。したがって、信託条項において特定の信託財産の保有が命じられている、または信託財産の処分が禁止されている場合には、当然、受託者の分散投資義務は生じない。



ただし、当該信託条項に従うことが不可能もしくは違法とされる場合<sup>69</sup>、信託条項が公序良俗に反している場合、または委託者が信託設定時に予期しなかった事情が生じたため、裁判所によって信託条項からの逸脱またはその変更が命じられた場合には、受託者が当初の信託条項に従う義務は消滅する。

第3次信託法リステイトメント 66条1項は、「委託者が予期しなかった事情により、信託を変更することまたは信託から逸脱することが、信託の目的をより促進するときには、裁判所は、信託の管理もしくは分配に関する条項を変更し、または管理もしくは分配に関する条項から逸脱することを受託者に命ずる、または許可することができる。」<sup>70</sup>と規定する。同様に、統一信託法典 412条a項では、「委託者が予期しなかった事情により、信託の変更または終了が信託の目的をより促進する場合には、裁判所は信託の管理もしくは分配に関する条項を変更し、または信託を終了させることができる。」<sup>71</sup>と規定されている。信託の存続期間は長期にわたることがあるので、その間の事情の変更にもとづいて、裁判所の承認を得たうえで、信託の管理または分配に関する条項を変更または終了させることが可能とされているのである。

## (ii) 信託の変更の申立をする受託者の義務

では、委託者が予期しなかった事情の変更が生じたことによって、信託の管理運用に関する定めが信託の目的の達成を阻害する、または受益者に相当程度の損失を与えることとなる場合において、受託者は当該信託条項に従って管理運用しておればよいのであろうか。それとも、注意義務の一環として、何らかの措置を講ずべき義務を負うのであろうか。

第3次信託法リステイトメントは、66条2項において「信託の管理条項に関して、第1項における裁判所による変更を正当化する事情があること、かつ、当該状況が潜在的に信託または受益者にとって相当程度の損害をもたらすことを受託者が知りまたは知るべきであった場合、受託者は裁判所に対して信託の適切な変更または信託条項からの逸脱を求める申立てをする義務を負う。」<sup>72</sup>と定める。他方、統一信託法典は、受託者が信託の変更を求める義務について、何ら規定していない。

少数ではあるが、事情の変更によって信託条項に従うことが受益者の利益を損なうことが明らかである場合には、受託者は、信託の変更または信託からの逸脱を求めて裁判所に申立てをする義務を負うと述べる判例が存在する。

例えば、In Estate of Scharlach 事件<sup>73</sup>における事実は、次のとおりである。B は生まれながら重度の障害を負っている者であり、財産の後見人として Y 銀行が指名された。Y 銀行は裁判所の命令により、連邦による保証が付された投資または合衆国の債券にしか投資してはならないとされていた。Y は、フィナンシャル・プランナーより、B の状況とニーズを考慮すると、収益の必要性はそれほど高くなく、元本の成長を重視した投資が望ましい、すなわち、地方債および株式にも一定額を分散投資すべきとの提言を受けていた。しかしながら Y は、その後約 10 年、当初の投資制限にもとづいて投資を継続したので、B の母親が、株式等に投資しておれば得たであろう利益を得ることができなかつたとして、Y の信託義務違反を理由に、損害賠償を請求した事件である。

ペンシルヴァニア州裁判所は、Y は法人の受託者であり、B のニーズについて十分に認識していながら、裁判所に投資計画の変更の申立てをしなかつたことで、必要な思慮深さ、能力および注意をもって履行する義務に違反したとして、Y に損害賠償を命じた<sup>74</sup>。本判決は、信託の事例ではないが、受益者の利益に照らして投資計画が不適切となった場合には、受託者は、裁判所に対して投資の定めを変更する申立てをする義務があるとしたのである。

信託条項において信託財産の投資運用方法を命ずる定めが規定されている場合において、その定めに従って投資運用を継続することが、信託目的の達成を相当程度困難にする、または信託財産もしくは受益者の利益を著しく損なうことが明らかなきときは、受託者が裁判所に対して信託を変更する申立てをする義務があると述べる判例が散見される<sup>75</sup>。そして、この見解を支持する学説も多い<sup>76</sup>。

この見解に立てば、例えば、受益者の扶養を目的とする信託において、受託者の分散投資義務が免除されて特定の銘柄の株式にのみ投資するよう信託条項で定められていた場合、当該投資先の株価が下落し、回復の可能性が極めて低く、信託財産に相当程度の損失を与える可能性が高いことを受託者が知っている、または知るべきであったときは、信託条項に従って漫然と当該株式の保有を継続するのではなく、信託の主たる目的および受益者の必要性等を勘案して、分散投資を行うために投資権限を拡大することを求めて信託変更の申立てをしなければならないと解されるであろう。

これに対しては、受託者にとって過重な負担を負わせることになるとの批判も考えられる。しかし、受託者が信託の変更を求めて裁判所に申立てをする義務があるとされる場合

は極めて限定的であろう。また、受託者は、委託者に内容と効果につき適切な説明を行ったうえで、自己の過失について免責する規定を設けることも可能なのであるから、受託者に過度に重い義務を負わせるものとはいえない。また、信託の変更をしなくとも、信託の目的に鑑みて、受託者は信託条項から逸脱する権限が与えられていると解釈することも可能であるが、信託条項に反したことに対して受益者から責任を追及されるおそれがあることを考慮すると、受託者としては、信託条項から逸脱する場合には、信託の変更をすることが賢明であろう。

## 4 おわりに

アメリカ法においては、投資を分散しないことが正当化される理由がない限り、受託者の分散投資義務の免除が認められるためには、集中投資を許容する旨または分散投資を不要とする旨の明確な文言が必要とされている。そして、投資運用に関する受託者の注意義務の軽減の程度および受託者の責任は、集中保有を許容する財産の特定の有無、受託者免責条項の有無、信託財産の性質（委託者または受益者と特別な関係を有する財産か、受託者と関係を有する財産かなど）、信託の目的、受益者のニーズおよびリスク許容度などにもとづいて、判断されていることが看取された。受託者の分散投資義務をめぐるアメリカ法を俯瞰すると、報われない非システムティック・リスクから受益者の利益を保護する手段としての分散投資の重要性は、強く認識されているといえる。

我が国においても、信託財産の管理運用に関して信託行為に別段の定めがある場合に、受託者はいかなる善管注意義務を負うのかという問題は、理論上も実務上も重要な論点である。我が国の信託法 29 条 2 項ただし書は、受託者の善管注意義務に関する規定が任意規定であることを明らかにしている<sup>77</sup>。任務を怠った受託者の損失を補填または原状回復責任を、信託行為の定めによって免除することはできないが（信託法 92 条 9 号、10 号）、受託者の善管注意義務を軽減することは可能とされているのである。また、信託業法上は、信託会社と顧客との間には情報量・交渉力等の格差があることから、善管注意義務に関する規定は強行規定とされているが（信託業法 28 条 2 項）、善管注意義務の範囲を合理的な範囲に限定すること、すなわち信託会社が行う信託事務の範囲を合理的に限定することは

可能と解されている<sup>78</sup>。

しかしながら、信託行為の別段の定めによって、受託者の善管注意義務が軽減または限定されている場合、これをいかに解すべきか、また受託者の善管注意義務をどこまで軽減または限定することができるかについて、十分な議論が尽くされているとはいいがたい<sup>79</sup>。また、委託者が信託設定時に予期しなかった事情が生じたことにより、信託行為の定めに従って管理運用を継続することが、信託目的の達成を相当程度困難にする、または信託財産もしくは受益者の利益を著しく損なうことが明らかなきには、受託者は何らかの措置を講ずる義務を負う場合があると思われる。

信託条項に分散投資に関する定めがある場合における受託者の注意義務をめぐって、アメリカ法では議論が蓄積されており、受託者の善管注意義務に関する上述の問題点について、アメリカ法から得られる示唆は大きいと思われる。

[注]

- 1 25 N.E. 99 (Mass. 1890).
- 2 RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 228 (1959).
- 3 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 227 (b) (1992).
- 4 UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 3 (1994).
- 5 Id.
- 6 本稿で取り上げる判例は、主に次の著書または論稿を参考にしている。4 SCOTT, FRATCHER & ASCHER, SCOTT AND ASCHER ON TRUSTS § 19.2 -19.3.3 (5th ed. 2007); Jeffrey A.Cooper, Speak Clearly and Listen Well: Negating the Duty to Diversify Trust Investments, 33 Ohio. N.U.L. Rev. 903 (2007); Christopher P. Cline, The Uniform Prudent Investor and Principal and Income Acts: Changing the Trust Landscape, 42 Real Prop. Prob. & Tr. J. 611 (2008); Trent S. Kiziah, The Trustee's Duty to Diversify: An Examination of the Developing Case Law, 36 ACTEC L.J. 357 (2010).  
また、アメリカにおける投資運用に関する信託行為の定めを、プルーデント・インベスター・ルールの任意法規性と受益者の利益との対立という視点から扱う論稿として、樋口範雄「信託法の任意性の意義—米国のプルーデント・インヴェスター・ルールの実際の機能」『企業法の変遷—前田庸先生喜寿記念』376頁以下（有斐閣、2009年）。
- 7 行澤一人「投資資金運用機関の投資判断における信認義務」信託法研究 27号 39頁（2002年）、植田淳「慎重な投資（prudent investment）に関する一考察—エリサ法（ERISA）および信託法の分散投資義務を中心として—」神戸外大論叢 55巻 4号 47頁（2004年）。
- 8 RICHARD A. BREALEY, AN INTRODUCTION TO RISK AND RETURN FROM COMMON STOCKS 117 (2nd ed. 1983).
- 9 Id.
- 10 Edward C. Halbach, Jr., Trust Investment Law in the Third Restatement, 77 Iowa L. Rev. 1151, 1160 (1992).
- 11 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 227 (b) (1992); § 90 (b) (2007).
- 12 同法は大多数の州で採択されており、また同法全体が、そのまま統一信託法典（Uniform Trust Code）第9編に取り入れられている。各州における採択状況については、<http://www.uniformlaws.org/>を参照。
- 13 Halbach, supra note 10, at 1170.
- 14 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. g (2007).
- 15 Id.
- 16 Halbach, supra note 10, at 1170.
- 17 Law v. Law, 753 A. 2d 443 (Del. 2000)（委託者Sは、夫Bに信託の収益を与え、Bの死亡時に信託が終了し、残余財産の3分の2はSの子Yに、3分の1は、Yの甥Xらに与えらした。また、Bの扶養・福祉のために必要であれば、元本を取り崩して受益させる権限を受託者に認める信託条項が定められていた。受託者にはYが指名されたが、Yは信託財産のすべてを非課税の公債にのみ投資

したので、残余権者である X らが、少なくとも信託財産の半分は株式に投資すべきであったと主張して、Y に対して損害賠償を求めた。デラウェア州最高裁は、信託の規模、委託者の意思、家族が当事者であるという信託の性質、受託者および受益者と委託者との関係、ならびに受託者が受益者でもあるという点を勘案すると、Y が分散投資を行わなかったことは、信託違反ではないと判示した。).

- 18 HERBERT B. MAYO, INVESTMENTS: AN INTRODUCTION 166 (10th ed., 2008).
- 19 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. g (2007).
- 20 See RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. h (2) (2007).
- 21 UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 3 cmt. (1994).
- 22 4 SCOTT ET AL., supra note 6, at § 19.2, at 1432.
- 23 See UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 2 (c) (8) (1994).
- 24 693 N.W. 2d 514 (Neb. 2005).
- 25 Id. at 520-21.
- 26 UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 3 cmt. (1994).
- 27 UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 2(c) (6) (1994).
- 28 John H. Langbein, Mandatory Rules in the Law of Trusts, 98 Nw. U.L.Rev. 1105, 1114 (2004).
- 29 E.g., In the Matter of a Trust by Hyde, 845 N.Y.S. 2d 833 (N.Y.App.Div. 2007) (閉鎖会社の株式について市場流通性がなく、これを処分しなかった受託者に信託義務違反は認められないとされた事例。).
- 30 Kiziah, supra note 6, at 378.
- 31 UNIFORM PRUDENT INVESTOR ACT § 1 (b) (1994).
- 32 828 N.E. 2d 1072 (Ohio. Ct. App. 2005).
- 33 Id. at 1074-75.
- 34 Id. at 1077.
- 35 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 92 cmt. d (2) (2007).
- 36 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 91 cmt. f (2007); 4 SCOTT ET AL., supra note 6, § 19.2, at 1433.
- 37 110 F. Supp. 2d 42 (D.R.I. 2000).
- 38 Id. at 49.
- 39 In re Scheidmantel, 868 A.2d 464, 487 (Pa. Super. Ct. 2005). See also RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 91 cmt. f (2007).
- 40 Robertson v. Central Jersey Bank & Trust Co., 47 F. 3d 1268 (3rd Cir.1995). この事件では、信託条項において、受託者たる Y 銀行は、投資の分散に与える影響を考慮せずに投資し、かつ投資対象財産を保有する絶対的な裁量権を有するとされ、また、特に委託者が有する Y 銀行の株式を保有する権限を Y に認める旨が規定されていた。委託者の死亡時において、信託財産の 95% が Y 銀行の株式に投資されていた。信託財産に損失が生じたため、受益者が Y に対して信託義務に違反したこと

を理由に、損失てん補を請求した事例である。第3巡回区連邦控訴裁判所は、当該信託財産を保有するという判断は、合理的かつ思慮深い決定過程にもとづいてされたものでなければならぬと判示し、Y勝訴のサマリー・ジャッジメントを下した原判決を覆して、原審に差し戻した。本判決は、受託者が集中的に保有した財産が受託者の株式であり、また集中投資したことに関して受託者を免責する定めを欠いていた場合において、合理性の基準にもとづいて受託者の責任が判断されるとしたものである。

41 530 P. 2d 1350 (Wash. App. 1975).

42 Id. at 1356.

43 Id.

44 同旨を述べるものとして、Nelson v. First National Bank & Trust Co., 543 F. 3d 432 (8th Cir. 2008).

45 855 N.E. 2d 592 (Ind. Ct. App. 2006).

46 Id. at 600-02.

47 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 87 cmt. d (2007).

48 UNIFORM TRUST CODE § 814 (a) (amended 2010). 各州の採択状況については、<http://www.uniformlaws.org/> を参照。

49 統一信託法典 105 条 b 項(2)は、「受託者が、信託条項、信託の目的および受益者の利益に従って誠実に行為する義務」は信託行為の定めによって排除することができないと規定する。

50 3 SCOTT ET AL., supra note 6, § 18.2.3, at 1353.

51 Baldus v. Bank of California, 530 P. 2d 1350, 1357 (Wash. App. 1975).

52 National City Bank v. Noble, No. 85696, 2005 WL 3315034 (Ohio App. Dec. 8, 2005).

53 Nelson v. First National Bank & Trust Co., 543 F. 3d 432, 436 (8th Cir. 2008).

54 In re The Walt Disney Company Derivative Litigation, 906 A. 2d 27, 67 (Del. 2006).

55 McCall v. Scott, 250 F. 3d 997, 1000 (6th Cir. 2001).

56 See GEORGE G. BOGERT & GEORGE T. BOGERT, THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES § 542, at 211 (2nd ed. 1993); RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 222 (2) (1959).

57 791 N.Y.S. 2d 868 (N.Y. Sur. Ct. 2004), rev'd by In re Chase Manhattan Bank, 809 N.Y.S. 2d 360 (N.Y. App.Div. 2006).

58 Id. at 883-885.

59 しかし控訴審では、K社株式の保有についてYに認められた広い裁量権に照らすと、K社株価の下落幅は、「やむをえない理由」に該当するほど大きいといえないとして、原判決が覆され、X敗訴とされた。

60 See RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 87 cmt. c; In re Scheidmantel, 868 A. 2d 464, 487 (Pa. Super. Ct. 2005).

61 McGinley v. Bank of America, N.A., 109 P. 3d 1146 (Kan. 2005) (Xによって、被告Y銀行を受託者とする自益信託が設定されたが、信託条項において、Xが本件信託の撤回権と投資に関する最終決定権を留保するとされており、Xが指図した投資であれば、それがプルーデント・インベスター・ルー



ルによって許容されないものであったとしても、Yは投資を維持することができるとの規定があった。信託財産の8割近くは、エンロン社株式によって構成されていたが、その後エンロン社株式の価格が相当程度下落したことによって、信託財産は多額の損失を被るに至ったので、Yが分散投資を助言しなかったことは不誠実であることなどを理由として、XがYに対して損害賠償を請求した。カンザス州最高裁は、Xが最終的な投資判断を決定する権限を留保し、またエンロン株式の保有についてYが明確に免責されていると述べて、Xの請求を棄却した。）。

- 62 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 96 cmt. b (2012); 4 SCOTT ET AL., supra note 6, § 24.27. 2, at 1804. 英米における受託者免責条項の効力を規律するルールについては、拙稿「英米における受託者免責条項の有効性」法時 78 卷 12 号 100 頁以下 (2006 年) 参照。
- 63 UNIFORM TRUST CODE § 1008 (a) (amended 2010).
- 64 UNIFORM TRUST CODE § 1008 cmt. (amended 2010).
- 65 712 N.Y.S. 2d 225 (N.Y.App.Div.2000).
- 66 Id. at 231.
- 67 TAMAR FRANKEL, FIDUCIARY LAW 204 (2011).
- 68 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 91 cmt. e (2007).
- 69 Id.
- 70 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 66 (1) (2007).
- 71 UNIFORM TRUST CODE § 412 (a) (amended 2010).
- 72 RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 66 (2) (2007).
- 73 809 A. 2d 376 (Pa. Super. Ct. 2002).
- 74 Id. at 384.
- 75 Union Commerce Bank v. Kusse, 251 N.E. 2d 884, 889 (Ohio Misc. 1969) も、傍論においてであるが、同旨を述べる。この事件は、被告の遺言執行者兼受託者が、その権限と責任に関する解釈と宣言的判決を求めた事例である。オハイオ州裁判所は、特定の財産について受託者が処分する権限を有しない場合であったとしても、特定の財産を保有することが不適切となったときには、受託者は裁判所にその処分の許可を求める義務を負うとし、緊急の場合または裁判所に許可を求めることができないうときには、裁判所の事前の許可なくして当該財産を処分することができるが、裁判所の事後承認を得なければならないと判示した。See also Steiner v. Hawaiian Trust Company, 393 P. 2d 96 (Haw. 1964).
- 76 スコット教授は「事情の変更があって、信託条項に従うことが信託の目的の達成を不可能にする、または相当程度困難にする場合、受託者は権限がないからといって、損失を回避するために何もしなくてよいというわけではない。受託者には、裁判所の指示を求める義務がある。」と述べる。See 4 SCOTT AT EL., supra note 7, at § 16.4.2. 同旨を支持する学説として、DUKUMINIER, SITKOFF & LINDGREN, WILLS, TRUSTS, AND ESTATES 719 (8th ed. 2009), Langbein, supra note 28, at 1116-17; Kiziah, supra note 6, at 394.
- 77 もっとも、受益証券発行信託においては、取引の安全を保護するため、信託行為の定めにより、善

管注意義務を軽減することはできない（信託法 212 条 1 項）。

- 78 田中和明『新信託法と信託実務』83 頁（清文社、2007 年）、小出卓哉『逐条解説信託業法』143 頁（清文社、2008 年）。
- 79 川口恭弘「受託者の善管注意義務」『新しい信託法の理論と実務』金融商事判例 1261 号 58 頁は、「自己の財産に対するのと同じの注意」まで軽減することが可能であると述べる。また、立法担当官によると、「信託が、委託者および受益者の受託者に対する信認関係を基礎とする財産管理制度にあることに鑑みると、信託行為の定めをもってしても、受託者の善管注意義務を完全に免除することは、信託の本旨に反し許されないものというべきである。」としているが、軽減の限界がどこにあるかは示されていない。寺本昌広『逐条解説 新しい信託法 [補訂版]』114 頁（商事法務、2008 年）。



Jones v. Harris Associates L.P. と  
ミューチャル・ファンドの管理報酬

木 南 敦

## 目 次

- 1 はじめに
- 2 Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.
- 3 Jones v. Harris Associates L.P.
- 4 むすび

# 1 はじめに

アメリカ合衆国において、ミューチャル・ファンドは州法に基づいて組織され、1940年に制定された投資会社法（Investment Company Act of 1940）（以下、1940年投資会社法あるいは投資会社法という。）の規制対象となっている<sup>1</sup>。ミューチャル・ファンドはオープン・エンド型の投資会社と分類される<sup>2</sup>。1投資単位あたりの資産に基づいて追加投資と償還ができることが、ミューチャル・ファンドの特色である。1940年投資会社法は会社という語を用いるが、ミューチャル・ファンドは事業信託または株式会社として組織される。ミューチャル・ファンドは、その目的に即して運営に必要なサービスを外部から購入して運営され、ファンドの受託者あるいは取締役が購入するサービスを監視することになる。

本稿は、ミューチャル・ファンドの運用報酬について、1940年投資会社法に1970年の改正で追加された規定に基づく請求を扱う事件、Jones v. Harris Associates L.P.を中心にミューチャル・ファンドの管理報酬と運営費用に関する議論を扱うことにする。

投資会社協会（Investment Company Institute）の2012 Investment Company Fact Bookによれば、2011年末でアメリカ合衆国内のミューチャル・ファンドの資産額は11兆6220億ドルである<sup>3</sup>。数でも運用資産残高でも、ミューチャル・ファンドが投資会社の大部分を占める<sup>4</sup>。2012 Investment Company Fact Bookによれば、ミューチャル・ファンドの組織形態としてよく用いられるものを順にあげると、2011年末に存在した9697のファンドのうちで、41%がマサチューセッツ事業信託（Massachusetts business trust）であり、33%がデラウェア制定法信託（Delaware statutory trust）であり、そして17%がメリーランド会社法に基づくメリーランド法人（Maryland corporation）であり、残り9%は有限責任パートナーシップという組織形態をとるものか、オハイオやミネソタの法に従って組織されるものである<sup>5</sup>。

アメリカ合衆国における最初のミューチャル・ファンドは、1924年に設定された Massachusetts Investor Trust である<sup>6</sup>。Massachusetts Investor Trust はマサチューセッツ州に基づく事業信託（マサチューセッツ事業信託）として組織され、また、ミューチャル・ファンドにおける模範として扱われたことから、ミューチャル・ファンドにはマサチューセッツ事業信託が広く利用されることになったが、1980年代に入り、マサチューセッツ事業信

託以外の好ましい選択肢が出現した。1987年、メリーランド州が会社法を改正し、年次総会を開催することが求められる時期に関する1940年投資会社法の解釈と整合するようになったので、メリーランド会社法に基づく会社がマサチューセッツ事業信託と競争する組織形態となった。1988年、デラウェア州が、事業信託に関する法律（後に制定法信託に関する法律と改正される。）を制定した。この結果、過去25年間に設定された多くのミューチャル・ファンドが、メリーランド州会社法による会社あるいはデラウェア制定法信託として組織されている<sup>7</sup>。ミューチャル・ファンドは、州法に基づいて事業信託、制定法信託あるいは法人として組織されていても、1940年投資会社法の適用に関しては、いずれも投資会社（investment company）として扱われる<sup>8</sup>。

ミューチャル・ファンドは、事業信託（デラウェア法では制定法信託）として組織されているときには受託者が、法人として組織されているときには取締役が置かれ、受託者あるいは取締役が合議して必要とされるサービスの取得を決定し、提供されるサービスについて監視をする。ミューチャル・ファンドにおける投資の持分を有する者は、事業信託あるいは制定法信託の形態をとるときには事業信託の受益権の保有者であり、株式会社の形態をとるときには株主ということになる（本稿では、受益権の保有者も株主もあわせて、株主ということがある。）。

典型的なミューチャル・ファンドは固有の従業員を持つことなく、外部から提供されるサービスを用い、それが用いるサービスには次のようなものが含まれる<sup>9</sup>。第一が資産運用に関する助言サービスであり、通例ファンドのスポンサーとしてファンドを設定した投資顧問が提供する。投資顧問はほかにも、ファンドの取締役会の資料やデータの作成、連邦証券諸法により提出が必要な書類の用意からファンドに対する請求の支払いまで事務を提供する。第二が、元引受人（ディストリビューター）が提供する、ファンドの株式の引受、販売、及び償還に係る事務サービスである。第三が、名義書換人が提供する、株主口座の記録管理、配当等の支払いなど株主に関わる事務サービスである。第四が、ファンドの投資資産を保管するカストディアン<sup>10</sup>の提供するサービスである。

ミューチャル・ファンドは普通、投資顧問業を営むスポンサーによって設立される。設立に際し、スポンサーは、投資会社法が株式公開のために必要と定める純資産の額である10万ドル<sup>10</sup>を満たす金銭を提供して、ミューチャル・ファンド設立のシード・マネーを出資する<sup>11</sup>。設立当初、スポンサーはこうして設立されるミューチャル・ファンドの唯一の株



主であり、スポンサーは受託者または取締役も選任する<sup>12</sup>。1940年投資会社法は、投資会社の取締役（及び取締役と等しい役割を果たす者）の資格や選任方法を規定し<sup>13</sup>、また、投資会社の取締役会の構成員は60%を超えてスポンサーである投資顧問などを含む投資会社の利害関係を有する者<sup>14</sup>であってはならないと規定する<sup>15</sup>。スポンサーは、取締役の40%以上が利害関係を有しない者に該当する独立取締役となるようにその取締役を選任する<sup>16</sup>。多くのファンドのスポンサーはしばしば、同一の人物をそれがスポンサーである複数のファンドの取締役に選任するといわれる<sup>17</sup>。

ミューチャル・ファンド設立当初、その唯一の株主であるスポンサーと、それが選任した取締役に構成される取締役会が、運営のために必要なサービスを提供する者を決定する。ファンドが締結する投資助言契約および引受契約については、投票権のある株式の過半数による承認が必要とされ<sup>18</sup>、この承認を与える株主はファンドのスポンサーということになる。ミューチャル・ファンドは、その投資方針を実行に移すのに投資助言が必要になる。このような投資助言サービスの提供者はファンドの投資方針を執行する助言をできる者であればどの投資顧問も利用できる場所、通例、そのファンドのスポンサーである投資顧問が選定される<sup>19</sup>。

ミューチャル・ファンドが設立されSECに登録されると、スポンサーは、最低額が10万ドルとされるシード・マネーを出資し、また、マネージャーを割り当て、そのファンドの投資方針の実効性を確かめることになる。スポンサーは、このインキュベーション期間を経て、ファンドを公開してその株式を市場に提供することになる<sup>20</sup>。インキュベーション期間において、ファンドが当初の投資方針で予定された実効性を上げることができなければ、スポンサーはファンドを解散することになる<sup>21</sup>。公開後は、スポンサーは名目的な数量の株式を保有し続けるが、ミューチャル・ファンドはその株式を保有する投資者が支配し、このような投資家が定期的に取り締役を選任し、重要な変更を承認することになる<sup>22</sup>。

投資顧問はファンドに投資助言を提供するのに契約を締結し、この契約の期間は1940年投資会社法により1年とされ、この契約の締結はファンドの株式の議決権のある株式の過半数の票によって承認されなければならない、この契約を継続するには毎年、ファンドの取締役会または株式の議決権のある株式の過半数の票によって承認されなければならない<sup>23</sup>。この要件に加えて、その締結及び更新には独立取締役の過半数によって承認されなければならないとされる<sup>24</sup>。ファンドの投資顧問が変更されることはほとんどないといわ

れる<sup>25</sup>。

投資顧問はミューチャル・ファンドから、投資助言契約を含むファンドの運営契約の定めに基づいて報酬を受け取る。投資助言、及び、ミューチャル・ファンドの運営上生じる、会計、名義書換、事務といったサービスに対して、ミューチャル・ファンドから投資顧問に運営報酬が支払われる。この報酬は、ファンドの資産から支出される。1940年投資会社法とSEC規則が、投資顧問がファンドの実績に応じて報酬を受け取ることができる場合を限定しているため、通例、投資顧問が運営契約に基づき受け取る運営報酬はファンドの資産額の比率として定められる<sup>26</sup>。株式に積極投資をする811のミューチャル・ファンドの運営報酬に関する調査では、報酬比率は0.6%から1.7%という数字が示されている<sup>27</sup>。さらに、ミューチャル・ファンドの資産からは12-b feesと呼ばれる販売費用の支出が、独立取締役が過半数を占める取締役会による承認というSECの規則が定める条件に合致する場合に可能とされ、販売促進のためにブローカーに支払われる報酬や宣言広告費がファンドの資産から支出される<sup>28</sup>。本稿で取り上げるのは、ファンドと投資顧問の間で締結される、投資助言の提供を内容として含む運営契約である。

運営報酬の実例を見ることにする。以下の2つの表は、Gallus v. Ameriprise Financial, Inc.におけるファンド運営契約の報酬の決定方式を示す<sup>29</sup>。この契約では、運営報酬には投資助言のほかに、目論見書の作成及び配布、開示というコンプライアンスに要するサービス、名義書換人を含むサービス提供者の監視、取締役の支援、並びにキャッシュマネジメント・サービスが含まれる。この表で、料率が変化する資産額がbreak points（区切り点）と呼ばれる。資産規模の増大に応じて報酬を割り引く仕組みであり、これは規模の経済を

Blue Chip Advantage Fund	Large Cap Equity Fund & New Dimensions Fund
0.540% of the first \$250 million	0.600% of the first \$1 billion
0.515% of the next \$250 million	0.575% of the next \$1 billion
0.490% of the next \$250 million	0.550% of the next \$1 billion
0.465% of the next \$250 million	0.525% of the next \$3 billion
0.440% of the next \$1 billion	0.500% of the next \$6 billion
0.410% of the next \$1 billion	0.490% of the next \$12 billion
0.380% of the next \$3 billion	0.480% of the next \$24 billion
0.350% of assets over \$6 billion	

反映すると説明される。

ここでまず、ミューチャル・ファンドで採用される方法によることなく、通常の信託を用いて同じ投資方針に則って資産が運用される場合を考えることにする。この場合、受託者は、この資産から相当な報酬を受けることができる<sup>30</sup>。報酬の額が信託証書に定められていて、それが不当に多額であるときには、裁判所は定められた額より小さい額とすることができる<sup>31</sup>。信託証書における報酬規定は、受託者となる者が受託者に就任する前に、設定者と受託者が信託の条項を交渉した結果を反映するものである。この段階では、報酬規定について交渉する当事者は受託者ではなく、その後に信託証書によって設定される信託に関して、忠実義務も注意義務を負うということはできないから、この証書によって信託が設定されてから効力が生じる報酬規定について、このような信託に由来する忠実義務と注意義務を手がかりとして、その効力及び内容の適否を論じることはできない。

しかし、信託証書を作成する段階で報酬につき交渉している段階で、交渉の当事者の間の既存の信任関係に基づいて、忠実義務と注意義務を負っていることがある<sup>32</sup>。この場合には、信任関係に基づいて義務を負う当事者は、この義務は交渉の対象である事項に及ばないことを明示してから交渉に入ることが求められる。このように明示しなければ、他方当事者は、自らの利益に交渉の相手が信任関係に基づく義務に基づいて配慮すると誤解したままに、互いに自己の利益を追求する交渉を進めることになる恐れがある。このような明示なく定められた報酬規定は、裁判所がその内容の相当性を審査することになるだろう。けれども、当事者の間に一方が他方の利益になるように行動することが求められる事情がなければ、対等に進められた自己利益を追求する交渉の結果である報酬規定はその内容が相当であると扱われることになる。

ところが、ミューチャル・ファンドでは、投資助言やファンド運営に関連する事務は外部から購入されるため、上記の通常の信託における受託者の地位にあって信託の運営に必要な事務を処理するのに必要な行動をする者は内部に存在しない。ミューチャル・ファンドの受託者や取締役は、ファンドの運営に必要なサービスを購入する契約を締結し、そのサービスの提供状況を監視する任務を帯びる。ファンドの取締役や受託者は、ファンドの利益となるように行動する忠実義務と、標準的な取締役や受託者が同様の状況に置かれているときに用いる注意を払って行動する注意義務を負う。この信任義務を通して、取締役や受託者は、ミューチャル・ファンドの株式を保有する投資者の利益を保護するように行

動するように期待される。これは、ファンドの運営契約を締結し、運営報酬の額を決定するときにも同様である。

運営契約に定められる運営報酬が過大であると考え、ミューチャル・ファンドの株主は、投資顧問に支払う運営報酬の額が、取締役や受託者が負う注意義務及び忠実義務という信任義務に違反して定められたものであると主張し、取締役や受託者に対して派生訴訟あるいは代表訴訟が提起されるようになった。注意を要することは、1940年投資会社法の規定に従っていたとすると、投資助言を含む運営契約は議決権のある株式の過半数によって承認されていて、また、その条項並びに継続及び更新はこのように承認されているか、それとも、この契約の当事者でもそのような当事者と関連を有する者でもない取締役の過半数により承認されていることである<sup>33</sup>。運営報酬支払いが信任義務に違反すると争われる訴訟では、運営報酬の支出が浪費 (waste) であるか否かという基準から判断されることになった<sup>34</sup>。この種の訴訟は、1966年にSECが合衆国議会に提出した報告書によると、1959年から50件以上あり、そのほとんどが和解に至った<sup>35</sup>。また、裁判所は報酬が過大であると判断した事件はなかったが、和解に至った事件では報酬の定めがファンドにやや有利なように改訂されたという<sup>36</sup>。

1940年投資会社法が投資助言を含む運営契約について株主の承認を求めること、さらに、株主が投資顧問と交渉しあるいは投資顧問を選定するには実際上困難に直面すること、そして、株主が承認した取引の効力を争う訴えを実際上認めることのない州法上の法理を併せると、運用報酬に対する信任義務による制約はあるとしても、その制約は実際上効いていないという結果になった<sup>37</sup>。この状況で、投資会社の運営の改善を図り、特に、投資顧問が受ける報酬額に関する規制を強化するために、1970年、1940年投資会社法が改正され、この改正の中で36条b項が追加された<sup>38</sup>。1970年に追加された36条b項は現在、次のように規定する<sup>39</sup>。

#### § 80 a-35 (b)

For the purposes of this subsection, the investment adviser of a registered investment company shall be deemed to have a fiduciary duty with respect to the receipt of compensation for services, or of payments of a material nature, paid by such registered investment company or by the security holders thereof, to such investment adviser or any affiliated person of such investment adviser. An action may be brought under this subsection

by the Commission, or by a security holder of such registered investment company on behalf of such company, against such investment adviser, or any affiliated person of such investment adviser, or any other person enumerated in subsection (a) of this section who has a fiduciary duty concerning such compensation or payments, for breach of fiduciary duty in respect of such compensation or payments paid by such registered investment company or by the security holders thereof to such investment adviser or person. With respect to any such action the following provisions shall apply:

- (1) It shall not be necessary to allege or prove that any defendant engaged in personal misconduct, and the plaintiff shall have the burden of proving a breach of fiduciary duty.
- (2) In any such action approval by the board of directors of such investment company of such compensation or payments, or of contracts or other arrangements providing for such compensation or payments, and ratification or approval of such compensation or payments, or of contracts or other arrangements providing for such compensation or payments, by the shareholders of such investment company, shall be given such consideration by the court as is deemed appropriate under all the circumstances.
- (3) No such action shall be brought or maintained against any person other than the recipient of such compensation or payments, and no damages or other relief shall be granted against any person other than the recipient of such compensation or payments. No award of damages shall be recoverable for any period prior to one year before the action was instituted. Any award of damages against such recipient shall be limited to the actual damages resulting from the breach of fiduciary duty and shall in no event exceed the amount of compensation or payment received from such investment company, or the security holders thereof, by such recipient.
- (4) This subsection shall not apply to compensation or payments made in connection with transactions subject to section 80 a-17 of this title, or rules, regulations, or orders thereunder, or to sales loads for the acquisition of any security issued by a

registered investment company.

(5) Any action pursuant to this subsection may be brought only in an appropriate district court of the United States.

(6) No finding by a court with respect to a breach of fiduciary duty under this subsection shall be made a basis (A) for a finding of a violation of this subchapter for the purposes of sections 80 a-9 and 80 a-48 of this title, section 78 o of this title, or section 80 b-3 of this title, or (B) for an injunction to prohibit any person from serving in any of the capacities enumerated in subsection (a) of this section.

36条b項第1文は、投資顧問は、提供するサービスに対して投資会社から報酬を受け取ると、信任義務を負うと看做されると規定する。第2文は、投資会社の株主とSECは、この信任義務の違反につき、投資顧問に対して訴えを提起することができる。この訴訟は次のような扱いを受ける。

- (1) 被告が個人的な失当行為をしたということを主張し、あるいは証明することは必要とされず、原告が信任義務の違反を証明する責任を負う。
- (2) この訴訟で、投資会社による報酬の定め承認、あるいは投資会社の株主による報酬の定め承認は、全状況下において裁判所により適切と考えられる考慮を受けるものとする。
- (3) この訴えは、報酬の支払いを受けた者以外に対して提起することはできず、損害の賠償その他救済命令は報酬の支払いを受けた者に対するほか与えられない。この訴えが提起される時点から1年間を経過した期間について損害の賠償は命じられない。報酬の受取人に対する損害賠償は信任義務違反から現実に生じた損害に限定され、投資会社から受け取った報酬の額を超えない。

36条b項の規定のうち(2)において、投資会社による報酬の定め承認、あるいは投資会社の株主による報酬の定め承認は、全状況下において裁判所により適切と考えられる考慮を受けるものとする、という部分は、報酬を審査する際に、裁判所が用いる基準が自動的に「浪費」の基準となることを排除する効果があると説かれる<sup>40</sup>。1940年投資会社法の1970年改正が成立するまで、合衆国議会には1967年と1968年に、投資会社法改正のために、SECの勧告を取り入れて報酬の相当さ(reasonableness)を審査する規定を含んだ法律案が合衆国議会に提出され審議されたが法律として成立することはなく、その後、1970



年に 36 条 b 項を追加する改正法が成立したことから、合衆国議会は 1970 年改正において、支払われた報酬の額は相当ではないとして争うことを許すことは考慮したものの採用しなかったことを示唆すると説かれる<sup>41</sup>。こう考えると、報酬額が争われるときに判断に用いられる基準は、相当な報酬か否かでもなく、また、浪費か否かでもない。報酬が相当であるかを基準にすると、報酬額に関してあまりにも裁量を取締役から裁判所に移すことになり、浪費を基準にすると、事実と状況から見て利害のない取締役や株主による承認が報酬の額の決定において制約として働いていないことが示されても、報酬について争うことを困難にしすぎるからある<sup>42</sup>。しかし、規定自体は明確な基準を示していない。

さらに、36 条 b 項は次の二つの重要な変更を加えると説かれる。第一は、投資顧問が取締役会を支配していた、あるいは、自発的に信任義務を負う立場を引き受けたことを証明することなく、訴えられるということである。第二は、証明責任はすべての場合において、原告にあることを明示した<sup>43</sup>。

こうして、36 条 b 項は、浪費という基準を自動的に適用することはせずに、投資顧問に支払われる報酬に対して株主による訴訟の圧力をかけ、また、投資顧問が、投資会社に対して信任義務を負う者と同じように報酬に関して信任義務に服することと、原告が投資顧問の信任義務を追及する訴えで証明責任を負うことを明示し、さらに、裁判所が、投資会社から投資顧問に支払われるべき報酬額について、取締役の判断を裁判所の判断で単に置き換えることはできないことも示すと説かれる<sup>44</sup>。このように、合衆国議会は、利害関係のない独立取締役や株主に報酬額を承認するという役割を残しつつ、裁判所には、報酬額の争いを判断する際に、そのような承認につき個別の事実と状況を考慮することを求めることになった<sup>45</sup>。それでは、裁判所はどのように 36 条 b 項に基づいて報酬額を争う訴えを判断したのか。

36 条 b 項によると、投資顧問がミューチャル・ファンドから受け取る報酬について信任義務を負うと看做されるので、その投資顧問もまた、運営報酬の決定についてファンドの受託者あるいは取締役が負う信任義務の内容である義務に従って報酬が決められていないという、株主が提起する派生訴訟の被告として責任を問われることになる。つぎに、36 条 b 項に関する重要な先例となる事件を取り上げる。それは *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.* である。

## 2 Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.

Irwin Gartenberg は Simons Andre と同じく、Merrill Lynch Ready Assets Trust という MMF と呼ばれる種類のミューチャル・ファンドの株主であった。このふたりが、36 条 b 項に基づいて、このファンドからその投資顧問である Merrill Lynch Asset Management (以下、MLAM という。) に支払われた報酬を争うために、Merrill Lynch Asset Management らを被告として訴えを提起した<sup>46</sup>。第 1 審のニューヨーク南地区合衆国地方裁判所は、訴えを棄却した<sup>47</sup>。この判決から原告が控訴したところ、第 2 巡回区合衆国控訴裁判所はこの判決を支持した<sup>48</sup>。

この MMF は、1975 年にマサチューセッツ事業信託として設定され、受託者会は 8 名で構成され、そのうち 2 名が利害関係を有する者であり、残る 6 名の利害関係のない、独立した受託者が監査委員会を構成した。1976 年 6 月から、同年に設立された MLAM がこのファンドの投資顧問に選定され、運営に必要なサービスを提供した。この MMF の運用資産は当初 1 億ドルであり、1977 年 4 月には 2 億 8800 万ドル、1981 年 9 月には 190 億ドルに増加した。1976 年 4 月にファンドの受託者が MLAM と締結する運営契約を承認したとき、運営報酬は、最初の 5 億ドルまで 1 日あたりの資産残高の平均額の 0.5% とし、ファンドの純資産の増加に応じて指定された金額でこの割合を下げるように定められていた。1977 年 4 月に、ファンドの受託者はこの契約の継続を承認した。1978 年には、ファンドの資産残高は 7 億 5 千万ドルに増加した。1978 年 4 月に、MLAM は、報酬の割合の現行の定め通りとしつつ、10 億ドルを超える部分につき 0.375% とすることを提案した。この提案を受けて、受託者は 10 億ドルを区切り点とすることは受け入れつつ、5 億ドルを超える部分は 0.425%、7 億 5 千万ドルを超える部分は 0.375%、10 億ドルを超える部分は 0.35% とするよう求めたところ、MLAM はこれを受け入れたので、受託者はこの独立受託者が主導して求めた報酬引き下げを含む契約を承認した。

1978 年の間にこのファンドの資産が急増し、1979 年 1 月に MLAM は報酬の引き下げをみずから実施した。この結果、15 億ドルを超える部分は 0.325%、2 億ドルを超える部分は 0.3% となった。この時点でファンドの資産は約 20 億ドルであった。

1979 年の間にもファンドの資産は増大を続け、1979 年 5 月には残高は 35 億ドルとなっ



1日あたりの純資産残高平均		手数料の割合
	5億ドル以下	0.50%
5億ドル超	7億5千万ドル以下	0.425%
7億5千万ドル超	10億ドル以下	0.375%
10億ドル超	15億ドル以下	0.35%
15億ドル超	20億ドル以下	0.325%
20億ドル超	25億ドル以下	0.30%
25億ドル超		0.275%

た。1979年5月、受託者は、25億ドルを超える部分は0.275%とすることを加えて契約を承認した。この結果、運営報酬は上の表のとおりとなった。この報酬の定めは、1980年4月、ファンドの資産残高が98億ドルの時点でも、1981年5月、ファンドの資産残高が170億ドルの時点でも、受託者により承認された。原告は、このファンドの規模のために、MLAMはこの報酬の定めから過大な報酬を得ていると主張した。

合衆国地方裁判所は、36条b項のもとで救済を与えるには、裁判所はもっと条件のよい取引があったということを認定するのでは十分でなく、そうではなく、MLAMは、ファンドとその株主にとりアンフェアな合意に基づいて報酬を受け取ったことを認定したときに原告が勝訴する、という<sup>49</sup>。そして、裁判所は、本件の報酬はフェアであると判定した<sup>50</sup>。

裁判所は次のように言う。報酬料率のみに基づいてみて、本件投資顧問が受けた報酬料率は通常ではなくあるいは普通ではないというものではなく、商業的に見て現実的な料率である。ファンドが支払う報酬は数字上多額であるが、その支払いはファンドの巨大な規模に比して適法である。報酬は、そのもとになる事項とフェアな関係がある。類した状況で同種のサービスを提供する者に支払われる報酬と比較したとき、支払われる報酬の間にショッキングな不均衡はない。増大する規模からの費用の減少は、審査の対象となった年には適用されず、そうであるとしても、証拠のない理論上の規模の経済より、証明された規模の負担からみると、重要ではない<sup>51</sup>。

このように述べて、裁判所は、原告は、報酬が信任義務の違反であるということを証明する責任を果たしていないとして、訴えを棄却した。そこで、原告が第2巡回区合衆国控訴裁判所に上訴した。

控訴裁判所は、まず、地方裁判所及びすべての当事者が認めるように、基準は本来、報酬の定めが、取引を取り巻く状況すべてに照らして、対等に交渉されたものの範囲内にあ

る料金であるか否かであるという<sup>52</sup>。しかし、投資顧問とファンドの間では、他人の間における通常の対等な取引は生じないことが認められていると指摘する<sup>53</sup>。それゆえ、36条b項の違反があるというには、投資顧問が、提供されたサービスと合理的な関係がなく、対等な交渉の産物でありえなかったというほど不釣り合いに高額な報酬を請求していなければならないという<sup>54</sup>。そして、これを決めるためには、すべての関連のある事実が考慮されなければならないとする<sup>55</sup>。控訴裁判所は、このように述べてから、36条b項の違反の有無の判断に関連する事実を考慮したうえ、控訴人は、信任義務の違反を証拠の優越によって示すことができていると判断して、地方裁判所の判決の結論を支持したのである。

第2巡回区合衆国控訴裁判所が Gartenberg において用いた判断方法では、投資顧問が、提供されたサービスと合理的な関係がなく、対等な交渉の産物でありえなかったというほど不釣り合いに高額な報酬を請求していなければならないかが問われる。これは、争いになっている報酬が、個々の裁判官の評価によると相当な価格であるか否かに焦点を合わせるのではなく、それがある上限を超えていないか否かに焦点を合わせて、報酬が受け入れうる範囲におさまることができることを認めることになる。これはまた、報酬を対等な交渉で設定される価格と対比するように裁判所に指示することで、市場と競争に役割を与える。対等な交渉、すなわちアームズ・レンジス (arm's length) の交渉は、競争的市場であれば類似のサービスに対して価格は類似することになる<sup>56</sup>。また、この判断方法では、すべての関連のある事実が考慮されなければならないとされる。これは、関連するすべての事実と状況を考慮し、明確な原則に従い、あるいは限定された事実の組み合わせにのみ焦点を合わせて決定しないという、エクイティ裁判所として行動する裁判所による扱いである<sup>57</sup>。

投資顧問に支払われる報酬を争った訴訟では、Gartenberg 判決を含めて、原告が勝訴した例はないといわれる<sup>58</sup>。第2巡回区合衆国控訴裁判所が Gartenberg 判決において判断方法では明瞭とは言えないものの、その後、36条b項違反の有無の判断をするのに広く用いられることになった<sup>59</sup>。1982年から2007年までの間に Gartenberg を引用した判決は、150件あるといわれる<sup>60</sup>。

2008年、第7巡回区合衆国控訴裁判所は、Jones v. Harris Associates L.P. において、イースターブルック裁判官は、36条b項違反を主張する訴えを判断するのに、Gartenberg とは異なる判断の基準を示し、それによって原告の主張を退けた。この判決に第7巡回区

合衆国控訴裁判所の裁判官全員による再審査の請求があった。同裁判所はこの請求を認めなかったが、ポズナー裁判官を含む5名の裁判官がこの結論に反対した。控訴人が合衆国最高裁判所に対して第7巡回区合衆国控訴裁判所判決の上訴審査を求めた。この事件における第7巡回区合衆国控訴裁判所判決によって、36条b項の解釈について巡回控訴裁判所の間に意見の相違が生じた。最高裁判所はこの相違を手がかりとして上訴審査の求めに応じた<sup>61</sup>。最高裁判所は原審の判決を取り消し、第7巡回区合衆国控訴裁判所に差し戻した<sup>62</sup>。次に、Jones v. Harris Associates L.P. を取り上げ、イースターブルック裁判官が示した36条b項違反の有無の審査基準、及び、合衆国最高裁判所の示した審査基準を取り上げることにする。

### 3 Jones v. Harris Associates L.P.

Harris Associates L.P. は投資助言の提供を含む運営契約を Oakmark Fund, Oakmark Equity and Income Fund 及び Oakmark Global Fund というミューチャル・ファンドと締結していた。原告らは Oakmark Equity and Income Fund (Oakmark) 及び Oakmark Global Fund (Global) の株主であった。それぞれのファンドは、毎年各ファンドの受託者会により承認される報酬表に基づいて報酬を受け取っていた。

2003年8月から2004年8月までの Oakmark の報酬を表にすると次のとおりである。このファンドと類似の投資方針を有する機関投資家に向けた運用助言について Harris Associates が請求していた報酬の料率は、0.75%から0.35%、区切り点は1500万ドルから5億ドルであった。また、2003年11月現在の Global の報酬を表にすると次のとおりである。このファンドと類似の投資方針を有する機関投資家に向けた運用助言では、Harris Associates が請求していた報酬の料率0.85%から始まり、0.5%まで低下し、区切り点は2500万

Oakmark		Global	
資産残高	報酬料率	資産残高	報酬料率
20億ドル以下	1.0 %	20億ドル以下	1.0 %
20億ドル超 30億ドル以下	0.9 %	20億ドル超 40億ドル以下	0.95%
30億ドル超 50億ドル以下	0.8 %	40億ドル超	0.9 %

ドルから1億ドルであった。

原告らは、Harris Associates が受け取った報酬につき 36 条 b 項違反があると主張し、Harris Associates を訴えた。イリノイ北地区合衆国地方裁判所は、Gartenberg で示された判断の基準を引き、原告らの請求を退けた<sup>63</sup>。原告らはこれを不服として、第 7 巡回区合衆国控訴裁判所に控訴した。同控訴裁判所は原審の結論を支持した。3 名の裁判官からなるパネルの意見を執筆したイースターブルック裁判官は先に述べたとおり、Gartenberg の判断の基準を用いることなく、別の基準を用いて原審の結論を支持した<sup>64</sup>。次に、イースターブルック裁判官の意見を紹介する。

イースターブルック裁判官は、投資者が費用を控除した収益を極大にしようとしているとき、費用を減少させることは競争において死活にかかわり、運営報酬が事務費用の実質的要素であるので、ミューチャル・ファンドは、高い費用が投資に対する高い収益を伴わない限り運営報酬を低く抑えようとするインセンティブがあるという。ミューチャル・ファンドが投資顧問の配下にあることはこの競争を削減することはない。投資顧問は高報酬が投資者を駆逐するならば、それが配下に置いているファンドから利益を得ることができない<sup>65</sup>。

イースターブルック裁判官は、Gartenberg 判決について、それが市場にあまりにも依拠しないことゆえに、それに懐疑的であるという<sup>66</sup>。そして、Gartenberg の判断の基準を認めないと明言する<sup>67</sup>。イースターブルック裁判官は、信任義務は料率規制と異なるという、受託者は完全な開示をしなければならず、人を欺いてはならないが、その報酬の上限に服することはないという<sup>68</sup>。

イースターブルック裁判官は、36 条 b 項が fiduciary duty という用語を用いることを指摘し、この用語を用いることは、信託法を呼び出すことであるという、信託法における準則は明白で、受託者は、交渉に際して率直であり、かつ、行動において正直であるという義務を負うが、受託者の利益になるように交渉し、設定者が支払うと合意するものを受け取ることが許されるという<sup>69</sup>。設定者あるいは信託の運営を委ねられている者が決定をすれば、それが結論になる<sup>70</sup>。ただし、イースターブルック裁判官は、報酬が異常であり、裁判所が、詐欺があったに違いないか、決定責任のある者が責任を放棄したに違いないと想像することがありうると付け加える<sup>71</sup>。イースターブルック裁判官は、裁判所による価格設定は信任義務に伴うことではないとし、36 条 b 項はこの原則から離れることを求めない

という<sup>72</sup>。

イースターブルック裁判官は、原告が1970年の投資会社法改正の直前の時期において、ミューチャル・ファンドにおける競争が不十分である（それゆえ規制が不可欠である）という考えに基づいて制定され、現在も競争が弱いとして行動するべきであるという理解して、この点について次のようにいう。合衆国議会が定めたのは法律の文言であり、文言がSECあるいは裁判所が料率を設定する権限を付与していたならば、この文言は市場の状態が変化しようとする拘束力を持つことになるだろうが、36条b項は料率設定メカニズムを設けることはなく、原告が2008年にこのメカニズムの設定を求めるとしても、それは1970年の市場の状態に関する想定によって正当化されえない。過去38年間に多くのことが変化した<sup>73</sup>。

イースターブルック裁判官は現在の市場の状態を次のようにいう。今日、何千ものミューチャル・ファンドが競争する。ミューチャル・ファンドは減多に投資顧問を変更することはないが、投資者はその資金を別のところへ移動することにより安価かつ容易に投資顧問を変更することができ、現にそうする。投資者は、抽象的に投資顧問報酬が高すぎるときにそうするのではなく、結果との関係で報酬が過大であるときにそうする。なにが過大であるかは、報酬の絶対的水準によるのではなく、むしろ他の投資手段から得られる結果によるのである<sup>74</sup>。

イースターブルック裁判官は、たいていの投資者は洗練されていない、また、価格を比較しないということは答えにならないという。洗練された投資者は商品を比較して購入し、その他の投資者を保護する競争上の圧力を生み出す。多額の資産を有し、投資助言を専門とする者を通じて行動する者が、Harris Associatesが受け取るより高額な報酬を受け取る投資運営者が運営する集合投資プールに資産を委ねているときに、Harris Associatesの報酬が過大に違いないと結論することは困難である<sup>75</sup>。

イースターブルック裁判官は、Harris Associatesが他の顧客に、比較的低い報酬を請求していることについて次のようにいう。このことは、それがOakmarkなどに過大な報酬を請求しているに違いないということを示唆しない。顧客ごとに、費やすことが求められる時間のコミットメントは違う。年金ファンドは資産内容の変更は少ない。ミューチャル・ファンドは資産の拡大も縮小も速度が早く、償還を容易にするために流動性の高いものに一部資産を投資しておかなければならない。これは投資顧問の仕事を複雑にする。同様に、

共通費用も報酬水準から推認することを困難にする。調査、評価及びポートフォリオ設計の業務の一部はいくつかの顧客に利便を提供する。競争において、これら共通費用は支払いをする顧客の間で、平等取り扱いの原則によるのではなく、その需要の弾力性によって分配される<sup>76</sup>。

さらに、イースターブルック裁判官は、原告は、Harris Associates が利害関係のない取締役の目をくらませ、あるいはその他の方法で助言サービスにつき有利な価格を得る交渉をする能力を妨害したと主張していないこと、及び、この報酬は投資者に秘匿されていなかったこと、そして、Oakmark のファンドの純収益が投資者を減じるより惹付けていたことと指摘する<sup>77</sup>。

第7巡回区合衆国控訴裁判所が原審の判決を支持したところ、Jones ら控訴人が第7巡回区の裁判官全員による再審理を求めた。原審判決を支持したパネルは再審理を不要と決定し、裁判官全員による投票の結果、過半数の裁判官は再審理を不要としたが、5名の裁判官は再審理不要という決定に反対した。反対した裁判官のうちボズナー裁判官が意見を表明し、他の4名の裁判官がそれに同調した<sup>78</sup>。

ボズナー裁判官は、Jones 判決は Westlaw に収録されている判決中、ただ一つ Gartenberg に同調しない上訴裁判所判決であり、パネルの意見が引用する John C. Coates と B. Glenn Hubbard の共著論文ははっきりと Gartenberg を肯定し、Gartenberg は投資顧問に厳しすぎるといふこともないという<sup>79</sup>。

ボズナー裁判官は、パネルは、大規模公開会社の役員報酬が、取締役会の報酬を監視するインセンティブが弱いために過大であるという兆しが増していることを根拠として、再考の機運が熟している経済分析に主として基づいて、Gartenberg を否定したと指摘する<sup>80</sup>。取締役は、多くの場合に他の会社の CEO であり、CEO は十分な報酬を受けるべきであると考えるのは自然であり、取締役は多くの場合、CEO により選ばれる。報酬のコンサルティング会社は、取締役会が投票により決定する気前の良い報酬のパッケージに口実を提供するが、この種のコンサルティング会社は、報酬に関する助言だけではなく、報酬について助言を与える役員から委託をうけて企業に提供するほかのサービスについても報酬を得るので、利益相反の状況にある<sup>81</sup>。

ボズナー裁判官は、製品市場及び資本市場における競争は、大企業及びミューチャル・ファンドを含む類似のエンティティに同一のインセンティブ構造が働くため、問題の解決



のために当てにすることができないという。ポズナー裁判官は、ビジネス・コネクションは効率的な情報の流れを促進することによりエージェンシーの間の対立を緩和することもあるが、非効率なえこひいきの経路でもありうるという研究を参照し、その研究の結論を紹介する。ミューチャル・ファンド産業のエージェントの間のコネクションはえこひいきを助長しているという証拠があり、ファンドの取締役とファンドの運営にあたる投資顧問とは、過去の相互の影響に基づき互いをひいきして用いる。取締役と運営者の間のつながりが大きいと、投資顧問はそうでない場合より大きな超過利潤を獲得し、また、取締役会により厳格に監視されない<sup>82</sup>。

ポズナー裁判官は、本件における懸念されることは、投資顧問が、独立ファンドに請求する額の2倍以上をその配下にあるファンドに請求していることである。パネルの意見はこの違いが正当化される理由を示唆するが、その示唆するところは、証拠あるいは経験的根拠があるものというより、純粹に推測として提示されている。配下にあるファンドが実際に配下にあることに疑いはなく、Oakmark と Harris の関係は 36 条 b 項追加提案に伴う上院報告書に記述された、ほぼすべての運営サービスを提供する投資顧問により設定されたファンドという取り合わせに合致する<sup>83</sup>。

ポズナー裁判官は、ミューチャル・ファンドが投資顧問の配下にあることはこの競争を削減することはなく、投資顧問は高報酬が投資者を駆逐するならば、それが配下に置いているファンドから利益を得ることができないとパネルがいうことについて、それは本当であるが、高報酬は投資者を駆逐するかと問う。株式投資をする年金ファンドのポートフォリオマネージャーと株式投資をするミューチャル・ファンドのポートフォリオマネージャーの間に実質的な報酬水準の違いがある主たる理由は、年金分野における助言報酬は、アームズ・レングスの交渉が生じる市場に規律されることである。原則として、ミューチャル・ファンドの株主は、アームズ・レングスの交渉からも、アームズ・レングスの交渉が通常であるとしたらそれによって定まる価格に近似する価格からも利益を得ていないという<sup>84</sup>。

ポズナー裁判官は、パネルの意見が、報酬の水準が異常であり、裁判所が、詐欺があったに違いないか、決定責任のある者が責任を放棄したに違いないと想像できることを認めることを指摘し、異常な報酬が、不釣り合いに高額な報酬と大きく違うとは見えないかもしれないことについて次のようにいう。このように見ることは、Gartenberg の判断方法と



パネルの判断方法の間の重要な違いを見失うことになる。パネルの判断の基準は、投資顧問の受け取る報酬を他の投資顧問がミューチャル・ファンドに請求する報酬と比較することによってのみ適用される。Gartenberg の判断の基準はこのように限定されることはない。ミューチャル・ファンドの投資顧問が過大な報酬を請求することを可能にする統治構造はこの産業全体のものであり、パネルのいう比較による判断方法が広く用いられることになれば、このような報酬がこの産業における下限となることを許容することになる<sup>85</sup>。

ボズナー裁判官は、この事件の結果は正しいかもしれず、パネルはそれに理由を述べているが、巡回区の間の見解の食い違いの発生、問題のミューチャル・ファンド業界にとっての重要性、そして、パネルによる分析の一方的な性質は、巡回区の裁判官全員による審査を正当化するものであるという<sup>86</sup>。

合衆国最高裁判所が、Jones らの求めに応じて第7巡回区合衆国上訴裁判所の判決を審査し、この判決を取り消して第7巡回区合衆国上訴裁判所に差し戻した<sup>87</sup>。合衆国最高裁判所の判決は裁判官全員一致のものであり、アリート裁判官が法廷意見を執筆した。

法廷意見は、36条b項が「サービスの報酬の受取りにつき信任義務」という意味は決して明瞭ではないが、この規定の文言と、この義務の違反に対する株主の訴訟が投資会社法の構造全体において果たす役割とに基づくと、Gartenberg 判決は36条b項が求めることに関する基本的な公式化において正しいという。すなわち、36条b項のもとで責任を負うには、投資顧問は、提供されたサービスに合理的な関係がなく、対等な交渉の産物であるとはいえない程度に不釣り合いに高額な報酬を請求しなければならないということである<sup>88</sup>。

法廷意見は、36条b項のいう信任義務について、全状況下で取引が対等な交渉の特徴を持つか否かであるという公式化がこの信任義務という用語の意味を捉えているという<sup>89</sup>。そして、投資会社法はこの義務につきのような重要な変更を加えているという。すなわち、それは、報酬が対等な交渉から生じるものの範囲外であるという証明をする責任を信任義務を負う者から違反を主張する者に転換することである<sup>90</sup>。そうして、Gartenberg の審査方法はこのような信任義務の理解を取り入れているという<sup>91</sup>。

法廷意見は、Gartenberg の判断方法は36条b項の投資会社法における位置を反映し、特に、この規定と、同法が投資者に提供する他の保護との関係を反映するといいい、次のように述べる。投資会社法のもとでは、十分に情報を与えられているミューチャル・ファン

ド取締役会による投資顧問報酬の吟味がファンド内における利益相反の管理の基礎であり、同法は利害関係を有しない取締役をファンドと投資顧問との関係の見張り番としてその間に入れていた。このような取締役に投資顧問報酬が過大であるか否かを判断するのに必要な情報を提供するために、同法は、投資顧問が運営契約の条項を評価するのに必要であるというのが相当な情報を提供するように求め、SECにこの要求を実施する権限を与える<sup>92</sup>。さらに、同法が利害関係を有しない取締役の役割を認めて、同法は、裁判所に対して、取締役会による承認に、全状況下で適切と思われる配慮を与えるように指示する<sup>93</sup>。そのうえで、このようなことから次の二つのことを推断することができる。一つは、取締役会の判断に払われる敬讓はある場面では適切であること、もう一つは、適切な敬讓の程度は状況によって異なる<sup>94</sup>。

法廷意見は、Gartenberg判決は、投資顧問がその事件のMMFに請求した報酬と年金ファンドに請求した報酬の対比を拒んだことについて、つぎのようにいう。投資会社法は関連する全要素の考慮を求めるから、異なる種類の顧客に請求される報酬の対比に関する明確な原則がありうるとは考えない。裁判所は、問題の顧客が求めるサービスの異同に照らしてそれにふさわしい重みをこのような対比に与えることができるが、不適当な対比をしないように気をつけなければならない<sup>95</sup>。同様に、裁判所は、他の投資顧問によりミューチャル・ファンドに請求される報酬との対比に大きく依拠してはならないという。この対比には、これらの報酬は争いの対象になっている報酬と同様に、対等の立場で進められた交渉の産物ではないかもしれないから、問題があるというのである<sup>96</sup>。

最後に、法廷意見は、裁判所による投資顧問の信任義務の強化は、手続と実体を考慮に入れなければならないという。取締役会による投資顧問報酬の交渉と審査が確固たるものである場合、審査にあたる裁判所は、その交渉結果にふさわしい敬讓を与えるべきであるという。これは、関連する全情報を有する取締役会が交渉しても報酬が過大でありうることを否定するものでないが、そのように判定するには、その報酬が「提供されたサービスに合理的な関係がなく、対等な交渉の産物であるとはいえない程度に不釣り合いに高額な報酬を請求しなければならないという」証拠に基づかなければならない<sup>97</sup>。他方、取締役会の手続に欠陥がある、あるいは投資顧問が重要な情報を提供しなかった場合、裁判所はそうでない場合より結果を厳格に吟味しなければならない<sup>98</sup>。

法廷意見はこのように述べてから、第7巡回区合衆国控訴裁判所は、開示という要素に

ほぼすべてを依拠したことで誤ったと指摘する<sup>99</sup>。

## 4 むすび

Jones v. Harris Associates L.P. において、合衆国最高裁判所は、投資会社法 36 条 b 項の違反の有無を判定する基準として、Gartenberg の判断の基準を用いることを明らかにした。

36 条 b 項は、投資会社はそのスポンサーである投資顧問の配下にあることを所与のこととしているということが出来る。ミューチャル・ファンドは事業信託あるいは株式会社という形態をとる。これは 1940 年投資会社法も予定している。ミューチャル・ファンドは、その運営に必要なサービスを外部から入手する。ファンドの取締役は信任義務に則って、ファンドの利益になるように運営報酬を決定することになる。信任義務を通して株主の利益が保護される。取締役は、運営契約の相手方と対等に交渉してファンドのためになる運営契約を締結すると期待される<sup>100</sup>。しかし、ファンドはスポンサーである投資顧問の配下にあり、そのような投資会社と運営契約を締結するのが通常である。そこで、投資会社法は、利害関係を有しない取締役を持ち込んで、そのような取締役が独立の立場で、ファンドの利益になるように、報酬に関する条項を必要な情報をもとにして対等の交渉またはアームズ・レングスの交渉をするようにした。

それでも、このような交渉は期待どおりに公正な額の報酬を生み出すとはかぎらないことから、36 条 b 項は、投資顧問が報酬を受け取ると信任義務を負うと看做すと定めた。この規定が期待するのは、投資顧問とファンドの取締役が対等すなわちアームズ・レングスの交渉をして、その結果から生じる運営報酬が支払われるようにすることである。これは、投資顧問が提供する運営サービスの市場があるとして、実際に支払われる報酬がこの市場における競争から生まれる公正な報酬の額の範囲内であるようにすることである。しかし、現実には投資顧問が変更されることはまれである。運営サービス提供の市場で、投資顧問の間に競争があるとはいいいにくい。

トッド・ヘンダーソンは、36 条 b 項の研究において、36 条 b 項に基づく訴訟は個々のファンドに年間 5 万ドルの「税」を課すだけであり<sup>101</sup>、ファンドの取締役には、訴えられる

可能性は報酬の多寡にも報酬額決定の過程にも関係がなく、偶然に訴えられると見られているという<sup>102</sup>。ヘンダーソンは、訴訟の抑止効果は非常に弱いとする<sup>103</sup>。36条b項の訴訟は和解により終了することから、その最大の恩恵を受ける者は、弁護士費用を受け取る法律家であるともいわれる<sup>104</sup>。

ヘンダーソンによれば、訴訟の抑止力のほかに、取締役会が承認し投資顧問が受け取る報酬に及ぶ外部からの制約は、資産を惹付けるという形態で作用する市場の力である<sup>105</sup>。それでは、投資者の資金を求めるファンド商品間の競争は、どこまで過大な報酬を抑制することになるのか。どのようなファンドでも、取締役会が同じような発想と態度で、投資顧問に超過利潤を許す決定しているのであるならば、運営報酬を削減してファンドの費用を低減することにつながらないかもしれない。そうすれば、投資者の資金を求めるファンド商品間の競争もそれほど当てにすることはできないことになる。

Gartenbergの判断の基準でもイースターブルックの提示した判断の基準でも、一定の限度を超えて過大な報酬は36条b項違反と扱われる。違いは、それがどのような場合であるかにある。ヘンダーソンは、裁判所は約30年の間、Gartenbergのもとで数百の事件を扱い、それを通じて、数十億ドルの富が投資者から法律家に移転したといい、イースターブルックの提示した判断の基準では、開示の不十分さあるいは報酬額決定におけるお手盛りが証明されなければならず、36条b項の訴えを提起しまたは防御することは、これまでほど儲かる仕事ではなくなるという<sup>106</sup>。

いずれにしても、次のことは確かである。それは、36条b項は、信任義務という用語を用いることで、一律の扱いを可能とするルールが導かれることがないことを示すことである。信任義務は、それが導入される状況により、また、その導入目的により、異なる内容を持つのである。

[注]

- 1 1940年投資会社法を紹介する邦語文献として、近藤光男「アメリカ法制」落合誠一編著『比較投資信託法制研究』7-55頁（1996年）、石田眞得『米国投資会社法の研究—利益相反規制を中心に—』（2004年）。
- 2 Investment Company Act § 5(a)(1).
- 3 Investment Company Institute, 2012 Investment Company Fact Book 9 (available at [http://www.icifactbook.org/2012\\_factbook.pdf](http://www.icifactbook.org/2012_factbook.pdf)) (2012 Investment Company Fact Book).
- 4 2012 Investment Company Fact Book at 198.
- 5 2012 Investment Company Fact Book at 199.
- 6 Mathew P. Fink, *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View* 11-12 (2d ed. 2011)
- 7 2012 Investment Company Fact Book at 199.
- 8 Investment Company Act § 3(a) (investment company); § 2(a)(22) (issuer); § 2(a)(28) (person); § 2(a)(8) (company).
- 9 William A. Birdthistle, *Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry*, 80 *Tul. L. Rev.* 1401, 1423-28 (2006); 2012 Investment Company Fact Book at 200-02.
- 10 Investment Company Act § 14(a).
- 11 2012 Investment Company Fact Book at 201.
- 12 Birdthistle, *supra* note 9, at 1422.
- 13 Investment Company Act §§ 9, 16.
- 14 Investment Company Act § 2(a)(19).
- 15 Investment Company Act § 10(a).
- 16 See 2012 Investment Company Fact Book at 201.
- 17 Paul G. Mahoney, *Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds*, 18 *J. Econ. Persp.* 161, 163 (2004); Birdthistle, *supra* note 9, at 1422. 取締役は、取締役会や委員会に出席することに対して報酬を受ける。同一の人物がスポンサーが同じであるファンドの取締役を務めることで、スポンサーはファンドの間に、報酬に対応する費用を分散する。Birdthistle, *supra* note 9, at 1422.
- 18 Investment Company Act § 15(a), (b).
- 19 Birdthistle, *supra* note 9, at 1419.
- 20 *Id.* at 1420.
- 21 See Todd Henderson, *Justifying Jones*, 77 *U. Chi. L. Rev.* 1027, 1032 (2010).
- 22 Mahoney, *supra* note 17, at 163.
- 23 Investment Company Act § 15(a).
- 24 Investment Company Act § 15(c).
- 25 Henderson, *supra* note 21, at 1032; Birdthistle, *supra* note 9, at 1424.
- 26 Birdthistle, *supra* note 9, at 1424; Mahoney, *supra* note 17, at 167.
- 27 Peter J. Wallison & Robert E. Litan, *Competitive Equity: A Better Way to Organize Mutual Funds*

- 9 (2007).
- 28 SEC, Bearing of Distribution Expenses by Mutual Funds, 45 Fed. Reg. 73,898, 73,898 (Nov. 7, 1980); SEC, Mutual Fund Distribution Fees; Confirmations, 75 Fed. Reg. 47094; <http://www.sec.gov/answers/mffees.htm#distribution> (last visited on September 7, 2012). SEC は 12-b fees の額を規制の対象としていないが、FINRA (以前は NASD) の定める規則によると、販売のために 12-b 1 fees としてファンドの資産から毎年支出できる額の上限は純資産額の 0.75% とされる。また、12-b fees については、近藤・前掲注 1・27-28 頁参照。
- 29 *Gallus v. Ameriprise Financial, Inc.*, 497 F. Supp. 2d 974, 977 (D. Minn. 2007).
- 30 Restatement (Third) of Trusts § 38 (2003). 受託者の受ける報酬については、木南敦「受託者の報酬と信託執行費用に関する一考察」、新井誠ほか編『信託法制の展望』141-144 頁 (2011 年) 参照。
- 31 Restatement (Third) of Trusts § 38, cmt. e.
- 32 Restatement (Second) of Trusts § 242, cmt. f (1959). See Restatement (Third) of Trusts § 38, Reporter's Notes to cmt. e.
- 33 1970 年の 1940 年投資会社法 15 条(a), (c)項の規定による。15 U.S.C. § 80 a-15(a), (c) (1964).1970 年改正後の現行規定は 15 U.S.C. § 80 a-15(a), (c) (2012) である。
- 34 John C. Coates IV & R. Glenn Hubbard, Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy, 33 J. Corp. L. 151, 203 (2007); Amy Y. Yeung & Kristen J. Freeman, Gartenberg, Jones, and the Meaning of Fiduciary: A Legislative Investigation of Section 36(b), 35 Del. J. Corp. L. 483, 488 (2010); Larry Libstein, Federal Misgovernance of Mutual Funds, 2009-10 Cato Supreme Court Review 301, 307 ([www.cato.org/pubs/scr/2010/Ribstein-on-Jones-v-Harris-Assoc.pdf](http://www.cato.org/pubs/scr/2010/Ribstein-on-Jones-v-Harris-Assoc.pdf)).
- 35 Report of the Securities and Exchange Commission on the Public policy Implications of Investment Company Growth, H.R. No. 2337, 89 th Cong., 2 d Sess. 132-33 (1966) ([http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1960/1966\\_InvCoGrowth\\_CH3D.PDF](http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1960/1966_InvCoGrowth_CH3D.PDF)). 石田・前掲注 1・117 頁、近藤・前掲注 1・33 頁。
- 36 *Id.* at 138. 近藤・前掲注 1・33 頁。
- 37 Coates & Hubbard, *supra* note 34, at 203.
- 38 Yeung & Freeman, *supra* note 34, 493-510. 石田・前掲注 1・124-33 頁、近藤・前掲注 1・33-36 頁参照。
- 39 15 U.S.C. § 80 a-35(b) (2012).
- 40 Coates & Hubbard, *supra* note 34, at 204.
- 41 *Id.* at 203-04. See Yeung & Freeman, *supra* note 34, 510-11.
- 42 Coates & Hubbard, *supra* note 34, at 204.
- 43 *Id.* at 205.
- 44 *Id.*
- 45 *Id.*
- 46 この事件の邦語の紹介として、石田眞得「投資顧問の管理報酬—Gartenberg 判決の検討—」大阪



- 府立大学経済研究 49 卷 2 号 113 頁 (2004 年)、石田眞得・前掲注 1・137-142 頁がある。
- 47 Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 528 F. Supp. 1038 (1981).
- 48 Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc., 694 F.2 d 923 (1982).
- 49 Gartenberg, at 528 F. Supp. at 1047.
- 50 Id. at 1055.
- 51 Id. at 1068.
- 52 Gartenberg, 694 F.2 d at 928.
- 53 Id.
- 54 Id.
- 55 Id. at 929.
- 56 Coates & Hubbard, supra note 34, at 209.
- 57 Id.
- 58 James D. Cox & John W. Payne, Mutual Fund Expenses Disclosures: A Behavioral Perspective, 83 Wash. L. Q. 907, 923; Henderson, supra note 21, at 1033. なお, Gallus v. Ameriprise Financial, Inc. では, 第 8 巡回区合衆国控訴裁判所が, 投資顧問に支払われた報酬を争った原告敗訴のミネソタ地区合衆国地方裁判所の判決を破棄し原審に差し戻した。Gallus v. Ameriprise Financial, Inc., 497 F. Supp. 974 (2007), rev'd, 561 F. 3 d. 816 (2009). この上訴裁判所の判決は, 投資顧問に支払われた報酬を争う訴えで原告の主張を容れた最初の判決といわれる。Birdthistle, Investment Indiscipline: A Behavioral Approach to Mutual Fund Jurisprudence, 2010 U. Ill. L. Rev. 61, 71. 被控訴人が合衆国最高裁判所に控訴審判決の上訴審査を求めたところ, 最高裁判所は, 控訴審判決を取り消し, Jones v. Harris Associates L.P. の判決に従って判断するように求めて, 第 8 巡回区合衆国控訴裁判所に差し戻した。Ameriprise Financial, Inc. v. Gallus, 130 S. Ct. 2340 (2010). その後, 第 8 巡回区合衆国控訴裁判所は, ミネソタ地区合衆国地方裁判所に事件を差し戻し, これを受けて審理した地方裁判所が最初の判決を復活させると, この裁判を不服として原告が第 8 巡回区合衆国控訴裁判所に控訴し, 控訴裁判所が地方裁判所の判決を支持した。Gallus v. Ameriprise Financial, Inc. 675 F. 3 d. 1173 (2012).
- 59 Lyman Johnson, A Fresh Look at Director "Independence": Mutual Fund Fee Litigation and Gartenberg at Twenty-Five, 61 Vand. L. Rev.497, 516-19 (2008); William A. Birdthistle, supra note 58, at 87.
- 60 Johnson, supra note 58, at 499-500.
- 61 Jones v. Harris Associates L.P., 129 S. Ct. 1579 (2009).
- 62 Jones v. Harris Associates L.P., 130 S. Ct. 1418 (2010).
- 63 Jones v. Harris Associates L.P., 2007 WL 627640, 2007 U.S. Dist. LEXIS 13352 (N.D. Ill. Feb 27, 2007).
- 64 Jones v. Harris Associates L.P., 527 F. 3 d 627 (2008). この判決の邦語による紹介として, 石田眞得「投資顧問の投資会社管理報酬の受領と信託義務違反」旬刊商事法務 1886 号 46 頁 (2009) がある。
- 65 Id. at 631-32



- 66 Id. at 632.
- 67 Id.
- 68 Id.
- 69 Id (citing Restatement (Second) of Trusts 242 & comment f).
- 70 Id.
- 71 Id.
- 72 Id. at 633.
- 73 Id.
- 74 Id. at 633-34.
- 75 Id. at 634.
- 76 Id. at 634-35.
- 77 Id. at 635.
- 78 Jones v. Harris Associates L.P., 537 F. 3 d. 728 (2009).
- 79 Id. at 729-30 (opinion of Posner, J., dissenting).
- 80 Id. at 730.
- 81 Id.
- 82 Id. at 730-31 (citing, Camelia Kuhnen, Social Networks, Corporate Governance and Contracting in the Mutual Fund Industry (March 1, 2007), <http://ssrn.com/abstract=849705>). この文献は、Camelia Kuhnen, Business Networks, Corporate Governance, and Contracting in the Mutual Fund Industry, 64 J. Fin. 2185 (2009) として公表されている。
- 83 Id. at 731.
- 84 Id. at 731-32 (citing John P. Freeman & Stewart L. Brown, Mutual Fund Advisory Fees: The Cost of Conflicts of Interest, 26 J. Corp. L. 609, 634 (2001)).
- 85 Id. at 732.
- 86 Id. at 733.
- 87 Jones v. Harris Associates L.P., 130 S. Ct. 1418 (2010). この判決の邦語の紹介として、清水真人「米国投資会社法三六条(b)項における信任義務違反の判断基準」旬刊商事法務 1948 号 53 頁 (2011 年) がある。
- 88 Id. at 1426.
- 89 Id. at 1427 (citing Pepper v. Litton, 308 295 (1939)). 対等な交渉は arm's length bargain を訳出したものである。
- 90 Id. at 1427 (citing 15 U.S.C. § 80-35(b)(1)).
- 91 Id. at 1427.
- 92 Id. at 1427-28 (citing 15 U.S.C. § 80-15(c)).
- 93 Id. at 1428 (citing 15 U.S.C. § 80-35(b)(2)).
- 94 Id. at 1428.

- 95 Id.
- 96 Id. at 1429.
- 97 Id. at 14329-30
- 98 Id. at 1430.
- 99 Id.
- 100 普通の信託で受託者が信託執行に必要なサービスを入手するときには、その相手方と対等すなわちアームズ・レングスの交渉をすることは注意義務として求められる。受託者とサービス提供の相手方とがともに第三者の配下にある場合には、受託者は受益者のためにのみ行動していることが忠実義務から求められることになる。
- 101 Henderson, *supra* note 21, at 1043.
- 102 Id. at 1044.
- 103 Id. at 1044-46.
- 104 Ribstein, *supra* note 34, at 311.
- 105 Henderson, *supra* note 21, at 1046.
- 106 Id. at 1051.

# 信託受益者の権能と債権者代位権

植 田 淳

## 目 次

- 1 はじめに
- 2 問題設定
- 3 イギリス法における受益者の権能
- 4 わが国の民法・信託法における受益者の権能
- 5 わが国における受益者の債権者代位権
- 6 金投資のための信託とその受益権
- 7 おわりに

## 1 はじめに

信託法理は、「信託的構成」あるいは「信託法の類推適用」という形で、私法上の制度の理論構成に活用されてきた<sup>1</sup>。譲渡担保しかり、取立のための債権譲渡しかり、かくれた取立委任裏書しかり、である。他方、信託法と民法との関係は、特別法（＝信託法）に対する一般法（＝民法）の関係であると考えられるから、信託法は、いわば民法という地盤の上に立つ構造物のような存在である。したがって、信託法の解釈を行うにあたっては、民法上の制度をいわば当然の前提としているといえよう。本稿において論じようとしている問題も、そのひとつといえる。本稿では、受益者の権能、とくに債権総則の制度である債権者代位権（民法 423 条）を信託の受益者が受託者に代位して行使できるか、という問題を中心に考察することとしたい<sup>2</sup>。

## 2 問題設定

以下のような問題を想定してみよう。

**【設例 1】** オフィスビルの不動産管理信託において、委託者兼受益者 B が受託者 T にオフィスビルの管理を委託している。そこに、賃借人 A が入居・賃借している。信託期間 20 年で、T は、管理費用・信託報酬差し引き後の収益を年 1 回、B に配当し、信託期間終了後に、T は B に当該不動産を返還（再譲渡）すべきものとされている。T の A に対する賃料債権について消滅時効が完成しそうであるにもかかわらず、T が当該債権を行使しようとする。この場合に、受益者 B は、民法 423 条に基づき、債権者代位権を行使できるか？

**【設例 2】** 個人投資家 I は、金への投資を考えている。信託を用いた金の投資運用は可能か？それは、他の投資手段に比べて、優位性があるか？また、投資可能な金価格連動型の投資信託または ETF（Exchange Traded Fund）<sup>3</sup>があるとした場合において、その価格が金の市場価格と大きく乖離（下振れ）してきたときには、I に法的救済方法はあるか？

### 3 イギリス法における受益者の権能

#### (1) 追及権<sup>4</sup>

まず、比較法的観点から、イギリス法を見てみよう。一般に、受託者 T による信託違反の処分行為に対して、受益者 B は追及権 (right to trace; tracing remedy) を行使できる。すなわち、善意・無過失かつ有償の第三者が当該信託財産を取得した場合を除いて、原則として B は第三者たる取得者 A に当該財産 (特定可能な金銭を含む) の返還を求めることができる (擬制信託: constructive trust; proprietary remedy)。また、その価値が (投資などによって) 増大した場合には、増加分も含めて回復を求めることができる。さらに、選択的に、B は T が保有する処分行為の代位物 (売却代金等) に対して物権的権利 (proprietary claim) を主張できる。よって、受託者破産の場合においても、受益者は、一般債権者に優先して、信託財産を回復できるのである (信託財産独立性の法理)。

#### (2) 信託上の義務の強制履行請求権<sup>5</sup>

純粋な信託受託者の例ではなく、遺産管理人の例ではあるが<sup>6</sup>、次のような枢密院判例がある<sup>7</sup>。遺産の所有権は遺産管理人 T に帰属するのであり、相続人 B は具体的な遺産に対する権利を有しない<sup>8</sup>。しかし、B は T に適正な遺産管理をなさしむる権利 (対人権) を有し、エクイティ裁判所においてその義務を強制しうる。以上のように判示された。

### 4 わが国の民法・信託法における受益者の権能

#### (1) 追及権

新信託法 27 条は、信託違反の処分行為 (権限違反行為) の相手方が悪意・重過失の場合における受益者の追及権 (取消権) について、比較的詳細な規定を置いている。すなわち、以下の通りである。

① 受託者が信託のためになした権限違反行為の相手方がそのことにつき悪意・重過失で

あった場合には、受益者は当該行為を取り消すことができる（同条1項）。

②特則として、受託者が権限に違反して信託財産につき権利を設定・移転する行為をした場合において、当該信託財産に信託の登記・登録があり（信託法14条）、かつ権限違反につき相手方が悪意・重過失であるときは、受益者は当該行為を取り消すことができる（同条2項）。

③複数受益者の一人が取り消した場合には、この効力は、他の受益者にも及ぶ（同条3項）。

④この取消権は、受益者が取消し原因を知った時点から3ヶ月で消滅し、行為時から1年経過しても同様である（同条4項）。

## (2) 忠実義務違反行為の取消権

改正法31条7項は、受託者の忠実義務違反行為について悪意・重過失の第三者が信託財産を取得した場合、受益者は当該行為を取り消すことができる旨規定する。

## (3) 差止請求権

改正信託法44条は、受託者が法令や信託行為に違反する行為をし、または、そのおそれがあり、かつ、信託財産に著しい損害が生ずるおそれがある場合には、受益者は、受託者に対して当該行為の差止を求めることができる（同条1項）。

冒頭の【設例1】において、受託者Tの不作为の差止請求が認められるかは、ひとつの問題である。

## (4) 強制履行請求権

冒頭の【設例1】において、債権法の一般原則（民法414条1項本文）から、Bは、Tが負う、Aに対する賃料債権の行使義務の強制履行を裁判所に求めることができるか？これは、可能であろうが、民事執行法172条1項に規定される「間接強制」による他ないであろう。



## (5) 債権者代位権

これは、本稿の中心的課題であるので、次節5において検討する。

# 5 わが国における受益者の債権者代位権

## (1) 債権者代位権

### (i) 意義

債権者は、一定の要件の下で、自己の債権を保全するため、債務者に属する権利を自己の名で行使することができる（民法423条）。これを一般に「債権者代位権」という。フランス法に由来する制度であり、ドイツ法や英米法には類似の制度はない。

### (ii) 本来の趣旨

債権者代位権制度の本来の趣旨は、資力のない債務者の財産の減少を防ぐことにある。代位権行使によって債務者の責任財産を維持・確保し、その必要が生じれば、強制執行をなすことが想定されている。ひと言でいえば、債権者代位権の存在意義は、強制執行の準備ということになる。

### (iii) 現実的な役割

強制執行においては、債権者がいくら債務者の責任財産の確保に努力しても、結局は、他の債権者と平等的・比例的な配当を受けうるのみである。そこで、債権者代位権は、優先弁済を可能にするという債権者にとっての大きな効用をもつ。

すなわち、債権者をA、債務者をB、第三債務者をC、被保全債権を甲、被代位債権を乙とすると、AがBに代位してCに対し乙を行使した場合には、AはCから乙の弁済を直接的に受領することが認められている<sup>9</sup>。これによって、Aは弁済金返還債務と甲とを相殺し、実質的に優先弁済を受けることができる。

#### (iv) 債権者代位権行使の要件

債権者代位権は、裁判上行使する必要はない。債権者代位権の成立要件は、一般に以下のように解される（423条1項）<sup>10</sup>。

- ①自己の債権の保全の必要性があること（無資力要件）。
- ②債務者が権利をまだ行使していないこと。
- ③被保全債権が弁済期にあること（ただし、保存行為については、期限未到来でも裁判外行使可能；民法423条2項但書）。
- ④被保全債権が存在すること。

冒頭の【設例1】にあげたような場合において、BはTに代位してAに対する賃料債権を行使できるか？以下では、この問題について検討してみよう。

### (2) 債権保全の必要性

債権者代位権の第一の要件は、上述の①、すなわち「債権保全の必要性」である。被保全債権が金銭債権であることを黙示の前提とするこの規定の下では、「保全の必要性」は、「債務者の無資力」と同義であると解されている<sup>11</sup>。

ただし、「無資力」を不要とする少数説がある<sup>12</sup>。その主張の要点は、こうである。債権者代位権は、簡易な債権回収手段と考えられるとの前提から、実際には、無資力の立証は非常に困難であるうえ、特段、債務者や第三者に不利益をもたらさないから、「無資力要件」を課さずに、代位権行使を認めても差し支えない、との説である。「保全の必要」イコール「債務者の無資力」というドグマに疑問を投げかけた点で、すなわち、条文の文言に立ち返った解釈を試みた点で、この解釈論は評価されるべきである<sup>13</sup>。

翻って、【設例1】では、受益債権（信託法2条7項）は、受託者が信託財産のみによって履行の責めを負うべき「信託財産責任負担債務」である（信託法21条2項1号）。よって、Aに対する賃料債権の時効消滅は、Bの受益債権を毀損するから、保全の必要はあると言えよう。ただし、賃料債権の不行使が、受託者Tの善管注意義務違反とされる場合（信託法29条2項）には、信託法40条1項の規定により、受益者Bは、Tに対して当該損失の填補を求めることができる。よって、Tに十分な資力があれば、保全の必要はないとも、一応言えそうである。しかし、その煩雑さ等を考慮し、条文に忠実な解釈をすれば、

保全の必要ありと考えられる。したがって、この場合には、Tの無資力要件は問われないと解すべきであろう。

すなわち、一般の債権債務関係における債権保全の問題と、信託における受益債権保全の問題とは、パラダイムを異にすると言えよう。本件は、一般的にいうところの「無資力要件」を課されないという点で、一種の「債権者代位権の転用」の事例<sup>14</sup>に該当するとも言えよう。

もっとも、原則どおり、無資力要件を信託財産について要求する立場もありえよう。信託財産自体が債務超過に陥り、無資力となることを要すると考えるのである。この理論に依拠して、考察してみよう。

このケースは、広い意味で、「信託財産の無資力」または、少なくとも「無資力状態に陥るおそれ」に該当しているとも言えよう。Tが受託している当該信託財産を、あたかもひとつの「法主体」と観念してみよう。この法主体の貸借対照表を考えると、「資産」は、当該オフィスビルの時価、プラス、未収賃料であり、他方、「負債」はその返還義務（＝オフィスビルの時価）、プラス、得べかりし賃料、となる。ところが、資産のうち「未収賃料」が時効により消滅しかかっているから、いわば未収賃料分だけ債務超過を来たそうとしているとも言えよう。したがって、信託財産は、「無資力状態に陥るおそれ」があると考えることができる。

以上から、いずれにしても、①の要件は、充足されていると考えられる。

### (3) 弁済期の要件と保存行為

上述の4つの要件のうち、【設例1】において、②の要件は満たされているが、問題は③である。民法423条2項によれば、債権者は、その債権の期限が到来していない間は、裁判上の代位でなければ、債権者代位権を行使できない。ただし、保存行為は、期限未到来でも裁判外の行使ができる。一般に「保存行為」とは、管理行為の一種で、財産の価値の現状を維持する行為をいい、消滅時効の中断などが典型的とされる。TのAに対する債権の消滅時効を阻止すべく、Bによってなされる債権者代位権の行使は、保存行為に該当すると考えられる。

#### (4) 受益権は債権か？

保全されるべき権利は、「債権」でなければならない。信託受益権は、「債権」といえるか？この問題（受益権の性質論）は、わが国の学界と同様、英米の学界でもかつて激しく争われた<sup>15</sup>。わが国の従来 of 学説は、概ね以下の通りである<sup>16</sup>。

- ①債権説（通説）
- ②準物権説（岩田新説）
- ③信託財産法主体説（四宮和夫説）
- ④折衷説（①と③）（田中實説）
- ⑤「特別な債権」説（新井誠説）

改正信託法2条7項は、「受益権」＝「受益債権」＋「その他の権利」と規定する。よって、「債権説」で決着したとも考えられる。しかし、⑤の学説、すなわち新井誠教授は、上述の追及権（改正信託法27条）などを根拠に、その物権性に注目して、受益権は民法上の純粋な債権ではなく、信託法が特別に定めた債権であると言う（「株主権＝自益権＋共益権」に類似）<sup>17</sup>。いずれにせよ、当該信託受益権は、（少なくとも賃料部分に関しては）金銭債権たる受益債権であるから、要件を充たすと考えてよいであろう。

#### (5) 信託受益権の法的性質に関する私見

英米信託法においては、信託財産に対して、受託者がコモン・ロー上の権利（legal interest）を有し、他方、受益者は、エクイティ上の権利（equitable interest）を有するとされる。それにならい、わが国においても、あたかも譲渡担保に関する近時の判例<sup>18</sup>のように、受託者の信託財産に対する権利は、完全権ではなく、受益者が信託上の特殊な——準物権的な——支配権を有すると解すべきであろう。そして、受益者の受託者に対する債権は、あたかも物権的請求権のごとく、受益権の物権性から派生したものと考えることができる。

#### (6) 債権者代位権に関する私見

能見善久教授は、旧信託法についてであるが、債権者代位権制度の信託への適用を一切

排除することはできないとしつつも、「受託者が無資力でないかぎり受益者が直接信託財産の貸付先に対して返済請求することはできない」と述べる<sup>19</sup>。しかし、私見では、以上に述べたように、無資力要件は不要である（あるいは、少なくとも信託財産については無資力要件を充たしている）と考える。純粋な金銭債権の場合には、債務者の財産管理権に介入するという変則を認めるには、「債務者の無資力」といった厳格な要件を課する必要がある。しかし、信託においては、受益権は、上述⑤の学説（および私見）も主張するようにその「物権性」、——言い換えれば、債務者に属する財産に対する受益者の「支配の程度の大きさ」——を勘案すると、無資力までは要求されないと考えられる。また、たとえ無資力を要するとの立場に立ったとしても、信託財産が債務超過、すなわち「無資力のおそれあり」と考えられることは、前述の通りである。

以上より、受益者の債権者代位権を認めてよいと思われる。

なお、次のような反論もありえよう。受託者 T の債権不行使はその任務違反であるから、信託法 58 条 4 項に基づいて、受益者 B は T を解任するという方法がある。したがって、債権者代位権を認める必要はない、との論である。しかし、事態が急を要する場合（例：消滅時効が急迫している場合）においては、受託者解任をスキップして、賃料債権に対して直接的な代位権行使を認めることにメリットがあると考えられる。とくに、受託者 T が「自らの任務違反はない」と争うような場合には、受益者 B の債権者代位権行使を認めることの利点は非常に大きいと考えられる。

## 6 金投資のための信託とその受益権

### (1) 序 論

近時、主要国の財政不安が通貨不安を引き起こし、究極の安全資産とされる「金」(gold) への投資が盛んである。米国の多くの年金基金も、コモディティ投資の重要な一環として、金投資を行っているといわれる。近時の金の国際価格（ロンドン市場等）は、高騰をつづけている（金相場は米ドル建の国際相場であるから、円ベースの理論価格は、金価格×為替レート（円/米ドル）となる）<sup>20</sup>。

そこで、冒頭の【設例 2】の問題である。投資家が金投資を行う場合に、以下のような

種々の方法がありうる。

- ① 鉱山会社・商社等から金地金等を購入し、自ら保管する方法。
- ② 鉱山会社・商社等から金地金を購入し、同社に寄託する方法。
- ③ 信託を用いる方法。

## (2) 寄 託

以上の投資方法の特徴を検討する。

まず、①は、盗難等、保管のリスクが大きい。銀行等の保護預かりを利用するという方法もありうる。

金地金等を販売する鉱山会社や商社に、購入した金地金を寄託する方法（②）がある。これについては、3通りありうる。

- (a) 通常の寄託
- (b) 混蔵寄託
- (c) 消費寄託

通常の寄託においては、投資家（金地金所有者）の金地金の保管につき、受寄者たる鉱山会社等は、善管注意義務を負うと解される（無償寄託に関する民法 659 条の反対解釈；商法 593 条）。その帰結として、受寄者は、当該金地金の特定性を維持した形で分別管理すべき義務を負うと考えられる。受寄者の債権者による差押え等に対しては、寄託者は第三者異議の訴え（民事執行法 38 条）を提起でき、受寄者破産の場合には、取戻権（破産法 62 条）を行使できる。

「混蔵寄託」とは、代替性を有する物の寄託において、受寄者が複数の寄託者からの同種の物を混合して保管し、返還時には、同量の物を返還する旨の特約を付した寄託である。この場合も、受寄者本人の固有財産との分離・分別がなされていれば、受寄者の債権者による差押えや受寄者破産時にも、寄託者は、通常の寄託の場合と同様の保護（第三者異議の訴え・取戻権）を受けることができよう。

消費寄託は、受寄者が特約により、寄託物を消費することができる寄託である（預金契約は、金銭消費寄託契約である）。受寄者は、寄託時に寄託物の所有権を取得し、寄託物と同種・同量の物を返還する義務を負う（民法 666 条 1 項・587 条）。よって、寄託者は、単

なる一般債権者に過ぎないので、前述のような場合において、第三者異議の訴えを提起し、または、取戻権を行使することができない。

実務では、(c)のタイプの寄託を用いたものが多く、その場合には、鉱山会社等の信用リスクが生じうる（ただし、通常の寄託または混蔵寄託の保管形態をとるものも、あるようである）。

### (3) 信託を用いた金投資

権利の換金容易性・流動性と価格の透明性の観点からは、金地金の相対取引よりも、証券化され、金融商品取引所への上場により価格が明確化された金融商品の方が魅力的であろう。また、現物保管に伴う危険もない。しかし、現行の「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下「投信法」という）によれば、投資信託であるためには、信託財産が、投信法2条1項に規定される有価証券・不動産等で構成されていなければならない（投信法施行令3条参照）。したがって、財産のほとんどを金地金という動産で運用する場合には、現行の投信法の要件を充たさない。

そこで、現在、実務において用いられているものとしては、次の2種類のETFがある<sup>21</sup>。

(a) 金価格に連動する債券（デリバティブを活用）を組み込んだ証券投資信託。

(b) 金地金を信託財産とする信託であって、改正信託法185条以下に規定される「受益証券発行信託」を用いたもの。

以上のうち(a)は、証券投資信託であるが、ETF（銘柄コード:1328）として上場されている。信託財産として組入れられている債券発行体の信用リスクの問題がある。

他方、(b)は、金地金そのものの信託であり、かつ、一定の条件の下で、受益証券と金地金との交換も可能である。ここでは、(b)の一例として2010年7月に東京証券取引所に上場されたETF（銘柄コード:1540）を取り上げて、その仕組みを述べる<sup>22</sup>。まず、各当事者の役割を説明する

①信託の委託者は、金地金を調達し、受託者にこれを信託する。

②受託者は、信託に基づき、金地金を所有し、受益証券を発行する。なお、一般の証券投資信託では、委託会社が管理会社として、運用を行うが、当該スキームでは、受託者が管理会社を兼務して、運用を行う。運用方針は、東京工業品取引所の金価格との連動であ



る。

③カストディアン（このケースでは、委託者と同一の会社）は、保管契約に基づき、受託者所有の金地金を保管する（実際には、サブカストディアンたる倉庫会社が保管している）。目論見書およびヒアリング調査によると、これは、通常の寄託のみであって、消費寄託は行われていないとのことである。なお、目的物の現実の占有は、委託者兼カストディアン（ないし、サブカストディアン）が一貫して行い、受託者との間では、観念的な占有改定がなされているものと推測される。

④受益証券は、東京証券取引所に（投資信託ではないETFとして）上場され、証券会社によって、投資家に販売される。

#### (4) 問題の所在と受益者の救済

【設例2】のように、金の市場価格と当該ETFの価格とは、その運用方針からして、連動すべきであるにもかかわらず、当該ETFの価格が大きく下振れした場合に、投資家Iは、いかなる救済を求めることができるか？当該スキームのように、プレイヤーがすべて国内所在の内国法人である場合を取り上げる（他のETF（東証銘柄コード:1326）のように、プレイヤーがすべて外国法人の場合もある）。

#### (5) プレイヤーが内国法人の場合

##### (i) 投資信託の場合

上述の(3)(a)のように、スキームが証券投資信託に該当する場合には、投信委託会社は、投信法14条に基づき、受益者（投資家）に対して、忠実義務と善管注意義務を負う。約定の運用方針に違反する行為は、投信法14条違反との推定を受けるものと解されよう。また、受託者も信託法29条の下で善管注意義務を、同法30条の下で忠実義務を負う。受託業務（信託業務）において受託者が、委託会社の約定違反を防止すべき義務まで負うかは、議論のあるところであるが、明白な原因による異常を認めうる場合には、適切な防止措置を講じる義務を負うと考えられる。投資家Iは、投信委託会社（および信託会社）を被告として、損害賠償・損失補填等の救済を求めることができよう。

なお、付言すれば、ETFの免責特約の文言にもあるように、ETFの価格は、本来、証券取引所における需給によって決まるものであるから、一時的に信託財産の価値との乖離が生じることは、避けられない（しかし、これら2つの値は、理論的には裁定取引によって、最終的に一致するはずである）。また、原資産の売買に制約があるなど、不可避的な乖離が生じることもある<sup>23</sup>。しかし、ここで問題としているのは、実行可能な信託財産の価値保存がなされていない等の原因で、金の市場価格とETF価格が異常に乖離している場合である<sup>24</sup>。この点は、以下の議論についても同様である。

【付論】2012年2月24日の日本経済新聞に「AIJ投資顧問の受託資産およそ2000億円が消失した」との記事が報じられた。厚生年金基金や基金型確定給付年金などの企業年金のスキームは、3パターンある。1つ目は、信託銀行が年金信託として資金を受託し、年金数理等の管理業務のみならず、資産運用業務も引き受けるタイプ。2つ目は、生命保険会社が、一般勘定または特別勘定で同様の引受をなすタイプ。3つ目が今般問題化しているもので、年金基金が投資顧問会社（運用会社）との間で「投資一任契約」を締結するとともに、信託銀行と信託契約を結び、管理業務を委託し、資金（資産）を信託する。信託銀行は、投資信託における役割と同様に、専ら指図による売買の執行と管理のみを担当する。今般の問題は、現時点（2012年2月27日）では、詐欺・流用によるものか、運用の失敗によるものが判明していないが、いずれにせよ、今般は、AIJの関連会社たる証券会社を通じて、外国籍（ケイマン籍）の私募投資信託に資産が投資されていた。信託銀行としても、このようなケースでは、私募投資信託の受託者の報告を信頼する他ないと思われる<sup>25</sup>。それ以上を信託銀行に求めるのは酷であろう。このような事態の根絶を図ろうとするならば、一定の条件を充たした発行体の発行した証券にしか投資できないようにするほかないであろう。しかし、これだと、自由な商品設計が不可能になるので、現実的とは言えない。背景的な問題としては、リーマン・ショック後の運用成績の低下とスポンサー企業の積立不足を解消する能力の低下がある。そのため、5%以上という予定利率が放置され、年金基金がハイリスク・ハイリターンの運用商品に手を出しがちになることである。

## (ii) 受益証券発行信託（信託法185～215条）の場合

この場合には、信託法の適用を受ける。ただし、次の点に注意すべきである。受益証券発行信託においては、不特定多数の一般投資家が受益者となりうるから、その保護を強化

すべく、信託法 212 条が、信託行為の定めによる受託者の善管注意義務の軽減を禁止し（同条 1 項）、受託者が信託事務処理を第三者に委託した場合の、信託行為による義務の軽減を禁じている（同条 2 項）<sup>26</sup>。

資産運用を担当する管理会社は、投資信託における委託会社に類似するが、当該スキームでは、それは受託者（信託銀行）であり、信託法の規定が適用される。また、カストディアンは、「受託者に事務を委託された第三者」（信託法 35 条）であるといえよう。よって、カストディアンは、受益者と直接の契約関係にないと解することができる。しかし、この場合も、受託者が積極的にカストディアンに対する権利を行使しようとしなない場合には、一定の要件の下に、受益者は、カストディアンに対して債権者代位権を行使することができる。また、カストディアンの行為が不法行為の要件に該当する場合には、受益者は、カストディアンに対して損害賠償の請求をすることができる（民法 709 条）。

## 7 おわりに

信託法の改正によって、信託を活用した金融商品の種類がいっそう豊富になった。そしてまた、今後も新たな金融商品の開発がなされていくであろう。それは、国民の資産運用ニーズに応えるものであり、有意義かつ喜ばしいことである。しかし、他方では、金融技術の進歩・発展により、金融商品の複雑さが著しく増した。金融商品の仕組みとリスクの所在を顧客がよく理解できない場合がある。このような事態は、投資家たる受益者を保護する必要性が、いっそう高まることを意味する。金融商品取引法は、まさにそのような趣旨で制定された法律である。他方で、このような事態に対処するために、既存の法律、とくに民法・信託法をはじめとする私法の地道な解釈学的努力も忘れてはならないであろう。本稿において論じた債権者代位権の活用は、そのほんの一例に過ぎないが、受益者（投資家）保護のための解釈学的努力が、今後ますます求められるであろう。

[注]

- 1 拙著「信託法理の適用および類推適用について」米倉明編『財団法人トラスト 60 創立 20 周年記念論文撰集』179 頁以下所収。
- 2 2006 年に改正信託法が成立した（平成 18 年法律第 108 号）。新法は、約 85 年ぶりに、旧信託法をほぼ全面的に改正したものである。これまで不明確であり、学説による解釈に委ねられていた多くの問題が、改正法の規定によって明確となった。このことは、金融法務を始めとする種々の実務において、きわめて大きな進歩・発展である。しかし、いくつかの解釈論的、および、立法論的課題が依然として残されていることも事実であろう。本稿では、受益者の権能、とくに、受益者（＝債権者）の代位権を取り上げて、考察する。
- 3 ETF とは、指数への連動を目指すインデックス・ファンドのうち、取引所に上場されているものをいう。例えば、北村慶『ETF とは何か』；大垣尚司『金融と法』475 頁；野村アセットマネジメント『投資信託の法務と実務（第 4 版）』142-143 頁など参照。
- 4 Hanbury & Martin, Modern Equity (18 th ed.), p.715.
- 5 Meagher, Gummow & Lehane's Equity (4 th ed.), p.127.
- 6 通常、遺産管理人には信託法理が適用される。それを例示する米国の判例として、In re Rothko's Estate, 43 N.Y.2 d 305, 372 N.E.2 d 291,401 N.Y.S.2 d 449 (1977)；拙稿『アメリカ法判例百選』224-225 頁参照。
- 7 Commissioners of Stamp Duties (Queensland) v. Livingston [1965] A.C. 694.
- 8 英米法では、死者の財産に対する権利は、直ちに相続人に帰属せず、いったん遺産管理人等に帰属する。
- 9 大判昭 10・3・12 民集 14 卷 482 頁。
- 10 例えば、我妻榮『新訂債権総論（民法講義Ⅳ）』160 頁以下；林良平（安永正昭補訂）＝石田喜久夫＝高木多喜男『債権総論（第 3 版）』168 頁以下；川井健『民法概論 3』126 頁以下；潮見佳男『プラクティス民法・債権総論（第 3 版）』195 頁以下など参照。
- 11 星野英一『民法概論Ⅲ（債権総論）』94 頁；野村豊弘＝栗田哲男＝池田真朗＝永田眞三郎『民法Ⅲ債権総論（第 3 版）』76 頁参照。
- 12 天野弘「債権者代位権における無資力理論の再検討」判タ 280 号 24 頁、282 号 34 頁（1972）。
- 13 ただし、この説は、他の学説よって批判されている。平井一雄「債権者代位権」星野英一編集『民法講座Ⅳ』105 頁、125 頁。
- 14 大判昭 17・12・18 民集 21 卷 1199 頁参照。
- 15 星野豊『信託法理論の形成と応用』第 1 章および第 2 章参照。
- 16 新井誠『信託法（第 3 版）』第 2 章参照。本節の叙述は、同書に依拠している。
- 17 新井・前掲注 16、65-66 頁。
- 18 例えば、最判平成 5・2・26 民集 47 卷 2 号 1653 頁。清算手続完了前における被保険利益の帰属の判断の前提として、最高裁は、譲渡担保権者には、担保目的達成の範囲内においてのみ目的物の所有権移転の効力が生じるとした。譲渡担保の法律構成の詳細については、安永正昭『講義物権・担保物

権法』384-387頁参照。

19 能見善久『現代信託法』179頁。

20 近時の金市場の情勢について、豊島逸夫『金に何が起きているのか』参照。

21 ETFの詳細については、北村・前掲注3；大垣・前掲注3；野村アセットマネジメント・前掲注3；太田創『ETF投資入門』など参照。ETFとは、単に「投資信託が上場されたもの」と思われがちであるが、厳密にはそうではない。投信法上の一般の「投資信託」とETFとの相違は、概ね次の通りである。①一般の投資信託は、証券取引所に上場されないのに対して、ETFは、上場され、株式のように売買される。②ETFの仕組みは、投信法に基づいたものに限らない(本文参照)。③ETFは、専ら指数連動型である。④一般の投資信託では、投資回収時に信託財産留保金が課せられるが、ETFでは取引所売買なので課されない。⑤ETFは、金銭信託でなくてもよい(むしろ現物設定が一般的である)。ETFの根拠法令は、投信法施行令12条である。

22 一般のETFの設定は、銘柄コード：1540の場合と異なり、通常、次のようにしてなされる。例えば、TOPIX連動のETFを設定する場合、中心的役割を果たすのは、指定参加者(Authorized Participant; AP)と呼ばれる(通常は)証券会社である。指定参加者は、TOPIXを構成する株式バスケットを生命保険会社などの機関投資家から、または、自ら調達し、この株式バスケットは運用会社経由で信託銀行に信託される。信託銀行は、その対価として、受益証券、すなわちETFを発行し、これが運用会社を経由して、指定参加者の手に渡る。指定参加者は、このETFを証券取引所に上場し、投資家は、一般の証券会社を介してETFを売買する。北村・前掲注3、53頁参照。なお、近時、ETFに加えて、ETN(Exchange Traded Note)も発行されている。ETFは、例えば金保管型のETFの場合、対象指標と連動するために実際に現物の純金を裏付け資産としてファンドが保有しているが、ETNは発行体となる大手証券会社や銀行などの金融機関が対象指数との連動性を担保・保証することとなるため、裏付けとなる現物資産は保有していない。トラッキング・エラー(価格と指数との乖離)が生じにくく、レア・メタル等、現物保有に適さない財産に適するが、現物がないため、金融機関の信用リスクの問題が残る。

23 北村・前掲注3、166-169頁参照。

24 一定以上の乖離があると、上場廃止原因となりうる。東京証券取引所の上場基準の場合、相関係数0.9未満の乖離が1年続くと上場廃止となる。分かりやすくいえば、相関係数1は、指数に完全追従したことを意味するから、0.9未満ということは、1割以上の乖離が1年続くと上場廃止となる、ということである。上場廃止後は、投資家は、ETFの市場での換金ができなくなり、通常の投資信託のように証券会社の窓口でETF(受益証券)の買取り手続を行うことになる。実際には、指定参加者がマーケット・メーカーをして、適正価格での売買成立に努めていると言われる。なお、出来高(売買額)が小さいことが、上場廃止の原因とはならないことに注意。北村・前掲注3、165-166頁参照。

25 いわゆる「ファンド・オブ・ファンズ」などでは、究極の運用対象に行き着くまで、何重ものファンドに内包されているため、信託銀行が運用の究極の中身について厳密に精査するのは困難である。「中身の分からないものを受託するのが悪い」との論もありうるが、現状の取引慣行を前提とする限り、この論は現実的でない。

26 寺本昌広『逐条解説新しい信託法（補訂版）』408頁参照。

委託者の相続人に対する  
受託者の情報開示義務

——委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺  
請求について考察するための準備的作業として——

岩藤美智子



# 目次

## 1 はじめに

- (1) 問題の状況
- (2) 本稿の構成

## 2 信託法における受託者の情報開示義務

- (1) 信託事務処理の状況等についての報告義務
- (2) 書類等の作成・保存義務と積極的情報提供義務
- (3) 書類等の閲覧謄写請求権
- (4) 受益者の氏名等の開示請求権
- (5) 小括

## 3 【補論】委託者の地位の相続による承継

- (1) 委託者の地位の相続性
- (2) 委託者の死亡と信託の存続

## 4 委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務

- (1) 委託者の情報開示請求権等の相続による承継
- (2) 委託者の相続人に固有の情報開示請求権等

## 5 おわりに——委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求についての考察に向けて——

# 1 はじめに

## (1) 問題の状況

### (i) 相続人による情報取得の必要性

遺産承継が問題となる局面において、相続人が必要な情報を十分に有していないために、自らの権利ないし利益を適切に行使したり実現したりすることができないという状況は、広く認められるものである。例えば、相続人が、相続財産に属する財産を特定したり、それを評価したりすることができなければ、具体的相続分を明らかにしたり、遺留分を具体的に算定したりすることはできず、また、遺産分割をスムーズに進めることも困難なものとなろう<sup>(1)</sup>。このような問題に対処するためには、相続人による相続財産に関する情報取得を可能なものとする規律が要請されると考えるが、これについて、わが国においては、必ずしも十分に論じられてきたとはいえない状況にある<sup>(2)</sup>。

確かに、民法915条2項は、「相続人は、相続の承認又は放棄をする前に、相続財産の調査をすることができる」と定めており、これは、相続を承認するか放棄するかを判断する上で参考となる情報を得るために、相続財産を調査する権限を、相続人に付与するものであると説明されることがある<sup>(3)</sup>。しかしながら、相続人が相続財産に関する情報を必要とするのは、相続の承認や放棄の判断をするためだけというわけではない。また、同条項は、被相続人から財産管理等の委託を受けた者に対する相続人の情報開示請求権を基礎づけるものとは、理解されていない<sup>(4)</sup>。

さらに、近時、最高裁は、預金者が死亡した場合に、その共同相続人の1人が、被相続人と預金契約を締結していた金融機関に対して、被相続人が預金者であった預金口座の取引経過の開示を求めた事案について、「金融機関は、預金契約に基づき、預金者の求めに応じて預金口座の取引経過を開示すべき義務を負う」とした上で、「預金者が死亡した場合、その共同相続人の1人は、……共同相続人全員に帰属する預金契約上の地位に基づき、被相続人名義の預金口座についてその取引経過の開示を求める権利を単独で行使することができる」との見解を明らかにした<sup>(5)</sup>。被相続人の地位の相続による承継という同判決の法的構成は、預金に限らず妥当し得るものであると考えられるものの<sup>(6)</sup>、相続人が被相続人の地位を承継しない場合をどのように規律すべきであるのかは、なお残された問題である

ということができる。

後にみるように、新しい信託法（平成18年12月15日法律第108号。以下、信託法とする）においては、信託を設定した者（委託者）が死亡した場合に、その相続人が、委託者の地位を相続により承継しない場合のあることが明らかにされている。このような信託の特徴も踏まえて、委託者の相続人が、委託者の遺産に関する情報として、信託に関して受託者の有する情報（信託財産や受益権などに関する情報）を必要とする場合に、その取得を可能にする規律について考察する必要性は、大きいものであるということができる。

## **(ii) 委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求権行使のための情報取得の必要性**

遺留分制度を前提とする限り、委託者の設定した信託によって、委託者の相続人の遺留分が侵害されることがあり、その場合には、遺留分が侵害された委託者の相続人は、遺留分減殺請求権を行使することができることとなる<sup>(7)</sup>。もっとも、信託に関する遺留分減殺請求の具体的な規律の内容については、近時になって、議論がやや活性化したもの、安定した理解が示されているとはいえない状況にある。すなわち、遺留分減殺の対象は、信託の設定（委託者から受託者への財産権の移転）自体であり、減殺請求の相手方は、原則として受託者であるとする見解（受託者説）<sup>(8)</sup>が主張されている一方で、遺留分減殺の対象は、受益者に対する受益権の付与であり、減殺請求の相手方は、受益者であるとする見解（受益者説）<sup>(9)</sup>が主張されているところである。

前者（受託者説）から後者（受益者説）に対しては、遺留分算定の基礎となる財産（民法1029条1項）として算入されるのが「受益権総額と解すると、実際にそれを把握するのは困難を極めることになるだろう」といった批判が加えられることがある<sup>(10)</sup>。しかしながら、委託者の相続人が、必要な情報を有していないために、信託に関する遺留分減殺請求権を行使できないという問題は、受益権の価値に関する情報に限らず生じ得るものであり、また、受益者説による場合に限らず生じ得るものであると考えることができる<sup>(11)</sup>。従って、委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求権を実効性のあるものとするためには、委託者の相続人による情報取得の要請にも配慮した規律の内容が、検討されるべきであるということができる。

## (2) 本稿の構成

本稿は、委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求について考察するための準備的な作業として、委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務について考察を行おうとするものである。

以下では、まず、信託法の定める受託者の情報開示義務についての規律の内容を明らかにし、それによったのでは委託者の相続人が必要な情報を入手することができない可能性のあることを指摘する(2)。次に、補論として、委託者の地位の相続による承継に関する規律の内容を明らかにした上で(3)、委託者の情報開示請求権等の相続による承継という法的構成によって委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務を基礎づけることに限界のあることを示し、委託者の相続人に固有の情報開示請求権等を基礎づける可能性を探る(4)。最後に、以上の検討を踏まえて、委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求について考察するために、行うべき議論の方向性を示すこととする(5)。

## 2 信託法における受託者の情報開示義務

### (1) 信託事務処理の状況等についての報告義務

信託法 36 条は、「委託者又は受益者は、受託者に対し、信託事務の処理の状況並びに信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の状況について報告を求めることができる」と定めている。同条は、「委託者、其ノ相続人及受益者ハ……信託事務ノ処理ニ付説明ヲ求ムルコトヲ得」と定める旧信託法(大正 11 年 4 月 21 日法律第 62 号。以下、旧信託法とする) 40 条 2 項の趣旨を踏まえつつ、委任契約の受任者の報告義務について定める民法 646 条の規定に準じて受託者の報告義務について定め、さらに、報告の対象を具体的に特定することによって、規律内容の明確化を図ったものであるとされている<sup>(12)</sup>。

信託法 36 条の定める報告請求権者のうち、委託者については、信託行為の定めによって、報告請求権を有しないこととすることが認められるものの(信託法 145 条 1 項)、受益者については、信託行為の定めによって、報告請求権の行使を制限することは、認められないとされている(信託法 92 条 7 号)。受託者に対する報告請求権は、適切な信託事務処理を

確保するために認められる、基本的な監督権能の一つとして位置づけられるものである<sup>(13)</sup>。そこで、信託について利害関係を有する委託者と受益者のいずれもが、原則として報告請求権を有するとしつつ、信託の利益の実質的な帰属主体は受益者であることから、委託者については、信託行為の定めによって、報告請求権を放棄することを認める一方で、受益者については、報告請求権の制限を認めないとする規律が、採用されたものと理解することができる。

なお、旧信託法 40 条 2 項とは異なって、信託法 36 条においては、報告請求権者として「委託者の相続人」は定められていない。これは、後にみるように (3)、信託法が、一定の権利を有する者として委託者とその相続人とを併記する旧信託法のような規定ぶりを採用せず、委託者の地位の相続という一般ルールによって規律することとしたことに伴う変更であると考えることができる。信託法の規定によると、委託者が報告請求権を放棄した場合や、委託者の相続人が委託者の地位を相続によって承継しない場合には、委託者の相続人は、受託者に対して、信託事務処理の状況等について報告を求めることができないこととなる。

## (2) 書類等の作成・保存義務と積極的情報提供義務

### (i) 信託財産に係る帳簿その他の書類等の作成・保存義務

信託法 37 条 1 項は、「受託者は、信託事務に関する計算並びに信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の状況を明らかにするため、法務省令で定めるところにより、信託財産に係る帳簿その他の書類又は電磁的記録を作成しなければならない」と定めている。同条項は、「受託者ハ帳簿ヲ備ヘ各信託ニ付其ノ事務ノ処理及計算ヲ明ニスルコトヲ要ス」と定める旧信託法 39 条 1 項においては明示されていなかった受託者の帳簿作成義務について明文で定めるとともに、単純な管理型の信託においては、会計の実務で作成される仕訳帳、総勘定元帳等のいわゆる「帳簿」を備えるの必要性のない場合も考えられることから、受託者の作成すべき書類が、これらの帳簿に限定されないことを明らかにしたものであるとされている<sup>(14)</sup>。信託法 37 条 1 項は、信託の類型に応じて、「信託事務に関する計算並びに信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の状況を明らかにする」ことができる書類等の作成を、受託者に対して義務づける趣旨のものであると理解することができる。

同条項を受けて、信託法 37 条 4 項は、受託者は、同条一項の書類等を作成した場合には、その作成の日から 10 年間、当該書類等を保存しなければならないとしつつ、受託者は、受益者に対して書類等の交付等をすることによって、書類等の保存義務を免れることができる旨を定めている。後でみる (2(3)) 受益者による書類等の閲覧謄写請求権の行使が実効性のあるものとなるためには、書類等の作成と保存とがともに適切に行われる必要がある。そこで、旧信託法には明文が置かれていなかった受託者による書類等の保存義務についても規定が新設される一方で、受益者による監督の要請と抵触しない形で、受託者による書類等の保存の負担を軽減することにも配慮した規律が、採用されたものと考えられる<sup>(15)</sup>。

なお、信託法 37 条 1 項・4 項の定める受託者による書類等の作成・保存義務は、受益者による受託者に対する監督権能の行使の前提となる重要な義務であることから、信託行為の定めによって、これを軽減または免除することは許されないものと解される<sup>(16)</sup>。

## (ii) 貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類等の作成・保存義務と積極的情報提供義務

信託法 37 条 2 項は、「受託者は、毎年 1 回、一定の時期に、法務省令で定めるところにより、貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類又は電磁的記録を作成しなければならない」と定めている。旧信託法 39 条 2 項は、「受託者ハ信託引受ノ時及毎年一回一定ノ時期ニ於テ各信託ニ付財産目録ヲ作ルコトヲ要ス」と定めていたところ、具体的にどのような書類の作成が必要となるかは、信託の種類によって異なると考えられることから、受託者の作成すべき書類が、一定の時点における財産の内訳を示す「財産目録」に限られないことを明らかにしたものであるとされている<sup>(17)</sup>。さらに、信託法 37 条 2 項の書類等は、信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の概況を明らかにするものでなければならず（信託計算規則 4 条 4 項）、信託法 37 条 1 項の書類等に基づいて作成しなければならないと定められている（同規則同条 5 項）<sup>(18)</sup>。信託法 37 条 2 項は、信託の種類に応じて、「信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の概況を明らかにする」ことができる書類等を、37 条 1 項の書類等に基づいて作成することを、受託者に対して義務づける趣旨のものであると理解することができる。

同条項を受けて、信託法 37 条 6 項は、受託者は、同条 2 項の書類等を作成した場合には、



信託の清算の終了までの間、当該書類等を保存しなければならないとしつつ、受託者は、その作成の日から10年間を経過した後において、受益者に対して書類等の交付等を行うことによって、書類等の保存義務を免れることができる旨を定めている。先にみた同条4項と同様の考慮に基づいて、旧信託法には明文が置かれていなかった受託者による書類等の保存義務についても規定が新設される一方で、受益者による監督の要請と抵触しない形で、受託者による書類等の保存の負担を軽減することにも配慮した規律が採用されたものと考えられる<sup>(19)</sup>。

なお、信託法37条2項・6項が定める受託者による書類等の作成・保存義務は、受益者等による受託者に対する監督権能の行使の前提となる重要な義務であることから、信託行為の定めによって、これを軽減または免除することは許されないものと解される<sup>(20)</sup>。

さらに、信託法37条3項本文は、受託者は、同条2項の書類等を作成したときは、その内容について受益者に報告しなければならないと定めている。受益者の受託者に対する監督的権能をより実効的なものとするためには、信託財産やその収支等に関する基本的な情報については、受益者からの請求の有無にかかわらず報告する義務（積極的情報提供義務）を受託者に課すことが、適切かつ有益であると考えられることから、新たに規定が設けられたものとされている<sup>(21)</sup>。

もっとも、後にみるように(2(3))、37条2項の書類等について、受益者から閲覧謄写請求をすることが認められており、それによって受益者の監督の機会は確保されていると考えることができる。そこで、信託行為に別段の定めを置くことによって、受託者の積極的情報提供義務を軽減または免除することが認められている（信託法37条3項但書）。なお、信託行為において、受託者が、委託者に対しても、積極的情報提供義務を負う旨の定めを置くことも認められている（145条4項2号）。また、いわゆる「遺言代用の信託」（90条）において、委託者が死亡するまでの間、受益者ないし受益者としての権利を有する者が存在しない場合には、受託者は、委託者に対して積極的情報提供義務を負うが（148条本文、145条4項2号）、信託行為に別段の定めを置くことも認められている（148条但書）。さらに、契約によってされた受益者の定めがない信託においても、受託者は、委託者に対して積極的情報提供義務を負うとされている（260条1項、145条4項2号）。



### (iii) 信託財産に属する財産の処分に係る契約書その他の信託事務処理に関する書類等の 保存義務

信託法 37 条 5 項は、「受託者は、信託財産に属する財産の処分に係る契約書その他の信託事務の処理に関する書類又は電磁的記録を作成し、又は取得した場合には、その作成又は取得の日から 10 年間、当該書類……又は電磁的記録……を保存しなければならない」と定めている。そして、同条項の書類等の保存義務についても、受託者は、受益者に対して書類等の交付等をすることによって、これを免れることができる旨が定められている（同条項後段による同条 4 項但書の準用）。

「信託事務の処理に関する書類」とは、信託事務の計算関係の書類に限らず、受託者が信託事務処理に際して作成したり取得したりした書類（例えば、信託財産に属する財産を目的物とする売買契約に係る契約書等）を広く含むものであるとされている<sup>(22)</sup>。このような書類等は、受託者が受益者に対して作成義務を負うものではないものの、受託者が作成したり取得したりした場合には、信託事務処理の内容を明らかにする書類等として、後でみるように (2(3))、受益者による閲覧謄写請求の対象となるものである。そこで、先にみた信託法 37 条 4 項と同様の考慮に基づいて、旧信託法には明文が置かれていなかった受託者によるこのような書類等の保存義務についても規定が新設される一方で、受益者による監督の要請と抵触しない形で、受託者による書類等の保存の負担を軽減することにも配慮した規律が採用されたものと考えられる<sup>(23)</sup>。

なお、信託法 37 条 5 項の定める受託者による書類等の保存義務は、受益者による受託者に対する監督権能の行使の前提となる重要な義務であることから、信託行為の定めによって、これを軽減または免除することは許されないものと解される<sup>(24)</sup>。

## (3) 書類等の閲覧謄写請求権

### (i) 信託財産に係る帳簿その他の書類等または信託財産に属する財産の処分に係る契約書その他の信託事務処理に関する書類等の閲覧謄写請求権

信託法 38 条 1 項は、受益者は、受託者に対し、37 条 1 項または 5 項の定める書類等<sup>(25)</sup>の閲覧または謄写の請求をすることができる旨を定めている。後に(ii)でみるように、受益者を含む利害関係人は、37 条 2 項の定める書類等の閲覧または謄写の請求をすることができ

る(38条6項)。従って、受益者は、受託者が保存義務を負う書類等、すなわち、「信託財産に係る帳簿その他の書類等」(37条1項)、「信託財産に属する財産の処分に係る契約書その他の信託事務の処理に関する書類等」(同条5項)、「貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類等」(同条2項)のいずれについても閲覧謄写請求権を有することとなる。

このような信託法38条の規律は、「利害関係人」は、帳簿と財産目録の閲覧を請求することができ、「委託者、其ノ相続人及受益者」は、信託事務処理に関する書類の閲覧を請求することができる旨を定める旧信託法49条においては明示されていなかった、書類の謄写請求権について明文で定めるとともに、委託者とその相続人とを含めて、受益者以外の利害関係人については、原則として、帳簿や信託事務処理に関する書類等の閲覧謄写請求を認めないこととしたものである。信託について最も深い利害関係を有する受益者と、その他の利害関係人とで、閲覧謄写請求をすることができる書類等の範囲に差異を設ける趣旨のものと理解することができる。

また、受益者による書類等の閲覧謄写請求権は、受益者が信託財産や事務処理の状況について情報を入手し、受託者を監督することを可能にする重要な権利であることから、信託行為の定めによって、直接これを制限することは認められていない(92条8号)。その一方で、このような受益者による書類等の閲覧謄写請求権の行使によって、他の受益者の利益や、受託者による営業秘密等の秘匿の利益が害される場合のあることも考えられる<sup>(26)</sup>。そこで、信託法38条は、書類等の閲覧謄写請求をする受益者に対して、当該請求の理由を明らかにすることを要求し(同条1項)<sup>(27)</sup>、これを受けて、受託者が書類等の閲覧謄写請求を拒否することができる場合(拒否事由)を列挙している(同条2項)。すなわち、受託者は、書類等の閲覧謄写請求を行う者(請求者)が、「その権利の確保又は行使に関する調査以外の目的で請求を行ったとき」(同条項1号)、「不適當な時に請求を行ったとき」(2号)、「信託事務の処理を妨げ、又は受益者の共同の利益を害する目的で請求を行ったとき」(3号)、「当該信託に係る業務と実質的に競争関係にある事業を営み、又はこれに従事するものであるとき」(4号)、「閲覧又は謄写によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報するために請求したとき」(5号)、「過去2年以内において、……閲覧又は謄写によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報したことがあるものであるとき」(6号)に限って、閲覧謄写請求を拒むことができるとされている<sup>(28)</sup>。

ただし、これらのうち3号から6号の定める事由については、受益者が複数である信託の全ての受益者から書類等の閲覧謄写請求がなされた場合、あるいは、受益者が単数である信託の受益者から書類等の閲覧謄写請求がなされた場合には、受託者は、これを拒否事由とすることはできないとされている（同条3項）。1号と2号の定める拒否事由は、（他の）受益者の利益には限定されない情報秘匿の利益に配慮したものであるのに対して、3号から6号までの定める拒否事由は、（他の）受益者の利益の保護を目的とするものであり、従って、当該信託の全受益者が書類等の閲覧謄写を請求する場合には、これを拒否事由として認める必要性はないとの見解を、前提とするものと理解することができる。

さらに、一定の情報以外の情報については、受益者が同意をしたときには、当該受益者（及びその承継人）は、書類等の閲覧謄写請求をすることができない旨の定めを信託行為に置くことができ、信託行為にそのような定めが置かれた場合に受益者が同意をしたときには、受託者は、一定の情報に該当する部分を除いて、当該受益者（及びその承継人）からの書類等の閲覧謄写請求を拒むことが認められている（同条4項、5項）。信託行為に定めを置き、受益者の同意を得たとしても、受託者が閲覧謄写請求を拒むことができない一定の情報とは、37条2項の定める「貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類等」の作成に欠くことのできない情報その他の信託に関する重要な情報（同条4項1号）、及び、書類等の閲覧謄写請求をする受益者以外の者の利益を害するおそれのない情報（同条項2号）である。受益者による情報取得の利益が優先されるべき場合を除いて、すなわち、信託の利益の実質的な帰属主体である受益者にとって必須の情報と、配慮すべき情報秘匿利益が認められない情報とに該当する部分について書類等の閲覧謄写請求がなされた場合を除いて、書類等の閲覧謄写請求を制限する定めを信託行為に置くことを認めることによって、委託者が各信託の個別の事情を考慮して情報秘匿の利益に配慮することを可能にする一方で、受益者の同意を要件とすることによって、受益者による情報取得の利益にも配慮する規律が採用されたものと考えられる。

なお、信託行為において、委託者も38条1項の規定による書類等の閲覧謄写請求権を有する旨を定めることができ（145条2項5号）、そのような場合には、受益者と委託者とが、同請求権を有することとなる<sup>(29)</sup>。もっとも、受託者が、既に、37条4項但書・5項に基づいて受益者に書類等を交付して保存義務を免れ、書類等を保存していない場合には、委託者は、書類等の交付を受けていないにもかかわらず、事実上、閲覧謄写請求権をもはや行

使できない（受託者は、事実上、閲覧謄写請求にもはや応じられない）こととなる。

また、いわゆる「遺言代用の信託」（90条）において、委託者が死亡するまでの間、受益者ないし受益者としての権利を有する者が存在しない場合には、委託者が、38条1項の定める書類等の閲覧謄写請求権を有するが（148条本文、145条2項5号）、信託行為に別段の定めを置くことも認められている（148条但書）。さらに、契約によってされた受益者の定めがない信託においても、委託者が、38条1項の定める書類等の閲覧謄写請求権を有するものとされている（260条1項、145条2項5号）<sup>(30)</sup>。これらの場合においては、受益者の代りに委託者に、信託事務処理を監督する権能を与える趣旨であると理解することができる。

#### (ii) 貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類等の閲覧謄写請求権

信託法38条6項は、利害関係人は、受託者に対し、37条2項の書類等<sup>(31)</sup>の閲覧または謄写の請求をすることができるものと定めている。利害関係人には、受益者、委託者、信託債権者などがあたるものとされており<sup>(32)</sup>、委託者の相続人もこれにあたるものと考えることができる。先に(i)でみたように、受益者は、38条1項に基づいて、「信託財産に係る帳簿その他の書類等」（37条1項）、及び、「信託財産に属する財産の処分に係る契約書その他の信託事務の処理に関する書類等」（同条5項）についても閲覧謄写請求権を有するのに対して、受益者以外の利害関係人は、38条6項に基づいて、原則として、「貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類等」（37条2項）についてのみ閲覧謄写請求権を有することとなる。

38条1項の書類等の閲覧謄写請求権とは異なって、同条6項の閲覧謄写請求権については、請求者である利害関係人は、閲覧謄写請求の理由を明らかにする必要はなく、また、受託者が、閲覧謄写請求を拒むことができる事由（拒否事由）について、明文の定めは置かれていない。「貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類等」の閲覧謄写によって、他の利害関係人の利益や、受託者による営業秘密等の秘匿の利益を害することは一般的には考えられないことから、このような書類等についての閲覧謄写請求は、原則として認められるという規律が採用されたものと理解することができる<sup>(33)</sup>。もっとも、受託者が、既に、37条6項但書に基づいて受益者に書類等を交付して保存義務を免れ、書類等を保存していない場合には、受益者以外の利害関係人は、書類等の交付を受けていないに

もかかわらず、事実上、閲覧謄写請求権をもち行使できない（受託者は、事実上、閲覧謄写請求にもはや応じられない）こととなる。

なお、信託行為において、委託者が、同条6項の書類等の閲覧謄写請求権を有しない旨を定めることは、認められている（145条1項）。これに対して、信託行為に定めを置くことによって、受益者による同条6項の書類等の閲覧謄写請求権の行使を制限することは、認められていない（92条8号）。信託の利益の実質的な帰属主体は受益者であることから、委託者については、信託行為の定めによって、同条6項の書類等の閲覧謄写請求権を放棄することを認める一方で、受益者については、同条6項の書類等の閲覧謄写請求権の制限を認めないとする規律が、採用されたものと理解することができる。

#### （4）受益者の氏名等の開示請求権

信託法39条1項は、受益者が2人以上ある信託においては、受益者は、受託者に対して、「他の受益者の氏名又は名称及び住所」と「他の受益者が有する受益権の内容」を相当な方法により開示することを請求することができる旨を定めている。受益者が複数の信託における受益者の意思決定は、受益者の全員一致または多数決によって決するのが原則であることから（105条1項、2項参照）、受益者がその権利を行使して意思決定をすることを望む場合には、他の受益者と連絡を取るなどの必要が生じるところ、信託においては、受益者間に面識がない場合も多いと考えられることから、他の受益者の氏名等を知ることができるようにする必要性があるとの考えに基づいて、新たに規定が置かれたものとされている<sup>(34)</sup>。

もっとも、このような受益者による開示請求権の行使によって、他の受益者の利益や、受託者による営業秘密等の秘匿の利益が害される場合のあることも考えられる。そこで、信託法39条は、他の受益者の氏名等の開示請求をする受益者に対して、当該請求の理由を明らかにすることを要求し（同条1項）、これを受けて、受託者が他の受益者の氏名等の開示請求を拒否することができる場合（拒否事由）を列挙している（同条2項）。すなわち、受託者は、他の受益者の氏名等の開示請求を行う者（請求者）が、「その権利の確保又は行使に関する調査以外の目的で請求を行ったとき」（同条項1号）、「不適當な時に請求を行ったとき」（2号）、「信託事務の処理を妨げ、又は受益者の共同の利益を害する目的で請



求を行ったとき」(3号)、「当該信託に係る業務と実質的に競争関係にある事業を営み、又はこれに従事するものであるとき」(4号)、「開示によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報するために請求を行ったとき」(5号)、「過去2年以内において、……開示によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報したことがあるものであるとき」(6号)に限って、開示請求を拒むことができるとされている<sup>(35)</sup>。

以上のような39条1項と2項の規定は、いずれも任意規定であるとされている(同条3項)。従って、信託行為に別段の定めを置くことによって、受益者が39条1項の開示請求権を有しないこととしたり、同条2項とは異なる拒否事由を定めたりすることが認められることとなる。個々の信託の事情に鑑みると、受託者が、受益者の個人情報把握することが不可能ないし困難な場合のあることが考えられる<sup>(36)</sup>。また、受益者が、自己の個人情報を他の受益者に知られたくないという希望を有する場合のあることも考えられる。さらに、委託者が、受益者に対して他の受益者の個人情報を知らせたくないという希望を有する場合のあることも考えられる。委託者が、このような個々の信託の事情や受益者ないし自らのニーズに適った信託の設計をすることを可能にする趣旨の規律が採用されたものと理解することができる。

なお、信託行為に定めを置くことによって、委託者も39条1項の規定による開示請求権を有することとすることが、認められている(145条2項6号)。また、いわゆる「遺言代用の信託」(90条)において、委託者が死亡するまでの間、受益者としての権利を有する者がいない場合には、委託者が、39条1項の定める開示請求権を有するが(148条本文、145条2項6号)、信託行為に別段の定めを置くことも認められている(148条但書)。

## (5) 小括

信託法の定める受託者の情報開示義務に関する規律については、次のことを指摘することができる。第一に、委託者の意思ないし受益者の意思を反映させることができる規律が採用されたということである。このことは、例えば、信託行為に定めを置くことによって、委託者が原則として有する情報開示請求権(36条、38条6項)について、これを有しないこととしたり、委託者が原則として有しない情報開示請求権(38条1項、39条1項)ないし情報開示義務の相手方としての地位(37条3項)(以下では、これらを併せて、情報開示

請求権等とする)を有することとしたりすることが認められていること(145条1項、2項、4項2号)や、一定の情報について、信託行為の定めと受益者の同意とを要件として、受託者が書類等の閲覧謄写請求を拒むことができるとされていること(38条4項、5項)などに現れているということができる。

第二に、受益者への監督権限の集中である。このことは、例えば、委託者を含む他の利害関係人と比較して、受益者には広範な情報開示請求権(36条、38条1項、6項、39条)ないし情報開示義務の相手方としての地位が認められていること(37条3項)に加えて、その多く(36条、38条1項、6項)について、信託行為の定めによって制限できないとされていることや(92条)、受益者以外の利害関係人が、事実上、当該書類等の閲覧謄写請求権をもち行使できないこととなるにもかかわらず、受託者が書類等を受益者に交付することによって保存義務を免れることが認められていること(37条4項但書、5項後段、6項但書)などに現れているということができる。

このように特徴づけられる信託法における受託者の情報開示義務についての規律は、委託者ないし受益者のニーズに適った信託の設計が可能となることや、信託においては受益者が最も深い利害関係を有すると考えられることに着目すると、妥当なものであるということが出来る。このような観点からは、監督権限を行使することができる受益者が存在する限り、信託行為に定めを置くことによって、あるいは、定めを置かないことによって、委託者が、情報開示請求権等のいずれも全く有しないとすることすら認められることも、委託者と受益者の利益に関する限り、問題のないものと考えられることができる。

もっとも、他の利害関係人とりわけ委託者の相続人の利益を考慮に入れるならば、検討を要する問題があるように思われる。すなわち、委託者の相続人は、委託者の地位を相続により承継する場合を除いて、利害関係人として「貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類等」の閲覧謄写請求権(38条6項)を有するのみである<sup>(37)</sup>。このような信託法の規律は、受益者以外の利害関係人にとっての関心が、信託の資産や損益の状況にあるのが通常であるとの理解を前提とするものである<sup>(38)</sup>。もっとも、受益者以外の利害関係人として、特に想定されているのは、信託債権者であり<sup>(39)</sup>、委託者の相続人について同様に考えることができるのかが問題となる。委託者の相続人は、例えば、個々の受益者の有する受益権の内容についての情報を必要とする場合があり、そのような情報は、貸借対照表等の閲覧謄写によっては十分には明らかにならないと考えられるからである。



また、確かに、次にみるように (3)、委託者の相続人が委託者の地位を承継する場合には、委託者の有する情報開示請求権等を承継し、これを行行使することが認められる。しかしながら、先にみたように、委託者は、信託行為に定めを置くことによって、情報開示請求権等を放棄することが認められている。そして、委託者が情報開示請求権等を放棄した場合には、委託者の相続人は、委託者の地位を相続により承継する場合であっても、情報開示請求権等を承継しないこととなる。委託者の相続人は、自らの意思で情報開示請求権等を放棄したわけではないことから、委託者の相続人に固有の利益に着目した議論が必要であるように思われる。

以下では、まず、補論として、委託者の地位の相続による承継に関する規律の内容を明らかにする (3)。次に、委託者の情報開示請求権等の相続による承継という法的構成によって委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務を基礎づけることに限界のあることを示した上で、委託者の相続人に固有の情報開示請求権等について考察を加えることとする (4)。

### 3 【補論】 委託者の地位の相続による承継

#### (1) 委託者の地位の相続性

旧信託法においては、委託者の有する種々の権利について、委託者の相続人も、同様の権利を有する旨の定めが数多く置かれていた<sup>(40)</sup>。委託者の地位の相続性について明文の定めを置かず、このような規定ぶりであったことから、「委託者の地位は相続によって相続人に承継される」とする見解が主張される一方で<sup>(41)</sup>、「委託者の権利は、帰属上の一身専属性があり、原則として相続されない。ただ、委託者の相続人にも権利行使を認めるのが適当な場合については、信託法が個別に委託者の相続人にも権利を与えた、と考えるべきであろう」との見解が主張されていたところである<sup>(42)</sup>。

信託法においては、このような規定ぶりは改められ、「第3条第2号に掲げる方法[すなわち、遺言—筆者注]によって信託がなされた場合には、委託者の相続人は、委託者の地位を相続により承継しない。ただし、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる」とする147条が置かれている。遺言信託以外の信託については明文の規定は

置かれていないものの、旧信託法のような規定ぶりが採用されていないこと、及び、遺言信託について147条が定められていることを併せて解釈すると、遺言信託以外の信託においては、「委託者の相続人は、委託者の地位を相続により承継する」という規律が妥当するものと考えられる<sup>(43)</sup>。そうすると、信託法においては、委託者の地位は、(少なくとも原則としては、)委託者の一身に専属するもの(民法896条但書)ではなく、相続性は認められる(同条本文)という見解が、前提とされているものと理解することができる<sup>(44)</sup>。

民法896条は強行規定であり、一定の権利義務(財産法的地位)が相続性を有するか否か(帰属上の一身専属権であるか否か)は、当事者の特約によって左右することはできないものであるという理解が、一般的なものであるように思われる<sup>(45)</sup>。そうすると、遺言信託においては、委託者の相続人は、委託者の地位を相続により承継しないとする信託法147条本文の規律、及び、信託行為に別段の定めが置かれた場合には、遺言信託であっても、委託者の相続人は、委託者の地位を相続により承継するとする同条但書の規律をどのように考えるべきであるかが問題となる。また、遺言信託以外の信託においても、信託行為に別段の定めを置くことによって、委託者の相続人が、委託者の地位を相続により承継しないこととすることが認められると解されていることを<sup>(46)</sup>、どのように考えるべきであるかも問題となる。

一般に、法律行為には期限を付することができることから、委託者の地位の消滅を、委託者の死亡にかからしめる終期(民法135条2項)を付すことによって<sup>(47)</sup>、委託者の地位を、委託者の相続財産に属しないこととすることは認められるものと解される。遺言信託以外の信託においても、信託行為に別段の定めを置くことによって、委託者の相続人が、委託者の地位を相続により承継しないこととすることが認められるとの見解は、このような趣旨のものとして理解することができる<sup>(48)</sup>、そうすると、委託者の地位が相続性を有することと抵触しないものと考えられることができる。

さらに一歩進んで、委託者の地位が、委託者の死亡を終期として消滅することが、同様の状況に置かれた当事者が通常有する合理的な意思であると解される場合には、そのような規律を任意規定の内容として採用することも認められるものと考えられる。信託法147条本文は、遺言信託の場合には、法定相続分とは異なる財産承継を信託によって実現しようとするものであるから、委託者の相続人と受益者とは、信託財産に関して典型的に利害が対立する関係にあり、相続人は委託者の権利義務を承継しないものとするのが委託者

の通常の意味であると解するのが合理的であるという理由で定められたものであるとの説明がなされており<sup>(49)</sup>、このような趣旨の任意規定であると理解することができる（同条但書参照）。そうすると、委託者の地位が相続性を有することと抵触しないものと考えることができる。

なお、法定相続分とは異なる遺産承継を信託によって実現しようとするものであるという点に着目すると、いわゆる「遺言代用の信託」（信託法 90 条）についても、遺言信託と同様の規律が妥当するべきではないかとも考えられる。しかしながら、遺言代用の信託においては、委託者が死亡するまでの間、受益者ないし受益者としての権利を有する者が存在しない場合があり得る。そして、そのような場合には、受益者の代わりに委託者が、38 条 1 項の定める書類等の閲覧謄写請求権をはじめとする諸権利を有するものとされており（148 条、145 条 2 項各号）、受託者は、受益者の代わりに委託者に対して、37 条 3 項の定める報告義務（積極的情報提供義務）をはじめとする諸義務を負うものとされている（148 条、145 条 4 項各号）。従って、このような遺言代用の信託については、委託者が生前有していたこれらの諸権利を含む地位が相続されるか否かが問題となり得るという点で、遺言信託とは事情が異なるということが出来る<sup>(50)</sup>。そして、委託者の地位の相続による承継について、いずれの規律が妥当するかは明確であるのが望ましいということも考え併せると、遺言代用の信託について、原則的な規律としては、一律に、遺言信託以外の信託としての規律を妥当させることは、合理的なものであるということが出来る。

## (2) 委託者の死亡と信託の存続

旧信託法は、委託者の死亡を信託の終了事由として定めておらず（旧信託法 56 条参照）、委託者の死亡によって信託は終了しないものと解されていた<sup>(51)</sup>。信託法も委託者の死亡を信託の終了事由として定めておらず（信託法 163 条参照）、同様の見解を採用したものと理解することができる。

委託者の死亡によっても信託は終了しないことに鑑みると、委託者の地位は、受託者との間の個人的な信頼関係に基づく一身専属的な権利義務であるとは言い難いことを指摘して、このことが、信託法が、委託者の地位の相続性を肯定する考え方をとる根拠の一つであるとする見解が示されている<sup>(52)</sup>。このような信託の規律は、委任者の死亡が委任契約の

終了事由とされていること（民法653条1号）と対照的であり、委任者と受任者との個人的信頼関係が委任の基礎にあることが、このような委任の規律の根拠とされること<sup>(53)</sup>を踏まえた指摘であるといえることができる。

しかしながら、当事者の特約に基づいて、委任者が死亡しても委任契約が終了しない場合のあることが認められており<sup>(54)</sup>、委任者が死亡しても委任契約が存続する場合には、原則として、委任者の相続人は、委任者の地位を相続により承継するものと考えられる<sup>(55)</sup>。先に指摘したように、民法896条は強行規定であり、一定の権利義務（財産法的地位）が相続性を有するか否か（帰属上の一身専属権であるか否か）は、当事者の特約によって左右することはできないものであるとすると、委任者の地位は、当該委任事務の内容等に鑑みて、その性質上委任者の一身に専属するもの（民法896条但書）と解される場合を除いて、相続性が認められる（同条本文）ものと考えられるべきであろう。このように考えると、当事者の死亡が終了事由であるか否かについて、信託の規律が委任の規律とは異なることを手がかりとして、委託者の地位の相続性が認められる根拠とすることは、適切ではないといえることができる。

そして、(1)における考察も踏まえるならば、委任の規律と信託の規律との大きな差異は、当事者の死亡にもかかわらず委任契約ないし信託が存続する場合における、委任者ないし委託者の地位の承継についての規律であるように思われる。すなわち、委任者の死亡によって委任契約が終了すると、既に発生した具体的な権利義務の承継は別として、原則として、委任者の地位の相続による承継の問題とはならないと考えられる<sup>(56)</sup>。このことは、信託においても同様であるといえることができる<sup>(57)</sup>。これに対して、委任者が死亡しても委任契約は存続するとの特約がある場合には、委任者の地位の相続による承継の問題となり、かつ、原則として、委任者の相続人が委任者の地位を相続により承継するものと考えられる。信託については、委託者の死亡は、原則として終了事由ではないことから、委託者が死亡しても信託は存続し、委託者の地位の相続による承継の問題となる（この点では、委任と同様である）。しかしながら、先にみたように、遺言信託については、原則として（147条本文）、遺言信託以外の信託についても、信託行為に定めを置くことによって、委託者の相続人が委託者の地位を相続により承継しないこととすることが認められている。つまり、委託者（の地位を承継する者）がいなくても拘わらず、信託が存続することが広く認められているのである。このことは、信託においては、信託財産のためにした行為であって受

託者の権限に属するものによって生じた権利（21条5号）等の一定の権利や受託者による費用償還請求権（48条）等は、委託者の財産ではなく、信託財産を責任財産とすることや、委託者ではなく受益者が、利益の実質的な帰属主体であり、信託事務処理に関する主たる監督権限を有する者であることによって正当化されるものと考えることができる。

## 4 委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務

### (1) 委託者の情報開示請求権等の相続による承継

委託者の相続人が、委託者の情報開示請求権等を相続により承継するためには、委託者が情報開示請求権等を有しており、かつ、相続人が委託者の地位を相続により承継することが必要である。

既にみたように、信託法においては、（受益者としての権利を有する）受益者がいる場合には、委託者が情報開示請求権等を全く有しないこととすることも認められている（2）。また、委託者の死亡は信託の終了事由とはされておらず、委託者が死亡しても信託は存続するものの（3(2)）、信託法の規定に基づいて、あるいは、信託行為の定めに基づいて、委託者の相続人が委託者の地位を相続により承継しないことが、広く認められている（3(1)）。

これらのうちのいずれにも該当しない場合には、委託者の相続人は、情報開示請求権等を相続により承継することとなる。共同相続の場合について、預金に関する近時の最高裁判決<sup>(58)</sup>を手がかりとすると、委託者の共同相続人の1人は、共同相続人全員に帰属する委託者の地位に基づいて、情報開示請求権等を単独で行使することができるものと解される<sup>(59)</sup>。

これに対して、これらのうちのいずれかに該当する場合には、委託者の相続人は、情報開示請求権等を相続により承継しないこととなる。従って、このような場合に、委託者の相続人が必要な情報を入手することを可能にするためには、委託者の相続人に固有の情報開示請求権等が認められる必要があることになる。



## (2) 委託者の相続人に固有の情報開示請求権等

信託法の定めによると、委託者の相続人は、委託者の地位を相続により承継する場合を除いて、利害関係人として、貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類等の閲覧謄写請求権（38条6項）を有するのみであり<sup>(60)</sup>、信託事務処理の状況等についての報告請求権（36条）、信託財産に係る帳簿その他の書類等または信託財産に属する財産の処分に係る契約書その他の信託事務処理に関する書類等の閲覧謄写請求権（38条1項）、受益者の氏名等の開示請求権（39条1項）等は、認められていない。

しかしながら、委託者の相続人は、信託財産の状況の他に、受益者の氏名や、各受益者の有する受益権の内容等にも関心を有する可能性があるものと考えられる。これらに関する情報は、委託者の相続人が、具体的相続分を明らかにしたり、遺留分を具体的に算定したり、遺産分割をスムーズに進めたりするために、必要となり得る情報だからである。そして、このような情報を取得する利益は、委託者の相続人に固有の利益であるということができ、委託者が当該情報開示請求権を放棄したか否か、あるいは、信託行為の定めによって委託者も当該情報開示請求権等を有することとしたか否かによって、本来は、左右されるべきものではないと考えられる。問題は、わが国において、信託法に明文の規定が置かれていない場合についても、委託者の相続人による情報取得を可能にする規律を基礎づけることができるか否かである。二つの可能性が検討されるべきであるように思われる。

一つ目は、相続財産に関する情報を保有する者による相続人に対する情報開示義務として、委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務を基礎づけるというものである。例えば、ドイツにおけるように、相続財産に関する情報を保有する者による相続人に対する情報開示義務が、広く認められている法制<sup>(61)</sup>においては、そのような可能性が開かれているということができる。しかしながら、わが国においては、そのような状況にはない。すなわち、まず、わが国においては、相続財産に関する情報を保有する者による相続人に対する情報開示義務について定める明文の規定は置かれていない。また、確かに、情報開示義務を負う旨の明文の規定が置かれていない金銭消費貸借契約の貸主について、借主に対する情報開示義務を、信義則に基づいて認める最高裁判決<sup>(62)</sup>はあるものの、直接の法律関係のない委託者の相続人と受託者との間に同様の規律を妥当させることは、直ちには困難であると考えられる。情報を保有する者の秘密保持の利益と、相続人の情報取得利益との衡

量を要する問題であり、さらに議論の深化が求められる問題であるといえることができる<sup>(63)</sup>。

二つ目は、信託の受託者に特に課される義務として、委託者の相続人に対する情報開示義務を基礎づけるというものである。確かに、相続人が必要な情報を有していないために、遺留分減殺請求権等を行行使することが不可能ないし困難であるという状況は、一般に認められる問題であるといえることができる。例えば、被相続人によって贈与がなされた場合にも、その相手方や目的物についての情報を相続人が有していないことが考えられるからである。しかしながら、被相続人によって信託が設定された場合には、委託者の相続人が、たとえ受託者や信託財産についての情報を有しているとしても、受益者や受益権についての情報を有していない可能性があり、そのような場合には、遺留分減殺請求権等を行行使することが不可能ないし困難となり得るという点で、問題はより深刻であるといえることができる。そして、このことは、委託者から財産権の移転を受けて信託財産の管理・処分等を行うのは受託者であるが、信託の利益の実質的な帰属主体は受益者であるという信託の構造に由来するものであると考えることができる。そこで、これを根拠として、信託の受託者に特に課される義務として、委託者の相続人に対する情報開示義務を基礎づけることができないかが問題となる。既にみたように(2)、信託法においては、委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務は、限定的にしか認められていないという状況にある。先に指摘したように(2(5))、このような信託法の規定状況は、受益者以外の利害関係人として、特に信託債権者を想定し、その関心が、信託の資産や損益の状況にあるのが通常であるとの理解を前提とするものであるとしても、このような信託法の規定状況を前提としつつ、明文の規定が置かれていない場合についても、委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務を認めることは、直ちには困難であると考えられる。受益者に対して忠実義務(信託法30条)を負う受託者の守秘義務を遵守する利益や営業秘密を保持する利益と、委託者の相続人の情報取得利益との衡量を要する問題であり、これについても、さらに議論を要するといえることができる。



## 5 おわりに——委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求 についての考察に向けて——

以上でみてきたように、信託法においては、委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務は、限定的にしか認められておらず（2）、信託法に明文の規定が置かれていない場合について、委託者の相続人に対する受託者の情報開示義務を認めることは、わが国においては、直ちには困難であるという状況にある（4）。委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求権を実効性のあるものとするためには、このことをふまえた議論が、行われるべきである。以下のような（相互に排他的でない）議論の方向性が考えられるように思われる。

一つ目は、委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求について、受託者説を採用することを検討するというものである<sup>(64)</sup>。受託者説によっても、委託者の相続人が、受益者や受益権の価値についての情報を必要とする場合はあるものの<sup>(65)</sup>、受益者説によると、委託者の相続人が、これらについての情報を常に必要とすることと比較すると、委託者の相続人に固有の情報取得の困難さ（受託者や信託財産についての情報を有しているとしても、受益者や受益権についての情報取得が困難であること）に起因する問題が生じる場面は、より限定的であるということができる。遺留分についての具体的な規律の内容について、いずれも説得的である複数の見解が考えられる場合には、委託者の相続人による情報取得の困難さに、よりよく対処することができる規律を採用することも、検討されてよいように思われる<sup>(66)</sup>。

二つ目は、委託者の相続人による信託に関する遺留分減殺請求に際して、委託者の相続人が受益権の価値について主張ないし立証することが、とりわけ困難であることに対処する方策を検討するというものである。いくつかの可能性が考えられるものの、例えば、受益権の価値の総額を、信託財産の価値相当である（あるいは、一定の割合に相当する<sup>(67)</sup>）と推定することを考えることができる<sup>(68)</sup>。委託者の相続人が、信託財産の価値や誰が受益者であるのかについて（さらに、受益者が複数の場合には、各受益者の受益の割合等について）の情報を有していない場合には、十分に機能しないという限界はあるものの、委託者の相続人による情報取得の困難さに配慮しつつ、受益権の実際の価値が、推定された価

値を下回る旨の反対証明をするために、受託者ないし受益者による情報開示を促すことができる規律であり<sup>(69)</sup>、検討に値するものと思われる。

三つ目は、民事裁判手続上の制度を活用するというものである。遺留分減殺による物件返還請求調停（家事事件手続法 244 条<sup>(70)</sup>）や遺留分減殺請求訴訟の手続においては、調査嘱託（家事事件手続法 62 条<sup>(71)</sup>、民事訴訟法 186 条）や報告の請求（家事事件手続法 62 条<sup>(72)</sup>）、文書提出命令（家事事件手続法 64 条 1 項<sup>(73)</sup>、民事訴訟法 220 条以下）、文書送付嘱託（家事事件手続法 64 条 1 項<sup>(74)</sup>、民事訴訟法 226 条）、といった制度を利用することが認められており、これによって、裁判所ないし申立人は、裁判所が裁判をするのに必要な情報を入手することができる可能性がある<sup>(75)</sup>。いずれも裁判手続上の制度であり、従って、手続外では利用できないという限界はあるものの、委託者の相続人自身による情報取得が困難であるという事情に対処し得る方策として、積極的な活用が検討されるべきであると考えられる。

[注]

- 1 新しい非訟事件手続法（平成 23 年 5 月 25 日法律第 51 号）と家事事件手続法（平成 23 年 5 月 25 日法律第 52 号）の公布前のものであるが、東京家庭裁判所家事第 5 部編著「遺産分割事件処理の実状と課題」判タ 1137 号 36 頁以下、107 頁以下等（2004 年）は、遺産分割の調停・審判の手続においては職権探知主義が採用されているものの、遺産の範囲の確定（いわゆる「遺産探し」）は、当事者の責任において行うべきものであり、裁判所が積極的に遺産の調査を行うことはないとする。また、相続財産の評価をめぐる問題が、複雑困難なものであることを指摘するものとして、谷口知平「相続財産の評価」『家族法大系 VI 相続(1)』303 頁（有斐閣・1960 年）がある。
- 2 ドイツ法の状況は、これとは対照的である。すなわち、ドイツ民法典（BGB）には、表見相続人ないし相続財産の占有者による相続人に対する報告義務（2027 条）、被相続人の同居人等の相続人に対する報告義務（2028 条）、特別受益の持戻義務者である相続人による他の相続人に対する報告義務（2057 条）、先位相続人による後位相続人に対する報告義務（2127 条）、不当な相続証書占有者による相続人に対する報告義務（2362 条）などの規定が置かれており、さらに、裁判例においては、「その本質上、権利者は、帰責性なしに自己の権利の存在と範囲とについて知らず、これに対して、義務者は、そのような情報を容易に与えることができるような法律関係において」、義務者の権利者に対する報告義務が、一般に認められるに至っている。ドイツ法の状況の詳細については、岩藤美智子「ドイツ法における報告義務と顛末報告義務——他人の事務を処理する者の事後的情報提供義務の手がかりを求めて——（1）～（4・完）」彦根論叢 327 号 187 頁以下（2000 年）、328 号 125 頁以下（2000 年）、331 号 185 頁以下（2001 年）、337 号 97 頁以下（2002 年）を参照。また、フランス民事訴訟法典（CPC）第 3 卷（特定の事件についての特別規定）第 3 編（夫婦財産制—相続と無償譲渡—）には、（相続）財産目録の調製について規定が置かれている（1328 条以下）。財産目録の記載事項としては、財産の評価額や通貨の種類などと併せて、目録に記載すべき財産を占有する者または財産が所在する家屋の居住者が、自ら財産を横領（窃取）しておらず、他人が横領（窃取）するのを見聞きしてもいない旨を宣誓したことが定められており（1330 条）、これは、相続財産の占有者等による相続人に対する相続財産に関する情報の開示として機能するものということができる。
- 3 中川善之助監修『注解相続法』159 頁以下 [山崎邦彦]（法文社・1951 年）参照。もっとも、同条項に基づいて、被相続人が具体的に何をすることができるのかは、必ずしも明らかではない。そもそも、同条項の相続財産の調査について直接論じられることは極めて稀であり、相続財産の調査等に 3 ヶ月以上の期間を要することを理由として、承認または放棄をすべき期間を伸長する（同条 1 項）という文脈で言及される程度である（例えば、谷口知平＝久貴忠彦編『新版注釈民法（27）』432 頁以下 [谷口知平]（有斐閣・1989 年）参照）。裁判例についても同様の状況にあり、相続財産の調査にあたる行為の具体的な内容に言及するものとして見つけることができたのは、被相続人の狩猟事故共済について、自損事故共済金の支払を受けられるか否かの回答を得る目的で相続人らが試みた共済金請求は、同条項の相続財産の調査にあたる（921 条 1 項本文の相続財産の一部の処分にはあたらない）とする福岡高宮崎支部決平成 10 年 12 月 22 日（家月 51 卷 5 号 49 頁）のみである。
- 4 例えば、東京地判平成 15 年 8 月 29 日（判時 1843 号 85 頁）は、預金者の共同相続人の 1 人が、銀

行に対して、被相続人の預金に関する取引履歴の開示を求めた事案について、「民法 915 条 2 項は、……相続人が承認又は放棄につき熟慮する前提として、相続財産につき調査をする機会が与えられるべきことを規定したにとどまるのであって、同項自体が、相続人に調査権限を与え、被調査者にこれに必ずべき法的義務を負わせる趣旨のものとは解されない」とする（開示請求自体は、信義則に基づいて認容）。

- 5 最一小判平成 21 年 1 月 22 日（民集 63 卷 1 号 228 頁）。
- 6 例えば、中川善之助＝泉久雄『相続法（第 4 版）』161 頁（有斐閣・2000 年）は、「相続人は、相続開始によって、被相続人の財産法的地位を、当然に、包括的に承継する（896 条）」と述べる。なお、当事者の一方が相手方に対して情報開示義務を負う場合として、民法 645 条は、受任者の委任者に対する報告義務・顛末報告義務について定めており、同条は、準委任の受任者（656 条）、業務執行組合員（671 条）、事務管理の管理者（701 条）、限定承認者（926 条 2 項）、相続の放棄をした者（940 条 2 項）、財産分離の請求後の相続人（944 条 2 項）、遺言執行者（1012 条 2 項）に準用されている。委任者の死亡は委任の終了事由とされ（653 条）、組合員の死亡は脱退事由とされているが（679 条）、いずれもデフォルト・ルールであると理解されている（653 条については、幾代通＝広中俊雄編『新版注釈民法（16）』293 頁以下〔明石三郎〕（有斐閣・1989 年）、最一小判平成 4 年 9 月 22 日金法 1358 号 55 頁、679 条については、鈴木祿弥編『新版注釈民法（17）』169 頁以下〔菅原菊志〕（有斐閣・1993 年）参照）。
- 7 例えば、「遺留分制度についてはそれ自体が相続法の公序である限り、信託の設定によって回避できないのは当然である」とする沖野眞巳「新しい信託法に期待するもの」NBL 832 号 21 頁（2006 年）参照。
- 8 四宮和夫『信託法〔新版〕』160 頁（有斐閣・1989 年）、川淳一「受益者死亡を理由とする受益者連続型遺贈」野村豊弘他編『遺言自由の原則と遺言の解釈』28 頁以下（商事法務・2008 年）、民事信託研究会『民事信託の活用と弁護士業務のかかわり』36 頁以下（財団法人トラスト 60・2009 年）。
- 9 飯田富雄「遺言信託に関する考察（その三）『遺言信託の効力について』（6）」信託 20 号 16 頁以下（1954 年）、道垣内弘人「誰が殺したクックロビン（さみしがりの信託法・第 8 回）」法教 339 号 84 頁以下（2008 年）、星田寛「『財産承継のための信託（受益者連続信託）』の検討」能見善久編『信託の実務と理論』51 頁（有斐閣・2009 年）。
- 10 民事信託研究会・前掲注 9、37 頁。
- 11 例えば、相続開始の一年前の日より前に、第三者を受託者とし、法定相続人を受益者とする信託の設定がなされた場合や、法定相続人と第三者とを受益者とする信託の設定がなされた場合などには、受託者説によっても、委託者の相続人は、受益権の価値（そして、そもそも、誰が受益者であるのか）についての情報を必要とするものと考えられる（「受託者が相続人ではなくても、受益者が相続人であって、実質的には特別受益となる利益を信託から得ている場合には、相続法の条文によっては、受益者を受贈者として、適用を考える必要がある場合も生じるだろう。」とする水野紀子「信託と相続の相克——とくに遺留分を中心にして——」東北信託法研究会編『変革期における信託法』123 頁（財団法人トラスト 60・2006 年）参照）。また、委託者の相続人が、信託財産の価値について

の情報有していない場合のあることも考えられる。

- 12 寺本昌広『逐条解説 新しい信託法（補訂版）』144頁以下（商事法務・2008年）参照。
- 13 旧信託法40条2項の書類閲覧・説明請求権の重要性について、「事務処理者（《権能》帰属者）の事務本人（《財産》帰属者）に対する情報提供義務・顛末報告義務の機能を持ち、事務本人が《財産》擁護のために事実上行動を起こす可能性を与えるもの、したがって、受益者の監督的権能における出発点をなすもの」とする四宮・前掲注8、227頁参照。
- 14 寺本・前掲注12、146頁参照。なお、信託法37条1項・2項の規定する法務省令とは、信託計算規則（平成19年7月4日法務省令第42号）を意味し、同規則4条2項は、「信託帳簿〔信託法37条1項の規定による信託財産に係る帳簿その他の書類又は電磁的記録〕は、一の書面その他の資料として作成することを要せず、他の目的で作成された書類又は電磁的記録をもって信託帳簿とすることができる」と定めており、同条6項は、「信託帳簿……の作成に当たっては、信託行為の趣旨をしん酌しなければならない」と定めている。さらに、限定責任信託については、信託法37条の特例が定められており、受託者は、限定責任信託の会計帳簿を作成しなければならない（信託法222条2項。信託計算規則6条以下も参照）、一定の要件を満たす信託については、限定責任信託の会計帳簿を受託者が作成すべき信託帳簿とする旨が定められているが（信託計算規則5条1項）、これらについて、本稿では立ち入らないこととする。
- 15 信託法37条4項但書、5項後段、6項但書について、「主として非営業的な信託の場合を念頭に、受託者によっては保存義務の内容が過大な負担となるのを防ぐ観点から」定められたものであるとする寺本・前掲注12、149頁参照。
- 16 信託法37条各項（3項を除く）は、「いずれも片面的な強行規定であって、信託行為において、受益者に不利な定めを設けることはできない（受益者に有利な定めを設けることは妨げない。）」とする寺本・前掲注12、148頁参照。
- 17 「具体的にどのような書類の作成が必要となるかは、信託の種類によって異なるものと考えられ、例えば、資産の運用を目的とする信託においては、単に一定の時点における財産の内訳を示すのでは足りず、いわゆる貸借対照表や損益計算書（もっとも、その様式は、会社会計の実務において作成されている貸借対照表等の様式に沿ったものである必要はない。）を作成して受益者等に開示することが望ましいと考えられるのに対し、物の管理を目的とするにすぎない信託においては、財産目録に相当する書類が作成されれば足りると考えられる」とする寺本・前掲注(12)146頁以下参照。なお、信託計算規則4条4項は、「財産状況開示資料〔信託法37条2項に規定する法務省令で定める書類又は電磁的記録〕は、信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の概況を明らかにするものでなければならない」と定めており、同条5項は、「財産状況開示資料は、信託帳簿に基づいて作成しなければならない」と定めており、同条6項は、「……財産状況開示資料の作成に当たっては、信託行為の趣旨をしん酌しなければならない」と定めている。さらに、限定責任信託については、信託法37条の特例が定められており、受託者は、限定責任信託の貸借対照表及び損益計算書並びにこれらの附属明細書その他の法務省令で定める書類又は電磁的記録を作成しなければならない（信託法222条4項。信託計算規則12条以下も参照）、一定の要件を満たす信託については、当該書類又



は電磁的記録を受託者が作成すべき財産状況開示資料とする旨が定められているが（信託計算規則 5条1項）、これらについて、本稿では立ち入らないこととする。

- 18 前掲注 17 を参照。
- 19 前掲注 15 を参照。なお、信託法 37 条 6 項において、同条 4 項よりも長期の保存期間が定められているのは、同条 6 項の保存義務の対象となる文書等（同条 2 項の文書等）が、信託財産やその収支等に関する基本的な情報にかかわるものであり、後でみるように（2(3)）、より広い範囲の者（利害関係人）による閲覧謄写請求の対象となることを反映したものであると考えられる。「第 4 項……の書類等の保存期間については最長でも 10 年間にとどめているのに対し、第 6 項の書類等の保存期間については信託の清算の終了の日まで及ぶこととしているのは、信託事務の処理の効率性や受託者の負担の軽減の要請と、受益者の権利保護の要請とのバランスをとる観点から、書類等の内容・性質に応じて保存期間に差異を設けることとしたものである」とする寺本・前掲注 12、148 頁参照。
- 20 前掲注 16 を参照。
- 21 寺本・前掲注 12、147 頁参照。
- 22 「『信託事務の処理に関する書類』とは、信託事務の計算関係の書類に限らず、信託事務の処理に際して作成し、または取得した書類を広く含み、例えば、第 5 項に例示されているとおり、受託者が信託財産に属する財産を処分する際に締結した売買契約に係る契約書等もこれに含まれる」「もつとも、……あくまでも受託者として作成し、または取得した書類に限られ、例えば、法人である受託者の従業員が個人的に作成し保管するメモなどは含まれない」とする寺本・前掲注 12、148 頁参照。
- 23 前掲注 15 を参照。
- 24 前掲注 16 を参照。
- 25 厳密にいうと、「書類」と「電磁的記録に記載された事項を法務省令で定める方法により表示したもの」が閲覧謄写の対象である（38 条 1 項 2 号・6 項 2 号）。ここでいう法務省令とは、信託法施行規則（平成 19 年 7 月 4 日法務省令第 41 号）を意味し、同規則 28 条は、信託法 38 条 1 項 2 号・6 項 2 号に規定する「法務省令で定める方法」は、「電磁的記録に記載された事項を紙面又は映像面に表示する方法とする」と定めている。
- 26 不動産信託契約の一部の受益者が、受託者に対して、旧信託法 40 条に基づいて、他の受益者の受益権譲渡に関する書類の閲覧請求と説明請求をした事案について、「被告は、受託者の忠実義務……に基づき、個々の受益者（委託者）との関係で守秘義務を負っていると解される場所、……受益権譲渡に関する事務は、これらの受益者のプライバシーにかかわるものであり、右守秘義務の対象となると解されるから、……書類閲覧請求及び説明請求を認めることは、右守秘義務を貫くことといわば利害が相対立する関係にあるといえる」とする東京地判平成 13 年 2 月 1 日（判タ 1074 号 249 頁）参照。また、同判決は、「書類閲覧請求権及び説明請求権の対象は、当該受益者が出捐して保有する信託財産について、受託者との間で締結した信託契約に基づく信託事務の処理に関する書類及び説明事項であって、他の受益者等が出捐して保有する信託財産についての信託事務の処理に関する書類及び説明事項は含まれないのが原則であると解される」と述べた上で、「ただし、複数の

信託契約における信託財産が合同して一体化された合同運用財産として管理、運用、処分されるような場合には、事柄の性質上受益者等が右合同運用財産の管理、運用、処分の状況に関して書類閲覧請求あるいは説明請求をしようとするれば、他の受益者の信託財産についての信託事務の処理に関する事項もそこに含まれるが、そのような場合は、当然にそれらも含めて……書類閲覧請求権及び説明請求権の対象となるものと解すべきである」とする。このような場合には、閲覧等の対象を、書類閲覧等を請求する受益者の出捐にかかる信託財産についての信託事務処理に関する書類等に限定するという方法で、他の受益者等の利益に配慮することができないことを示唆するものである。

- 27 「この請求の理由は具体的に明らかにされなければならないが、請求の理由を基礎付ける事実が客観的に存在することについての立証は要しない」と述べた上で、「具体性を要する程度については、個々の信託の内容によって異なるものと考えられる。例えば、個人資産の管理のみを目的とするような単純な民事信託であれば、受益者が信託財産の状況を知りたいという理由だけを挙げてすべての帳簿の閲覧を請求したとしても、請求理由の明示の要件に欠けるところはない場合があるものと考えられる」とする寺本・前掲注 12、151 頁以下参照。
- 28 これらの拒否事由は、会計帳簿の閲覧謄写請求に関する会社法 433 条 1 項・2 項の規定を参考にして定められたものである（寺本・前掲注 12、153 頁）。なお、株主の有する会計帳簿の閲覧謄写請求権と対比しつつ受益者の有する書類等の閲覧謄写請求権について論じるものとして、水島治「信託帳簿等の閲覧謄写請求権の行使をめぐる解釈論的諸問題」立命館法学 317 号 417 頁以下（2008 年）があり、株主による閲覧謄写請求に対する拒否事由と対比しつつ受益者による閲覧謄写請求に対する拒否事由について論じるものとして、同「信託帳簿等の閲覧謄写請求の拒否をめぐる解釈論的諸問題」立命館法学 318 号 1 頁以下（2008 年）がある。
- 29 もっとも、受託者が、既に、37 条 4 項但書・5 項に基づいて受益者に書類等を交付して保存義務を免れ、書類等を保存していない場合には、委託者は、書類等の交付を受けていないにもかかわらず、閲覧謄写請求権を行使できない（受託者が、閲覧謄写請求に事実上、応じられない）こととなる。
- 30 これに対して、遺言によってされた受益者の定めのない信託においては、信託管理人が、38 条 1 項の定める書類等の閲覧謄写請求権を有するものとされている（258 条 4 項、260 条 2 項、145 条 2 項 5 号）。
- 31 前掲注 25 参照。
- 32 寺本・前掲注 12、150 頁、330 頁以下参照。
- 33 寺本・前掲注 12、153 頁は、「第 6 項による利害関係人からの閲覧謄写請求の対象は、貸借対照表や損益計算書等にすぎず、信託事務の詳細を明らかにするものではないから、権利の濫用に当たるような例外的な場合を除けば、請求を拒否できるような事由は存しないことが通常であると考えられる」とする。
- 34 寺本・前掲注 12、154 頁参照。
- 35 これらの拒否事由は、株主名簿の閲覧謄写請求に関する会社法 125 条 3 項の規定を参考にして定められたものである（寺本・前掲注 12、155 頁）。
- 36 寺本・前掲注 12、155 頁は、受託者が受益者の個人情報把握することができない信託の例として、



販売会社が個別に顧客名簿を管理することによって受益者の匿名性が確保されている投資信託を指摘し、受益者の個人情報を一把握することが困難な信託の例として、無記名式の受益証券が発行されている場合などを指摘する。

- 37 唯一認められている貸借対照表等の閲覧謄写請求権ですら、受託者が貸借対照表等を受益者に交付することによって保存義務を免れる場合には(37条6項但書)、事実上、もはや行使することができないこととなる。なお、同条項但書によると、受託者が保存義務を免れるのは、貸借対照表等の作成の日から10年間を経過した後であるが、例えば、10年経過後に相続が開始した場合など、委託者の相続人にとって当該貸借対照表等の閲覧謄写請求が一度も可能でない場合のあることが考えられる。
- 38 寺本・前掲注12、152頁参照。
- 39 寺本・前掲注12、152頁は、株式会社においても、債権者が閲覧謄写請求できる書類は、会計帳簿を除く貸借対照表および損益計算書等に限定されていること(会社法442条3項)を指摘する。
- 40 権利を有する者として、委託者と並んで委託者の相続人をあげるもの：旧信託法16条2項(強制執行等に対する異議申立権)、同法23条(管理方法の変更の申立権)、同法27条・29条(受託者に対する損失填補等請求権)、同法40条2項(書類の閲覧請求権・説明請求権)、同法47条(受任者の解任申立権)、同法57条(信託の解除権)、同法62条(信託終了時の信託財産の法定帰属権利者)。利害関係人(委託者とその相続人とを含む)が、権利を有するとするもの：同法8条1項(信託管理人の選任申立権)、同法40条1項(帳簿・財産目録の閲覧請求権)、同法41条2項(検査役の選任等申立権)、同法49条1項・2項(新受託者の選任申立権)、同法58条(信託の解除の申立権)。なお、受託者の辞任に対する同意権は、委託者の相続人には認められていない(同法43条)。
- 41 四宮・前掲注8、344頁は、「委託者の地位は相続によって相続人に承継される」とする。
- 42 能見善久『現代信託法』213頁(有斐閣・2004年)は、「委託者の権利は、帰属上の一身専属性があり、原則として相続されない。ただ、委託者の相続人にも権利行使を認めるのが適当な場合については、信託法が個別に委託者の相続人にも権利を与えた、と考えるべきであろう」とする。
- 43 寺本・前掲注12、335頁以下参照。
- 44 寺本・前掲注12、335頁以下参照。
- 45 四宮和夫＝能見善久『民法総則(第8版)』261頁(弘文堂・2010年)は、「私的自治に限界を画し、違反する行為の効力を否定するのが強行規定である。……民法の中の規定に関していえば、基本的な社会秩序に関する規定(親族法、相続法、物権法に関する規定の中に多い)……などが、強行規定である」とする。「相続人が包括承継を排除して、財産の一部を他の部分から分離して、これを異なった相続原則に服せしめることは許されない」とする中川・前掲注3、82頁[島津一郎]も参照。なお、委任者の死亡によっても委任契約を終了させない旨の合意は有効であるとする最三小判平成4年9月22日・前掲注6は、民法653条1号は任意規定であるという見解を示すものであり、当事者の特約によって委任者の地位の相続性を左右することができるものではないと考えられる。
- 46 寺本・前掲注12、336頁参照。
- 47 寺本・前掲注12、336頁は、「例えば、『委託者の死亡後は、信託の目的に反することとなる信託の

変更についても、受託者および受益者の合意のみで行うことができるものとする。』との定め、あるいは、『委託者の死亡により、委託者の権利は消滅するものとする。』との定めを置くことが考えられる」とする。

- 48 寺本・前掲注 12、336 頁は、「これは、委託者の地位の相続性を信託行為に定めによって決まることができると考えているわけではなく、あくまでも、委託者の権利に期限を付すことによって類似の状況を作り出すにすぎないと考えているものである」とする。
- 49 寺本・前掲注 12、335 頁以下参照。なお、信託終了時の残余財産の法定帰属権利者として地位は、同条本文にかかわらず、委託者の相続人にも認められる（信託法 182 条 2 項）。
- 50 受益者の定めのない信託についても、それが契約によってされた場合と、遺言によってされた場合とで、異なる規律が採用されている。すなわち、契約によってされた受益者の定めがない信託においては、委託者が、38 条 1 項の定める書類等の閲覧謄写請求権をはじめとする諸権利を有するものとされており（260 条 1 項、145 条 2 項各号（6 号を除く））、受託者は、受益者の代わりに委託者に対して、37 条 3 項の定める報告義務（積極的情報提供義務）をはじめとする諸義務を負うものとされており（260 条 1 項、145 条 4 項各号）、信託の変更によってこれを変更することはできないものとされている（260 条 1 項）。これに対して、遺言によってされた受益者の定めのない信託においては、信託行為の定めによって、または、遺言執行者もしくは裁判所によって選任された信託管理人が（信託法 258 条 4 項、5 項、6 項）、受益者の権利に関する一切の行為をする権限を有し（信託法 125 条 1 項）、このうち 38 条 1 項の定める書類等の閲覧謄写請求権をはじめとする受託者に対する監督上の権利（信託法 145 条 2 項各号（6 号を除く）の権利）を行使する権限については、信託の変更によって制限することはできないとされている（260 条 2 項）。なお、受益者の定めのない信託に関する 260 条の規律とは異なり、遺言代用の信託に関する 148 条本文の規律は、任意規定とされている（同条但書）。これは、遺言代用の信託においては、（受益者としての権利を有する）受益者の不在は一時的なものであり、かつ、不在の間は実質的な信託事務処理が行われない場合もあるからであると考えられる。
- 51 四宮・前掲注 8、350 頁参照。
- 52 寺本・前掲注 12、335 頁参照。
- 53 明石・前掲注 6、293 頁以下参照。
- 54 明石・前掲注 6、293 頁、最三小判平成 4 年 9 月 22 日・前掲注 6。
- 55 非嫡出子の父（委任者）からその養育を委託された者（受任者）が、委任者の相続人に対して養育料の支払いを求めた事案について、委任者死亡日以降の部分について請求を棄却した原判決を破棄・差戻した大判昭和 5 年 5 月 15 日（新聞 3127 号 13 頁）参照。
- 56 従って、民法 653 条を手がかりとして、委任者の地位は相続性を有しない（一身専属的である）とすることは（例えば、内田貴『民法Ⅳ親族・相続 [補訂版]』366 頁（東京大学出版会・2004 年）参照）、不正確であるといえることができる。
- 57 委託者の死亡により信託が終了する旨の定めが信託行為に置かれている場合には、委託者の死亡により信託は終了する（信託法 163 条 9 号）。信託は、信託が終了した場合においても、清算が結了す

るまではなお存続するものとみなされ（信託法 176 条）、その限りで、委託者の地位の相続による承継が問題となり得る。これは、委託者死亡により委任契約が終了した後、急迫の事情があるときに、受任者が必要な処分を行った場合には（民法 646 条）、その限りで、委任者の地位の相続による承継が問題となり得ることと同様であると解することができる。

58 最一小判平成 21 年 1 月 22 日・前掲注 5。

59 なお、信託法 36 条の規定による報告を求める権利、38 条 1 項または 6 項の規定による閲覧謄写の請求権は、単独受益者権であるとされており（92 条 7 号、8 号）、受益者が複数の場合には、各受益者が、受益権の保有割合や保有期間による制限等を受けることなく、いつでも単独で権利行使することが認められている。

60 前掲注 37 参照。

61 前掲注 2 参照。

62 債務者が債務内容を正確に把握できない場合には大きな不利益を被る可能性があるのに対して、貸金業者は保存している業務帳簿に基づいて債務内容を開示することが容易であることを指摘し、金銭消費貸借契約の付随義務として、信義則に基づいて、貸金業者の債務者に対する取引履歴の開示義務を認めた最三小判平成 17 年 7 月 19 日（民集 59 卷 6 号 1783 頁）参照。

63 ドイツ法においては、「具体的な局面における報告義務・顛末報告義務の存否や内容は、信義則に基づいて、両当事者の利益（権利者の情報取得利益と義務者の秘密保持利益）の衡量をとおして明らかにされるというのが、確立した判例の立場となっている」とした上で、「日本法においても、個別の根拠規定の存否ではなく、実質的な考慮によって、報告義務・顛末報告義務を基礎づけていくべきである」と主張する岩藤・前掲注 2 彦根論叢 337 号 101 頁、113 頁参照。なお、委託者の相続人による受益者に対する情報開示請求権を基礎づけることができるのか否かも、問題となり得る。もともと、委託者の相続人は、誰が受益者であるのかということ自体を把握していない可能性があり、また、受益者は、常に自発的に情報開示をするわけではない。さらに、受託者は、個々の受益者と比較すると、信託に関して、より包括的な情報を保有しているのが一般的であり、また、受託者による情報開示は、委託者の相続人と利害が対立する可能性のある受益者による情報開示と比較して、開示される情報の真実性が、より担保されやすいものと考えることができる。従って、委託者の相続人による受益者に対する情報開示請求権を基礎づけることができるか否かにかかわらず、委託者の相続人による受託者に対する情報開示請求権を基礎づけることができるか否かについて論じる必要性はあるものと考えられる。

64 受益者説に対して、遺留分算定の基礎となる財産（民法 1029 条 1 項）として算入されるのが「受益権総額と解すると、実際にそれを把握するのは困難を極めることになるだろう」とする民事信託研究会・前掲注 9、37 頁参照。

65 前掲注 11 参照。

66 ニュアンスを同じくする主張として、本来の遺留分減殺額を厳密に算出することなく、遺留分減殺の諸項目と求償権との相殺を認めた大阪高判平成 5 年 1 月 27 日（金判 1014 号 23 頁）の解決方法について、包括遺贈の対象となった不動産（価額不明）の額を確定することなく遺留分減殺請求事件

を解決し得ているとして、これを評価し、その上告審である最三小判平成8年11月26日（民集50巻10号2747頁）が「常に遺留分減殺額の厳格な算出を要求したことは、やはり疑問が残るのである」とする瀬川信久「相続債務がある場合の遺留分侵害額の算定方法」北法53巻2号287頁、284頁（2002年）参照。

- 67 アメリカ合衆国のいくつかの州においては、エレクティブシェア（elective share）を算出するにあたって、基礎となる拡大相続財産（augmented estate）に算入される生存配偶者の有する受益権の価値を、信託財産の価値の半分と推定する（実際の価値が立証された場合にはそれによる）旨の定めが置かれている（e.g., Maine Revised Statute Title 18-A § 2-207(a), 2010 Minnesota Statutes § 524.2-208(c)(2)）。各州の採用する規律のリストは、Jeffrey A. Schoenblum, 2012 Multistate Guide to Estate Planning, Table 6.03, Part 3 (CCH 2011) を参照。なお、エレクティブシェアとは、被相続人の生存配偶者に、被相続人による遺贈と、（遺言を放棄した上で）被相続人の財産（被相続人の設定した撤回可能信託の価値などを加算した拡大相続財産）の一定割合のうち、いずれを取得するかを選択権を与えるものであり、夫婦別産制を採用する41州のうちジョージア州を除く全ての州とコロンビア特別区において導入されている制度である。
- 68 いわゆる「法律上の（事実）推定」にあたるものであると考えることができる。「法律上の（事実）推定とは、証明の困難な事実で代えて証明の容易な事実の証明で一定の裁判をなしうるようにする法技術であって、証明の困難な事実が真偽不明になることによって証明責任で裁判せざるを得なくなることを回避しようとするものである。」と述べる高橋宏志『重点講義 民事訴訟法〈上〉』（有斐閣・2005年）500頁参照。
- 69 「法律上の事実推定とは推定の前提事実……を立てることによって、本来の主要事実……の証明責任を相手方に転換したものと見るのであり、500頁参照。」とする高橋・前掲注68、500頁参照。
- 70 非訟事件手続法及び家事事件手続法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（平成23年5月25日法律第53号。以下、整備法とする）の施行（2013年1月1日）前に申し立てられた家事事件等については（整備法4条、家事事件手続法附則2条）、家事審判法17条。
- 71 家事審判法8条・家事審判規則8条。
- 72 家事審判法8条・家事審判規則8条。
- 73 家事審判法8条・家事審判規則7条6項。
- 74 家事審判法8条・家事審判規則7条6項。
- 75 信託に関するデータは見つけることができなかったが、1999年上半年に東京地裁に提訴され、調査期間中に終了原因が判明した45件の遺留分減殺請求事件に関して、「預金等の調査嘱託又は送付嘱託を実施した事件は4件で」、「預金が遺留分の算定の基礎となる財産に含まれる場合は、22パーセントの事件で預金についての調査嘱託又は送付嘱託を実施している」とする分析結果が紹介されている（東京地方裁判所プラクティス委員会「訴訟類型別審理計画の指針」判タ1067号53頁以下（2001年）参照）。

[後記] 本稿は、公益財団法人トラスト 60 の助成に基づく研究成果の一部であり、関西信託研究会における口頭報告の原稿に加筆修正を行い岡山大学法学会雑誌 61 巻 2 号 177 頁以下（2011 年）に掲載した論説に若干の修正を加え、岡山大学法学会の許可を得て転載するものである。

# 世界恐慌と証券化

天 野 佳 洋

# 目次

はじめに

I 何故、米国発の金融津波が、世界規模での恐慌となったのか

- 1 米国の双子の赤字
- 2 米国は金融立国を志向
- 3 証券化商品は世界中の投資家・金融機関で保有されていた
- 4 金融危機から世界恐慌へ

II 証券化の意義

- 1 証券発行体・倒産隔離としての SPV
- 2 金融のアンバンドリング
- 3 証券の種類
- 4 証券化の論点

III サブプライムローンの証券化と複雑な証券化商品（再証券化証券）の開発

- 1 米国政府の住宅購入促進策とサブプライムローンの開発
- 2 サブプライムローンの証券化
- 3 CDO 等の複雑の証券化商品の開発

IV 証券化規制の在り方

- 1 リスク・リテンション規制
- 2 デイスクロージャー規制

おわりに



## はじめに

2008年9月15日に、アメリカ合衆国の投資銀行で米国第四位の規模を誇ったリーマン・ブラザーズが連邦破産法第11章の適用を連邦裁判所に申請した。負債総額、約6000億ドル（約48兆円）という史上最大の倒産劇であり、「リーマン・ショック」「リーマン・クライシス」として後世に知られるであろう世界的な金融危機の引き金となった。特に欧米各国は、自国の金融機関救済のため公的資金を投入することで巨額な財政支出を余儀なくされ、財政赤字を膨らませたことから、その後遺症は、5年たった現在においても、柔軟な財政出動ができず、景気対策の足枷となっている。

リーマン・ブラザーズの倒産は米国投資銀行業務の崩壊を象徴するものであるが、世界的な金融恐慌は、(ア)米国の住宅バブルの崩壊に起因し、(イ)サブプライムローンの問題が露呈し、(ウ)サブプライムローンを証券化したRMBS（Residential Mortgage-Backed Securities；住宅ローン担保証券）が二次証券化商品であるCDO（Collateralized Debt Obligation；債務担保証券）に組み込まれていたことから、(エ)CDOスクェアー、CDOキューブといったさらに複雑な金融商品に対する投資家の不安が助長され、(オ)リスク回避のため投資家は投資資金の回収を図ったことから、(カ)資金の流れが逆回転となり（デレバレッジ）、(キ)返済財源手当てのための証券化商品の投げ売りで証券化商品全般の値崩れにつながり、(ク)証券化商品に投資していた金融機関の自己資本が毀損し、(ケ)金融機関の倒産あるいは救済のための公的資金投入、という負の連鎖が生じたことによる。

日本の金融機関は、サブプライムローンの証券化商品にそれほどの投資をしていなかったこともあり、欧米の金融機関のような公的資金注入という事態には至らなかったが、日本経済そのものが、経済の冷え込みに伴う世界的な消費の落ち込みや、金融不安で各種通貨から逃げた資金が日本円に集まり超円高に振れるなど、それまで景気を支えていた輸出産業に大きなダメージを与えたことから、日本経済全体がリーマン・ショック以後の経済の衰えから永らく回復できない状態が続いていた。2013年秋以降、アベノミックス効果で円安になったことで輸出企業の急激な業績回復となり、経済回復の兆しがみえるようになったものの、リーマン・ショックの影響を一番受けたのは、実は日本であったことは、数字的にも明らかであり、かねてから輸出立国として貿易黒字を誇っていた日本であるが、

円高で企業が生産拠点を海外に移す動きが加速されたこともあり、近時は貿易赤字が基調となっている。

以下では、①何故、米国発の金融津波が、世界規模での恐慌となったのか、②証券化の意義、③サブプライムローンの証券化と複雑な証券化商品の開発、④証券化規制の在り方、について論じることとする。

## I 何故、米国発の金融津波が、世界規模での恐慌となったのか

### 1 米国の双子の赤字

双子の赤字：(Double deficit、Twin deficit)とは、1980年代のロナルド・レーガンの政権下、米国において莫大な貿易赤字(経常赤字)と財政赤字が並存していた状態を指す。1998年には財政収支が黒字となり解消されたが、ジョージ・W・ブッシュ政権下において双子の赤字が再発している。

因みに、リーマン・ショック発生直前の経常赤字と財政赤字は、以下の状況にあった。  
〔経常赤字〕(2008.02.14 米商務省発表)

2007 会計年度(06年10月～07年09月)の貿易赤字：8,156億ドル(国際収支ベース)  
(前年比2.7%減)

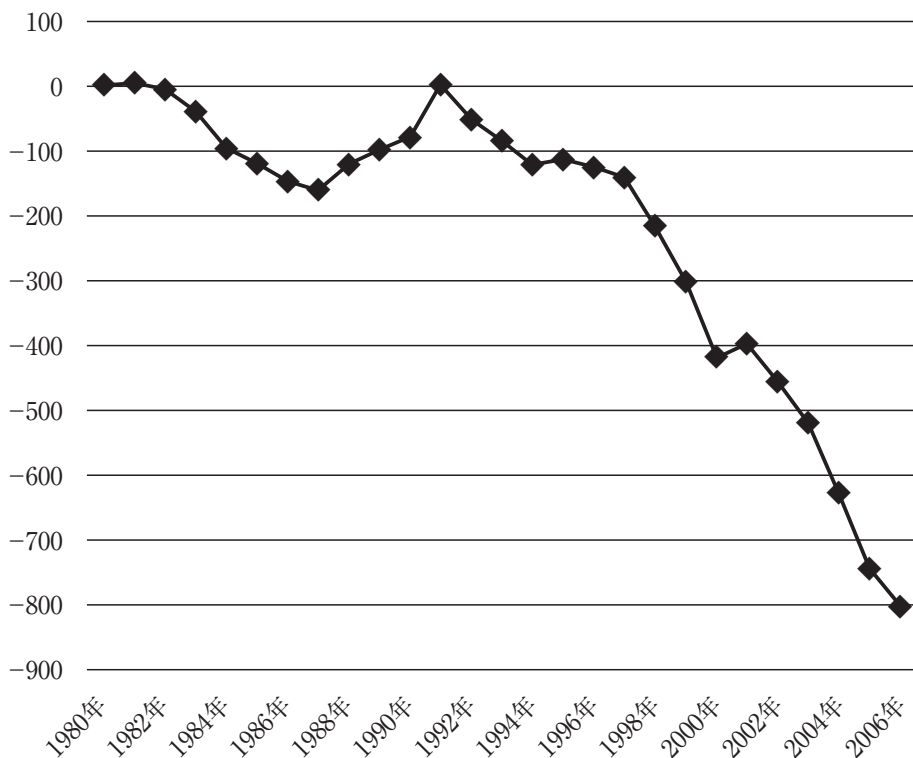
サービスを含めた場合、7,116億ドル(6年振りの減少)

輸出入共に増加したが、ドル安と海外経済の好調さを反映して、輸出の増加が輸入の増加を上回った結果、貿易赤字は6年振りに縮小した。国別では、対中国赤字が6年連続過去最高を更新する一方で、対日赤字は4年振りに減少しており、貿易赤字に占める中国の割合は約3分の1

2008 会計年度(07年10月～08年9月)の貿易赤字：7,083億ドル  
経常赤字は6733億ドル

力強い輸出の伸びと輸入の減少で、経常赤字は縮小  
リーマン・ショック前後の経常収支につき、別図1参照。

図1 経常収支



〔財政赤字〕

2008 会計年度（07 年 10 月～08 年 9 月）・ ・ 4548 億 600 万ドル（4 年ぶりに増加）

ブッシュ政権は、堅調な米国経済を背景とした税収増で、04 年に設定した財政赤字半減の目標を 06 年度に前倒して達成。07 年度には財政赤字を 1615 億ドルまで減少させた。ところが、08 年度は、景気減速が所得税や法人税収を減らし、失業率の上昇で失業保険給付金が増加。さらには金融機関の相次ぐ破綻で預金者保護費用も急増した<sup>1</sup>。

## 2 米国は金融立国を志向

双子の赤字を資金過不足の観点から見ると、近年、政府部門と家計部門が資金不足に転じていたことになる。

この資金不足を補っていたのが、投資収支などで構成する「資本収支」であり、ドルの高金利により、巨額の経常収支の赤字を、同じく巨額の資本収支の黒字で埋め合わせてき

た。すなわち、日本を含むアジア、ヨーロッパから資金が米国に流入し、米国の旺盛な内需をファイナンスし、これが更なる米国の経済成長の原資となっていた。国内消費に回された残りは、対外再投資にまわされていた。

外国から米国への投資は、米国債、フレディマック債、株式、証券化商品の購入等のほか米企業の買収という形態がとられていた。ここでは、本稿の主要テーマである、証券化商品が、外国からの米国への投資に関連していることを指摘しておく。

資本収支に頼らざるを得ないことより、国家のビジネス・モデルとして、米国は金融立国を志向してきたとされる<sup>2</sup>。

因みに、NY では就業者の 20 人に 1 人が金融業で働き、州全体に占める 25% の所得を稼ぎ出していた、との報道がなされており、ウォール街の弁護士事務所、会計事務所、教育・医療関係、高級レストランからコンビニまで、金融業と関連することで成り立っていた（リーマン破綻後、ウォール街の弁護士が失職。高級レストラン等もメニューを改定した、といわれている）。

### 3 証券化商品は世界中の投資家・金融機関で保有されていた

欧州を初め各国の金融機関・機関投資家は、世界的カネ余りの中、投資利回りの良い金融商品を嗜好していた。

ところで、1977 年に、ソロモン・ブラザーズがバンクオブアメリカのために開発した、パス・スルー証券の発行が証券化の嚆矢といわれているが、その後の住宅ローン債権等を証券化資産とする証券化<sup>3</sup>は、投資家の投資選好に合うリスクとリターンを異にする複数クラスの証券の発行を可能としたこともあり<sup>4</sup>、投資家の投資対象メニューに証券化商品が載ることとなり、さらに金融商品製造業といってもよい米国投資銀行の営業活動により（ここでは、高利回りの住宅ローン債権は、証券化資産として、投資銀行にとって、喉から手が出るほど欲しいものであったことを指摘しておく<sup>5</sup>）、世界の機関投資家・金融機関は複雑な証券化商品に投資していた。

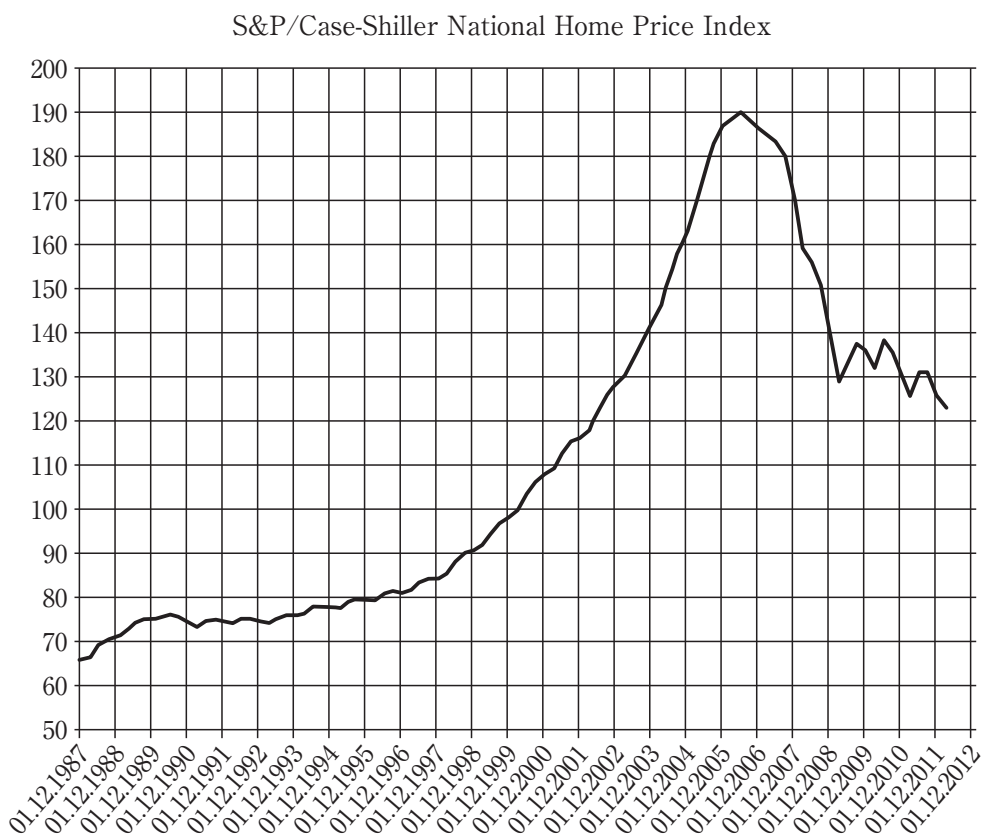
かくのごとく、米国で組成された証券化商品は、世界中の投資家・金融機関の保有するところとなっていた。

## 4 金融危機から世界恐慌へ

### ①金融恐慌へ至る系譜～米国投資銀行の破綻・再編

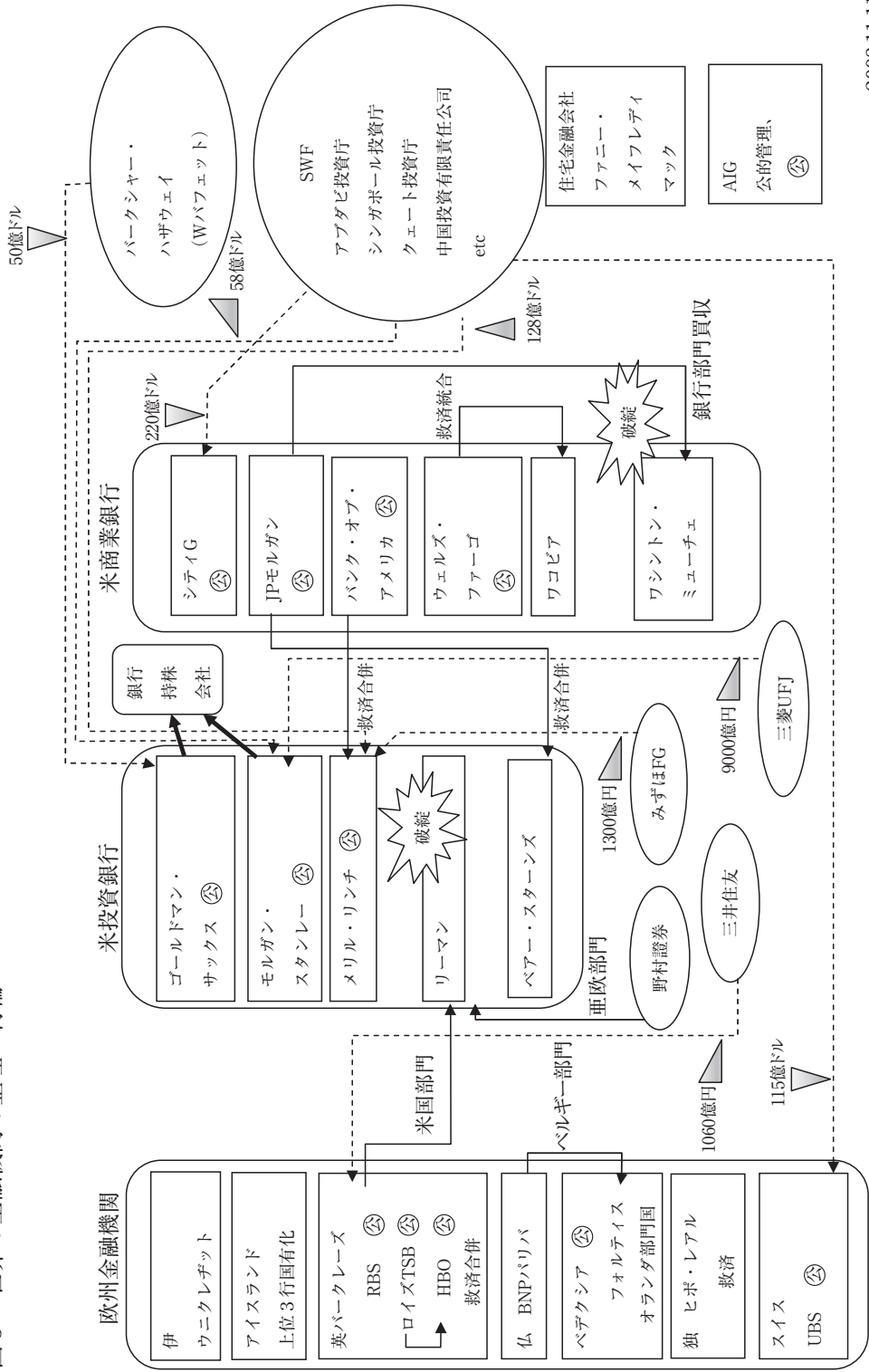
米国における住宅価格は1990年以降安定していたが、1999年ごろか急上昇を初めた後、2006年6月にピークを迎え、住宅バブルは崩壊した(別図2参照)。ここに至り、サブプライムローン問題(後述Ⅲ-1参照)が顕在化し<sup>6</sup>、サブプライムローンを証券化したRMBSが二次証券化商品であるCDOに組み込まれていた(ABS-CDO)ことが判明。CDOスクエア、CDOキューブといったさらに複雑な金融商品に対し、投資家は不安を抱き、リスク回避から運用ファンドの解約に奔ることとなった。ここで、資金の流れが逆回転(デレバレッジ)となったことが、金融恐慌の最大の要因であり、レバレッジに頼っていた米国投資銀行は存亡の危機に直面し<sup>7</sup>、また、運用ファンドは運用利回りを上げるため現金を持た

図2 米ケース・シラー住宅価格指数



[http://en.wikipedia.org/wiki/File:Case-Shiller\\_index.png](http://en.wikipedia.org/wiki/File:Case-Shiller_index.png)

図3 世界の金融機関の整理・再編



2008.11.11時点

図4 米国投資銀行というビジネスモデルの崩壊（2008 リーマン・ショック時点）

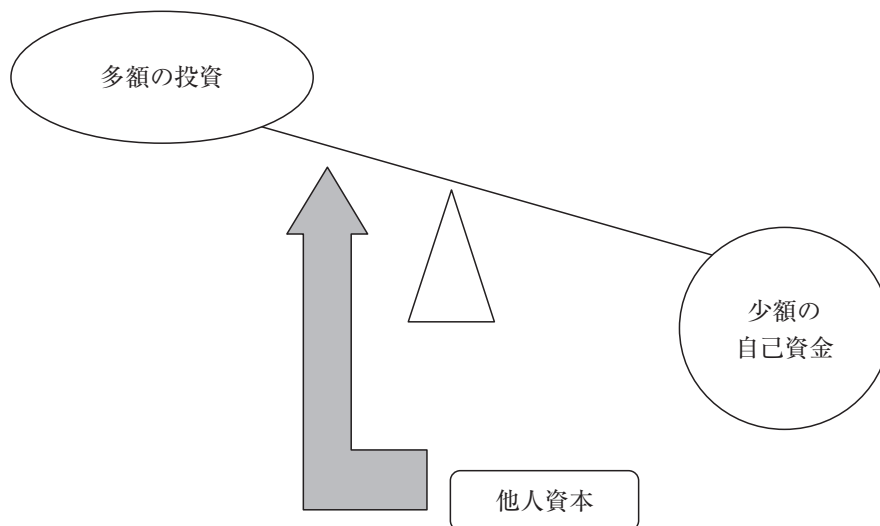
	投資銀行	商業銀行
主たる業務 のイメージ	企業が有価証券発行により資本市場から資金調達することをサポートし、合併や買収などの財務戦略でのアドバイスをを行う（ホールセール業務） ⇒ 直接金融をサポート 証券化関連業務（証券化の玉である金銭債権を取得し、証券化商品に仕立て上げ、投資家へ売却）顧客あるいは自己勘定のための有価証券や金融派生商品のトレーディング業務	個人などから預かった <u>預金</u> を元手に企業に <u>融資</u> を行う  ⇒ 間接金融の主体
監督官庁	SEC（証券取引委員会）	FDIC（連邦準備制度理事会） FRBからの資金供給を受けられる
自己資本比率規制 (BIS規制)	なし (レバレッジを利かせたトレーディング業務で高収益を狙える ⇒ 役員・従業員に巨額の報酬)	あり (自己資本と保有資産を一定比率以上に保つべく要請されている。国際業務を営む銀行は8%、国内基準行は4%)
資金調達手段	預金業務は行えず、一般企業と同様の借入・株式・社債発行、あるいはレポ取引に頼らざるを得ない	預金業務による安定的かつ低コストでの資金調達

ないポートフォリオであったことから、流動性確保のため運用資産を処分せざるを得ず、証券化商品全般が市場で供給過剰となり、証券化商品の値崩れを招いた。証券化商品に投資していた世界中の金融機関が自己資本を毀損し、欧米の金融機関のなかには、救済合併の対象あるいは公的資金が注入されることとなる（別図3参照）。なお、米国投資銀行と商業銀行の差異につき別図4参照。

もっとも、証券化商品への投資のみが金融危機の原因ではないことには留意を要する。



図5 レバレッジ・デレバレッジ



#### ○レバレッジ

てこ (lever) の作用から転じて、投資において他人資本 (低利調達した借入・社債)・デリバティブなどを用いることにより、自己資本 (手持ちの資金) よりも多い金額を動かすこと。

自己資本と比較して損も利益も巨額になる。

レバレッジ効果とは、他人資本等によって自己資金の何倍もの収益が狙える効果のこと。

#### ○デレバレッジ

取引の枠組みの解消、すなわち、他人資本がリスクを嫌い回収を急ぐこと (資金の流れの逆回転)。

この点は特に欧州で顕著であり、例えば、アメリカ型金融立国を目指したアイスランドはレバレッジを利かせた投資を行っており、同国の銀行資産は、GDPの10倍に膨張していたところ、デレバレッジにより (レバレッジ・デレバレッジにつき別図5参照)、通貨 (クローナ) が下落<sup>8</sup>。資金繰りに問題が生じ、同国は大手3銀行を一斉国有化し、IMFからの緊急融資で暫定合意している。また、同様に、レバレッジを利かせた投資を行っていたハンガリーにおいても通貨 (フォリント) 下落。同国金融機関では、低レートの円建てあるいはスイスフラン建て住宅ローンが過半であったことから、ローン債務者が返済に窮し、不良債権化。IMF、ECBによるハンガリーへの緊急融資が実行された。

また、不動産バブルは、英国、スペイン、アイルランド、ノルウェー、デンマーク、スウェーデン、フランス、オランダでも顕著であり、バブル崩壊で金融機関の貸付金が不良

債権化していた。

## ②金融危機から世界恐慌へ

金融危機は、経済の血液である金融機関の企業への円滑な資金供給に支障を生じ、実体経済は悪化。この結果、金融機関の資産である貸付金の不良債権化が増加するという、信用危機の悪循環を招き、また、金融機関間でカウンターパーティーリスクへの警戒感が高まることで銀行間取引の収縮となり、資金供給を中央銀行に依存せざるを得なくなった<sup>9</sup>。

## II 証券化の意義

### 1 証券発行体・倒産隔離としての SPV

#### ①証券化は企業における資金調達の一手法である

証券化とは、流動性が低く投資対象になじまない資産（ex 金銭債権）を、流動性があり投資になじむ証券に転換する手法をいい、その本質は企業における資金調達の一手法である。

企業の資金調達手法は、銀行等の金融機関からか借り入れによる間接金融と市場から新株発行・社債発行による直接金融に大別される。証券化は、企業が、市場を通じ投資家から直接に資金調達をするといった観点からは、直接金融の一種であるが、伝統的な社債発行、株式・新株予約権発行による直接金融あるいは金融機関からの借り入れによる間接金融が、企業の信用リスクの負担の問題であったのに対し、証券化は、企業の信用リスクと関係させない資金調達手法である。証券化では、証券化資産のみが投資家への弁済の引き当てとなるが、証券化資産が優良であり証券の格付けが良いと、業績不芳な企業にとっては安価な資金調達が可能となる<sup>10</sup>（企業の資金調達の比較につき、別図6参照）。

法的には、如何に企業の信用リスク（倒産）が、証券化資産に及ばないようにするのがポイントとなるわけで、証券発行体としての SPV（Special Purpose Vehicle：特別目的事業体）を Bankruptcy Remoteness（倒産隔離）として、企業と投資家の間に介在させることになる。証券化がストラクチャードファイナンス（仕組み金融）といわれる由縁である。

図6 資金調達の方法

	特色
<p>(伝統的な) 直接金融</p>	<p>上場をする究極のメリットは、市場からの資金調達が可能になることである。 この手法は多額の資金調達に適する。</p> <p>社債による調達であれば、固定レートであり、長期的な資金計画が立てやすい。 一方、留意すべき事項として、以下がある。</p> <p>株式形態での資金調達で、これが多額であれば、株式価値の希薄化を生じることから株価下落につながりやすい。また、配当圧力の問題がある。</p> <p>社債形態での調達であれば償還期限到来時の償還・借換え問題があり、市況・業績の変動如何によっては、借換債の発行に窮することもありうる。</p> <p>形態の如何を問わず、ディスクロージャーに留意を要し、有価証券報告書、監査費用等のコストがかかる（金融商品取引法）。</p>
<p>間接金融</p>	<p>銀行等の金融機関からの資金調達である。</p> <p>単に預金取引があるというだけではなく、銀行との融資取引が存在するという事は、当該企業の信用面に寄与し、また、銀行の提供する種々のサービス・情報の利用、経営指導・アドバイスを受けることも可能である。有事においては、特にメインバンクとの関係は、重要と言える。</p> <p>金融引き締め等の金融環境、あるいは銀行の自己資本比率との関係から、金融機関からの円滑な資金調達が困難な局面もありうる。また、企業自体の業績、新規事業の採算性から融資が受けられないこともある。</p> <p>企業の格付け（金融機関ごとに独自に格付けをしている）等で、貸出利率に差があり、また、担保・保証を要求される。</p> <p>当座勘定取引契約を締結（当座預金の開設）することで、手形・小切手を利用することができ、支払方法の多様化が図れる。一方で、手形・小切手の不渡りには、銀行取引停止処分という重いサンクションがある。</p>
<p>証券化</p>	<p>企業が保有する資産をSPVに譲渡し、SPVが譲渡資産（証券化資産）を裏付けとした証券を発行することで資金調達をする。</p> <p>当該証券は、企業の信用（たとえばBBB）と切り離されており、証券化資産およびそのキャッシュ・フローをもとに格付けが行われることより（たとえばAAA）、低レートでの資金調達が見込める。</p> <p>負債を増やさない資金調達であり、バランス・シートの改善が見込める（自己資本比率の改善→信用格付けの向上→資金調達コストの低下）。</p> <p>信用力の低い企業でも、この手法であれば、資金を市場から直接調達できる。</p> <p>資産を保有するリスク（資産価値下落→時価評価による決算への影響）から解放される。</p> <p>金融機関等からの経営や事業に対する干渉を排除できる。</p>

## ②証券発行体・倒産隔離としての SPV

SPV には、信託もしくは SPC (Special Purpose Company ; 特別目的会社) が利用されるが、sponsor (資金調達ニーズのある企業等の証券化資産の保有者。オリジネーターとも称される) との資本関係に注意が払われる (実質的連結の法理。法人格否認の法理を想定されたい)。また、sponsor から SPV への資産譲渡が、sponsor 倒産時に、実質的には担保借入であったと言われないよう注意する必要がある (真正売買論。sponsor が法的整理に至った事態で、sponsor から SPV への資産の移転が、実質的には、売買ではなく SPV からの担保借入であるとの認定を受けると、投資家への元利金の支払いに影響する)。

### ア) 実質的連結の法理

SPV の設立にあたり、sponsor が破産しても、SPV が別個独立の法主体であることについて否認されないよう、かつ、SPV 自体につき破産等の申し立てが行われないようにこれを組成することが重要とされている。

この点で、sponsor と SPV との間の資本関係を切断することが重要であり、実務上は、ケイマン SPC, ケイマン・チャリタブル・トラストが利用されてきた。

[ケイマン・チャリタブル・トラスト]

スキームとしては、国内 SPV として有限会社<sup>11</sup>を選択し、倒産隔離を実現するために、当該有限会社の持分をケイマン SPC が保有し、そのケイマン SPC の議決権はケイマン・チャリタブル・トラストが保有するというものである (別図 7 参照)。

ここでケイマン・チャリタブル・トラストとは、ケイマンにおいて、

- i 現地の弁護士等が SPC を設立し、その全株式を信託会社に譲渡する。
- ii 信託会社は信託宣言によりこの株式を委託者兼受託者として保有する
- iii 信託会社は信託期間中流動化の目的に沿って議決権を行使することとなっているが、実際には何も行使しない

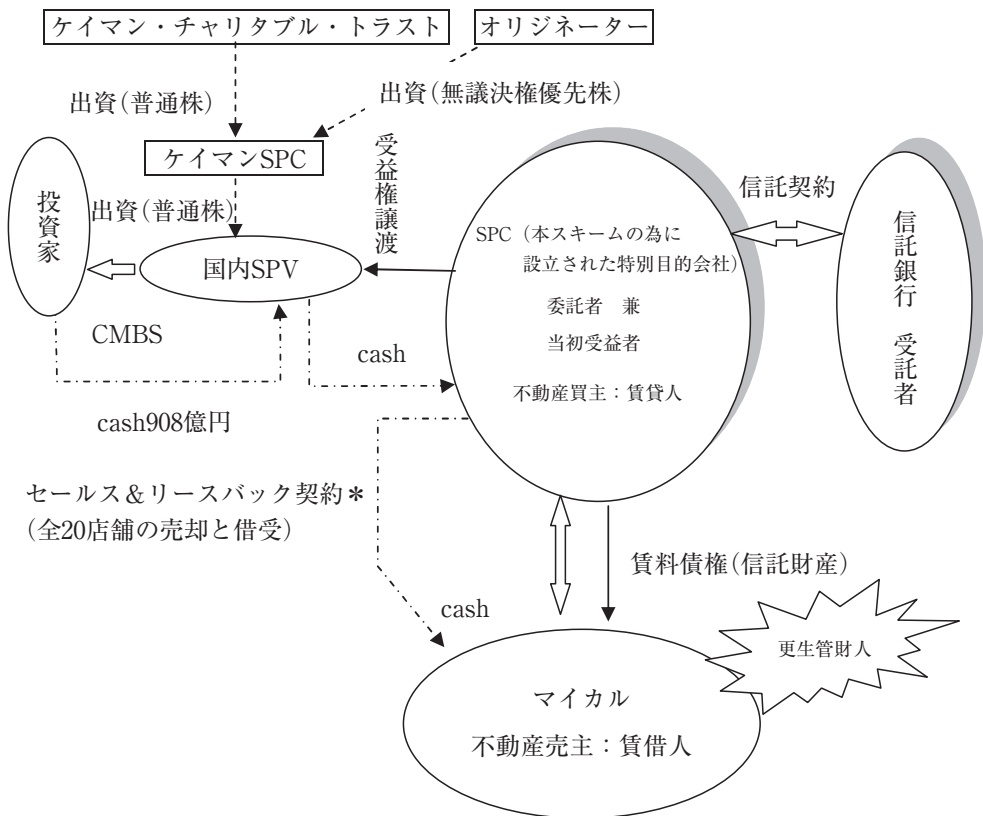
という仕組みである。

この結果、ケイマン SPC の株主たるケイマン・チャリタブル・トラストは何ら議決権行使をしないから、ケイマン SPC も国内 SPV の議決権を行使しないということになる。

[特定持分信託]

平成 12 年の資産流動化法では、国内完結型の SPC により、ケイマン・チャリタブル・ト

図7 マイカル 不動産証券化と会社更生法（2001.09民事再生→2001.11会社更生）



◎マイカルは破綻前に20店舗を特別目的会社（SPC）に売却し（1500億円）、同時にこれを自ら借り受ける\*。併せて、賃料債権を証券化。このスキームにより、投資家から1500億円の資金調達。

◎更生管財人の主張：賃料債権は、実質、譲渡担保による貸付債権、すなわち更生担保権。  
⇒更生手続きによる債権カットの対象である！

◎投資家（資産管理会社。信託方式の調達では受託者であるが、信託を利用しないSPC方式、銀行借入等による調達もある）の主張：賃料債権は共益債権。

◎合意により、共益債権扱い。ただし、投資家にとってのデメリットとして、CMBS（資産担保証券：本ケースでは受益権が引き当てとなる資産）が償還を迎える2007年に再びCMBSが発行できなかった場合、賃料を1.5倍に引き上げる約束となっていたが、これは無しに。

ラストと同様の倒産隔離機能を実現するための手当てがなされている（特定持分信託。いわゆる日本版チャリタブル・トラスト）。

特定持分信託では、信託銀行に SPC への出資持分を信託し、且つ信託銀行が保有する議決権の行使を信託契約に基づき実質的に制限することにより、倒産隔離の実現を図るものである。

### イ) 真正売買論 (True Sale 論)

sponsor から SPV への資産譲渡が売買にあたるかそれとも担保設定とみなされるのかという、「真性売買」(true sale) の議論がある。

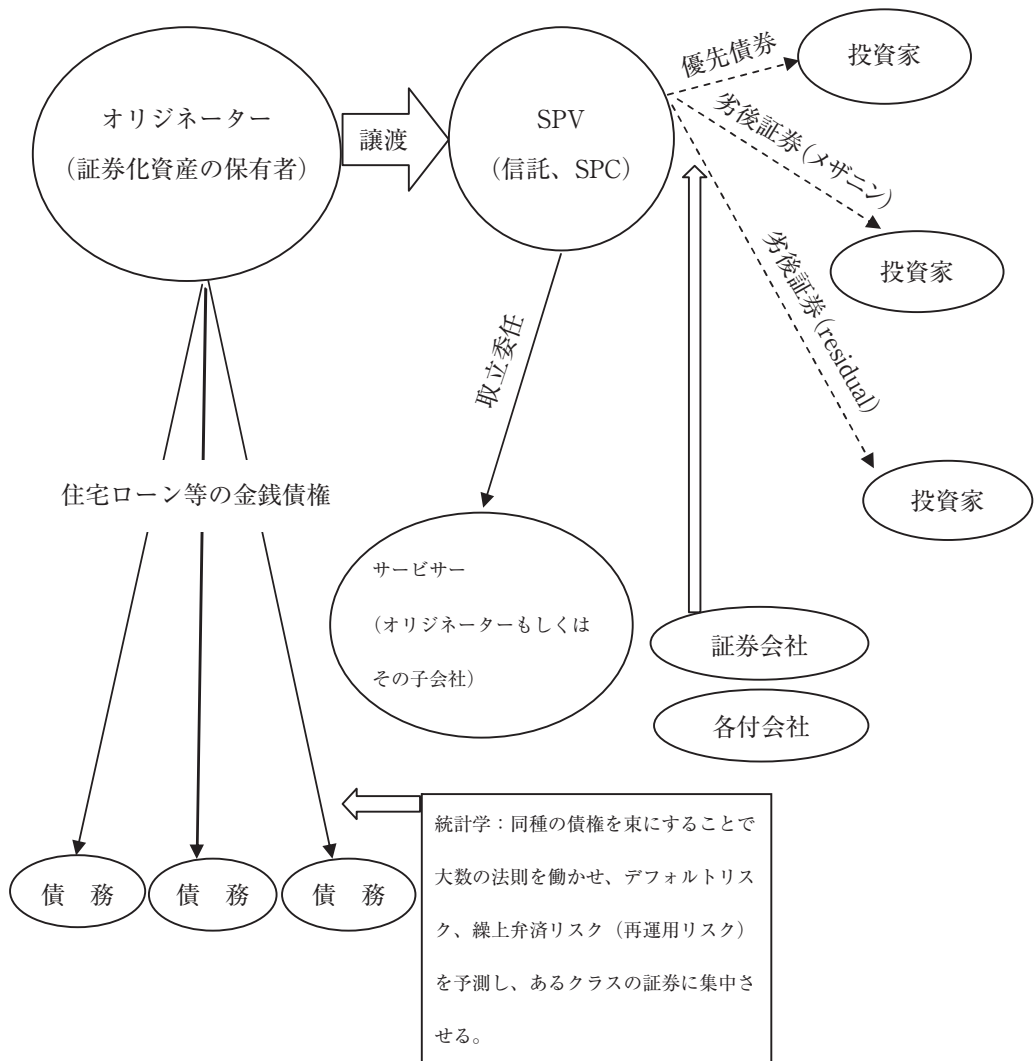
資産譲渡の法的性質が、売買とみなされれば、対象資産は倒産債務者である sponsor の財産とされず、倒産手続の影響を受けないが、これが担保権設定契約付の金銭貸借であるとの認定を受けると、対象財産は sponsor の財産に組み込まれ、SPV は倒産手続上担保権者として取り扱われることになる<sup>12</sup>。

売買か担保付貸付かのメルクマールとして、契約上の当事者の意思、譲渡価格の均衡、sponsor の譲渡資産買戻し権がないこと、取立不能な貸付債権についての sponsor の買戻し義務・追加信託義務<sup>13</sup>、信用補完措置の程度が高くないこと、対抗要件が具備されていること、会計処理といった点が考慮される。

## 2 金融のアンバンドリング

証券化の基本的構成を図解すれば別図 8 の通りであるが、資金調達ニーズのある証券化資産保有者である sponsor、資金の出し手である投資家、証券発行体である Vehicle といったメイン・プレイヤー以外にも、証券の信用格付を行う格付機関、証券化資産の取立を行うサービサー、証券を売りさばく証券会社、証券の信用を補強する保証機関といった証券化に関与するバイ・プレイヤーが多数存在する（このほか、組成に当たっては、証券化弁護士、金融工学のプロ（クォンツ）が関与している）。関与当事者にはそれぞれ役割期待があり、担当する業務に見合ったフィーが支払われるのだが、ここでは、証券化が、関与当事者が増えることで、業務とリスクのアンバンドリングという側面を有し、サブプライムローンの証券化という本稿のテーマと密接に関係することを指摘しておく（別図 9）。

図8 証券化の仕組み



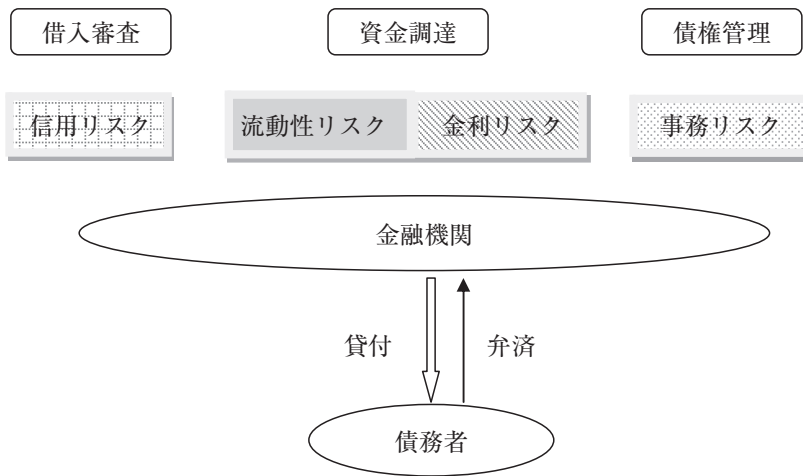
SPVのB/S

金銭債権	優先証券 メザニン 劣後証券
------	----------------------

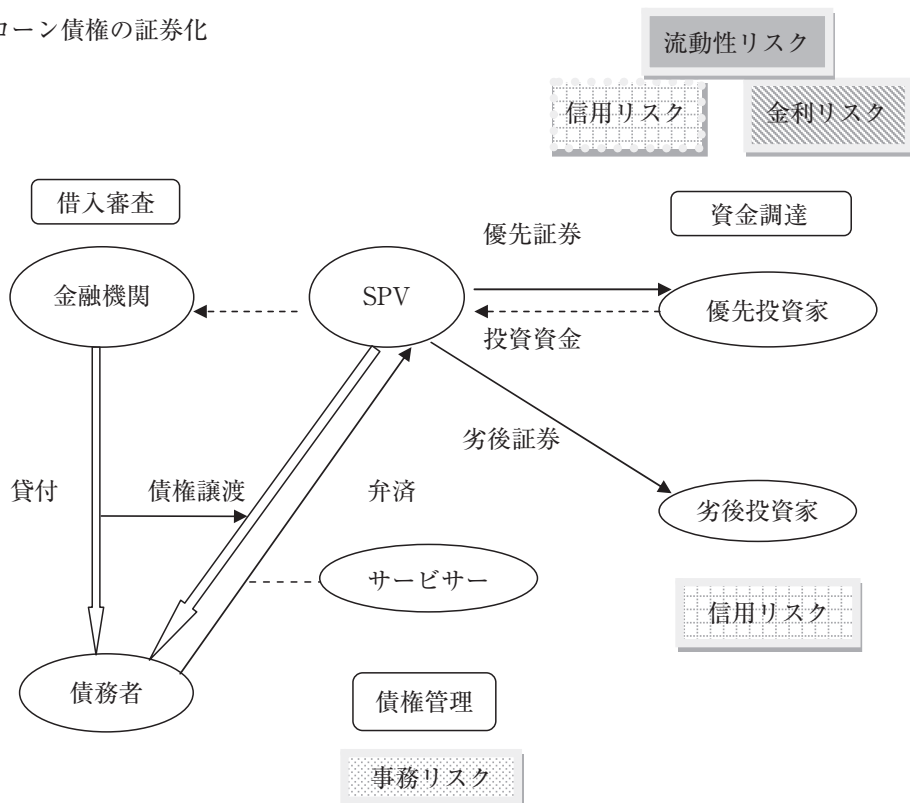


図9 業務のアンバンドリング

住宅ローン取引



住宅ローン債権の証券化



### 3 証券の種類

Vehicle が発行する証券には次の2タイプがある。

#### a) パス・スルー証券

たとえば、同種複数のモーゲージ債権を集めたプールに基づいて証券が発行されるが、パス・スルー証券はプールに対する持分をあらわす。モーゲージローンの実質的所有者は投資家であり元利金のキャッシュ・フローが債権者から投資家へ直接流れるのでパス・スルー証券という。SPV で信託を利用する形態では、信託受益権が、これに当たる。

#### b) ペイ・スルー方式

SPV が移転されたモーゲージローンを引き当てに発行する資産担保証券。CMO が代表的な例。SPV が、SPC であれば一種の社債、信託であれば信託債。モーゲージローンの証券化技術を一般の債権に応用したものがアセットバック証券（ABS）である。

### 4 証券化の論点

証券化の論点として、以下を理解することは重要である。

#### ◎ 通常の資産の譲渡と証券化はどこが違うのか？

この点は、別図8からも明らかなように、証券化では、資産の譲渡とその後の資産の管理（取立等）がワン・セットとなっている。

#### ◎ 社債等の発行に比し、証券化は優良資産の流動化であり、企業にとっては低レートでの資金調達（安価な資金調達）となる。とするなら、企業（オリジネーター）に残る資産は劣悪な資産ばかりになってしまうのか？

証券化資産には、債権、動産、不動産等種々ある。前述の通り、証券化は、流動性が低く投資対象になじまない資産（ex 金銭債権）を、流動性があり投資になじむ証券に転換する手法をいうわけであり、たとえば、金銭債権を例に挙げれば、劣悪な資産を残し優良債権のみを証券化資産の対象とするものではない。弁済期限未到来の債権を早めにキャッシュ化する手法ととらえればこの点は自明であろう。

◎ 証券化に関与するプレイヤーは多い（投資家、SPV、サービサー、格付機関、証券会社、保証会社、証券化弁護士）。証券化資産から生ずるキャッシュ・フローが、支払われる配当・fee等の源泉であり、いわば限られたパイの山分け。とするなら、証券化を仕組むに当たって留意すべき事項は何か？

証券化を組成する場合の最大の問題であり、課税は投資家への支払いのみに止め Vehicle 段階での課税がなされないよう、すなわち二重課税を避けるように仕組む必要がある<sup>14</sup>。

信託は、税法上、一部の例外を除き原則として導管（Conduit）として扱われ<sup>15</sup>、信託段階での課税はなされず、証券化の Vehicle として最適である。この点で、かつては、信託は SPC に対し優位性が存したが、平成 10 年施行の資産流動化に関する法律で、同法に基づく特定目的会社や特定目的信託については、二重課税がなされず、イコール・フィッティングが図られた。もっとも、同法では、業務を行うには、資産流動化計画を添付した業務開始届出書を内閣総理大臣宛に所轄の財務局経由にて届け出る必要があることから、信託を Vehicle として採用する場合、同法の特定目的信託を利用することなく、一般信託法に基づく信託で証券化が図られるのが一般である。

◎ 優先劣後構造（default リスク、再運用リスクに応じ、tranche を分けること）は、投資家にとって投資選考に応じた魅力ある商品の提供となる。優先、メザニン、劣後の割合はどのようにして決まるのか？

証券化資産が多数の金銭債権であれば、ヒストリカル・データをもとに、これを束にすることで大数の法則を働かせ、デフォルト、繰り上げ弁済の予想数値を算出し、この影響を受ける順序、すなわち、優先、メザニン、劣後の割合を決めることになる。

優先劣後構造を採用することは、投資家に対し、その投資選考（ポート・フォリオ）にあった、リスクとリターンを異にする多様な投資商品の提供を可能とするものであり、企業の資金調達ニーズと資金提供をする多様な投資家を結び付ける重要な仕掛けであったといえる。

◎ SPV（証券発行体）には、信託と SPC がある。どこに差があるのか？

サービサーは、通常、sponsor もしくはその関係会社であるが、sponsor が倒産といった事態を想定した場合、Vehicle を信託とした方が、受託者は信託法上の義務（信託法 35 条。信託事務の処理の委託における第三者に対する監督義務）を負っていることより、サービサーの交代に関し真摯な対応が期待でき、コミングル・リスクの回避につながる。

さらに、SPVの倒産を想定した場合、SPC形態での証券化において、一つのSPCが複数の証券化スキームに関与していた場合、各スキームの債権者が各スキームの対象資産にのみ権利を有することが、倒産手続に入った場合でも維持できるのかという問題がある（法律等の根拠を有しない分別記帳はSPC倒産でどこまで効力を有するのか、という問題である）。一方、信託スキームでの証券化では、受託者倒産の事態でも、信託財産の独立性という信託法理から、各スキーム毎の受益者と対象資産という枠組みは維持される。

### Ⅲ サブプライムローンの証券化と複雑な証券化商品（再証券化証券）の開発

Ⅱに述べた、プロトタイプの証券化に関する記述からは、証券化は企業の資金調達が多様化を図るものとして有用であり、また投資家に対し投資選考にあった多様な投資メニューの提供となるものであり、今回の金融恐慌を引き起こすような前兆は見受けられない。

本節では、以下の論点を検討する。

- ◎ 証券化は金融技術と法テクの組み合わせであり、元の取引を役割ごとに分解し、それぞれの役割に応じリスクを再配分する仕組みである（業務とリスクのアンバンドリング）。100年に1度といわれる世界恐慌の発端は、サブプライムローンが証券化の玉に使われたことによるが、何が問題だったのか。
- ◎ CDOのような複雑な証券化商品では、格付けBBBの証券を寄せ集めることで、格付けAAの証券ができる。格付けBBBの証券から格付けAAの証券が生じるロジック如何？
- ◎ CDOのような複雑な証券化証券に投資していた投資家は、サブプライムローン問題が表面化するや、デレバレッジが働き、保有していた証券化証券商品一切を換金したことで、市場に証券化証券商品が溢れ、値崩れを起こしたといわれる。CDOのような複雑な証券化証券の問題点はどこにあったのであろうか。

## 1 米国政府の住宅購入促進策とサブプライムローンの開発

米国の各政権は、民主党・共和党を問わず、下記のように各種の住宅購入促進策を推進してきた。

1977 カーター 地域再投資法 (Community Reinvestment Act)

地域の金融機関に対して、その地域への融資を積極的に行うことを義務づけるもの。金融機関に対し、低所得者や中小企業を含め、営業地域の資金需要に適切にこたえる責任があることを明らかにし、監督官庁は、CRA の評価基準にそって銀行の合併や支店の開設などの可否を判断することとされた。

1994 クリントン 持ち家促進法案

“マイノリティにも住宅を！”をスローガンに低所得者向けローンの創設を推進

2000 IT バブル崩壊 ⇒ 住宅政策に重点を置くことで経済活性化を狙うことに

2002 ブッシュ マイノリティ持ち家増加政策を推進 (2010 年までに 550 万軒増を目指す)

2002 年 1 月 29 日 米国議会における一般教書演説で、マイノリティの資金調達にかかわる新たな住宅ローン手法の開発を金融界に要請

2004 年 6 月 ファニーメイ・フレディマックに、頭金ゼロ・ローンの買い取りを許容する演説、議会もこれを許容

このような政策のもと、開発されたのが、サブプライムローンであり、その実態は通常の住宅ローンの審査には通らないような信用度の低い人向けのローンである。その歴史は浅く、1994 年におけるサブプライム住宅ローン総額は 350 億ドル (新規融資全体の 5%) だったが、2002 年頃から急拡大し、2006 年には 6,000 億ドル (同 20%) になったといわれる。

## 2 サブプライムローンの証券化

そもそも政府支援機関 (GSE) であるフレディマック、ファニーメイは、民間銀行等から住宅ローンを買取り、これを証券化し RMBS を発行することあるいは RMBS の保証を行うことを主たる業務としており<sup>16</sup>、従前はプライムローン等買取り条件に適合するロー

ン（コンフォーミングローン；Conforming Loan）の取得に限定していたが、米政府の持ち家政策の推進という公的役割も担っていたこともあり、一連の政府の住宅施策の流れの中、1995年には、ファニーメイなどの政府支援機関は、低所得者向け住宅ローンを含む不動産担保証券を購入する際に政府から税制上の優遇措置を受けるようになり、ファニーメイとフレディマックがサブプライム市場に関り始めたといわれている。

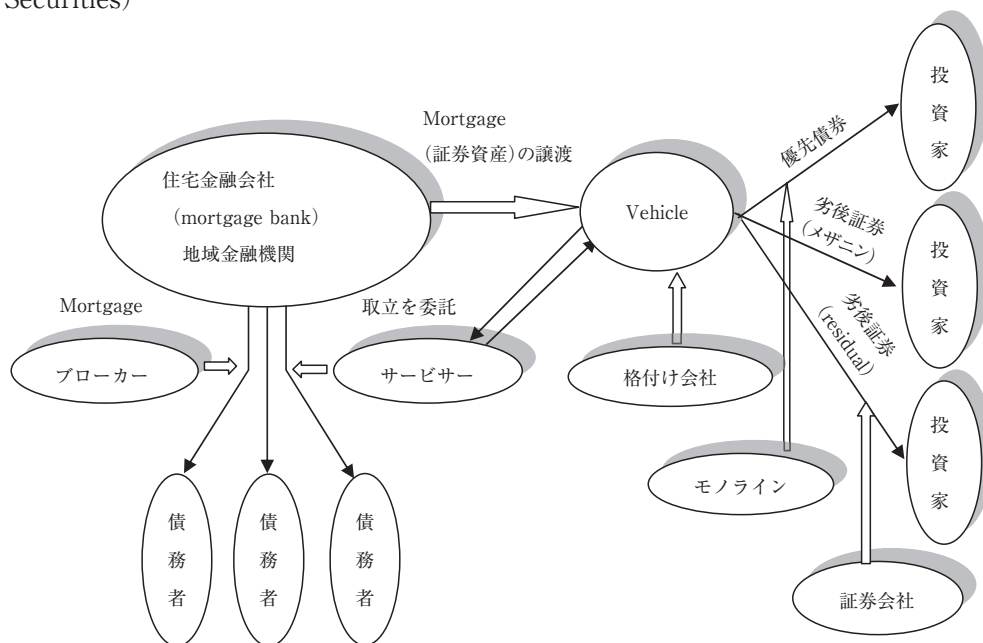
前述の通り、サブプライムローンも政府の低所得者層に対する持ち家促進策の一環として開発されたものであり、発足時は有意義な制度であったと思われるが、問題は、図10にあるが如く、証券化のバイ・プレイヤーであるブローカーあるいはこれに結託した悪質な金融機関が、証券化の特色の一つでもある業務とリスクのアンバンドリング、すなわち、当初貸出債権者は保有するリスクを負わない点に着目し、貸し出し審査の甘いローンの実行<sup>17</sup>、はたまた本来世に存在してはならない略奪的ローン、詐欺的ローン（実行当初から返済できないことが分かっていて実行）としてのサブプライムローンが実行されることとなった点にある<sup>18</sup>。

この点、Home Ownership Equity And Protection Act（1994）では、ローン実行時に借り手の収入と返済能力を証明するペーパーが必要とされていたが、不利益な条項を隠ぺいあるいはサイン後に挿入、収入証明の捏造もなされたといわれている。

その後、政府の低所得者層に対する持ち家促進策という環境下、米国における住宅ローンの適格審査条件は変化し始めた。まず、申告所得・確認資産（SIVA；Stated Income Verified Assets）ローンが現れた。つまり所得があることの証明は不要になり、借り手は単に所得があると申告し銀行預金があることを示せば良かった。次に、無所得・確認資産（NIVA；No Income Verified Assets）ローンが現れた。ここでは、もはや働いていることの証明を必要とせず、借り手は単に銀行口座に預金があることの証拠さえ示せば良くなった。その後も、ローンと証券の拡販のため審査条件の緩和がなされ、ついに、無所得・無資産（NINA；No Income No Assets）ローンが現れた。ここでは、所有資産の申告すら不要とされ、融資を受けるのに必要なのは唯一、クレジット・スコアのみであった<sup>19</sup>。ここに至り、サブプライムローンの別名は、NINJAローン（No Income, No Job and No Asset）と称されるようになった。

繰り返しになるが、サブプライムローンと証券化が結びつくこと、すなわち、サブプライムローンが証券化資産の対象となったことで、その後の金融恐慌の発生とつながってい

図10  
 米国における住宅ローンと証券化 ⇒ RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities)



住宅ローン mortgage	プライムローン	7.5 兆ドル	クレジット・スコア (FICO) の評点 680 点以上。
残高 10 兆ドル (2006 末)	Alt A ローン	1.4 兆ドル	評点が中間、あるいは所得・資産証明等の書類が不足しているケース。 (固定金利、変動金利～優遇金利期間付ローン 2/28 or 3/27)
	サブプライムローン	1.1 兆ドル	クレジット・スコア (FICO) の評点 620 点以下。 低所得者向けローン (高金利～プライム + 3%、固定金利、変動金利～優遇金利期間付ローン 2/28 or 3/27)

FICO スコア：米国の個人情報機関である Fair Issac Corporation がつけるクレジット・スコアで、過去の支払履歴、借入状況、保有クレジット枚数、照会履歴等様々な個人情報から利用者の信用力を偏差値化し点数をつけたもの。

2/28：30年ローンで、最初の2年のみ低レート。3年目より高レートとなる。



き、“証券化=悪”あるいは“住宅ローンの証券化商品は史上最悪の投資商品”という風評・認識が醸成されるようになったわけであるが、この点は、企業の資金調達という本来の証券化の意義からかけ離れた証券化手法の利用、すなわち、米投資銀行の金融商品製造業への傾斜に原因があり、結果として、現状の証券化の衰退を招くこととなったが、これを持って、証券化の有用性が否定されるものではない、と考える。

### 3 CDO 等の複雑の証券化商品の開発

CDO の開発は金融工学との関係なしには語れない。株取引のように経験と感が頼りだったマネーゲームを数学理論でコントロールしようとするウォール街（投資銀行）の実践的な科学であり、ウォール街に数万人ものクオンツ（Quant）と呼ばれる金融工学のプロが集まり、新しい理論や技術、金融商品の開発にシノギをけずってきた。

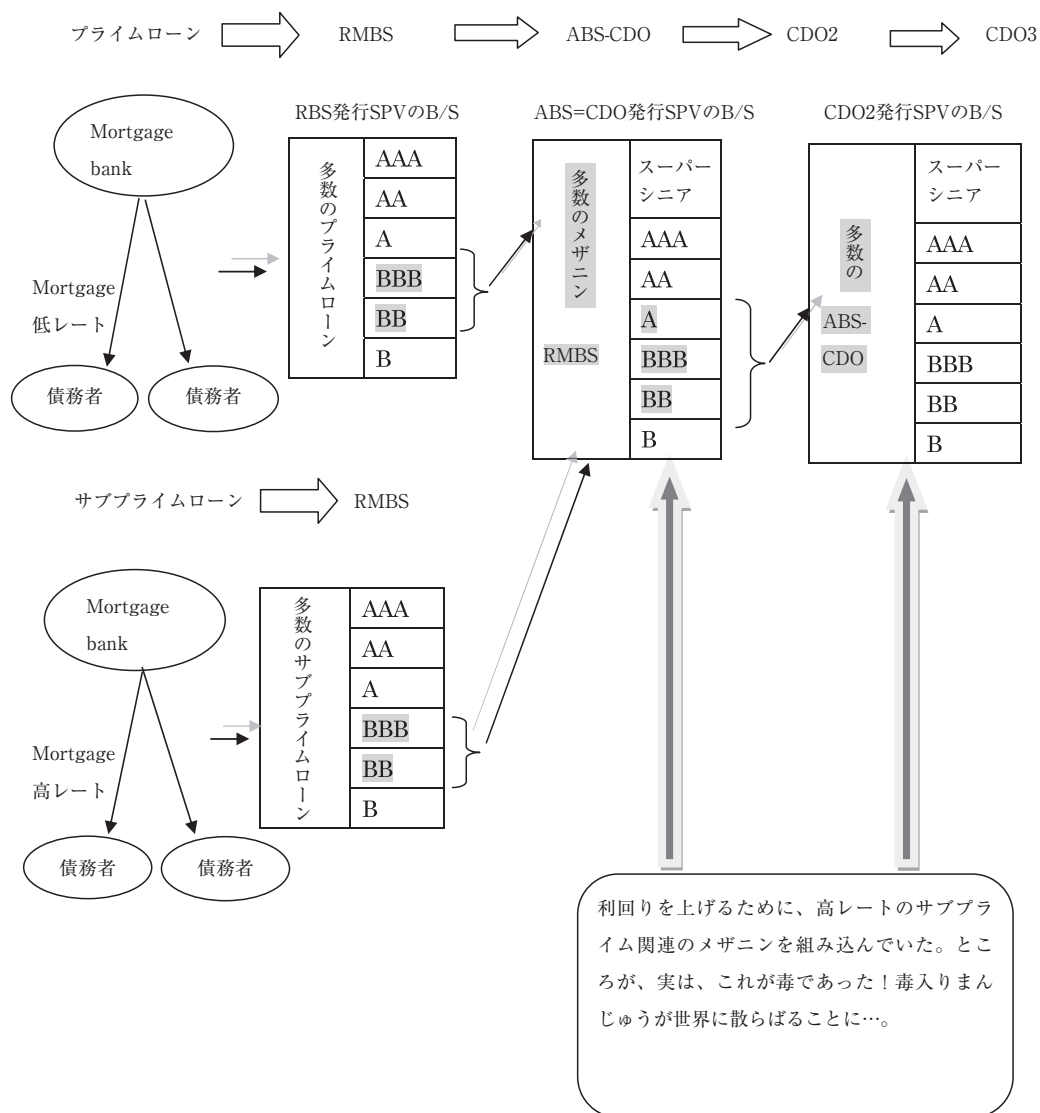
住宅ローン債権の証券化で発行された証券（1次証券化証券）をRMBS（Residential Mortgage-Backed Securities）というが、RMBSを証券化資産として発行された証券（2次証券化証券）がCDO（ABS-CDOに同義；Collateralized Debt Obligation；債務担保証券）であり、CDOを証券化資産として発行された証券（3次証券化証券）をCDO2（CDOスクエア）、さらなる4次証券をCDO3（CDOキューブ）という（図11参照）。

既に、RMBSにおいて、リスクとリターンの異なる複数クラスの証券の発行がなされていたが、CDOに代表される再証券化は、金融工学によって生み出されたものであり、ここでの目的は、住宅ローンなどで貸した金が返ってこないリスクを集めて閉じ込めてしまう技術、リスクのない安全な商品を大量に作り出す高度な技術の開発であり、その技術の開発は、“水の浄化プロセス”の応用だったといわれている。

すなわち、水を浄化するとき不純物（赤い水）がタンクの底に沈殿する。もちろん、一番上の水（白い水）は飲める。真ん中あたりの水（ピンクの水）はまだ飲むことができないが同様の過程でできたピンクの水を集め、一つのタンクに入れると白い水、ピンクの水、赤い水に分かれる。さらに、ピンクの水を集めて同様のことを行くと、白い水ができる・・・。

格付けBBBの証券から格付けAAの証券が生じるロジックがここにある<sup>20</sup>。かようにして、再証券化、再々証券化において、投資対象として適格となるロー・リスク証券が次から次に生み出されることとなった。

図11  
サブプライムローンの証券化～RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities)、  
CDO (Collateralized Debt Obligation)、  
CDO 2 (スクエアド)、CDO 3 (キューブド)



それでは、CDO等の再証券化の問題点はどこにあったのであろうか。全ての元凶は、世に存在してはならない、無責任なサブプライムローンが実行されたことにあるが、サブプライムローンがRMBSの証券化資産となり、さらに、高利回りの投資商品を組成したい米投資銀行がサブプライムローンの証券化で発行されたRMBSをCDOの証券化資産に組み込んだことから、CDOスクエア等複雑な証券化証券は言うに及ばず、証券化商品の

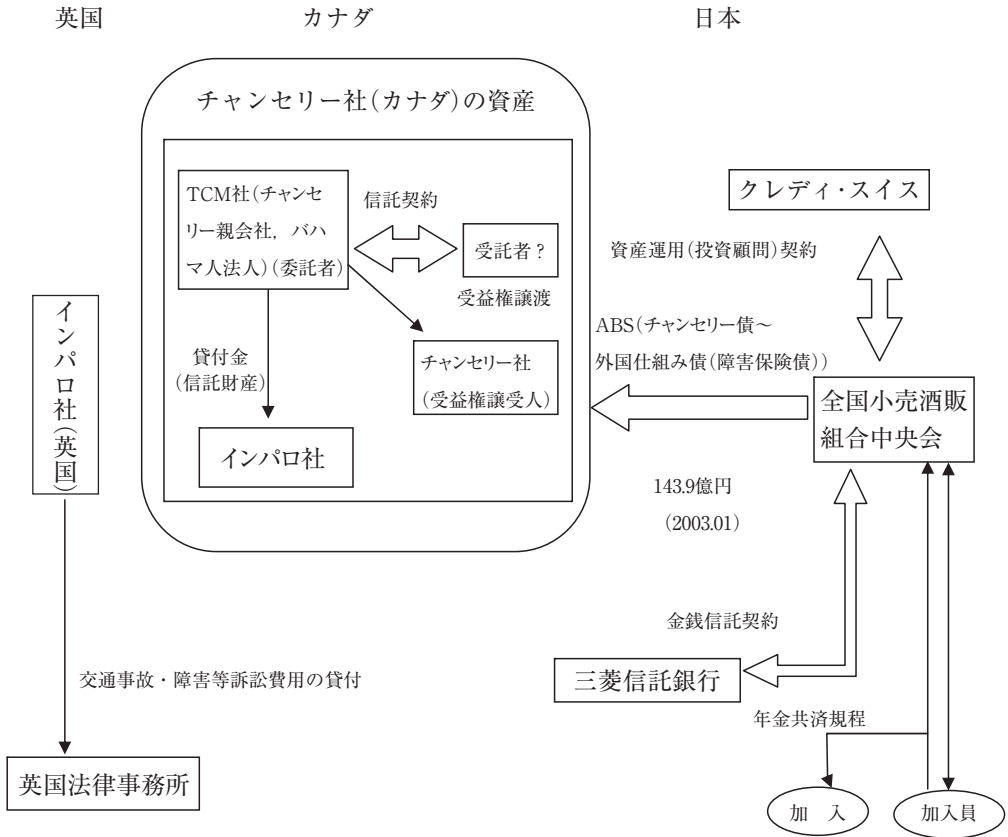
全てについて投資家が疑心暗鬼となり、証券化商品の投げ売り、市場での供給過剰で値崩れとなった、ことは前述のとおりである。

CDO の格付けに問題があったとして責任追及された格付け機関の格付け手法の問題もあるが、より大きな問題は、サブプライムローンが問題化した際、投資家が自己が保有している投資商品がサブプライムローンに関係しているのか判然としないこと、いったい何に投資しているかわからないということであり、これは、ディスクロージャーの問題となる<sup>21</sup>。

もっとも、ディスクロージャーの問題は複雑な二次証券化商品といった証券化に限った問題ではなく、集団投資スキーム等投資商品一般の問題に同じである。その例として、酒販年金制度破綻事件が挙げられる。当該事案は、全国小売酒販組合中央会が、私的年金制度として運用していた年金共済制度が破綻して、年金加入者が、年金の受給は勿論のこと、掛金相当額の大半の返還も受けられなくなった事案であるが、これは、中央会が、年金資金の運用のために、2002年12月から2003年4月にかけて、掛金の殆ど全額である総額約145億円を、僅か一つの投資対象（チャンセリー債）に集中投資していたことによる（図12）。図12にあるように、投資対象たる債券の支払がなされるかは、チャンセリー社（カナダ法人）の返済能力によるが、その資産は親会社であるTCM社（バハマ法人）のインパロ社（英国法人）に対する貸付金であり、インパロ社（英国法人）の返済能力は同社の資産である英国法律事務所に対する貸付金の回収如何によることから、最終、英国法律事務所の信用状況でチャンセリー債の償還の可否が決まる事態であった。その後、本件は国際的な訴訟にもなっており、投資家に対し投資対象の根源的リスクがどこにあるかを説明、理解させていたかが問題となっている。

再証券化商品については投資対象が判然としないという問題が、投資家の疑心暗鬼を生み、証券化商品全般の投げ売り、値崩れ、という流動性リスクを具現化してしまったわけであり、再証券化商品にかかわるディスクロージャー規制強化は方向性として正しいものではあるが、ディスクロージャー規制の強化は再証券化商品に限った問題ではなく、複雑な投資商品全般にかかわる問題でもあることを指摘しておきたい。

図12 酒販年金制度破綻（私的年金制度）



#### IV 証券化規制の在り方

グローバルな金融危機を招いたことに対し、危機の元凶である証券化商品を取り扱っていた欧米の金融当局は言うに及ばず、FSF（金融安定化フォーラム；Financial Stability Forum）、バーゼル銀行監督委員会、IOSCO（証券監督者国際機構；International Organization of Securities Commissions）といった国際機関は、金融監督・金融制度の改革に乗り出し、自己資本比率規制の強化、流動性リスクを含むリスク管理の強化、格付け機関の改革、会計制度の見直し等の施策が打ち出された。

証券化に絞ると、2007年のIOSCOの東京コンファレンスでサブプライムローン問題に関するタスク・フォースが立ちあげられ、そこでは、以下の4つの論点に焦点が当てられた。

- ① 証券化商品にかかわっている金融機関のリスク評価のプロセスが果たして適切であったか
- ② 証券化商品に関するディスクロージャー、証券化商品の発行者やアレンジャーによるデュー・デリジェンスに係る問題
- ③ 証券化商品における資産価値の評価方法、SPV の会計上の取扱いに係る問題
- ④ 格付や格付会社に係る問題であり、利益相反問題、格付けの妥当性・適切性<sup>22</sup>

その後の検討を踏まえ、IOSCO は、2012 年 6 月 7 日「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」に係る市中協議文書を公表しており、同文書に対しては、我が国の全国銀行協会も 2012 年 8 月 6 日付にてコメントを出していた<sup>23</sup>。IOSCO は各国から出されたコメントを踏まえ 2012 年 11 月 16 日付で「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」と題する最終報告書を公表している。

IOSCO の同報告は、規制当局者や政策立案者が考慮すべき一連の勧告の提案をしたものであり、どのような規制が適切かは今後の検討となるが、論点は、二点に絞られる。

一点は、本稿において指摘してきた、証券化の特質である業務とリスクのアンバンドリング機能の悪用を防ぐためのリスク・リテンション規制（リスク保有規制）であり、具体的には、sponsor に劣後証券を保有させることで、保有するリスクの投資家への全面的移転が可能であったことから行われた無責任なサブプライムローンの実行のようなインセンティブが働かないようすることを目的とする規制である。もう一点は、原資産あるいはトレーシングをしないと本来的な弁済原資が判らないことからくるリスクの所在あるいは証券化のストラクチャーの開示（ディスクロージャー）である。

## 1 リスク・リテンション規制

リスク・リテンション規制は、欧州では、sponsor に 5% 以上のリスク保有が認められない証券化商品の保有は銀行の自己資本比率規律上、リスクウェイトを加重するという規制内容で導入済みであり<sup>24</sup>、米国では、2010 年 7 月成立の金融規制改革法で sponsor 等証券化取引を行う者に対しに 5% 以上のリスク保有の義務付け規制を導入するべく所要の法改正を求めている<sup>25・26・27</sup>。

日本では、欧米におけるサブプライムローンの証券化とは異なり、証券化の適切な運営・

組成がなされていたことから、現状、金融機関に対しこのような保有規制は課されていない。

筆者も、リスク・リテンション規制は有用と考えるが、そもそも、証券化資産のヒストリカル・データをもとに、優先劣後構造の割合が決まるわけであり、証券化取り組み1件毎に劣後部分の割合も異なることから、一律5%という数値基準を適用するのは、説得力がないといわざるを得ない。また、証券化の組成では、(True Sale 論に留意しつつ) sponsor に信用補完措置をさせるのが実態と思われ、実質的なリスク・リテンションが行われているといつてよからう。

## 2 デイスクロージャー規制

米国では、SEC の証券化商品格付け新規制 (Rule 17 g-5) で、証券化商品の発行体、sponsor、引受会社 (アレンジャー等と総称) および NRSRO (全国的に認知されている統計的格付け機関) に、新たな情報開示義務を課している<sup>28</sup>。

日本では、金融庁は、2011年11月29日に、金融機関向け監督指針を改正し、金融機関が保有する証券化商品についてリスク情報の開示義務を強化している。ここでは、将来どの程度の損失を被る危険性があるかについて詳細な情報を求めるほか、証券化商品の裏付けとなる資産内容の把握も促すものとなっている。

前述の、IOSCO の「証券化商品関連規制に係るグローバルな動向」に係る市中協議文書に対する全国銀行協会の2012年8月6日付コメントでは、相対的証券化商品とそれ以外では情報開示規制を異にすべきで、また、sponsor の立場からするとコスト負担や開示項目への配慮がないと、証券化市場を委縮させる旨の懸念が述べられている。

思うに、前述の通り、証券化商品に限ったことではないが、原資産あるいはトレーディングをしないと本来的な弁済原資が判らないことからくるリスクの所在、証券化のストラクチャーの開示は、投資家保護の観点、世界的規制強化の潮流の中、開示強化にむけた規制化は必要と言わざるを得ず、例外的扱いとして、ドメスティック、プリミティブ、相対的な証券化商品について簡易な開示を認めることが可能かは、さらなる検討が必要であろう。

## おわりに

証券化は、企業にとって資金調達手段の多様化に資するものであり、有意義な法技術である。これを、米投資銀行が金融商品製造業化し粗悪な商品を作りあげたこと、また、悪質なブローカー・住宅担保金融業者が、証券化の業務とリスクのアンバンドリング機能という証券化の特質を悪用したことが、今日の証券化市場の衰退を招いたことは、残念と言わざるを得ない。筆者としては適切な規制の下、証券化市場の健全な再生を願うものである<sup>29</sup>。

(2013.2.14)



[注]

- 1 2008年10月には金融危機への対応で、新たに国防費を上回る規模の公的資金7000億ドルを投入、その後の追加対応もあり、財政赤字は2009会計年度（08年10月～09年9月）で1兆8410億ドル（対GDP比13%）と史上最大となった。
- 2 米国企業利益に占める金融業（保険・不動産を含む）の比率は、1985年の2割強から、2004年には3割強に上昇、製造業は5割弱から3割弱に下落した、といわれている。因みに、米製造業雇用者数は1970年代後半の1900万人をピークとして、2000年以降急速に減少、2007～2009年にかけては約230万人の減少となり2010年に底を打った後、2011年から2年連続で20万人の増加となっているが、2012年現在では1200万人とされる。
- 3 米国では1980年代後半から1990年代にかけて、預貯金という短期の資金調達で長期の住宅ローンを出していたS&L（貯蓄貸付組合；Saving & Loans）において金利上昇局面で運用と調達のミスマッチ（金利の逆鞘現象）が生じ、多くのS&Lが経営危機に陥った。S&Lの救済策として保有住宅ローンの証券化が推奨され、S&L救済は証券化の有意義な利用例の一つとして後世に語られることとなった。
- 4 天野佳洋「セキュライゼーションと信託」信託法研究13号85頁（信託法学会1988）
- 5 証券化商品組成のために、高利回りであるサブプライムローンの取得は、投資銀行間で競争状態にあり、投資銀行は不動産担保金融会社を傘下に収める等の施策を採っていたことにつき、P・ミュオロ＝M・パディラ『実録サブプライム危機』（日本評論社、2009）。ニューセンチュリー・ファイナンスは、サブプライムローンを中心に事業展開（全米第2位）していたリーマン・ブラザーズGの不動産担保金融会社であり、2007年4月に連邦破産法第11条の適用を申請し、サブプライムローンの問題点が露呈した。
- 6 2007年4月のニューセンチュリー・ファイナンスの倒産に続き、7月にベアー・スターンズ傘下のファンドが事実上破綻し、徐々にサブプライムローン問題が表面化。2007年8月にいわゆるパリバショックが起き、サブプライムローン問題で金融機関の自己資本毀損の懸念が表面化し、その後の金融危機となっていく。パリバショックとは、BNPパリバが傘下のファンドの資産凍結を発表したことをいう。当時、金融機関は、規制・監督が緩いことより別動隊としてのSIV（Structured Investment Vehicle）を利用していたがSIVは資金調達を短期のABCP（Asset-Backed CP）に頼っていたところ、資産（債券、貸付債権等のdebt側の商品に投資）の劣化でABCPの借り換えが困難になった。多くの金融機関がSIVを設立し互いに貸し付けをしていたこともあり、一つのSIVが清算されると、連鎖的にSIVが清算されその連鎖の中に多くの金融機関が取り込まれてしまうことになる。結局、別動隊のはずのSIVを親金融機関の連結対象にせざるを得なくなった。
- 7 米国投資銀行の中でも、資金調達面でレバレッジの比重が一番高いベアー・スターンズが最初に危機を迎え、JPモルガンにより救済合併されることとなった。何故、リーマンのみ倒産となり救済されなかったかは、ベアー・スターンズ、政府支援機関（GSE）であるファニー・メイ（米国連邦抵当公社）とフレディマック（米国連邦住宅貸付抵当公社）、CDSの最大の引受手であるAIGの救済といった時間軸と関係することにつき、アンドリュー・ロス・ソーキン『リーマンショック コンフィ

デンシャル（上下）』（早川書房、2010）が詳しい。CDS（Credit Default Swap）とは、Credit Riskを対象とするプロテクション（保証）を売買する取引であり、プロテクションの買い手は対象債券にデフォルトが生じた場合に売り手から、損失填補を受ける一方で、売り手に対して保証料を支払う。RMBS、CDOに関するCDS取引における売り手として最大のCDS取引を行っていたのがAIGである。

- 8 金融機関の信用不安により、預金引き揚げ、投資家のファンド解約という、デレバレッジとなったが、その際、投資家は、米国内外の資産を売却し、本国（主として米国）に送金した。この局面で、ドル・円にニーズがあった（何故なら、投資家・企業が積極的にリスクを取っていく際に選択していたのは、ドル・円であった）。

因みに2008年当時の通貨の強弱は、以下の通りであった。円>ドル>ユーロ>英ポンド、スウェーデン、ノルウェー、中・東欧諸国通貨ここで、円が強いのは、日本の金融システムが比較的健全であったことあるいは低利で借りた円の返済からニーズがあることによる。

- 9 サブプライムローン問題、リーマン・ショック、金融恐慌、世界恐慌といった当時の最新の状況を詳細・的確に報告した記事として、2008年代の一連のエコノミスト誌（2008.09.30、2008.10.07、2008.10.28、2008.12.09等）の特集は参考になる。本稿執筆に当たってもおおいに参考にさせていただいた。また、直近では、日本経済新聞で2013年9月1日から12月29日の全18回にわたり、「日曜に考える：シリーズ検証 危機は去ったか～リーマン・ショック5年」と題する特集が組まれている。
- 10 クライスラーは、今般の金融危機以前においても、経営破綻に瀕したことがあり、その際、自動車ローンの証券化であるCARS（Certificates for Automobile Receivables）の発行で資金調達を図った。当時のクライスラーの格付けがBBであったのに対し、L/Cでの信用補強等でCARSの格付けはAAAであり、安価な資金調達が可能となったことから、証券化利用の有意義な利用例としてよく取り上げられる。
- 11 株式会社では、決算公告義務があり、会社更生法の適用もあり、証券化のSPVとしては不適とされており、有限会社が利用されてきた。会社法成立に際し有限会社法も廃止され、新規の有限会社の設立は認められなくなったことから、合同会社に代置されたといわれている。
- 12 真正売買か担保付き借入かが問題となった例として、米国ではLTV Steel事件があり（詳細につき、天野佳洋＝久保淳一『図解よくわかる信託と信託ビジネス』163頁（学陽書房2008）、日本では、マイカル会社更生事件がある（別図7参照）。
- 13 日本における証券化のプロトタイプとも言える住宅ローン債権信託は1973年に開発されたもので受益権の複層化といった手当てもなされていた。但し、日本法準拠の純然たる国内向け商品であり、信託債権に期限前償還、デフォルトが生じた際は、委託者にその保有する優良債権との交換義務を課していた（天野佳洋「住宅ローン債権信託の仕組みと法律問題」金法1216号6頁）。法的には、売主の瑕疵担保義務の特約と考えていたものと思われるが、証券化概念の確立、証券化商品が世界的に拡散していくという環境変化、倒産法上の扱いの懸念払拭等を考えれば、もはや、true sale議論を無視することは許されず、取立不能な貸付債権についてsponsorに過度の買戻し義務・追加信託義務を負わせることは商品設計として無理があると言わざるを得ない。なお、ABCPでは、

sponsor の 100%の信用補完・流動性補完があるものがある。

- 14 米国の証券化の歴史は、魅力ある投資商品を開発する一方で、如何に二重価値を逃れるかという、税務上の扱いとの凌ぎあいが根底にあり、前述のパス・スルー証券、ペイ・スルー証券の開発といった種々の証券化商品化の開発に影響を与えてきた。天野前掲注 4. 89 頁参照。
- 15 わが国の信託税制は、実質所得者課税の原則（所得税法 12 条、法人税法 11 条）と同様の考え方に基づき、信託財産について収益が生じた場合、原則として、名義人である受託者には課税せず、実際に収益を享受する受益者に対して課税するという、受益者課税の原則がとられている。
- 16 フレディマック、ファニー・メイ等による住宅ローン債権の証券化で発行される証券が RMBS である。これとは別にフレディマック、ファニー・メイは、銀行が持ち込んだ MBS をさらに組み合わせ投資家に金融商品として販売することも行ってきた。
- 17 住宅ローンの審査は急勾配で緩くなった。住宅金融会社のローン実行には自動審査が導入され、さらに、投資銀行が不動産担保金融会社から大量の住宅ローンを購入するに際し再審査が行われるが、審査業務は第三者にアウト・ソーシングされているおり、ここでは、証券化資産の確保を眼目とする投資銀行から適格認定に向けたプレッシャーがあったとされる（P・ミュオロ＝M・パディラ前掲注 5. 256 頁, 277 頁, 317 頁）。
- 18 サブプライムローンの証券化に関する根本問題は、証券化機能（業務とリスクのアンバンドリング～資産を保有するリスクの投資家への移転）の悪用にあるが、他の問題点として、格付機関と証券化を推進する投資銀行間の利益相反問題、歴史の浅いサブプライムローンでは、ヒストリカル・データが不十分であるといった点がある（P・ミュオロ＝M・パディラ前掲注 5、302 頁、390 頁）。
- 19 The Subprime Mortgage Crisis Explained, Stock-Market-Investors.com, (2008), <http://www.stock-market-investors.com/stock-investment-risk/the-subprime-mortgage-crisis-explained.html>
- 20 2009 年 7 月 26 日放送の NHK スペシャル「マネー資本主義第 4 回：ウォール街の"モンスター"金融工学はなぜ暴走したのか」は興味深い内容である（同報道は、NHK スペシャル取材班「マネー資本主義暴走から崩壊への直相」（新潮文庫、2012）として文庫化されている）。同放送においても水の浄化プロセスの応用であることで説明がなされているが、この点は、武藤敏郎・大和総研編『米国発金融再編の衝撃』196 頁（日本経済出版社、2009）の「錬金術の魔法の鍋」と題する説明においても、格付け BBB の証券から格付け AA の証券が生じるロジックをよりわかりやすく説明しており、そこでの説明も、まさしく、水の浄化プロセスをベースにした説明である。
- 21 CDO ではなく、RMBS に関してではあるが、ファニー・メイ、フレディマックを監督する米連邦住宅金融庁（FHFA；Federal Housing Finance Agency）が、ファニー・メイ、フレディマックに対し RMBS を販売した米英独スイス日の金融機関 17 社に対し、RMBS の要録登録届出書、目論見書に虚偽記載があったとして、米連邦証券取引法に基づき損害賠償（総額 1960 億ドル。買収した投資銀行に係る販売分を含む）を提起した（日経新聞 2011.11.7）。
- 22 格付機関規制に関し、米金融規制改革法（ドット&フランク・ウォールストリート改革法 2010.07.21 成立）、日金融商品取引法改正（2009.06.24 公布）。
- 23 全銀協のコメントは、今般の金融恐慌の元凶となった欧米の金融機関による証券化とは異なり、日

本における証券化は適切に運営・組成されていたという実態認識があり、過度なリスク・リテンション規制、情報開示規制の強化が、証券化商品市場の健全な復活を阻害する懸念があることから、規制対象を絞ることを提案している。具体的には、対象範囲は、パブリックな証券化商品に限定し、ABCP 証券化取引を含めた相対ベースの取引を適用除外すべきこと、各国内で完結するものとクロスボーダーのものとは区別して議論すべきことを提案したうえで、各法域の規制や市場慣行の差異の存在を指摘し、一律規制は慎むべきことを主張している。<http://www.zenginkyo.or.jp/abstract/opinion/entryitems/opinion240806.pdf>

- 24 ドイツでは、2010年に銀行法を改正し、証券化・オリジネーター・スポンサーの定義規定を置くとともに、以下の規制を設けている（商事法務 1897号 32頁）。
- ①金融機関自らがオリジネーター・スポンサー又は本来の債権者として関与していない場合で、オリジネーター・スポンサー又は本来の債権者が証券化商品のリスク・ポジションの5%以上を保有していることについて金融機関に対し開示していない場合、投資勘定、トレーディング勘定での当該証券化商品の保有を禁止
  - ②金融機関自らがオリジネーター・スポンサー又は本来の債権者として関与している場合  
証券化の玉となる債権について、通常の融資について求められるのと同様の、確実に明確に定義された基準の適用、かつ、金融機関は、投資家に対し、証券化商品のリスクポジション5%以上を保有することを開示
- 25 一定要件を満たす住宅ローン、商業不動産担保ローン、オートローン等は適用除外。
- 26 2010年7月成立の米金融規制改革法はリーマン・ショックの反省から、金融監督規制の抜本的改革を図るものであり、その象徴が、銀行の業績範囲規制を定めるボルカー・ルールである（同法 619条）。ボルカー・ルールは預金取扱機関である商業銀行に自己勘定でのトレーディング取引、ヘッジファンドへの出資など高リスク取引を禁止するものであり、CDO等の証券化商品の取得も規制対象となってくる。ボルカー・ルールの規制には米銀行業界も積極的なロビー活動を行いこれに異を唱えていたが、2012年のJPモルガン・チェース銀行のデリバティブ取引での巨額な評価損の発生等もあり、規制の必要性を求める見解が優勢となり2013年12月10日に米金融監督当局はボルカー・ルール細則を公表した（実施は2015年7月）。
- 27 ボルカー・ルール細則の原則的適用は、CDOを保有している中小銀行に損失を生じさせる恐れが懸念されたことから、米金融監督当局は、一定のCDOにつき継続保有を認める旨の適用除外を公表した（2014.1.14）。ボルカー・ルールは、当局のルール運用により、与える影響が左右される。
- 28 アレンジャー等は、格付けを依頼したNRSROに対して提供した、当初格付け付与のための全ての情報ならびにサーベイランスのための全ての情報を、パスワードで保護されたアレンジャーのウェブサイトに掲載し、格付けを依頼していない、上記証明書を提出済みのNRSROにアクセスを提供する旨の表明書（Written Representation）を格付け依頼したNRSROに対して提出する、こととされている。日本格付研究所の下記ウェブ参照。[http://www.jcr.co.jp/top\\_cont/report\\_desc.php?no=10s0068](http://www.jcr.co.jp/top_cont/report_desc.php?no=10s0068)
- 29 米国では景気回復に伴い、2013年の商業用不動産ローン担保証券（CMBS）の発行額は前年比ほぼ

倍増の 1100 億ドルと 6 年ぶりの高水準となったと報じられている (日経新聞 2014.1.22)。



(禁無断転載)

[非売品]

平成26年3月31日印刷

平成26年3月31日発行

**信託及び資産の管理運用制度における  
受託者及び管理者の法的地位**

(関西信託研究会)

発行 ©公益財団法人 トラスト60

東京都中央区八重洲2-3-1

Tel. 03-3286-8480 (代表)

<http://www.trust60.or.jp/>

印刷：(株) デイグ