

Trust Sixty Foundation

商事法・法人法の観点から見た信託

トラス ト60研究叢書

平成26年6月

公益財団法人 トラス ト60

はしがき

本報告書は、トラスト60に設置された「商事法・法人法の観点から見た信託」と題する研究会の成果を取りまとめたものである。

信託は、商事分野とりわけ金融分野で様々な形で利用されているが、会社（法人）や匿名組合契約など他の諸制度や契約類型と競合関係および協調関係に立つ場合が少なくない。信託・会社（法人）・匿名組合は、いずれも責任制限と匿名性によって資本市場にアクセスし得る有力な法技術であるからである。これまでも、信託法と隣接する法領域との比較研究が進められてきた。たとえば、信託財産の実質的法主体性説を唱えられた四宮教授は、信託を組織ないし会社（法人）に近接したものとして理解し、また、道垣内教授は、委任、代理、会社等の他人の財産の管理・運用制度と連続性を有する制度として信託を位置付けることにより、信託法の特徴を明らかにされた。

本研究会では、これらの研究の流れを踏まえ、業法・特別法を含む信託関連法制および実務の近時の発展を念頭に置きながら、商事法および法人法の観点から、信託に光を当てた。

第1章「商事信託法と業法・特別法－投信法・SPC法上の若干の論点」（田澤元章教授）は、運用型および流動化型の集団的投資スキームを規律する特別法において、会社法あるいは会社型と比較した場合、信託型についてどのような特色のある規定がなぜ置かれているか、具体的論点を提示した上で、検討を行う。

第2章「詐害信託と詐害的会社分割」（高橋美加教授）では、財産分離という法的効果をもつため濫用的利用のおそれ大きい信託と会社分割において、それぞれどのような法的対策が講じられているか、その異同が何に基づいて生じているかが分析される。

信託全般に共通するが、とりわけ商事分野・金融分野において重要な論点として、受託者の報酬と信託に係る情報提供に関する法的諸問題がある。

第3章「信託報酬について」（小出篤教授）および第4章「信託と情報提供」（弥永真生教授）が、これらの論点を取り扱う。

第5章「信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離」（白井正和准教授）は、会社法上の規範と信託とが衝突ないし交錯する問題として、信託を用いた議決権と経済的権利の分離の可能性と限界について論じる。

第6章「信託法と商行為法の交錯—序論的考察」（神作裕之）は、匿名組合と取次ぎを取り上げて信託と比較するとともに、商事代理に特有の非顕名代理についても言及する。

本研究を2年以上にわたり支えてくださったトラスト60および事務局に厚く御礼申し上げます。

平成26年4月

神作 裕之

目 次

はしがき（神作 裕之）	i
商事信託法と業法・特別法——投信法・SPC法上の若干の論点（田澤 元章）	1
詐害的公司分割・詐害信託に見る会社と信託の異同について（高橋 美加）	25
信託報酬について（小出 篤）	45
信託と情報提供（弥永 真生）	73
信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離（白井 正和）	93
信託法と商行為法の交錯——序論的考察（神作 裕之）	123

研究会メンバーリスト

委員長

神作 裕之 (かんさく ひろゆき)	東京大学教授
田澤 元章 (たざわ もとあき)	明治学院大学教授
高橋 美加 (たかはし みか)	立教大学教授
小出 篤 (こいで あつし)	学習院大学教授
弥永 真生 (やなが まさお)	筑波大学教授
白井 正和 (しらい まさかず)	東北大学准教授
大澤 綾 (おおさわ あや)	法政大学准教授
後藤 元 (ごとう げん)	東京大学准教授

順不同、敬称略

商事信託法と業法・特別法
—投信法・SPC 法上の若干の論点

田 澤 元 章

目 次

- I はじめに
- II 業法・特別法上の注意義務規定と損害賠償責任
- III 投信法・SPC法における損害賠償責任
 - 1 投資信託と投資法人
 - 2 特定目的会社と特定目的信託
- IV 投信法・SPC法における差止
 - 1 投資信託と投資法人
 - 2 特定目的会社と特定目的信託
- V 結語

I はじめに

信託は財産分離機能を有する点において、会社と同様に組織法の性質を有するといわれている。この財産分離機能に着目し、集団投資スキームの資産運用型（投信法）と資産流動化型（SPC法）において、信託型と会社型は機能的に同じ「器」として法制が整備されてきた経緯がある¹。

組織の型は異なっても、最終的に受託者義務（fiduciary duty）が確保されているアレンジメントとなっていることが、投資者保護の観点からは重要である。

米国のフランケルは、次のようなことを述べている²。組織形態としての信託の法的特質は、受託者と受益者の関係（受託者義務）が組織形態をなし、これが同時にトラスト・サービスの提供というビジネスと表裏一体であることだという。トラスト・サービスを会社など別の組織形態で行おうと、信託法理が判例・立法などにより適用されるのであり、また、されるべきであって、立法の例として、我が国の投信法に相当する1940年投資会社法をあげる。同法は、会社という特定の組織形態によるビジネスを規制するのではなく³、一定の集団投資スキーム・ビジネスというトラスト・サービスが規制対象である。

受託者義務に関しては、我が国では業法及び特別法上の善管注意義務等が、信託を用いたスキームにおいて重要な機能を担っているという特徴がある。

以下では、業者の業法上の善管注意義務が損害賠償責任に結びつくと考えられていることに簡潔に触れた後、受託者義務のエンフォースメントとしての損害賠償と差止について、投信法及びSPC法を素材に若干の比較検討を試みる。

II 業法・特別法上の注意義務規定と損害賠償責任

投信法・SPC法では、会社法の取締役の善管注意義務・忠実義務に倣った規定が投資法人及び特定目的会社（会社型の器）の役員について置かれており（投信法97条、109条5項、111条3項。SPC法69条、85条。会社法355条）、会社法と同様の強行規定であるといわれる⁴。しかし、投資法人の外部委託先である一般事務受託者及び資産保管会社の投資

法人に対する善管注意義務・忠実義務の規定は（投信法 118 条、209 条）、私法的効力を有する強行規定と思われるが、はっきりしない⁵。

そして、信託受託者（信託会社等）の善管注意義務は、私法上の任意規定である信託法 29 条 2 項に加え、信託業法 28 条 2 項により業法上の義務として規定されている。なお、SPC 法上の特定目的信託の受託信託会社等については、善管注意義務が強行規定として定められている（SPC 法 280 条 2 項）⁶。投信法上、運用業務を行う者（投資信託委託会社、資産運用会社等）の善管注意義務は、その者が金商法上の投資運用業を行うものであれば、金商法 42 条 2 項により権利者に対する金融商品取引業者等の義務として確保される仕組みとなっている⁷。権利者（投資者）は、運用業者と必ずしも契約関係に立たないからである。

金融商品取引業者（投資運用業）の善管注意義務が業法に規定されている理由は、任意規定である民法の委任契約の善管注意義務を強行規定化するためでもあるが、受託者責任（fiduciary duty）の日本におけるエンフォースメントの問題も関係するといわれる。受託者責任は、米国では判例法理として発展してきたが、そのような判例法の産物を日本で制定法ルールとして受け継ぎ、かつ裁判のない状態で運用するのはかなり無理があり、業者に対する行政的コントロールの中でエンフォースされてきたという経緯があるという。業者に義務違反があった場合には、業法的効果（行政処分の発動事由になる等）が生じることに加えて、私法的な効果（とくに損害賠償責任）も生じると解すべきとされる⁸。

信託業法上の信託会社の善管注意義務の規定も強行規定と解されている。信託法に受託者の善管注意義務が任意規定であることが明文化されてから⁹、軽減を一切許さない意味での強行法規か否か、信託契約に義務軽減規定があった場合に及ぼす効果、業者の義務違反の場合の損害賠償責任との関係については議論がある。

注意義務の軽減の可否については、平成 18 年改正時の経緯や¹⁰、多種多様な形態、スキーム等による信託の引受けが対象であり、委託者・受益者のニーズもさまざまであることから、信託会社が行う信託業務の範囲を合理的な範囲に制限することによって、業法上の善管注意義務を負う範囲を制限することも可能であるといわれる¹¹。そして制限可能な合理的範囲は、個別具体的なケースにより異なり、信託の利用目的・機能、契約内容等を踏

まえた受託者の役割等に応じて変わってくるという。

確かに、「銀行」業や「投資運用」業の規制と比べると、「〇〇」信託引受け業として「〇〇」に高齢者財産管理から資産流動化まで何でも入る信託業では、業法上の善管注意義務を一律に考えることは困難であろう。しかし、個別の差異にまで立ち入って業法上の善管注意義務を負う内容や範囲を考えるのではなく、まずは信託を利用する目的に即してスキームや契約形態などを類型化して考える方向が有益であろう¹²。

信託会社が業法上の善管注意義務に違反した場合については、業法上の効果（行政処分発動対象）を生じるが私法上は効果を生じないとする見解があるほか¹³、法的構成は分かれるが、最終的には信託会社の損害賠償責任に結びつける見解も有力と思われる¹⁴。

信託業法ではなく信託法の問題であるが、受益証券発行信託に関する信託法 212 条 1 項では、信託法 29 条 2 項ただし書が排除され、受託者の善管注意義務が強行規定化されている。その趣旨は、受益権が有価証券化されて流通が強化されるため、不特定多数の一般投資家が受益権を取得して受益者となることも少なくないので、受託者の義務を一般の信託よりも厳格化することによって、受益者の利益の保護を図るべき必要性が高いとの信託法の立案担当者による解説がある¹⁵。しかし、そのような趣旨であれば、信託受益権を証券化した金融商品すべてにあてはまることになりそうである¹⁶。同条項の趣旨はなにかよくわからないところがあるといわれる¹⁷。

ところで、投信法・SPC 法以外の特別法では、担保付社債信託法の受託会社の善管注意義務規定（平成 18 年改正前 68 条 2 項）が削除されたことにより¹⁸、担信法上の免許を受けた信託会社の場合（担信法 3 条）、善管注意義務に関しては、信託業法 28 条 2 項の善管注意義務規定が準用されていないことから（担信法 8 条）、一般法たる信託法 29 条のみが適用されることになる。これに対し、兼営法上の認めないし信託業法上の免許を受けた「みなし信託会社」の場合には（担信法 4 条）、信託業法 28 条 2 項の善管注意義務規定も適用される。担信法の受託会社は、担保付社債権の管理については会社法の社債管理者と同一の権利義務を有し、私法上の強行規定としての善管注意義務をもって社債権を管理することに鑑みれば（担信法 35 条、会社法 704 条 2 項）、担保権の管理について、私法上の任意規定である信託法 29 条がデフォルト・ルールとして適用され、みなし信託会社の場合にの

み信託業法上の善管注意義務規定も適用されるというのは、二重の意味で不均衡のように思われる。

Ⅲ 投信法・SPC 法における損害賠償責任

(1) 投資信託と投資法人

投資法人と投資信託は、同じ機能を有する資産運用の器として整備されたが、投資者からの損害賠償請求の局面において、投資者には同等の保護があるといえるだろうか。運用業者に対する責任追及を中心にみていくこととする。

投資信託では、受益者は運用業者に対しその任務懈怠による損害賠償責任を追及できる。委託者指図型投信においては、投資信託委託会社（運用指図権限委託先を含む）が任務懈怠により投資信託財産の受益者に損害を生じさせたときは、受益者はその者に対し損害賠償を請求できるとされ（投信法 21 条）¹⁹、委託者非指図型投信においても同様に、受託者（運用権限委託先を含む）が任務懈怠により投資信託財産の受益者に損害を生じさせた場合、受益者はその者に対し損害賠償を請求できるとされる（投信法 56 条）。

投資法人の場合はどうであろうか。まず、投資法人における業務遂行の仕組みについてであるが、徹底した業務の外部委託により、資産運用会社、資産保管会社、一般事務受託者が投資法人の業務を分担して行うかたちとなる。この外部委託構造により、投資法人には株主権の縮減に似た状態が生じている²⁰。例えば、資産運用会社が運用に失敗した場合、投資主は、投資法人役員に資産運用に関する任務懈怠責任を直接問うことはできず、①資産運用会社の監督に関する任務懈怠責任ないし②資産運用会社の責任追及の懈怠という任務懈怠責任を代表訴訟により追及することになる。しかし、監督に関する任務懈怠の立証は困難と予想され、勝訴しても役員から投資法人に対して損害賠償が行われ、投資主は自ら賠償金を受け取ることはできない。なお、投資主が資産運用会社に対し不法行為に基づく損害賠償請求を行うことは可能である。

投資法人では、投資信託のように（投信法 21 条、56 条）、資産運用会社の投資主に対する損害賠償責任規定を設けることはなされていない。資産運用会社は委託契約の相手方である投資法人に対して損害賠償責任を負うのであり、裏からいえば、それは投資法人の財産に属する損害賠償請求権である。これを出資者である投資主が直接請求できるとすると、会社財産の割取をみとめることと同様になりかねず²¹、会社法の考え方からは認め難いからであろう（後述するが、投信法 56 条の解釈においても信託財産の割取は問題となる）。そこで、投資法人では、資産運用会社それ自体を、投資法人の役員と損害賠償責任の上で同列に扱うことで解決を図ろうとしている。

投資法人役員については、会社法上の取締役と同様に、任務懈怠による損害賠償責任、第三者に対する損害賠償責任、代表訴訟が規定されている（投信法 115 条の 6～116 条）。そして資産運用会社についても、投資法人役員と同じく、①任務懈怠による投資法人に対する損害賠償責任（会社法 423 条 1 項に相当）、②悪意・重過失を要件とする第三者損害賠償責任（会社法 429 条 1 項準用）及び③代表訴訟による責任追及（会社法 847 条以下準用）を認めている（投信法 204 条）²²。

平成 12 年投信法改正当時の解説によれば、受益者から運用業者に対する損害賠償請求を認める投信法 21 条・56 条に相当する規定として、資産運用会社の投資法人に対する損害賠償責任を規定したという²³。しかし、これでは投資主は資産運用会社に対する代表訴訟によって、投資法人に対し運用資産に生じた損害を賠償させることができるだけであり、自己の損害の賠償請求ができる投資信託の場合とは、異なるといわざるを得ない。委託先の任務懈怠により投資法人に損害が生じた場合、委託先の責任を追及するのは、本来は、投資法人の執行役員の職責である。

資産運用会社の任務懈怠による投資法人の損害とは、投資法人資産の減少を意味しよう。投資主が投資法人資産の減少によって被る損害は、会社法では株主の間接損害といわれるものにあたる²⁴。そして、投資主は、資産運用会社からみると「第三者」にあたるといえるので、投資主が資産運用会社の第三者損害賠償責任規定により賠償請求できる否かが問題となる。これは、「間接損害を被った株主は、会社法 429 条 1 項の第三者にあたるか」という会社法上の論点と重なる。なお、この論点につき、違法な有利発行については、会社法の学説・判例上、以下に紹介する原則的な考え方とは異なる議論があるが、これについて

は不公正価格による投資口の発行の箇所で述べる。

間接損害を被った株主は会社法 429 条 1 項の第三者にあたるかという問題について、否定説にたつ多数説及び判例²⁵は、①株主の間接損害は代表訴訟によって会社の損害を回復すれば足りるのであり、②仮に株主が間接損害について取締役の損害賠償請求できるとすると、株主が会社の損害賠償債権という会社財産を割取することになること、③取締役が株主と会社に二重の責任を負う事態を生ずること等を理由にあげる。

これに対し肯定する有力説²⁶は、①代表訴訟によって株主の間接損害が完全に回復されない場合が十分に想定されること²⁷、②株式売却後は第三者損害賠償責任による請求を認めざるを得ないこと、③株主に対する損害賠償によっては会社に対する責任は減縮しないと考えれば会社財産の維持は図れ、役員等が先に会社に対し損害全額を賠償し、その結果、株主の損害が填補されれば、先に受けた株主の賠償は不当利得となると考えればよいという。

投資信託における受益者救済とのバランスからも、投資法人の場合、間接損害を被った投資主も第三者損害賠償責任規定における「第三者」にあたりとし、資産運用会社に対し損害賠償請求を認める解釈も十分成り立ち得ると思われる。投資主の場合は、上記の有力説の論拠に加え次のような理由もあげられよう。

第一に、もし間接損害を被った投資主は第三者にあたらないと解すると、間接損害を被った会社債権者は第三者にあたりと解するのが会社法上の通説・判例であり、これに従うと、資産運用会社の第三者損害賠償責任は、事実上、主として投資法人債保有者等の投資法人債権者²⁸の損害賠償請求のために規定されたことになる。そうすると、なぜ投資法人の債権者が一般の会社の債権者の場合より、資産運用会社の任務懈怠に起因する間接損害の損害賠償請求の局面において厚く保護されるのか、積極的な理由は説明し難いように思われる。

第二に、実業を営む「器」である株式会社と比べ、資産運用の「器」である投資法人では、投資主との間で法人格により分離された財産の独立性を強調するのが適切ではない場合がある。運用資産の減少による投資主の保有投資口の持分価値の減少は、器にすぎない投資法人ではむしろ直接的な損害に近く、救済を与える必要性が高いといえる。

第三に、資産運用の器である投資法人において、投資主に代表訴訟の提起を要求することは、株式会社の場合にも増して困難な要求にも思われる。

以上のことは、投資法人役員の第三者損害賠償責任の場合についてもほぼ同様にあてはまる。なお、付言すると、資産運用会社に重過失ではなく軽過失が疑われる場合、投資主は資産運用会社に対する代表訴訟ではなく、不法行為責任の追及を選択する可能性が高いようにも思われる。資産運用会社による投資法人資産の運用失敗においては、投資主への加害行為についての過失と任務懈怠の過失とは、ほぼ重なるのではないかとも思われるからである²⁹。

間接損害を被った投資主に第三者損害賠償責任規定による賠償請求を肯定したが、同じことを受益者に認める投信法 56 条の規定は、信託法からはどのような規定と理解されるのであろうか³⁰。なお、問題を単純化するため、第三者委託に関する信託業法及び信託法の規定は考慮しない。

投信法 56 条によれば、例えば、受託者から運用権限の一部委託を受けた運用業者が、任務懈怠により投資信託財産の受益者に損害を生じさせた場合、運用業者は受益者に対し損害賠償責任を負うことになる。受益者に損害を生じさせるとは、投資信託財産を減少させたことによる間接損害の発生を意味すると思われる。任務懈怠があった運用業者は委託契約上も債務不履行となり、受託者は損害賠償請求権を有するが、これは信託法 16 条 1 号により、信託財産に帰属するといえる。

投信法 56 条は、受益者に運用業者に対する損害賠償請求を認めるが、この信託財産に帰属する受託者の損害賠償請求権との関係はどう考えるのか。この点について述べたものは見当たらなかったが、投信法 56 条は法定責任であり、これにより信託財産に帰属する受託者の運用業者に対する損害賠償請求権は影響を受けないと考えるものと思われる。さもなければ受益者に信託財産の割取を認めることになるからである。投信法 56 条が運用業者に二重の責任を負わせるものでないとするれば、前述の株主の間接損害の賠償請求を肯定する有力説の論拠、すなわち「③株主に対する損害賠償によっては会社に対する責任は減縮しないと考えれば会社財産の維持は図れ、役員等が先に会社に対し損害全額を賠償し、その結果、株主の損害が填補されれば、先に受けた株主の賠償は不当利得となると考えれば

よい」と同様に解するのが合理的だといえよう。

この問題を単純化して見るために、受託者自身が運用を行い、故意又は過失により運用に失敗し信託財産に損害を与えた場合を考える。この場合、受託者は信託法上受益者に損失てん補責任を負うことに加え、投信法 56 条により受益者に発生した損害の損害賠償責任を負うことになる。前述した会社法の多数説・判例の考え方をこの場合に当てはめてみると、受益者は損失てん補請求権をすれば足り、受託者が二重責任を負うことになる投信法 56 条による損害賠償請求は認めないという立場である。そして、それに対する反論が上記の有力説の論拠③であったわけである。

こうしてみると、投資者からの損害賠償請求の問題は、投資信託の場合も投資法人の場合と同様、分離された財産（信託財産、会社財産）が割取されないような解釈をとる必要がある、そのロジックは、会社も信託も同じものが通用するという意味では、パラレルに考えることができるといえる。

少し視野を広げ、信託と会社における分離された財産（信託財産、会社財産）を保持する論理の組み立ての違いをみておく。信託は法人格がないため、典型的には「信託財産の範囲」（信託の物上代位性、信託法 16 条）の問題として処理することにより信託財産の保持を図ろうとするものと思われる。受託者から業務の委託を受けた者が、故意過失により信託財産に損害を生じさせた場合、受託者は損害賠償請求権を委託先に有することになる。この受託者の損害賠償請求権は、信託法 16 条 1 号により信託財産に帰属する。受託者自身の任務懈怠により信託財産に損害を生じさせた場合は、損失てん補責任が発生する。この責任は、受託者の受益者に対する信認義務違反に基づく債務不履行責任と位置づけられているが³¹、機能的な見方をすれば、信託財産の損失分につき受託者の固有財産から信託財産へ財産を移転する責任であり、受益者はその財産移転の請求権を有するものと考えこともできよう³²。そうであれば、損失てん補請求権も、機能的には、信託財産の範囲と連続性を有するものとして同一平面に並べる見方もできよう。

これに対し法人格ある会社は、会社財産とは会社が権利を有する財産という「会社の権利」の問題として処理をすることにより、会社財産の維持を図ろうとする。取締役の任務懈怠による損害賠償債務も、取引先の債務不履行による損害賠償債務も、会社からみれば、会社の権利（損害賠償請求権）として会社財産に帰属するという構成となる。

会社における取締役の任務懈怠による損害賠償責任を株主が代表訴訟で追及することは、信託で言えば、受益者が受託者に対して損失てん補請求することと平行に考えられる³³。前者は会社の権利の行使（損害賠償請求権の行使）であり、後者は受託者の固有財産から信託財産への財産の移転（信託財産の範囲への移転）である。会社においては、会社債権者は責任財産が会社財産に限られることから、会社の損害賠償請求権の帰趨に利害がある。それゆえ間接損害を被った株主の第三者損害賠償責任規定による賠償請求の可否においても、会社の損害賠償請求権が如何なる影響を受けるかが問題となり、会社財産の維持は会社債権者保護と重ねて語られることがある。これに対し、信託の場合、受益者の損失てん補請求権の行使の有無は、信託債権者の利害状況には影響を及ぼさない。受託者は固有財産をもって信託債権者に無限責任を負うので、損失てん補がなされず財産が受託者の固有財産にとどまっても。損失てん補がなされ受託者の固有財産から信託財産に財産が移転しても、いずれにしても責任財産に変化はないからである。

株主の代表訴訟は、会社に代位して、会社の役員に対し損害賠償責任の追及を行うものであり、株式の保有期間要件や担保提供命令など、常に提訴ができるわけではないが、受益者の損失てん補請求権は固有の権利として常に行使できる。限定責任信託においても、受益者は受託者に対し損失てん補請求権を行使できるため、会社法 429 条に相当する受託者の第三者責任規定（信託法 224 条）について、間接損害を被った受益者を「第三者」に含める実益はないとされる。なぜなら、受託者の任務懈怠に過失があれば損失てん補請求権を行使できるのに対し、信託法 224 条は受託者の悪意又は重過失を必要とする点で要件が加重されることになるからといわれる³⁴。

株主が追及できる役員の損害賠償責任は「会社」に対するものであり明確であるが、受益者の受託者に対する損失てん補請求権は、「信託財産」へのてん補であり、信託財産の範囲は信託契約により定まるのが原則である。しかしながら、例えば、合同運用信託の場合など、1人の受益者の損失てん補請求により損失てん補がなされる信託財産の範囲は、信託財産全体なのかその者の持分に限られるのか等、具体的な契約形態等に応じ、解釈が必要となる場合があるようである³⁵。

(2) 特定目的会社と特定目的信託

特定目的信託において受託者の任務懈怠により信託財産に損害を生じた場合と、特定目的会社において取締役の任務懈怠により会社財産に損害を生じた場合とでは、受益者や社員にはどのような救済が与えられるのか、比較検討する。

信託法上、受託者の任務懈怠により信託財産に損害を生じた場合、受益者は損失でん補等請求権を有する（信託法 40 条、92 条 9 号、214 条括弧書参照）。特定目的信託においても同じであるが、原則として、受益者（受益証券の権利者）が自ら行使することは予定されず、権利者集会で選任された代表権利者にその行使を請求し、代表権利者がその権利を行使するかたちをとる（SPC 法 256 条）。この代表権利者を通しての権利行使については、差止のところでは触れる。

これに対し、特定目的会社の役員等については、会社に対する損害賠償責任、第三者に対する損害賠償責任、社員による代表訴訟についての規定がある（SPC 法 94 条～97 条）。特定目的信託の場合と実質的に同じ結論をとるのが妥当だとするならば、この場合、社員は役員の子会社に対する損害賠償責任を代表訴訟により追及できるが、①社員は間接損害を第三者損害賠償責任規定により賠償請求することはできない、②資産流動化計画に記載された特定債権者等の債権者も、間接損害を第三者損害賠償責任規定により賠償請求することはできない、という考え方をとることになる。①の社員の場合は会社法の判例・多数説の通りだが、②特定社債権者等については、会社法の通説・判例とは異なる考え方をとることになる。特定目的会社の役員の子会社の第三者損害賠償責任規定の第三者とは、直接損害を被った第三者に限るという考え方であるが、より端的に言えば、特定社債権者等の資産流動化計画に記載されている債権者の地位が優先出資社員に著しく近接しているため、損害賠償においても、優先出資社員と同じ扱いをするということである。このような考え方も特定目的会社の場合には可能ではないかと思われる。なお、資産流動化計画に記載されていない特定目的会社の一般債権者については、会社法の通説・判例と異なる解釈をする必要はないと考える。

特定目的会社は、資産流動化計画の機械的な遂行を唯一の目的とする流動化の器である。資産流動化計画を通じて、社員及び特定社債権者等は契約的な関係にあり、資産流動化計画の機械的な遂行を確保することに全員が共通の利益を有するという合意があるといえる³⁶。そして特定社債権者等の資産流動化計画に記載されている債権者の地位は、法的にも優先出資社員に著しく近接したものとなっている。社員だけではなく、特定社債権者等にも、資産流動化計画の変更への承認等による関与があり（SPC法154条～157条）、優先出資社員とほぼ同じ各種の監督是正権が与えられている（IV（2）で後述）³⁷。

役員等の任務懈怠により特定目的会社に損害が生じた場合、資産流動化計画の記載通りの実行のためには、会社に対する損害賠償が優先されるべきであろう。社員及び特定社債権者等には、直接損害の賠償請求を認めれば十分であり、間接損害の賠償請求を認めることは、資産流動化計画の遂行の阻害要因となるおそれがある。このように解することが、SPC法の趣旨にも沿うように思われる。ただし、資産流動化計画の遂行がもはや不可能な状態の場合には、別の解釈をする余地もあり得よう。

「第三者」の解釈につき、投資法人の場合と反対の結論となったのは、以上のように資産流動化の「器」としての性格（計画実行のための器）と、特定社債権者等と優先出資社員の地位が近接していることから、第三者損害賠償責任規定の第三者の解釈においても、資産流動化計画に記載されている特定社債権者等も社員に準じた扱いをすることに合理性があると思われるからである。

資産運用の器である投資法人と資産流動化の器である特定目的会社とは、器の中の会社財産の経済的価値と自己の権利の経済的価値との関係性も異なる。特定目的会社の社員及び特定社債権者等は、会社財産の価値ではなく、資産流動化計画が滞りなく実行されることにより、流動化資産から生み出されるキャッシュフローのスキームに従った機械的な分配に与るのがその経済的利益の中核である³⁸。その権利の価値は特定目的会社の資産を担保としたスキームにより生み出されるキャッシュフローとその分配の定めにより決まるのであり、会社資産の価値との直接的な関連は強くはない。投資主の保有する投資口の経済的価値が、運用資産に対する持分的価値と強く結びつく投資法人の場合とは異なるといえよう。

IV 投信法・SPC法における差止

(1) 投資信託と投資法人

信託法上、受益者は受託者の信託違反行為及び公平義務違反の行為に対する差止請求権を有する（信託法 44 条、85 条 4 項、92 条 11 号、213 条 4 項）。会社法では、信託違反行為の差止が株主による取締役の違法行為差止請求権（会社法 360 条）に相当する。会社法では、会社に損害なければ、違法行為でも会社の業務の差止を許さないことから、株主自身の利益保護の制度として、募集株式等の不公正発行の差止請求権（会社法 210 条、247 条）がある。会社法には公平義務はないが、代わりに株主平等原則が同様の機能を果たし、その違反は無効と解されている。

投資信託の受益者は「著しい損害」の発生のおそれを要件として信託法上の差止請求権を有するのに対し（なお、投信法 6 条 7 項、50 条 4 項。信託法 213 条 4 項参照）³⁹、投資法人の投資主は、「回復することができない損害」の発生のおそれを要件として、執行役員 of 違法行為差止請求権を有する（投信法 109 条 5 項、会社法 360 条）⁴⁰。これは、投資信託の場合は受益者が受託者を直接監督するかたちとなるが、投資法人の場合、監督役員が執行役員の職務執行を監督する職責を有し⁴¹、監督役員が差止請求権（「著しい損害」要件）を行使することが予定されているからである。会社法の監査役設置会社及び委員会設置会社の場合と同じ構造である。募集株式の発行に相当する募集投資口の発行について、募集株式の不公正発行差止め（会社法 210 条）の準用は当初なかったが、平成 25 年投信法改正により準用がなされた（改正後投信法 84 条 1 項）。

この法改正前に、募集投資口の発行は「投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額としなければならない」（投信法 82 条 6 項）ところ、投信法が準用する会社法 360 条に基づき募集投資口の不公正価格による発行の差止仮処分を認めた裁判例⁴²があった。なお、追加型の投資信託では、投資信託財産の時価評価を基に算出される基準価額を用いて追加募集が行われるので、このような問題は生じないといえる。

会社法 360 条は会社の損害を要件とするが、不公正価格による募集投資口が発行された場合、投資法人に損害が生じるといえるか。また、かりに不公正な価格で募集投資口が発

行された場合、投資主にはどのような救済手段が認められるのだろうか。

この点につき、会社法上の違法な有利発行に関する学説が参考となるが、学説は多岐に分かれる。実際の資金調達額が会社の必要資金額であるという前提から出発するか（会社の損害の否定、直接損害説と親和的である）、会社は公正な払込金額で募集株式を発行すべきであったという前提に立つか（会社の損害を肯定、間接損害説に親和的である）、支配権争奪目的の場合はそれを考慮するか等によって、学説は分かれるが、多数説は、違法な有利発行について会社の損害（公正な払込金額と実際の払込金額の差額）を肯定し、株主の損害は間接損害と解して代表訴訟による取締役の責任追及を認める。有力説は、有利発行により会社に損害は発生せず、株主の損害はもっぱら直接損害とみるべきであり、株主は会社法 429 条 1 項により取締役に対して自己個人への損害賠償請求することができるという⁴³。

裁判例は、株主が取締役に直接損害賠償請求を行った事例⁴⁴と代表訴訟により会社に対する責任を追及した事例⁴⁵があるが、いずれも肯定されている。

違法な有利発行においては、取締役が本来「なすべき行為」は一義的に決しがたく（同じ株式数を公正価格で発行すべきであったか、同じ資金調達額を公正価格による少ない株式数で調達すべきであったか、発行自体をやめるべきであったか）、株主の損害は間接損害とも直接損害とも容易に決しがたいので、エンフォースメントの実効性から、株主の取締役への直接請求と代表訴訟のいずれも排除しないのが望ましいという学説が近時は有力である⁴⁶。

募集投資口の発行においては、有利発行は認められず、公正な金額による発行を義務づけられる（投信法 82 条 6 項）。会社では事業上の様々な目的を達成するため、一定の手続を経れば既存株主に損害が生じても有利発行を認める必要性と合理性が認められる場合があるが、投資法人は投資主の資産運用の「器」であることから、既存投資主の経済的利益を重視し、既存投資主に損失を与える有利発行により資金を調達し運用を行う必要性を、法は認めないということであろう。

従って、執行役員のなすべき行為は常に公正な価格による発行である。この任務に違反し不公正な価格で発行した場合は、公正な価格と実際の発行価格との差額は、投資法人の損害とみることができる。投資主は代表訴訟により役員の損害賠償責任を追及することができる。

できる。

投資法人の損害を肯定した場合、既存投資主の損害は間接損害とみることできる。会社法の裁判例は、違法な有利発行にも株主による取締役に対する第三者損害賠償責任の追及を肯定するが、直接損害か間接損害かの基準よるわけでないようである⁴⁷。間接損害であるとしても、前述のように、投資法人においては、間接損害を被った投資主も「第三者」にあたる考えるのが妥当であり、投資主は、役員に第三者損害賠償責任を追及することができるかと解される。

(2) 特定目的会社と特定目的信託

特定目的会社においては、社員だけではなく、特定社債権者等の資産流動化計画に記載されている債権者にも、取締役の「法令又は資産流動化計画に違反する行為」の差止請求権を認めている（SPC法82条）。同条は、会社法360条1項と同様の規定といわれるが、特定目的会社の取締役には資産流動化の機械的な遂行が求められており⁴⁸、差止対象は資産流動化計画に違反する行為に拡大される。また、差止請求権者が、社員だけではなく、資産流動化計画に記載された債権者に拡大されている。特定目的会社スキームは、資産流動化計画を前提として、特定目的会社及び利害関係者間で結ぶ契約的色彩が強いという特質を有するため、債権者にも差止請求権を認めたとされる⁴⁹。

会社では、残余請求権者である株主と債権者では、会社がとる事業リスクの選好に違いあり、利害が一致しない。それゆえ、取締役は両者を同時に満足させる行動をとることは難しく、取締役は株主の利益に忠実義務を負うが、会社債権者にはそのような義務を負わず、契約条件を遵守することとされる⁵⁰。しかし、特定目的会社では、会社がとる事業リスクは資産流動化計画として定められ、その計画の確実な遂行という点で、社員も債権者も利害が一致しており、両者の行為は共通のインセンティブに裏付けられることになる。従って、資産流動化計画の遂行の確保という点において、一般の会社とは異なり、債権者を経営に参与させること－資産流動化計画の遂行の監督権をあたえること－に合理性がみとめられる。このことは法が、債権者にも、資産流動化計画の変更への関与（SPC法154条～157条）、資産流動化計画違反決議取消訴訟（SPC法64条）などが認められていることと、整合的に理解できる。

この差止請求権は、会社法 360 条と異なり、会社への損害を要件としていないが、特定目的会社の監査役に差止請求権が認められているので（SPC 法 90 条、会社 385 条）、株式会社であれば「回復することができない損害」発生のおそれが要件とされたと思われる。損害要件がないことにつき、特定目的会社における取締役の任務は、流動化計画に記載されたスキームの管理そのものであるが、当該管理に係る任務懈怠はそのまま当該スキームの崩壊につながるおそれがあると考えられるため、あえて規定するまでもないと考えられたためであるとする解説がある⁵¹。そうすると、同じく差止請求対象となる「法令違反」については、取締役の善管注意義務や忠実義務を定める一般的な規定に違反する行為をすべて含むと広く解されていることから⁵²、資産流動化計画違反と同等の法令違反すなわち「回復することができない損害」の発生するおそれがある法令違反に限定する解釈も成り立ち得よう。

特定目的信託では、受益者及び委託者の権利は、一定の例外を除き権利者集会のみが行使することができ（SPC 法 240 条 1 項）、権利者集会で選任された代表権利者（または特定目的信託管理者）が受益者及び委託者の権利を統一的かつ専属的に行使する仕組みがとられている（SPC 法 256 条、259 条、260 条。ただし、261 条）⁵³。会社法の社債権者集会と代表社債権者に似た制度である。多数の受益証券の権利者の権利行使が、受託者に過度の事務負担を負わせる可能性もあり、その事務処理コストが受益証券の配当利回り低下を通じて投資家に転嫁されるおそれもあるからといわれる⁵⁴。要するに、一般投資家の利益及び信託事務の円滑な遂行のためである⁵⁵。

受益証券の権利者から権利行使の請求があった場合、代表権利者は、特定目的信託の事務の遂行を妨げ又は権利者共同の利益を害する目的で請求を行ったと認められる場合その他正当な理由がなければ、権利行使の請求を拒むことができないとされる（SPC 法 256 条 3 項）。差止請求権（信託法 44 条。「著しい損害」要件）も代表権利者を通じての行使が原則であるが、例外的に、特定目的信託契約に違反する受託信託会社等の行為により「回復することができない損害」発生のおそれを要件として、自ら差止請求を行うことを認める（SPC 法 262 条）⁵⁶。

株主による違法行為差止に関する監査役設置会社の場合の損害要件（会社法 360 条 3 項）と同様の観点から、受益権者の単独行使による損害要件を厳格化したとの解説があ

る⁵⁷。しかし、代表権利者は監査役と異なり、違法行為監視の職責を担うわけではなく、受益証券の権利者の中から権利者集会からの委任により善管注意義務をもって受益者の権利行使に関する委任事務処理を行う者であり（SPC法254条1項、民法644条）、監査役と同等の機能を果たすものとは言い難い。

しかしながら、会計帳簿閲覧権等請求権の拒絶（会社法433条2項2号）と同様に正当な拒絶理由がなければ権利行使を拒めないとしていること、代表権利者も受益者であり利害の共通性があること、不当拒絶には善管注意義務違反による損害賠償責任を生じ得ること（SPC法259条、会社法710条1項）を勘案すれば、各受益者も拒絶事由にあたるような権利行使は許されないのであるから、単独行使の場合と同等の権利行使が保証されるとみることも可能であり、この観点から正当化することが可能であろう。SPC法の代表権利者制度は、現行信託法に先立って立法されたものであるが、受益証券発行信託における受益者の差止請求権について、損害要件の厳格化は行わず、保有期間制限しか認めない信託法213条4項の例外をなすといえる。たしかに監査役のような監督機関を持たない信託においては、受益者が多数であるというだけで差止請求の損害要件を厳格化することは、信託事務の円滑な遂行という観点からは理解できるが、受益者の立場からは正当化が難しい面があるともいえる。権利者集会と代表権利者の制度は、受益者（及び委託者）以外に受託者の監督を行う者がいない信託において、監督機関を有する会社型の器以上に、投資者の権利の集団的・統一的行使を実現する制度であるといえよう。

問題となり得るのは、代表権利者の利益相反の防止であり、不適格事由が受託信託会社等の役員・使用人だけで十分かは検討の余地があるように思われる（SPC法255条）。

なお、前述の特定目的会社の社員等による差止請求権の場合とのバランス上、資産流動化計画（特定目的信託契約に記載、SPC法229条2号）に違反する受託信託会社の行為については、「回復することができない損害」要件を充たすと解することができ、各受益証券の権利者は、自ら差止請求権を行使できると解されよう。

V 結語

信託型と会社型の器は、土台となった組織の特徴を残しつつも、かなり近接したものに

なり得る。信託型も会社型も、基本的には分離された財産の維持に優れた仕組みであり、投資者の間接損害の賠償請求を認めることは、分離された財産（法人財産と信託財産）の割取につながるという問題を生じるが、同じロジックによる解釈で問題の回避が可能であると思われる。また、会社型は、「第三者」（会社法 429 条 1 項）の解釈により、間接損害についての賠償請求について、信託型と実質的に同じような結論を導くことも可能である。

会社型は、ガバナンスにおいて投資者を出資者と債権者へと峻別するが、信託型には受益者しかいない。しかし、事業遂行に裁量をなくし投資者全体の利害を共通化すれば、会社型においても、信託型のように投資者の請求権の優先劣後により監督是正権の扱いに差を設けないような扱いに近づけることも可能である。

多数の投資者による権利行使に対処する仕組みにおいて会社型は優れるが、信託型は受益者の扱いを社債権者集会型にカスタマイズすることが可能であり、その場合は、会社型よりも投資者の権利行使を一元的に集約する方法をとることも可能となる。

[注]

- 1 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」（平成 11 年 7 月 6 日）21 頁以下、同「中間整理（第二次）」（平成 11 年 12 月 21 日）10 頁以下、金融審議会集団投資スキームに関するワーキンググループ報告「横断的な集団投資スキームの整備について」（平成 11 年 11 月 30 日）。
- 2 Tamar Frankel, *The Delaware Business Trust Act Failure as the New Corporate Law*, 23 *Cardozo L. Rev.* 325 (2001).
- 3 投資会社の組織形態としては、株式会社（corporation）、事業信託（business trust）、リミテッド・パートナーシップなどがあり、現状しばしば利用されているのが、メリーランド州登録の会社（Maryland corporation）、マサチューセッツ州登録の事業信託（Massachusetts business trust）、デラウェア州登録の法定信託（Delaware statutory trust）などであるという。野村亜紀子「海外の投資信託・投資法人制度」FSA Institute Discussion Paper Series（DP 2011-8）3 頁（金融庁金融研究センター、2011 年）。
- 4 額田雄一郎『逐条解説投資法人法』145 頁（金融財政事情研究会、2012 年）、長崎幸太郎編者＝額田雄一郎改訂『逐条解説資産流動化法〔改訂版〕』286 頁（金融財政事情研究会、2009 年）。投資法人及び特定目的会社においては役員との関係につき「委任に関する規定に従う」と規定されているが（投信法 97 条、SPC 法 69 条）、これは会社法 330 条と同じ文言である。忠実義務については会社法 355 条が準用されている（投信 109 条 5 項、111 条 3 項。SPC 法 85 条）。
- 5 額田・前掲注（4）187 頁は、一般事務受託者との委託契約の軽過失免責条項は有効かとの問いについて、任意規定の論拠と強行規定の論拠を両論併記し結論は明示していない。同 428 頁は、資産保管会社については、委託契約に義務条項を欠く場合でも、投信法 209 条の義務を負うとのみ述べる。
- 6 長崎前掲注（4）653 頁。特定目的信託の受託信託会社等の善管注意義務の規定（SPC 法 280 条 2 項）は、注意義務が任意規定とされる信託法 29 条 2 項を強行法規化するために規定したとされる。神田秀樹「金融関連法の改正と商事信託」信託 203 号 26 頁も強行規定であるとし、旧信託法 20 条（現信託法 29 条 2 項）と異なり、少なくとも公募型の流動化の場合には契約で軽減することはできないと解すべきであるという。
- 7 乙部辰良『詳解投資信託法』63 頁及び 200 頁（第一法規、2001 年）は、平成 18 年改正前の投信法上の投資信託委託会社等の運用業務を行う者の善管注意義務につき（平成 18 年法律第 65 号による改正前投信法 14 条 2 項、34 条の 2 第 2 項）、英米法の受託者責任と共通する考え方であると述べる。この善管注意義務につき、神田・前掲注（6）27 頁は、少なくとも公募型の投資信託の場合には契約で軽減することはできないと解すべきであるという。なお、平成 18 年金商法制定に際し、規制の横断化と整備が行われ、現在、投信法にこれらの注意義務規定は置かれていない。
- 8 神田秀樹＝資本市場研究会『投資サービス法への構想』29 頁（資本市場研究会、2005 年）〔神田秀樹〕。証券取引法研究会編「金融商品取引法の検討〔1〕」別冊商事法務 308 号 129 頁（商事法務、2007 年）では、金商法上の善管注意義務規定は、私法原理の修正という側面を有するのではないかと（森田発言）、また、金商法の基本である投資サービスという観点からみて、私法的規定であると考えざるを得ないのではないかと（大武発言）等との指摘がなされている。

- 9 旧信託法下においても任意規定と解する学説が有力であり、新信託法はそれを明文化したにとどまる。四宮和夫『信託法〔新版〕』247頁（有斐閣、1989年）、能見善久『現代信託法』75頁（有斐閣、2004年）。しかし、任意規定であるといっても、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質に反し許されないと解される。
- 10 金融審議会金融分科会第二部会「信託法改正に伴う信託業法の見直しについて」（平成18年1月26日）7頁は、「(1) 善管注意義務 ② なお、善管注意義務に関しては、従来より実務上、信託契約において義務の具体的内容・範囲を規定することがあるが、これは合理的な範囲内であれば信託業法上許容されるものと考えられる。」とする。
- 11 小出卓哉『逐条解説信託業法』143頁（清文社、2008年）、田中和明『詳解信託法務』208頁（清文社、2010年）。
- 12 平成16年信託業法改正当時、投信法やSPC法等における受託者の善管注意義務に関する規定と同趣旨の規定を、信託会社が契約する信託契約一般に適用するのは問題であるとの批判もあり、本文の見解があることを考えると、投信法やSPC法上の信託契約は注意義務の軽減を一切許さない類型の信託契約と解されていたと思われる。小林卓泰＝植田利文＝増島雅和＝青山大樹『Q&A 新しい信託業法解説』124頁注13（三省堂、2005年）。前掲注（7）参照。
- 13 高橋康文『詳解新しい信託業法』127頁（第一法規、2005年）、小出・前掲注（11）144頁、新井誠『信託法〔第4版〕』255頁注（10）（有斐閣、2014年）。
- 14 能見善久＝道垣内弘人＝沖野眞巳＝藤田友敬＝井上聡＝田中和明「＜信託法セミナー第12回＞受託者の義務（1）」ジュリスト1429号106頁以下では、会社法423条1項の任務懈怠にはあらゆる法令上の義務違反を含むとの考え（最判平成12年7月7日民集54巻6号1767頁）を参考に、信託契約を介さずに、信託業法違反行為が法令違反として信託法40条の任務懈怠にあたるという考え方〔藤田発言〕、信託業法上の義務を信託契約の解釈を通して信託契約上の義務として取り込み、それに違反することが信託法40条の任務懈怠にあたるという考え方〔能見発言〕等が示されている。
- 15 寺本昌広『逐条解説新しい信託法〔補訂版〕』408頁（商事法務、2008年）。
- 16 投資信託では同条項は準用されていない（投信法6条7項、50条4項）。
- 17 能見善久編『信託の理論と実務』101頁注（10）〔藤田友敬〕（有斐閣、2009年）参照。
- 18 平成18年改正前担信法68条1項は受託会社の公平誠実義務を規定していたがこれも削除された。この削除が有する意味については、江頭憲治郎編『会社法コンメンタール（16）』417頁以下参照（道垣内弘人）（商事法務、2010年）。また、信託法が共同受託における信託事務処理の方法を、全員一致（旧信託法24条2項）から原則として多数決（現信託法80条1項）に変更したため、担信法の共同受託会社は、社債権の管理については全員一致（担信法35条、会社法709条1項）で行うが、担保権の管理については、信託契約に別段の定めがない限り、多数決で行うことがデフォルト・ルールとなるという不整合を生じている。
- 19 乙部・前掲注（7）86頁。解釈上同様の責任を有すると解されていたが、平成12年法改正により、受託者責任を明確にするため、明文の規定を置いたものである（平成12年改正後投信法33条の2）。強行規定であり、この責任を軽減するような特約規定を投資信託契約に盛り込むことはできない。

改正前から、解釈上は、同様の責任を有すると考えられていた。

- 20 藤田友敬「組織法からみた金融システム改革諸法」商事法務 1637 号 37 頁。
- 21 投資主に賠償しても投資法人に対する損害賠償責任は免れないとするならば、話は別である。後述する間接損害を被った株主に第三者損害賠償請求を認める有力説の理由③はこのことに対する答えである。
- 22 なお、一般受託者に対しても代表訴訟による責任追及を認めている（投信法 119 条 3 項）。その理由は、一般事務受託者が投資法人の実務の一定部分を担当する関係から、投資法人が自らその責任追及をすることは期待できない場合があり得るためだという。額田・前掲注（4）189 頁。
- 23 乙部・前掲注（7）213 頁。これは強行規定であり、この責任を軽減するような契約を投資法人と結ぶことはできない。
- 24 直接損害とは、会社の損害の有無にかかわらず、第三者が直接個人的に被った損害をいい、間接損害とは、第一次的に会社に損害を生じ（会社財産の減少等）、その結果二次的に第三者が被った損害をいう。最大判昭和 44 年 11 月 26 日民集 23 卷 11 号 2150 頁は、第三者に生じた損害が直接損害か間接損害かを問わず、任務懈怠の行為と相当因果関係がある限り、取締役は責任を負うと判示する。
- 25 東京地判平成 8 年 6 月 20 日判例時報 1578 号 131 頁、東京高判平成 17 年 1 月 18 日金融商事判例 1209 号 10 頁など。河本一郎「商法二六六条ノ三第一項の『第三者』と株主」服部栄三先生古稀記念『商法学における論争と省察』261 頁（商事法務、1990 年）。大隅健一郎 = 今井宏『会社法論中巻〔第 3 版〕』270 頁（有斐閣、1992 年）、神田秀樹『会社法〔第 15 版〕』244 頁（有斐閣、2013 年）。
- 26 弥永真生『リーガルマインド会社法〔第 13 版〕』226 頁（有斐閣、2012 年）、竹内昭夫『会社法の理論Ⅲ』288 頁（有斐閣、1990 年）、田中誠二『三全訂会社法詳論上巻』683 頁（勁草書房、1993 年）。
- 27 担保提供命令の可能性や公開会社の株式保有期間要件による制限、裁判上の和解による役員責任免除の可能性等がある、投資法人にも同じことがあてはまる（投信法 204 条 3 項、投信令 127 条。会社法 424 条、847 条 1 項・7 項、850 条 4 項）。さらに、市場価格ある株式の場合、会社に損害が賠償されても株価の下落が回復されるとは限らない。酒巻俊雄 = 龍田節編『逐条解説会社法第 5 巻』423 頁〔青竹正一〕（中央経済社、2011 年）。
- 28 投資法人の借入金は、投資法人の導管性の要件として、機関投資家からの借入に限られること（租税特別措置法 67 条の 15 第 1 項 2 号（ト）、同施行令 39 条の 32 の 3 第 8 項）、また、投資法人債は、投資法人債管理者の設置を避けるため、額面 1 億円以上の大口投資者向けに発行されるのが通常であることなどから（投信法 139 条の 8）、投資法人の債権者はいずれも自衛能力のあるプロ投資家といえる。
- 29 投資信託委託会社の事案ではあるが、投信法 21 条に基づく損害賠償責任ではなく不法行為に基づく損害賠償責任として争われた事案として、大阪地判平成 16 年 8 月 26 日判例時報 1905 号 126 頁。
- 30 委託者指図型投信の投資信託委託会社の責任（投信法 21 条）は、信託契約上の運用の指図権者に対する受託者責任を定めたものであり、ここでは扱わない。
- 31 寺本・前掲注（15）162 頁。
- 32 能見善久 = 道垣内弘人 = 沖野眞已 = 藤田友敬 = 井上聡 = 田中和明「＜信託法セミナー第 4 回＞信

託財産 (1)」ジュリスト 1407 号 145 頁以下参照。

- 33 受益者による損失でん補請求の訴えについて、信託法 45 条が費用又は報酬の支払い、敗訴時の損害賠償につき規定しているが、これは代表訴訟に関する会社法 852 条と同趣旨の規定である。
- 34 能見善久 = 道垣内弘人 = 沖野眞巳 = 藤田友敬 = 井上聡 = 田中和明「<信託法セミナー第 14 回> 受託者の義務 (3)」ジュリスト 1433 号 102 頁及び 105 頁。なお、受益権 (受益証券) に市場価格がある場合、受託者の任務懈怠により信託財産に損失を生じ、その結果、受益権の市場価格が下落したとすると、受託者によって信託財産への損失でん補がなされても、受益権の市場価格が回復しないこともあり得る。その場合は、市場価格の下落分を、信託法 224 条に基づき受益者が賠償請求することも、間接損害を被った株主を「第三者」にあたると考える立場からは肯定する余地があろう。前掲注 (27) の文献参照。
- 35 田中・前掲注 (11) 285 頁。
- 36 長崎・前掲注 (4) 8 頁及び 54 頁。
- 37 会社内部の問題である定款違反決議取消訴訟 (SPC 法 65 条 4 項、会社法 831 条)、定款違反行為の差止 (同 83 条)、代表訴訟の提起 (同 97 条) は、社員だけに認められている。
- 38 長崎・前掲注 (4) 8 頁。
- 39 委託者指図型投信では、投信法 6 条 7 項により信託法 213 条 4 項が準用されるので、6 箇月以下の受益権の保有期間要件を定めることは可能であるが、委託者非指図型投信では、投信法 50 条 4 項が信託法 213 条を準用していないので、そのような定めはできない。
- 40 監督役員に「著しい損害」発生のおそれを要件として執行役員の違法行為差止請求権を認めていることから (投信法 111 条 3 項で会社法 385 条を準用)、会社法 360 条 3 項に倣い、投資主には「回復することのできない損害」要件で差止を認めている。
- 41 神作裕之「会社型投資信託の導入－証券投資法人制度－」月刊資本市場 165 号 46 頁は、法は監督役員の法的地位を監査役に引き寄せて規整することにより、その位置づけをやや不明確にしているが、監督役員は外部取締役と相当するという。そして、監督役員が過半数を占める投資法人の役員会は、米国型に近接した一元的なボード・システムであると述べる。
- 42 東京地決平成 22 年 5 月 10 日金融商事判例 1343 号 21 頁。募集投資口の公正な価格を、最高裁判所昭和 50 年 4 月 8 日民集 29 卷 4 号 350 頁及び日本証券業協会の自主ルールである「第三者割当増資の取扱いに関する指針」を引用し、会社の新株発行の場合と同じ判断枠組みに立って判断している。そして、公正な金額とは既存の投資口の客観的価値に照らして公正な金額であり、特段の事情がない限り、直前の市場価格に照らして公正な金額としなければならんと判示する。また、東京地判平成 24 年 2 月 20 日金融商事判例 1387 号 32 頁は、吸収合併の反対投資主の投資口買取請求における公正な価格についても、シナジーを適切に反映していない特段の事情のない限り、買取請求日に近接する期間の市場価格を参照して定めた価格が公正な価格であるとする。
- 43 この問題につき、田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任－会社の損害か株主の損害か－」新堂幸司 = 山下友信編『会社法と商事法務』143 頁以下 (商事法務、2008 年) 参照。
- 44 株主から取締役に対する損害賠償請求を認める裁判例は、この株主の損害を間接損害とみるか直接

- 損害とみるかについては、一致していない。直接損害とするものとして、京都地判平成4年8月5日判例時報1440号129頁〔最判平成9年9月9日判例時報1618号138頁の第一審判決〕、直接損害か間接損害かは述べないものとして、大阪高判平成11年6月17日判例時報1717号14頁〔前掲最判平成9年9月9日の差戻控訴審判決〕、東京地判昭和56年6月12日判例時報1023号116頁、東京地判平成4年9月1日判例時報1463号154頁。
- 45 東京地判平成12年7月27日判例タイムズ1056号246頁、東京高判平成25年1月30日金融商事判例1414号8頁。
 - 46 田中・前掲注(43)174頁及び195頁。
 - 47 前掲注(44)の判例参照。
 - 48 特定目的会社の取締役の職責は資産流動化計画を機械的に実施することである旨を述べる裁判例として、大阪地判平成18年5月30日判例タイムズ1250号325頁。
 - 49 長崎・前掲注(4)306頁。一方、SPC法83条の定款違反行為の差止請求権を社員に限定するのは、特定目的会社の定款は資産流動化計画とは異なり、社団としての内部規律を定めるものにすぎないからといわれる。
 - 50 例えば、落合誠一『会社法要説』47頁以下(有斐閣、2010年)。
 - 51 長崎・前掲注(4)306頁。
 - 52 落合誠一編『会社法コンメンタル(8)』132頁〔岩原紳作〕(商事法務、2009年)。
 - 53 長崎・前掲注(4)613頁及び622頁。代表権利者は、社債権者集会の代表社債権者(会社法736条)を参考とした制度であり、権利者集会により選任(委任)され、善管注意義務をもって委任事務処理をする義務を負う。代表権利者が存在しない場合に、受託信託会社等が選任する特定目的信託管理人は、信託管理人(信託法)や社債管理者(会社法)に相当する制度とされる(SPC法260条)。特定目的信託管理人には社債管理者の義務と責任が準用される(SPC法260条5項、会社法704条・710条1項)。代表権利者及び特定目的信託管理人は任意の制度であり、これらの者が選任されていないときは、原則に戻り、各受益証券の権利者が、権利者集会決議事項等を除き、自ら権利を行使することができる(SPC法261条)。
 - 54 長崎・前掲注(4)616頁。
 - 55 神作裕之「資産流動化における信託法～特定目的信託制度を中心に」債権管理93号65頁。
 - 56 商事信託法要綱514条は、SPC法のこの規定を参考とし、濫用の危険に鑑み、受益者の差止請求権について「回復しがたい損害」発生のおそれを行使要件とする。商事信託法研究会『商事信託法の研究』102頁(有斐閣、2001年)。
 - 57 長崎・前掲注(4)626頁。

詐害的公司分割・詐害信託に見る
会社と信託の異同について

高 橋 美 加

目 次

- I 財産隔離機能と病理現象
- II 要件としての「詐害性」の問題
 - 1 「詐害性」解釈論の必要性
 - 2 「事業」の移転と詐害性
- III 取消の効果と範囲、財産移転の調整
 - 1 取消の対象について
 - (1) 詐害会社分割の取消
 - (2) 詐害信託における調整
 - (3) 受益権請求権という解決策
 - 2 取消権の行使と関係者の利害調整
 - (1) 詐害会社分割において必要な利害調整
 - (2) 詐害信託と信託債権者
 - (3) 設立／承継会社債権者と信託債権者
- IV 結語

I 財産隔離機能と病理現象

信託、特に自己信託についてしばしば言われることとして、執行免脱財産作出に対する危惧がある。委託者のもとにあった一定の財産が信託財産とされてしまうと、委託者の一般債権者は当然にはこの財産を引当にすることはできない。詐害信託の規定は、債務者＝委託者がそのような債権者を害する意思を持って信託を利用した場合に、信託の関係者と委託者の債権者との間でいかに利害を調整するか規定したものである。

このような病理現象、つまり債務者がその保有する資産を切り分けることにより、一部債権者を害する恐れを生じさせる状況は、自然人による取引でも、株式会社の組織的行為を伴う場合でも生じうる。近年、いわゆる詐害的会社分割、濫用的会社分割と称される事例がこれに当たるもので、一部の会社債権者に知らせないまま、会社分割を利用して優良資産と一部の負債を移転させることを問題視し、元の会社（分割会社）に残った債権者（残存債権者）が分割設立会社等に対して資産の取り戻しを求める紛争が多く見られる。法律論としては、民法上の詐害行為取消権や破産法上の否認権、さらには法人格否認の法理などを駆使して債権回収を試みようとする。特に債権法改正の俎上にもものぼる詐害行為取消権をいかに詐害的な会社分割の解決策として利用するか、その解釈問題は多岐にわたり、後述する平成24年最高裁判決をはじめ下級審裁判例の蓄積が形成されつつある。

このようにざっくりと言えば、その財産隔離機能ゆえに信託の設定と会社分割には同じタイプの病理現象があるといえる。詐害的なケースを取り出して対処しようとする救済方法も似ていると言わざるを得ない。詐害信託の規定は平成18年の信託法改正時に変更があった部分であるが、会社分割に対する詐害行為取消権行使に関する現在の錯綜した解釈論と、趣を異にする部分も多い。両者の議論の異同、特に利害関係者の調整手法に関する考察が、信託と会社の異同に大いに関係があるのではないかとするのが本稿の問題意識である。

なお、上述の病理現象が生じる状況は、元の資産保有者（委託者／分割会社）がほぼ実質的には債務超過とも言うべき苦境に立たされているケースが多く、いつ何時破産手続へと移行するか分からないという場合であると思われるが、本稿ではまず議論の整理のために、破産に至る前の段階の救済を中心に考察する。詐害的な会社分割に対して民法の詐害

行為取消権を行使したケースを題材にする。また、今般の会社法改正により規定された、独自の救済手法についても可能な限り言及する。

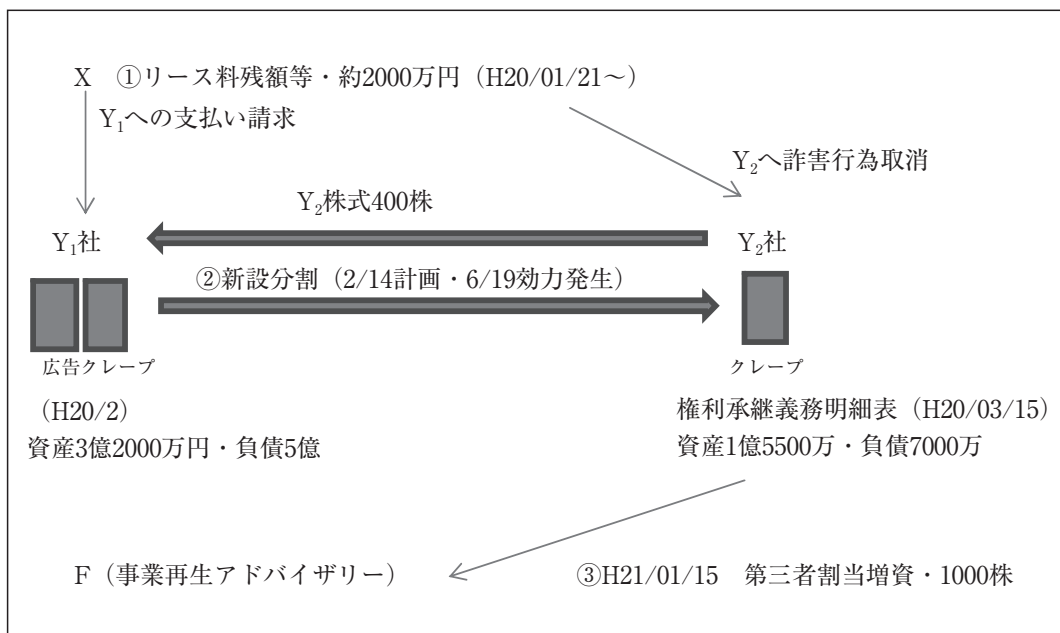
II 要件としての「詐害性」の問題

信託にせよ、会社分割にせよ、「詐害的」な資産の移動には何らかの対処を要する点で共通する。しかし、信託法、改正会社法のように、詐害的な場合に特化した条文がある場合でも、「債権者を害することを知って」という文言があるのみで、どのような場合に債権者が害されることになるのかは必ずしも明らかではない。民法の詐害行為取消権における詐害性の議論が妥当すると考えるにせよ、会社分割の場面では特にこの事件の解釈についての議論が多い。以下に概略する。

1 「詐害性」解釈論の必要性

詐害会社分割の典型ケースとして東京地裁平成 22 年 5 月 27 日判決¹の事案を例示する。

図 1



分割会社 Y₁株式会社は、元々広告宣伝事業とクレープ飲食事業を行っていたが、実質的には債務超過の状態にあったところ、新設会社分割を行ってクレープ飲食事業に係る 1 億 5500 万円程度の資産とその商取引債務 7000 万円を Y₂社に承継させた。Y₁社は Y₂社から対価として Y₂株式 400 株を取得した。X 社は Y₁社に対してリース料残額等に関する債権を有する者で、会社分割によってもその債権に係る債務者は Y₁のままであった。

会社分割はしばしば、事業の整理・統合による経営効率化を目的として行われるが、個別に資産譲渡手続を経る事業譲渡手続とは異なり、分割契約書／計画書に記載した資産を包括的に分離できる点に特徴がある。債権者に対しても各種開示や債権者異議手続により手当てし合併同様の組織法的取扱いをする。新設分割の場合には資産移転の側面の他に、新たな権利主体の創設の側面も有する。このため、そもそも単純な取引行為でない会社分割について詐害行為取消権の行使が可能であるかどうか自体、問題視されていたが²、近年の裁判例の動向としては、肯定する点で一致しており³、一応の決着を見たといえる。とはいえ、具体的に会社分割のどの点に詐害性を見いだすかについては多様な解釈論がある。

上記の例に出した事案において、裁判所はそれまでの相当対価のある詐害行為の判例理論の文言を引き合いに出し、債務者がその一般財産を減少させたか、あるいは一般財産の共同担保としての価値を実質的に毀損したか⁴、という一般論を示して判断した。しかし会社分割において何が一般財産減少に該当するかは難しい。民法の詐害行為取消や詐害信託の場合と比べると、(i) 切り出される財産の問題と (ii) 対価の問題とが問題を複雑にしている感がある。

2 「事業」の移転と詐害性

まず (i) の切り出される財産の違いを考えてみる。会社分割によって切り出されるものは資産と負債を合わせた「事業」であり、しかも負債の承継手法は必ずしも免責的な場合に限らない。債権者保護手続きを省略するために、分割会社と承継会社／設立会社とが重疊的に債務を引き受けることが一般的ですらある。他方で、信託財産として想定されるものは原則として積極財産であり、「詐害行為」に相当する信託の設定行為も特定の積極財産の移転を念頭に置いているように見受けられる。もっとも信託法では、少なくとも理論的には、信託の設定時に信託財産責任負担債務として債務引受も同時に行うことで、会

社分割同様、事業全体を移転する事態も考えられないわけではない。

積極財産のみの移転に比べると、事業の移転における「一般財産減少」の状況は見えにくい。平成17年会社法では、切り出される事業が必ずしも分割時に採算がとれている状況（債務の履行の見込みがある状況）でなくとも分割でき、分割時の資産・負債バランスのみならず将来予測を含めた「債務の履行の見込み」が開示されるが⁵、この「債務の履行見込み」はあくまで分割後の承継会社／設立会社における見込みにすぎない。分割会社（Y₁会社）に残る債権者にとっての一般財産減少とは何か。担保余力のあるほぼ唯一の優良資産が分割によって移転するようなわかりやすい場合ならばともかく⁶、優良事業部門を別会社にする場合全てが詐害的というのは行き過ぎのように思われる。分割会社に残った事業部門に属する資産の価値のみならず、当該事業の収益性、対価として取得した財産の価値を含めて、残存債権者 X の期待する弁済額にどのような変化が生じたかを考えなければならない。

そこで（ii）の対価の問題である。会社分割において残存債権者が債権者保護手続きの対象に含まれないのは、分割対価が切り出した事業と等価であれば、分割前後でその地位に変化がないからであると説明されるのが一般的である。このため、詐害性の有無を検討する際、設立会社／承継会社 Y₂社の株式との等価性が論じられることも多い。上述の東京地裁判決およびその控訴審判決では、Y₂社株式が非上場株式会社の株式で流動性に乏しく、Y₁社の債権者にとっては強制執行手続としても財産評価や換価に著しい困難を伴う点を指摘しており、切り出された事業部門にほとんどの優良資産が含まれていたことと合わせて詐害性を認定した。もっとも、非上場株式であることをネガティブに捉えるロジックを額面通り受け取ると、分割対価に株式が用いられることが否定されかねず、注意が必要である。理論的には切り出された優良事業部門が Y₂社を通じた間接支配になったことで、Y₁社の支払能力にどのような影響が生じたかを考える必要がある。分割によって事業を Y₂社のもとに集約したことが、Y₁社の残存債権者 X の期待する弁済額にどのように影響したかを見極めなければならない⁷。また、上記のケースの場合、Y₂社が間を開けずに大幅な第三者割当増資をしたことで対価として取得した株式の価値が比較的早期に希釈化するシナリオであったことが影響しているとみる論者も多い⁸。例えばそのような事情が分割当初から織り込まれていたならば、対価の不均衡を生じさせる事案として、残存債権者の期待弁済額が大幅に減少した事案だと評価することはできる。

なお、破産手続における否認権行使の文脈では、このような会社分割の詐害性の本質を分割に伴う債務承継の偏頗行為性に求める見解も有力である⁹。民法の詐害行為取消権の解釈においても、破産法上の否認権行使の要件と平仄を合わせて解釈しようとする考え方が有力で¹⁰、特に分割前に分割会社債権者のコンセンサスを取得せず抜き打ち的に優良事業のみを分割したために、残存債権者が不満を持つケースによく当てはまりそうな説明といえる。しかし、会社分割そのものを偏頗行為と解することには無理があり¹¹、厳格に債権者平等原則を課されるわけでもない破産前の状況をどのように評価するか慎重に詰める必要はあるだろう。

一方、信託設定についてみると、信託財産を受託者の元に移転させた後、委託者兼受益者として元の委託者が受益権を取得することはあり得る。これは、会社分割の際に設立会社（Y₂会社）が分割会社（Y₁会社）に株式を発行する状況に類似しているが、信託設定行為の対価とは言わない。自益信託の場合のように、委託者の元に受益権が帰属することによって詐害性そのものが否定されるという論理的可能性もないわけではないが¹²、仮に詐害的な信託設定であったことが認められても、移転された財産の取り戻しのみを志向するのではなく、信託財産に利害関係を有する者全体の中での調整を図ろうとするスタイルであることが注目される。翻って会社分割においても、分割会社に交付される株式を対価として捉えるばかりで良いのか、自省してみる可能性はあるだろう。

Ⅲ 取消の効果と範囲、財産移転の調整

会社分割や信託設定行為に取り消されるべき財産の移動があったとして、どのようにこれを取り消すのか。そもそも詐害会社分割に関して平成24年最高裁判決を経た今日、分割無効の訴えなど会社法上の制度に照らしても、会社分割を詐害行為取消の対象とすることが否定されるものでないとの解釈論は定着したように見える。会社分割の効力、特に新設分割の場合は会社設立を伴うのでその組織法的効力、および既に開始された設立会社の事業活動を維持しながら、必要な範囲で財産を取り戻して残存債権者の保護を図るという解決の妥当性ゆえに、おおむね支持を集めているようである。一方、信託についても証券化案件などに利用される状況が一般化する今日、委託者の破綻やそれを契機とする詐害信託

取消に巻き込まれるリスクがあると投資家は安心して投資できないため、信託設定行為自体を動かすことなく、利害関係者の調整を図る解決策が望まれている。詐害信託制度は平成18年信託法の下でより細やかに整備されており、あるいは詐害会社分割の解決策の一助となりうるか検討してみる。

1 取消の対象について

(1) 詐害会社分割の取消

まず、詐害会社分割の後始末に関して見てみよう。先述の東京地裁平成22年5月27日判決¹³は、取消の効果や範囲についても方向性を示した。

「詐害行為となる本件会社分割の目的物である上記資産（金銭債権及び固定資産）が、可分であることは明らかである。したがって、本件会社分割を詐害行為として取り消す範囲は、詐害行為の目的物が可分である場合として、債権者である原告の本件被保全債権の額…を限度とすると言ふべきである。

また…原状回復の方法としては、本件会社分割により承継させた資産を現物返還させることが可能であればできるだけこれを認めるべきであるが、本件会社分割により承継させた資産は…承継権利義務明細票に記載されたとおりに特定されるのみで、個別の権利として特定されておらず、さらに、本件会社分割の後被告Y₂（新設分割設立会社）が事業を継続していることからすると、上記資産に変動が生じていることは容易に推測できるのであり、債権者である原告にとって承継された上記資産を特定してこれを返還させることは著しく困難であると認めることができる。したがって、原告は、同被告に対し、逸出した財産の現物返還に代えてその価格賠償を請求することができる」

同判決が出るまでは、会社分割とは承継された財産が有機的一体として組織化された事業を構成することから、承継財産全体を不可分一体と考える見解も有力であった¹⁴。しかし近年では、会社分割の対象に必ずしも有機的一体性は要求されていないとか、有機的一体性であることと目的物の可分・不可分は必ずしも一致するものではないという見解が増え¹⁵、上記の東京地裁判決の考え方が支持されているようである。なお、同判旨からも明らかではあるが、詐害的とされた取引の対象となる会社分割の目的物の可分・不可分の問題と、取消によって返還させる対象財産の特定問題は区別されている¹⁶。会社分割の目的と

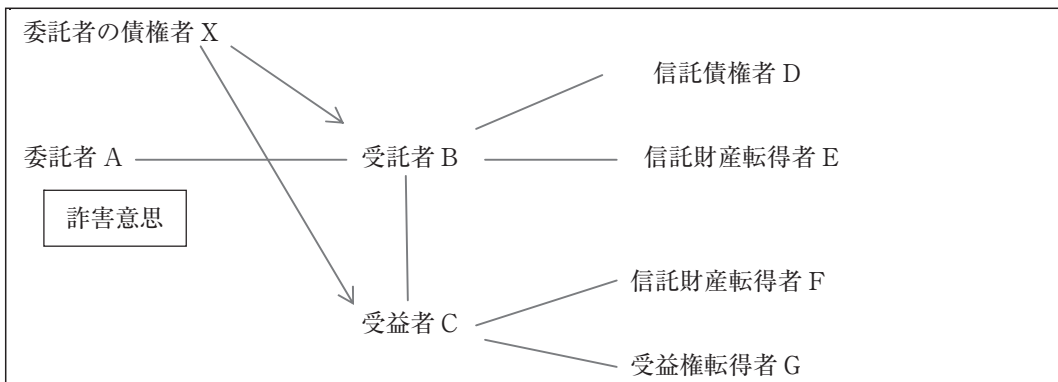
なるそれぞれの資産が可分であったとしても、一般承継という移転方法をどのように評価するかについては、実は余り明らかではない。上記の裁判例では、取消の対象は会社分割そのものであるが、取消の範囲を被保全債権額に限定し、特に設立会社がすでに独自の事業を行っている以上、現物返還の特定は困難なので価格賠償をするというロジックであり、この考え方は価格賠償を採用した裁判例に共通してみられる¹⁷。

他方、原告たる債権者側が現物の返還を請求した最高裁判平成 24 年 10 月 12 日判決¹⁸は個別の財産（不動産）の移転につき、その所有権移転にかかる部分の取消と抹消登記請求を認容する原判決を維持した。取消の対象は会社分割であり、債権の保全に必要な限度でのみ、設立会社への権利の承継の効力を否定する、という一般論は上記東京地裁判決と共通であるが、逸出財産の現物を指定して取り戻したという点が異なる。本事案は被担保債権額の方が逸出財産額よりもはるかに大きいケースで、しかも返還を請求された資産である不動産がほぼ唯一の積極財産であるという状況であり、その特殊性は否定できないが、それでも一般承継財産の中から特定の資産を取りだして取り戻しを認めた例と評価することもできる。

(2) 詐害信託における調整

一方、信託法上、詐害信託があった場合の利害調整は複雑である。概略すると、まず①信託財産が受託者 B のもとにあり、受益者への給付が始まっていない場合、受託者 B からの信託財産の取戻し（11 条 1 項）、②①の場合に、B が信託債権者 D と取引をしてしまっていた場合の D の保護（2 項）、③ B が受益者 C に給付を開始していた場合、C からの信

図 2¹⁹



託財産の取戻し（4項）、④信託財産の取り戻しがなされない場合においても、悪意の受益者（C/G）への受益権請求（5項）などである。

詐害信託制度は、委託者債権者 X の利益保護一辺倒というよりも、信託を利用したファイナンスにおいて登場する善意の投資家をいかに保護するかという点に焦点があり、保護されるべき善意者が出現する可能性がある段階ごとに、細やかな調整を図るものと評価できる。善意者出現のタイミングは、他益信託の場合は C であるが、自益信託の場合は受益権転得者 G の段階である。また、後述する ABL 利用時のように、信託に対するノンリコースローンの貸主が投資家の場合は、信託債権者 D の保護が必要とされる。まず、財産の取り戻しに関する問題から見てみよう。

信託財産未給付の場合は B を被告として、既給付の場合は C を被告として「取り消しうる」。このとき、受託者 B の主観は問題とならない。B には信託財産に対する固有の利益がないからとされる。C または G については、受益権取得時または受益者と指定された時点の主観を問い、C にあたる者が複数いる場合はその全員悪意でないことと取り消せない。ただし、詐害行為であることにつき悪意の者に受益させるのも公平でないことから、信託を取り消せない場合でも、悪意者にのみ受益権を委託者に引き渡す旨請求できる。

立証責任の分担も特徴的であり、A の詐害の意思については X が、C が悪意でないことについては被告側（B または C）が負うことになる。

「取り消しうる」の意味に関して、取消の対象は信託の設定行為それ自体ではない、と考えるのが一般的である。「被保全債権の範囲で、信託の設定そのものではなく、債務者たる委託者がした信託の設定のための財産の処分を取り消すことになる」とされる²⁰。信託の設定自体は動かさず、個別の財産のみを動かそうとする発想において、会社分割を詐害行為取消権の対象とする状況に共通する。なお、取り消された財産が信託財産の全てであった場合、もはや信託目的は達成できないのではないかという問題はある²¹。また取り消された財産が一部のみであったとしても、信託の変更（信託法 150 条）を余儀なくされる可能性もある。

取消の効果について、信託法は民法 424 条の場合と同様であるとする。つまり、現物返還か価格賠償かなどの問題は、民法の解釈論と同様の処理をするものと思われる。ただし、詐害信託は移転された財産の取り戻しのみが利益調整の手段ではない点にも注意が必要である。表面上委託者の財産が移転されていても、同等の価値の受益権を委託者兼受益者が

持つことになれば詐害性そのものが否定される可能性があるし²²、他益信託の場合でも信託財産ごと取り戻さなくても受益権を委託者の元に戻せば取消と同じ効果を持つ場合もある。それが受益権請求権（11条5項）である。

(3) 受益権請求権という解決策

受益権は「信託の設定により処分された財産の価値が化対した物」であり、これを委託者債権者が請求することは「民法424条第1項の詐害行為取消権と実質的に同様の機能を有する」と説明される²³。仮に、このような解決手法を詐害会社分割の文脈に引き直すとすると、受益権に相当するはずの分割設立会社の株式が、第三者に譲渡されたり、希釈化されたりすることに対して、残存債権者が株式の第三者からの取り戻しを求めたり、希釈化を差し止めたりする解決策ということになるだろうが、そのような解決策は詐害会社分割では語られたことがない。信託財産と信託受益権との関係が、会社の事業と株式との関係とは異なることの現れなのであろうか。確かに直観的には、会社の事業状態が株式価値に反映する関係に比べると、信託財産を管理し、財産をそのまま給付するスタイルを念頭に置くと、信託財産と受益権の内容・価値の因果関係は会社事業と株式の関係よりも直接的であるように思われる。しかし、たとえば土地信託など、受託者による事業執行の成果が受益権の価値や内容に大きく影響するスタイルもあり、会社との違いは程度問題であるとも言えなくもない。そうしてみると、会社法の場合にも分割会社に設立会社株式を保持させることを解決策の一つとして提示できる可能性、あるいは逆に、事業執行型の信託の場合には受益権請求権は解決策として意味を持たないという可能性の双方が考えられ、そのどちらも否定できるものではないと思われる。

2 取消権の行使と関係者の利害調整

(1) 詐害会社分割において必要な利害調整

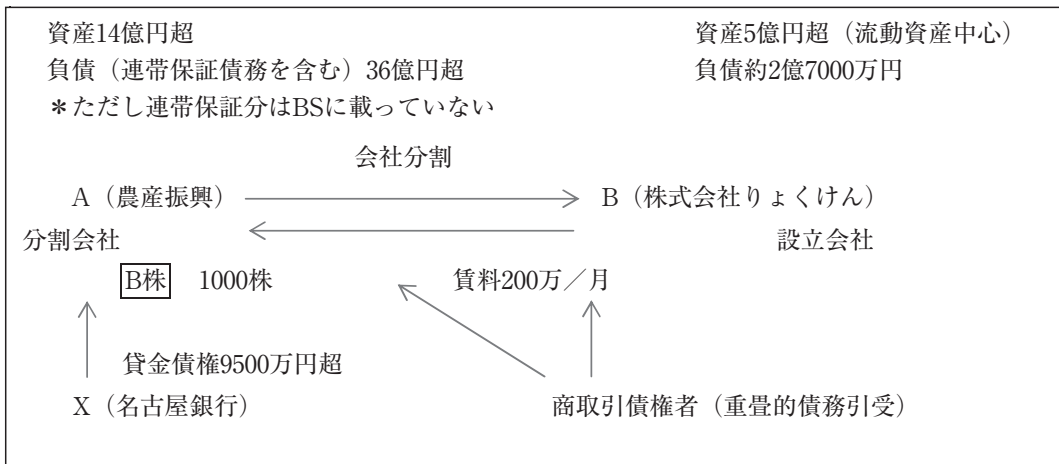
会社分割が詐害行為取消によって取り消された場合、裁判例では設立会社に移転した資産のうち、被担保債権額の価格賠償をすることで終わっている。そうすると先述のとおり、取消債権者は金銭を受領し、債務者への返還債務と自己の被担保債権を相殺することによって債権回収を果たす（事実上の優先弁済効）²⁴。詐害行為取消権の判例法理からは、他

の債権者は自己への分配を請求することすらできない²⁵。他方、現物返還であれば、例えば不動産等の登記抹消の場合、形式上は債務者に財産が復帰するが、取消判決の相対効ゆえに債務者に効力が及んでいないのではないかという理論的な問題は残る。これは詐害行為取消権一般の問題として、今般の債権法改正の中間試案にも取り上げられており、今後の動向が注視される²⁶。

さて、取消債権者が会社分割の一環としてなされた財産移転を取り消したとして、設立会社の「反対給付」の扱いはどうなるのか。少なくとも、分割対価の一部を取り戻さねばならないだろう。分割対価が株式の場合、株式を取り戻すことになるのか。その場合、設立会社の資本金や資本準備金の額はどうなるのか、当初の分割計画書に遡って変更することさえあり得るのか。そのような面倒を回避すべく、不当利得として分割対価株式の価額償還を求めるのが穏当なところかと思われるが、その価額の評価はどうなるのか等、あまり現実的ではないのかもしれないが、少なくとも理論的には難しい問題が残っているといえる²⁷。

さらに、「詐害的会社分割」が私的整理の一環として為されている場合、全体の整理計画から見ると、明確に分割対価とは言えないまでも設立会社／承継会社がある種の出捐をしていることはありうる。その利害調整の難しさを感じさせる事例として、例えば、実質債務超過に陥ったAが、事業継続・雇用維持の目的から私的整理として会社分割をしたもので、B社からA社には分割対価としてのB株式以外に、別途「賃料」の名目で月額200万円が支払われていたというケースがある²⁸。A社の残存債権者である金融機関には、この

図3



「賃料」からの按分弁済が行われていたが、たとえばXの場合、完済まで128年かかるという長期弁済計画であった。

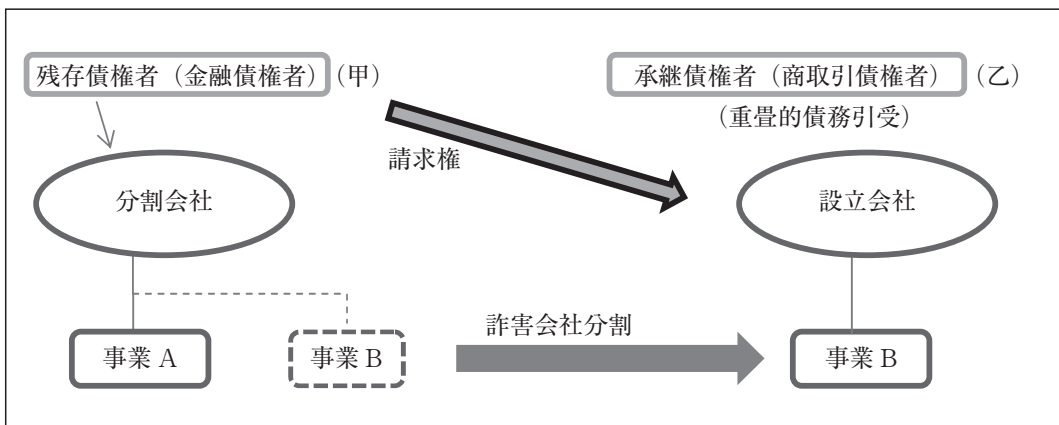
「賃料」の支払はB社独自の業務の内容として行っており、分割後の事情であるため、特に詐害性の認定を覆す要素にはならなかった。むしろ、裁判所は金融機関に長期の弁済計画を押しつけたものとして、否定的に捉えている。なお、分割前にA社担当者からは金融機関への説明（バンクミーティング）もなされていたが、この説明についても「債権者のコンセンサスを得られる状態に至る程度に、本件会社分割を正当化しうだけの説明を行ったとは認められない」と評価された。しかし一当事者が主張しなかったために仕方のないことではあるが一、Xによる詐害行為取消後、その後の巻き戻しの一環に按分比例弁済分をBがAから、あるいはXから取り戻す余地もあるのではないかとと思われる²⁹。

このように、会社分割に対する詐害行為取消権の行使に関する議論は、取消債権者対設立会社という相対的な関係に焦点が絞られており、取消後の調整や、設立会社に承継された商取引債権者の処遇にあまり自覚的でないという問題が見える。そこにはいったん切り出されたはずの資産を取り戻す、という解決策が抱える問題性も垣間見える。

なお、今般の会社法改正により、残存債権者の救済手段として特別の履行請求権が創設される³⁰。これは、分割会社が残存債権者を害することを知って会社分割をした場合に、当該債権者（図4の甲）は、承継会社／設立会社が承継した財産の価額を限度として、承継会社／設立会社に債務の履行を請求することができるというものである。

詐害会社分割に関する裁判例では、事業譲渡における商号続用責任（会22条）を転用し

図4



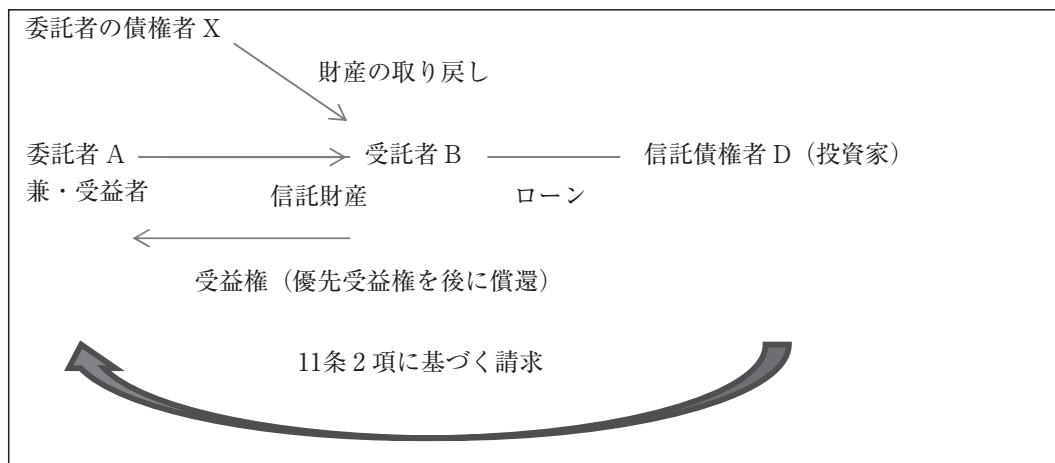
て残存債権者保護を図るものも多い³¹。取消による巻き戻しという構成を取らず単に譲受人へ請求するという救済手法となる。ただし、譲受人が人的な責任を負う会社法 22 条とは異なり、改正法は承継会社が承継資産額の範囲内で物的責任を負う、という制度である。承継資産は積極財産のみを指し、残存債権者と承継債権者が同順位に立つとされる。

設立会社が残存債権者（甲）に弁済した後はどうなるのか。会社法 22 条の発想では、分割会社と設立会社は不真正連帯債務を分割後 2 年の間負担するという関係となるから、分割会社への求償（弁済代位）として、承継債権者（乙）は設立会社から流出した分を分割会社へ請求することになるのだろうか。たとえ設立会社から残存債権者へ賠償した直後に、分割会社が破産してしまっても、設立会社は分割会社への弁済代位分の求償を破産債権として破産手続に参加できる³²ので、承継債権者（乙）としては、後述の詐害信託の場合に類似した保護を受けられると評価しても良いかもしれない。もっとも、その場合は乙の権利と破産管財人の否認権との調整が必要であるとの指摘もある³³。

(2) 詐害信託と信託債権者

一方、詐害信託における調整では、特に信託債権者の保護の強化が目立つ。信託法改正時の議論によれば、委託者（オリジネーター）が流動化対象財産を受託者に信託し、信託受益権を投資家に販売するタイプの受益権者と、信託財産を引当として第三者から借入れを行い、受託者が当該借入金を持って委託者＝受益者に出された受益権を償還する ABL スキームの場合における信託債権者とは実質的には大差がないことから、信託債権

図 5



者の保護の必要性が強く説かれていた。このため、11条2項は、詐害信託により財産の一部又は全部が取り戻される場合、受託者Bと取引した善意の信託債権者Dは、取消の結果（取消自体は止められない）、取り戻された財産の範囲で、委託者AがDに弁済の責任を負う、とする。このとき、信託債権者は、委託者の元に取り戻された財産の中から、委託者の他の債権者と同等の地位で返済を受けるだけなので、結局は按分弁済になるとの見解が一般的である³⁴。

なお、保護されるべき「信託債権者」は信託の設定およびその受託者による運用の後に債権者になった者をメインに想定しているが、「事業信託」として信託設定と同時に債務引受がなされている場合、つまり信託設定と同時に債務が承継されて信託財産責任負担債務に係る債権を有する債権者になった者（信託法21条1項3号）についても11条2項の適用は排除されないようである。いわば詐害会社分割における承継債権者的な立場にある者も、同様に按分弁済に預かることが分かる。

また、受託者Bについて、たとえ詐害信託取消が行われても、信託設定行為自体が取り消されたわけではなく、依然として受託者である。このため、限定信託でない限り、Dから求められればBの固有資産からDへ弁済する義務を免れるわけではない。Bが固有財産から弁済した場合、信託財産へ「費用」としてこれを償還請求でき、これを「金銭債権」とみなす規定の適用もある（11条3項）。このため受託者B自身もこの「金銭債権」を、取り消された財産の範囲内でAに請求・執行していくことができる。

(3) 設立／承継会社債権者と信託債権者

このように見てくると、詐害会社分割では取消債権者の保護の観点が強調される一方、設立会社／承継会社の責任財産はどうなるのか、これらの会社に承継された債権者や新たに取引に入った債権者を考慮しなくて良いのか、問題が残る。承継債権者の多くは重疊的債務引受がなされているから財産が分割会社に戻るならば問題は少ないのかもしれない。しかし、分割時、法的には重疊的に債務引き受けされていても、現実には承継債権者（商取引債権者）が元の分割会社に請求していかない旨の約束を個別に取り交わし、実質的には設立会社による免責的に債務引受が行われている可能性はある。しかも既述の通り、結局分割会社に財産は復帰しない可能性の方が大きく、現実には承継債権者の地位はかなり不安定であるように思われる。また、分割後の設立会社／承継会社との間で取引を行った

商取引債権者の場合は影響が更に大きいはずであるが、その利害については余り考慮されない。わずかに、承継債権者が新設分割設立会社の取締役等に任務懈怠責任を追及できるという指摘が見られる程度である。

一方、詐害信託の場合は、信託法 11 条 2 項という規定があるのみならず、同条による保護ですら、信託法の解説書等において、取り戻した額からの按分弁済であるため「債権者の保護に欠ける」と評されることがあるほど³⁵ 信託債権者の保護が強調される。

この違いはどこからくるのか。平成 18 年改正信託法における詐害信託の規定は、信託が金融の仕組みとして利用されることに配慮したが故に、はっきりとした債権者保護を打ち出していると考えられる。すなわち証券化案件などにおいて信託を利用する場合、委託者の資産や信用よりも、切り出された信託財産やそれを運用する受託者の信用の方が、投資家にとって重要だとする価値判断があるものと思われる³⁶。

これに対して、詐害会社分割のケースの多くがすでに窮地に陥っている会社の延命措置であるために、優良事業が移転したはずの分割後の設立会社ですら、活発に事業活動を行っているという状況ではない可能性がある。仮に分割会社に不採算部門を残し、優良事業のみを切り出すスタイルに「良い会社分割」が想定できるとしても、その場合の債権者はいわば私的整理に同意した債権者であって、残存債権者も承継債権者もそれぞれ期待する弁済額は低く、そもそも保護を考える必要がない、という説明は考えられる。しかし、「良い分割」が想定できるのであれば、設立会社／承継会社の事業継続が当然の前提なり、あらたに設立会社と取引する、特に商取引債権者の保護を考える必要はあり、信託法のような価値判断が会社分割の場合にも妥当する可能性もあることを自覚すべきであると思われる。

IV 結語

詐害的なケース、執行免脱といった制度の病理現象は、無論防止されるに越したことはない。しかし仮に生じたとして関係者がどのように折り合っていくかという視点は、以上見てきたように、それぞれの制度のあり方と密接に結びつくものであったといえる。そしてその利害調整のありかたの異同は信託と会社の違いを垣間見せるものであった。しかも

それぞれの利用のされ方がはぐくむ価値判断の違いといういわば事実上の側面と、受益権と株式、受託者の事務と会社の業務執行の異同という法的な側面が絡み合っており、それが立法や解釈論に影響を与えていることも見て取ることができた。会社と信託の異同という大きなテーマの一端となれば幸いである。

[注]

- 1 金法 1902 号 144 頁。なお同控訴審として東京高判平成 22 年 10 月 27 日金法 1910 号 77 頁。
- 2 詐害行為取消権の対象は財産権を目的とする法律行為と定められており（民 424 条 2 項参照）、組織法上の行為をその対象として良いのかという問題設定となる。
- 3 最判平成 24 年 10 月 12 日民集 66 卷 10 号 3311 頁は、詐害行為取消権を行使して新設分割を取り消すことは可能であり、その場合、その債権の保全に必要な限度で新設分割設立株式会社への権利の承継の効力は否定されるが、株式会社の設立の効力自体には影響しない旨述べた。
- 4 最判昭和 39 年 11 月 17 日民集 18 卷 9 号 1851 頁（適正価格売買のケース）最判昭和 48 年 11 月 30 日民集 27 卷 10 号 1491 頁（相当価格による代物弁済のケース）
- 5 803 条 1 項、会社法施行規則 205 条 7 号参照。なお、平成 17 年改正前には、「各会社の負担すべき債務の履行の見込みあること及びその理由を記載したる書面」として要求され、しかも実体的な会社分割要件であると考えられていた。分割会社・新設会社のどちらかが債務超過となるような分割の登記を受理しないという実務もあったとされる（江頭憲治郎『株式会社法（第 4 版）』（有斐閣、2011 年）829 頁）。改正によって文言が改められ、債務の履行見込みを会社分割の効力要件としない見解が多数を占めるようになったが、現在も有力な反対説がある（江頭・前掲書、弥永真生『リーガルマインド会社法（第 13 版）』（有斐閣、2012 年）356 頁）。
- 6 前注 3・最判平成 24 年 10 月 12 日はそのような事例であったと言える。
- 7 田中亘「会社法改正の視点から見た濫用的会社分割」（土岐敦司＝辺見紀男『濫用的会社分割』（商事法務・2013 年）所収）19 頁、24 頁
- 8 例えば後藤元「判比」金法 1929 号 75 頁など。
- 9 井上聡「濫用的会社分割における問題の本質」金法 1903 号 5 頁
- 10 内田貴『民法Ⅲ〔第 3 版〕』（東京大学出版会、2005 年）312 頁
- 11 伊藤眞「会社分割と倒産法理との交錯―偏頗的詐害行為の否認可能性―」NBL 968 号 12 頁、なお伊藤教授の議論では、分割によって移転する負債を資産移転の「対価」とみて、承継された債務を実価で評価し、資産との不均衡から廉価性を認めるというものである。詐害的な事業移転がどのようなかを考える上で示唆的な見解ではあるが、重畳的な債務の承継の場合は資産移転の対価とは評価できないなど、どの程度適用できるか疑問が残る。
- 12 後注 22 参照。
- 13 金法 1902 号 144 頁
- 14 弥永真生「会社分割無効の訴えの原告適格」商事 1936 号 4 頁。
- 15 日下部真治＝倉賀野伴明「会社分割に対する詐害行為取消に関する裁判例の検討」判タ 1369 号 78 頁
- 16 北村雅史「濫用的会社分割と詐害行為取消権」（上）（下）商事 1990 号 4 頁、1991 号 10 頁
- 17 名古屋地判平成 23 年 7 月 22 日金法 1936 号 118 頁、福岡高判平成 23 年 10 月 27 日金判 1384 号 49 頁、名古屋高判平成 24 年 2 月 7 日金法 1945 号 111 頁、東京地判平成 25 年 1 月 18 日判例集未搭載
- 18 民集 66 卷 10 号 3311 頁

- 19 以下は松尾弘「信託法理における債権者取消権制度の展開」米倉明編著『信託法の新展開』（商事法務、2008年）77頁以下を参考にした。
- 20 「信託法改正要綱試案・補足説明」別冊 NBL 104 号 79 頁
- 21 信託目的の喪失により終了する可能性（信託法 163 条 1 号）を示唆するものとして小野＝深川『新しい信託法解説』24 頁。
- 22 道垣内弘人『信託法入門』62 頁では受益権の内容が詐害性の存否に影響するという。
- 23 法務省民事局参事官室「信託法改正要綱試案補足説明」別冊 NBL 104 号 81 頁、寺本昌広「逐条解説・新しい信託法〔補訂版〕61 頁
- 24 最判昭和 37 年 10 月 9 日民集 16 卷 10 号 2070 頁、なお債権法改正中間試案では、この相殺を認めない方針のようである。
- 25 最判昭和 46 年 11 月 19 日民集 25 卷 8 号 1321 頁
- 26 法制審議会民法（債権関係）部会「民法（債権関係）の改正に関する中間試案」（平成 25 年 2 月 26 日）第 15 参照。
- 27 分割会社が破産した場合の否認権行使後の処理について、反対給付の返還を取戻権の行使、または価額の償還を財団債権の行使（破産法 168 条）として行うとき、どのように評価すべきかという点について、対価株式の価額償還を認めるべきだとの見解がある（伊藤・前注 11・NBL 968 号 12 頁）。株式そのものでなく価額償還にする理由は自己株式の取得になってしまうからだとする。
- 28 名古屋地判平成 23 年 7 月 22 日金法 1936 号 118 頁、名古屋高判平成 24 年 2 月 7 日金法 1945 号 111 頁
- 29 本文からやや外れるが、被告 B 側は高裁において、もし分割せずに A 社が破産手続に移行した場合の X の債権価値を評価し（破産配当額・清算価値、配当可能財産／債務総額から破産配当率を割り出す）、この額を X の被担保債権額とする主張である。私的整理ケースにおいて、分割会社は実質債務超過状態に陥っていることが考えられるが、取消債権者のみが債権額満額の優先弁済を受けるのは、分割ではなく法定の倒産／再生手続に移行した場合に比べても有利すぎないか、という疑問は感じざるを得ない。B の主張は、額面通り取消債権者が優先弁済を受けることへの不公平感を是正する発想であり、詐害行為否認の認定に関する先述の伊藤論文の見解（伊藤・前注 11 の文献）に近いと思われるが、名古屋高裁は返還請求の範囲を清算価値相当額と解すべき根拠はないと一蹴した。
- 30 2014 年 3 月 1 日時点ではまだ国会審理中であるが、国会提出中の会社法案 759 条 4 項、761 条 4 項、764 条 4 項、766 条 4 項。法制審議会会社法部会「会社法制の見直しに関する要綱」第二部第五 1
- 31 最判平成 20 年 6 月 10 日金法 1848 号 57 頁は会社分割の場合の会社法 22 条類推適用を認めたもの。もっとも、詐害的な事業譲渡のケースで商号続用責任を弾力的に利用するのはゴルフ場の預託金返還請求ケースであることが多い。
- 32 なお、会社法改正要綱では分割会社の破産手続開始後は本制度に基づく履行請求権を行使することはできないとされる。
- 33 郡谷大輔「詐害的な会社分割における債権者の保護」商事 1982 号 14 頁

34 寺本振透『解説 新信託法』27頁、寺本昌広「逐条解説・新しい信託法〔補訂版〕62頁注6。

35 注34の文献参照。

36 井上聡編著『新しい信託30講』36頁、赫高規「会社分割に対する詐害行為取消権及び否認権の行使」NBL957号42頁

信託報酬について

小 出 篤

目次

- I はじめに
- II 信託法における信託報酬の規整
 - 1 「信託報酬」とは何か
 - 2 受託者無報酬の原則と受託者が報酬を受けられる場合
 - 3 信託報酬の負担者
 - 4 報酬の額
 - 5 その他
- III 信託報酬規整の根拠
- IV 「過大」な信託報酬額について
 - 1 報酬額について信託行為に定めがない場合
 - 2 報酬額について信託行為に定めがある場合
- V 「過少」な信託報酬額について
- VI 結びに代えて

I はじめに

わが国の信託実務の特徴として、主に信託銀行という職業受託者によって担われる営業信託が多数を占めるという点がしばしば挙げられる¹。職業受託者（信託の受託者となることを営業の目的とする）という存在が成り立ち、わが国における信託実務をここまで発展させていくことができたのは、信託の受託者となることがビジネスとなる、すなわち信託の受託者となることで利潤をあげることができるが故である。受託者としての利潤の源となるのが「信託報酬」であり、営業信託を中心とするわが国の信託では、ほとんどの場合にこの信託報酬を受託者が受け取っている²。職業受託者が、それぞれに専門的知識や経験をもって適切に受託者としてのサービスを信託のために提供するインセンティブを有するのは、それにふさわしい報酬を受けられるからであり、したがって、信託報酬が過少ではなく支払われることは、委託者・受益者の利益にとっても重要である。

他方で、「信託報酬」は、信託財産から支払われることがわが国の信託法上のデフォルトルールとなっており、仮にそれが過大な支払となると、受益者の利益を著しく損ねることになる。特に、信託においては信託財産は受託者の管理処分権限の下にあり、そこから受託者が信託報酬を受けるということは、本来はいわゆる自己取引であって、受託者の利益相反の問題を生ぜしめる。

本報告では、「信託報酬」が適切に（過少でも過大でもなく）支払われることを確保するために、わが国の信託法の制度がどのように機能しているか、また、どのように解釈されるべきかについて、検討を試みる。検討は以下のように進める。

まず、わが国の信託法における信託報酬に関する規整について、平成18年改正前信託法からの改正点も踏まえつつ概観し〔Ⅱ〕、信託報酬について信託法が規制している根拠は何であるかについて整理する〔Ⅲ〕。続いて、過大な信託報酬に対して、特に信託報酬の決定に直接は関与しないことが多い受益者がいかなる救済を受けられるか〔Ⅳ〕、過少な信託報酬に対して、受託者がいかなる救済を受けられるか〔Ⅴ〕、について検討する。

なお、本稿において、特に法令名を明示せずに引用する条文はいずれも信託法のものである。

II 信託法における信託報酬の規整

信託法は、54条において受託者の信託報酬に関して規定する。平成18年改正前信託法においては、35条が受託者の報酬に関して規定していた。

1 「信託報酬」とは何か

まず54条は、「信託報酬」を「信託事務の処理の対価として受託者の受ける財産上の利益」（同条1項かっこ書き）と定義する。「信託報酬」とは、受託者としての地位で行う信託事務の処理に対する報酬のことを意味するのであり、たとえば受託者が自己取引を行い、信託財産との関係で何らかの役務（たとえば、信託銀行が受託者となった場合に、受託者としての職務には含まれない不動産仲介業務）を提供した対価として財産上の利益を受け取ったとしても、本条にいう信託報酬にはあたらない³。

また、受託者は、信託事務の処理の過程で、信託財産から信託事務処理の費用の償還・前払を受けたり（48条）、損害賠償を受けたり（53条）することもあるが、「信託報酬」は受託者がこれらとは別に純粋な利得（営業上の利益）として受け取るものである点で、費用償還や損害賠償と区別される。ただし、信託事務処理の費用償還、損害賠償、信託報酬（いずれも信託財産から受けることが原則とされている）は、いずれも受託者が信託財産から受託者の固有財産に財産を移転することを意味し、受託者の信託財産・固有財産間の自己取引を禁じた31条1項の例外を認める規定であるという点において共通する要素を有する。そこで、54条は、信託事務処理の費用償還に関する多くの規定を準用している（54条4項を参照）。したがって、受託者が信託財産から受けようとしているものが、信託報酬であるか、信託事務処理の費用償還であるかを区分する実益は、①信託事務処理の費用償還は、受託者が信託事務処理にとって有益な費用を固有財産から支出した場合には当然に受けることができるものであるが、信託報酬は54条1項に定める一定の要件を満たした場合以外は受託者は当然に受けることができるものではない点（後掲〔2〕参照）、②信託事務処理の費用償還は、信託事務処理に実際に支出した費用（前払いの場合は客観的に必要と認められる費用）が支払われるものであるが、信託報酬については54条2項の定め

従った額が支払われる点（後掲〔4〕参照）、③信託事務処理の費用償還請求権は、公益債権的要素があるものについては他の信託財産負担債務の債権者の有する権利に対する優先権が付与されているが（49条6項7項）、信託報酬について同規定は準用されておらず、信託報酬請求権には他の債権に対する優先権は付与されていない点（後掲〔5〕参照）、などにある。特に③が重要であるが、信託報酬と費用償還との境界は必ずしも明確ではない。信託報酬の中に、受託者が負担した費用等に相当する額が付加されている場合などは、信託報酬という名目であっても、費用償還の実質を有する場合であり、当該部分は49条6項7項の定める限度で他の債権に対する優先権が認められるべきである⁴。したがって、信託報酬であるか費用であるかは、支払われた名目ではなく、その実質により判断されるべきであるとされる⁵。本稿の問題意識との関連では、信託報酬の相当性を判断する場面では、実質的に信託報酬の性質を持つものについて判断されるべきであって、信託報酬という名目を有するもの全てについて判断されるべきではない。

2 受託者無報酬の原則と受託者が報酬を受けられる場合

信託法による信託報酬の規制の出発点は、受託者は原則として信託報酬を受けることはできない（無報酬）というところにある。すなわち、54条1項は、同項が定める一定の場合に限り受託者は（信託財産から）信託報酬を受けることができると定めるが、この規定は、これらの限られた例外的な場合以外は受託者は報酬を受けることができないことを意味する⁶。このような受託者無報酬の原則は、旧信託法においても同様であり、旧信託法35条も、同条が定める一定の場合以外は報酬を受けることはできないとしていた。

一方、54条1項は、受託者が信託報酬を受けることができる例外的な場合として、①受託者による信託の引受けについて商法512条の規定の適用がある場合と、②信託行為に受託者が信託財産から信託報酬を受ける旨の定めがある場合とを挙げる。この規定も、a.「営業トシテ信託ノ引受けヲ為ス場合」のほか、b.「特約アル」場合でなければ受託者は報酬を受けられないとする旧信託法35条を基本的に引き継いでいる。

上記①にいう商法512条とは、「商人がその営業の範囲内において他人のために行為をしたときは、相当な報酬を請求することができる」とする規定である。「他人のために行為をしたとき」の典型例は委任により他人のため何らかの行為をした場合であるが、民法上

はかかる場合は原則無償とされている（たとえば委任に関する民648条1項）。しかし、商人は営利を目的とする者であることから、商人が営業の範囲内でこれらの行為を行う場合は通常は有償であると考えられるため、デフォルトルールとしてかかる場合を原則有償とする商法512条が置かれている⁷。したがって商法512条は任意規定であり、商人の営業の範囲内で他人のためになした行為についても特約で報酬請求権を排除して無償の原則に戻すことは可能であって、このような場合には商法512条の規定の適用はないことになる。

信託の引受けも他人のための行為であり、商人がその営業の範囲内において信託を引き受けた場合は、（特約で報酬請求権を排除しない限り）商法512条が適用されることとなるが、この場合は54条1項との関係では受託者が例外的に信託報酬を受けられる場合とされた（上記①）。旧信託法35条の「営業トシテ信託ノ引受ヲ為ス場合」（上記a.）に対応する規定であるが、信託法54条1項が参照する商法512条の「その営業の範囲内において」なす行為とは、商人の営業の目的である行為のみならず、広く営業上の利益または便宜を図るための一切の行為を含むとされているから⁸、信託法では、商人である受託者が「営業として」（商法502条の営業的商行為として）信託を引き受けた場合だけでなく、「営業のために」（商法503条の附属的商行為として）信託を引き受けた場合も信託報酬を受けられることが明確化されたと説明されている⁹。信託銀行や信託会社のように信託の引受けを業とする商人が営業として営業信託を引き受ける場合はもちろん、一般に商人が信託の受託者となる場合は、それが非営業信託である場合であっても、報酬を受けられることが明確化されたことになる¹⁰。なお、平成18年の信託法改正に伴い、商法502条も改正され、「信託の引受け」が営業的商行為に追加された（同条13号）ことから、「信託の引受け」を業とする信託銀行や信託会社は当然に商人となる（商4条1項）。したがって、信託銀行や信託会社が信託を引き受ける場合は、それが営業としてであっても営業のためであっても、特約で報酬請求権を排除しない限り、原則として信託財産から信託報酬を受けられることになる。

また、54条1項が受託者が信託報酬を受けられることができる例外的な場合としてもう一つあげる「信託行為に受託者が信託財産から信託報酬を受けるとの旨の定めがある場合」（上記②）は、旧信託法が「特約アル」場合（上記b.）に信託報酬を受けられることを認めてきたことを引き継いだ規定とされる¹¹。この場合の特約が、信託行為に定めるという形で行われるべきことが明確化されている。信託銀行などの職業受託者が受託する営業信託においては、

受託者は信託報酬を受けることによって利潤を上げることを目的としており、したがって信託行為において通常は信託報酬に関する定めが置かれていると考えられる。もちろん非営業信託においても、信託報酬の定めが置かれることは珍しいことではないだろう。

職業受託者としてわが国の信託の大部分を受託する信託銀行などは商人であるから、営業として営業信託を受託する場合も、あるいは営業のために非営業信託を受託する場合も実際には上で見たように商法512条の適用がある場合として通常は受託者は報酬を受けることになる。また、信託行為に信託報酬の定めが設けられることも、実務上はむしろ当然のことである。すると、54条1項の構造はともかく、現実には受託者は信託報酬を受けることができることが実務上は一般的となっており、受託者無報酬の原則というのはいわば理念的なものにすぎなくなっているとされる¹²。

3 信託報酬の負担者

54条1項は、受託者は「信託財産から」信託報酬を受けることができるとする。旧信託法35条では、信託報酬の負担者について特に規定は置かれていなかった。特に、負担者についての定めがない場合については、誰がこれを負担するか、学説でも議論は分かれていた¹³。

信託法は、信託報酬も本質的には信託事務処理のための費用であり、受託者の正当な権利を保護するためには、信託の事務処理費用の償還と同様(48条1項参照)、信託財産から信託報酬を受けることができるとすべきであること、また、信託財産を信託報酬の原資とすることが信託当事者のいずれにとっても一般に便宜であると考えられることから、上記のように信託財産を信託報酬の原資とすることとした¹⁴。もっとも、これはあくまでもデフォルトルールであり、特約によって受益者や委託者を支払義務者とすることも可能である¹⁵。ただし、信託行為の当事者ではない受益者を、信託行為の定めによって当然に支払義務者とするのは受益者の合理的な意思に反することから、受託者は受益者と個別に報酬の負担の合意をした場合のみ、その受益者から報酬を受けることができるとされている(54条4項、48条5項)。

デフォルトルールとはいえ、信託法上は、受託者は信託財産から信託報酬を受けられることが原則とされている。しかし、信託財産は受託者の管理処分権限の下にある財産であ

り、そこから信託報酬を受領するということは、受託者の自己取引ということになる。その意味で、54条は、一定の要件の下で、自己取引の禁止（31条1項1号）の法律上の例外を定めたということになる¹⁶。

4 報酬の額

54条は、報酬の額についても規定する。すなわち、①信託行為に信託報酬の額または算定方法に関する定めがあるときはその定めによって報酬額が決まり、②かかる定めがない場合は「相当の額」が支払われるものとしている（54条2項）。

旧信託法35条においては、報酬の額についての規定は存在しなかったが、特に定めがない場合には、商法512条などを参照し、「相当の報酬」が与えられるべきとする考え方が有力であった¹⁷。上記②は、信託法においてこうした立場を明文化したものである¹⁸。もっとも、②の「相当の額」がいかに算定されるべきかについては、特に規定は置かれていない。他方で、「相当の額」が支払われる場合には、受託者は受益者に信託報酬の額およびその算定の根拠を通知しなければならないとの手続きが定められている（同条3項）。

もっとも、わが国の信託実務の中心をなす営業信託においては、報酬は受託者のビジネスにとって根幹をなす条件の一つであり、通常は報酬額についての定めがなされていることが多いであろう¹⁹。信託法54条は、上記①のように、信託行為における信託報酬の額・算定方法に関する定めがある場合はそれに従って報酬額が決まる旨も明文で認めた。この定めについて、信託当事者が争う余地があるのかどうか、争う余地があるとすればどのように判断されるべきかが、本稿の後半で扱う主なテーマとなる。

5 その他

旧信託法37条は、受託者が信託財産・受益者から信託報酬を受ける権利について、信託事務処理費用償還請求権と同様に、他の債権者に対する優先権を認めていた。しかし、信託報酬請求権は、例外的にのみ認められる権利として構成されており、かかる権利に優先権を認める必要まではないこと²⁰、受託者にとって信託報酬は営業上の利益にすぎず、かかる報酬請求権に他の債権者に対する優先権を認める理由は乏しいこと²¹から、この規定

には疑問も多かった。このような問題意識に対応して、信託法ではこの優先権は認められないこととされている（54条4項は、費用償還請求権に優先権を認める49条6項7項を準用していない）。

Ⅲ 信託報酬規整の根拠

では、この54条の規定は、いかなる趣旨で設けられたものであるか。

信託法は、(旧信託法の時代から)受託者に対して報酬を支払うことを例外的にのみ認めていることを出発点としている。このことは、信託の受託者に報酬を支払うことが何らかの意味で弊害をもたらしうると信託法が考えていることを意味しそうである。信託法が考える受託者報酬の「弊害」が理解されれば、それを支払うことを認める場合にどのような規整を置くべきか、そしてその規整についていかなる解釈をするべきかの理解に資するであろう。

わが国において受託者が原則無報酬とされているのは、信託が信頼関係を基礎とする点において民法上の委任と共通性を有しており、したがって民法上の委任が原則無償とされている(民648条1項)ことと軌を一にしたものと説明されてきた²²。民法上の委任が原則無償とされているのは、委任が自由人の自由労務であるとするローマ法からの伝統であり、委任は雇傭や請負とは異なり特別の尊敬や信頼関係のような精神的要素が強い関係であって受任者が報酬を得るのはいわば不名誉なことと考えられていたためであると説明されてきた²³。しかし、委任についても、かかる原則はやはり理念的なものとなっており、現実にはほとんどが有償なものとなっていることは、古くから指摘されてきたことである²⁴。そのため、現在進行中の債権法改正作業においては、委任の無償性の原則を見直し、民法648条1項を削除するとの提案もなされている²⁵。仮にこの提案が採用された場合は、委任との共通性を理由として受託者無報酬の原則を定める信託法54条1項も、見直される可能性がある。では、信託報酬の支払いによって生じうる「弊害」のおそれは、単に信託あるいはそれに本質的に類似する委任の歴史・理念と反するというだけのことなのだろうか。

確かに、歴史的・理念的な理由から受託者無報酬の原則が生まれてきたということは、信託の母法である英米法においても同様である。

まず、英国においては、古くから受託者は無報酬であるとの原則がある²⁶。英国において受託者が無報酬を原則とされたのは、理念的には、信託は名誉であり、信託された者の名誉と良心の負担であって、報酬を目的として引き受けられるものではないとの考え方によるものであったとされる²⁷。米国でも初期にはこうした英国法が参照されていた²⁸。

しかし、受託者無報酬の原則について、英米法ではこのような理念的な理由のほかに、より実質的な理由も挙げられてきた。すなわち、報酬の請求を認めることは受託者と信託財産の間の「利益相反関係」をもたらすというものである²⁹。この「利益相反関係」については、複数の意味が含まれている。

第一に、受託者がとりわけ信託財産から報酬を受けるということは、それによって信託財産は重荷を負わされ、場合によってはほとんど無価値なものとなりうるという問題点である³⁰。この場合、適正な報酬額が決定されればそれでよいのかもしれないが、それぞれ時間に対する価値の異なる受託者毎について適正な報酬額を決定することが困難であるとするれば、受託者は原則として無報酬とするべきということになろう³¹。これは、本来は、契約関係にある両当事者において、一方当事者にとって有利な対価は他方当事者にとっては不利となる（たとえば売買であれば、高い値段で売ることは、売り手にとって有利であるが買い手にとっては不利である）という、一般的な利害対立関係と同じ問題である。しかし信託では、受託者が管理処分権限を有している信託財産から自ら信託報酬を受け取るという点では、通常の契約関係における対価関係とは異なる部分がある。いわゆる受託者による「お手盛り」の危険性である。

第二に、受託者が報酬を受け取ることが認められると、受託者は受益者の利益を無視して自らの利益を図ろうとする可能性があるという問題点である³²。たとえば、報酬額の定め方次第では、受託者は最小の努力で最大の自分の報酬が得られるような行動を行い、それは受益者の利益には必ずしもならないことになるかもしれない³³。これは、受託者が受益者の利益より自らの利益を優先させてしまういわゆる忠実義務違反の問題である。

以上のように、英米法は、歴史的・理念的な理由のほかに、信託財産から受託者に対する報酬の支払いが受託者と信託財産の「利益相反関係」を生ぜしめうるとの懸念から、受託者無報酬の原則を説明してきた。この考え方は、わが国の信託においても同様に当てはまるであろう。

もっとも、英米法は受託者の報酬にかかる懸念を持ちつつ、それを絶対的に禁止するこ

とに固執するのではなく、徐々に受託者への報酬の支払いを認める方向に展開してきた³⁴。

そもそも、英国においても、受託者無報酬はあくまで原則であり、古くから、信託設定証書の定めがあれば特に会社である受託者には報酬を与えることもできるというのが判例のルールであった³⁵。英国法は現在まで、基本的に受託者無報酬の原則を引き継いでいるが、委託者によって信託証書内に置かれた報酬の定めは尊重され、受託者が辞退しない限りは報酬が支払われるというのが判例・実務として確立してきた³⁶。立法においては、1925年受託者法（Trustee Act 1925）42条は、裁判所が任命した受託者（会社であるもの）に報酬を支払うことを認める権限を裁判所に付与していた。

さらに、2000年受託者法（Trustee Act 2000）は、信託報酬をより広く認め、特にいわゆるわが国でいう営業信託のような信託の受託者には事実上、原則として信託報酬を受け取ることを認めるような規定を置いた。すなわち、同法28条は、信託証書において、受託者が提供したサービスに対する支払いを信託財産から受ける権限を与える旨の規定があり、かつ受託者が信託会社であるかまたは「プロフェッショナルとして行動している」³⁷場合は、たとえそのサービスが素人の受託者によって行うことができるものであっても、それについて報酬を受け取ることを認める³⁸。また、同法29条（1）は、信託会社であり、かつ慈善信託の受託者ではない受託者は、（たとえ信託証書に定めがなくても）その提供するサービスに対して信託財産から「合理的な（reasonable）」信託報酬を受け取ることを認め、同条（2）は信託会社ではないがプロフェッショナルとして行動している受託者であり、かつ慈善信託の受託者ではない受託者も、他の受託者の書面による同意があれば同様に「合理的な」信託報酬を信託財産から受け取ることを認めた。

米国においては、信託報酬の支払いを認める方向性はより顕著にあらわれてきている。米国では19世紀頃から、英国法起源の受託者無報酬の原則に対して疑問を投げかける見解が出てきており³⁹、受託者が報酬なしで自主的に行動している場合や受託者が報酬を受け取る権利を放棄したような場合でない限りは、受託者は報酬を受け取ることができるとする判例も徐々に有力になっていった。その背後にあるのは、もともと土地の家族間での移転を実現する方法として信託が用いられ、受託者は貴族など自ら働くような立場の者ではなく、実際の信託財産の管理等については専門家である他人を使うだけであったような英国⁴⁰とは異なり、米国では受託者自らが専門家としてサービスを提供する者であるという、いわばわが国の営業信託⁴¹のようにビジネスとしての信託受託者が存在していたという社

会構造の違いである。このような信託においては、報酬を支払うことでより能力のある受託者が利用可能となるというメリットがあったのである。

現在の米国では、信託報酬は支払われることが原則となっている。各州の判例法理を条文化した第三次信託法リステイトメント 38 条 (1) は、受託者は、信託条項が別段の定めを置いている場合または受託者が報酬を受けないことに同意している場合でない限り、受託者としてのサービスに対して信託財産から「合理的 (reasonable)」な報酬を受ける権限を有するとする。

また、多くの州で実際に州法として採用されている統一信託法 (Uniform Trust Code) は、受託者は、信託条項が報酬について定めていないときは、当該状況の下で合理的 (reasonable) な報酬を、また、信託条項が受託者の報酬について定めているときは、定められた報酬を得る権利を有するとして、受託者が原則として報酬を受ける権利があることを定める (同法 708 条)。そして、受託者に対する合理的な報酬の支払いは、それが受益者に対して公正なものである限り、忠実義務を定めた同法 802 条によって禁じられるものではないとして (同法 802 条 (h) (2))、信託報酬が忠実義務の例外となることを明言する。具体的な支払の手続きについては、受託者は、信託報酬を信託財産から支払う権限を有し (同法 816 条 (15))、その権限の行使には事前の裁判所の許可を要せずに (同法 815 条 (a) (2) (C) 参照) 受託者限りで行うことができることとされている。ただし、受託者は信託報酬の額の決定や変更を行う場合には、予め適格受益者に対してこれを通知しなければならない (同法 813 条 (b) (4))、また、少なくとも年に 1 度または信託の終了に際し、受託者の報酬額とその支払元についての情報を含む報告書を受益者等に送付しなければならない (同法 813 条 (c))。

もちろん、このように信託報酬の支払いを原則として認める方向に展開してきた米国法も、信託報酬が受託者と信託財産との利益相反関係をもたらすという懸念を忘れたわけではない。しかし、その懸念よりも、信託報酬を支払うことによるメリットのほうが大きく、また、信託報酬に伴う利益相反の問題はコントロール可能であると考えられているのである⁴²。

ここまで見たように、信託報酬の規整については、第一に、その支払によって信託財産と受託者との間で生じうる利益相反関係が問題となる。この観点からは、信託報酬の支払いによって信託財産が損なわれる、あるいは受益者の利益に反する結果となることをいか

に規整するべきかということが大きな問題となる。要するに、信託報酬の「過大な」支払い、あるいは信託報酬が受託者のインセンティブをゆがめる形で支払われることを、いかに止めるかという問題である。第二に、信託報酬が適切に支払われることは、専門的な知識を有する受託者による適切なサービスの提供を促すものであり、この観点からは、報酬が適切に（過少ではなく）支払われることを確保することも重要な問題ということになる。これらの問題は、わが国においても同様に生じうるものであり、それは仮に委任に関する民法改正に伴って信託の受託者についても無報酬の原則が見直されることになったとしてもなお対応しなければならないものといえよう。

IV 「過大」な信託報酬額について

Ⅲで見た信託報酬に伴う問題点のうち、「過大」な信託報酬への対処として、わが国の信託法の規整はどのように理解されるだろうか。

1 報酬額について信託行為に定めがない場合

〔I-4〕で見たように、受託者が報酬を受けられる要件（商法512条の適用がある場合、または信託行為に報酬を受けられる旨の定めがある場合）を満たすが、報酬額について信託行為に定めがない場合には、受託者は「相当の報酬」を受けることができることとされている（54条2項）。この「相当の報酬」額の算定については、たとえば裁判所や、あるいは受益者などの承認を受ける必要はなく、受託者は「相当の報酬」を自らの判断で算定した上で、それに相当する資産を信託財産から自らの固有財産に移すことができる。ただし、この支払を受けるには、事前に（すなわち信託報酬が支払われる前に）⁴³受託者は受益者に対し、信託報酬の額及びその算定の根拠を通知しなければならない（54条3項）。この通知が求められているのは、受託者によるいわゆる「お手盛り」を防止するためであるとされている⁴⁴。「お手盛り」とは、自らの「地位などを利用して、決定者自身に利益があるように物事を決めること」（『大辞林』（三省堂）より）を意味するが、ここでは、受託者が自らの判断で自らが受ける報酬額を算定する場合に、不当に釣り上げた額で決定をすることを

指していると考えられよう。すなわち、信託法は、受益者に対して信託報酬の情報を示させることで、過大な信託報酬の支払いによる信託財産の毀損への対応としているのである。信託財産から過大な信託報酬が支払われようとしている、あるいは支払われた場合に、もっとも影響を受けるのが受益者であることを考えれば、受益者に対してかかる情報を示し、何らかのアクションを期待するという規整は、合理的なものといえよう（利益相反行為に関する重要な事実を受益者に通知しなければならないとする31条3項と同旨の規定といえる）。

受益者⁴⁵は、仮にこの信託報酬額が「相当」でないと考える場合には、まず、信託報酬が支払われる前であれば、54条の規定に反する行為によって信託財産に著しい損害が生じるおそれがある場合としてその支払いの差止めを求める（44条1項）ことが可能となる。

信託報酬が支払われた後であれば、54条が信託法31条1項1号の自己取引の禁止の例外を定めている⁴⁶との理解からは、54条に反する「相当」ではない報酬額の支払いは、31条1項1号で禁止される自己取引（信託財産から固有財産への財産の移転）に該当し、かかる行為は無効とされる（31条4項）。結局、受託者は報酬として受け取った財産を信託財産に再び帰属させなければならないことになる。受益者はこの無効を主張することで、信託財産の回復を図ることができることになる。これができない場合は、忠実義務違反行為によって信託財産に損害を及ぼした場合として、受益者は受託者に対して損失填補を請求することができる（40条1項）。この場合、受託者が得た利益の額と同額の損失を信託財産に生じさせたものと推定され（40条3項）、結局は信託財産に受けた報酬額を返還しなければならないことになる。

受益者によるこれらのアクションにおいては、受託者が受ける報酬が「相当」であるかが争点となり、これは最終的には裁判所によって判断されることになる。では、裁判所はいかなる基準でこれを判断するべきであろうか。この点については、規定もなく、また、先例もないことから、今後、さらに議論の余地がある。

一つの参考となるのは米国である。米国において、たとえば統一信託法708条は上述のとおり、信託条項に報酬額について定めのない場合は受託者は信託財産から「合理的（reasonable）」な額の報酬を受けられるとしており、同法を採用している州のみならず他の多くの州においてかかる立法がなされていて⁴⁷、信託条項に定めのない場合の裁判所による信託報酬の判断基準について一定の議論や先例の積み重ねがある。そこでは、業界の習慣、

受託者の技量・経験・能力、受託者としての義務に費やされた時間、信託財産の額と性質、信託管理のための困難・責任・危険の程度、他の者によって提供されたサービスの性質と費用⁴⁸、受託者の履行した職務の質、といった要素が、裁判所による「合理的 (reasonable)」な報酬額の決定の判断要素となるとされている⁴⁹。わが国でも、受託者の報酬は受託者が提供したサービスへの対価と考えるべきであり、したがって、受託者の職務（一定の裁量をもって行われるものか職務が特定されているか、信託事務の処理の第三者への委託を行っているか否か、専門的知識を要するものかそうでないか）の性格に照らして検討されるべきであろう。わが国において信託と共通性を持つと考えられている委任の報酬についても、明示の特約がない場合は、社会通念上相当の報酬が支払われるべきであるとするのが通説であるが⁵⁰、その具体的な額の算定については、委任の性質や一般の慣行などを参酌すべきであるとされ⁵¹、ケースバイケースでさまざまな要因が勘案されている。

もっとも、現実には裁判所がかかる判断をすることは（特に受託者の職務の範囲が広ければ広いほど）困難なものであろう。米国においても、「合理的な」報酬の算定について実際には単純に信託財産の額や信託の年間収入額に一定のパーセンテージをかけて信託報酬が算定される例も多い⁵²。また、信託条項に定めがない場合に受託者に対して支払われる報酬を「合理的」な報酬として裁判所にゆだねるのではなく、州法で計算方法（パーセンテージなど）を定めるとする立法例も見られる⁵³。「相当な」報酬が支払われるとするわが国でも現実にはこのように信託財産や収入などの目に見える金額をベースにその一定率として裁判所が信託報酬額を算定することもある。もっとも、受託者が実際に提供するサービスは必ずしも信託財産の多寡に比例するとは限らず、それが過大あるいは過小な判断となることもある。実際、米国においても、かかる定め方によって算出された報酬額について、裁判所が実際に受託者が提供したサービスを検討した上でそれを減額あるいは増額した例は少なくなく⁵⁴、信託財産の一定率の報酬を与えるとする規定に対して懐疑的な見解も存在する⁵⁵。

なお、信託財産の額をベースに信託報酬を算定する場合、その算定基準時をいつにするかが問題となりうる。すなわち、信託開始時の信託財産の額（いわば元本）を基準とするのか、信託報酬支払時の信託財産の額（いわば元本+収益（場合によっては評価益を含む））を基準とするのかという問題である⁵⁶。信託目的によっては、算定基準時をいつにするかによって受託者に歪んだインセンティブを与える可能性もあるように思われる。たと

えば、安定運用を求める信託において、信託報酬支払時の信託財産の額の一定割合の信託報酬が与えられるとすると、受託者はより多額の信託報酬を求めて過大なリスクをとった運用を行う可能性があるが、これは信託の目的の趣旨に合致しない結果となりうるし、逆に信託財産の積極運用を求める信託において信託開始時の信託財産額を基準に信託報酬が与えられると、受託者は固定額の信託報酬を受け取ることとなるため、過小なリスクをとった運用しか行わない可能性がある。「相当な」信託報酬額を裁判所が判断する際には、信託目的に照らして、このように受託者のインセンティブにも留意する必要がある。

2 報酬額について信託行為に定めがある場合

信託行為に報酬額の定めがある場合、受託者はその定めに従って報酬を受けることが認められている（54条2項）。この場合は、報酬の定めのない場合のように、「相当」の額との制限はかけられていない。ビジネスとして信託を受託している受託者が、そのサービスの対価である報酬額について定めを置かないことは考えられないから、かかる営業信託が多いわが国では信託行為に報酬額の定めがあるのが通常的信託実務であるといえよう。

わが国において、信託行為の内容を決定するのは第一に委託者である（信託契約についていえば委託者と受託者との間で締結される）が、委託者によって設定された報酬額が常に適正なものである保証はない。

委託者の設定した報酬額が不当に高いものとなっている場合については、いくつかのパターンが考えられる。

第一に、そもそも信託行為に設定された報酬額が初めから受託者の職務に比して高すぎるという場合である。

第二に、信託設定時には信託行為に定められた報酬額は受託者の職務と照らしても相当なものであったが、その後、何らかの理由により、現時点では報酬額が受託者の職務に比して高すぎるものとなっているという場合である。理由としては、たとえば環境の変化により受託者が実際に提供するサービスが当初より少なくなったというものが考えられる。また、信託財産の時価額の一定のパーセンテージを信託報酬と定めていた場合に、その後の市場動向等により、信託財産の時価が当初想定したよりもはるかに高くなり、その一定のパーセンテージの額が受託者の職務に比して相当に高いものとなってしまったという場

合も考えられよう。

第三に、受託者が予定された履行を行わなかった、あるいは受託者としての義務に違反した場合も考えられる。

ところが、現在の信託法において、原則として委託者は自ら設定した信託報酬の額の多寡に関して利害関係を持たない。なぜなら、信託報酬は原則として信託財産から支払われることとされているからである⁵⁷。委託者の設定した信託報酬の額によってもっとも影響を受けるのが委託者自身ではなく（信託財産にもっとも利害関係を有する）受益者であり、しかもそれは信託設定後その存続中長期にわたって影響を与えるという点が、信託報酬に関する問題の特徴である。

米国においても、報酬について信託条項に定めがあることは珍しいことではない⁵⁸。そして、信託条項が受託者の報酬について定めている場合は、受託者はそこに定められた報酬額を受ける権利があるとされている（たとえば統一信託法 708 条 (b)）。この点は、わが国の 54 条 2 項と共通する。この場合、委託者が信託条項において明示した報酬額の定めは、受託者が「合理的」な報酬を受けられるとする法の定めや受託者の報酬の算定方法について規定している法の定め優越する⁵⁹。受託者の報酬額を規定する法の定めはいずれも、信託条項に報酬額の定めがない場合の規定であると考えられている⁶⁰。

しかし他方で、米国において信託条項における報酬額の定めは、絶対的なものとされているわけではない。統一信託法 708 条 (b) は、①受託者の職務が信託設定時に想定されていたものと実質的に (substantially) 異なっている場合、または②信託条項に定められた報酬が非合理的に (unreasonably) 低いか高い場合、裁判所は（信託条項に定められたよりも）高いあるいは低い報酬を認めるとすることができるとしている。すなわち、委託者の設定した信託報酬について、裁判所による審査の余地を認めている。信託財産と受託者との利益相反関係が問題になっている過大な報酬の場面では、信託条項に定められた信託報酬を裁判所が下げることができるという点が注目される。また、米国の判例では受託者が適切に職務を遂行しなかった、あるいは受託者としての義務に違反した場合は、裁判所は報酬を減額するか、あるいは完全に与えないとすることができる⁶¹とされている。

これに対しわが国の信託法は、信託行為に定められた報酬額について裁判所が介入する余地があるかどうかについて、明確に規定していない。では、信託報酬の額について利害を有する受益者は、わが国において信託報酬が過大であると考えられる場合にいかなるアク

ションをとれるだろうか。

第一に、受託者の職務の不履行があった場合、受託者はその履行をするまでは信託報酬を受けることができない(54条4項による民法648条2項の準用)。したがって、受託者が職務を履行しなかったのに信託行為に定められた信託報酬を受け取った場合、それは自己取引の禁止に反する行為として無効となりうるし(31条4項。無効となれば不当利得返還を請求できる)、受託者の忠実義務違反となって、受益者は損害賠償を請求することができる(40条)。

第二に、信託行為に定められた信託報酬の額が、信託設定時からの状況の変化によって現時点では不当なものとなってしまっている場合について、受益者は信託の変更によって適切な報酬額の定めに変更することはできるか。

まず、信託の変更には原則として委託者・受託者・受益者の合意が必要となる(149条1項)が、信託の目的に反しないこと及び受託者の利益を害しないことが明らかであるときは受益者は受託者に対する意思表示によって信託の変更が可能となる(149条3項2号)。しかし、信託報酬の額の定めを減額の方向で変更することは、受託者の利益を害することが明らかであるから、結局は受託者の同意がなければ、信託報酬の定めを変更することはできない。

信託設定後の状況変化で報酬額が不当となったというケースでは、事情変更に基づく裁判所による信託の変更命令(150条)を受益者が申し立てるということも考えられる。しかし、裁判所による信託の変更命令の対象は、「信託事務の処理の方法に係る信託行為の定め」に限定され、信託の内容全般にまで及ぶとはされておらず⁶²、信託報酬の額に関する定めは対象とならないと解されている⁶³。仮に変更命令の対象となると考えても、そもそも信託報酬の定め相当性に関する状況変化について、「信託行為の当時予見することのできなかった特別の事情」があるといえるか自体も問題となりうるであろう。

したがって、信託の変更によって信託行為の額の定めを受益者がコントロールしようとするのは困難であると思われる。

第三に、受益者は信託行為の報酬額の定めについて争うことはできるか。

受益者は、そもそも信託行為の定めに従って受益者としての地位と権利を与えられている者である。すると、受益者は信託行為の定めによって自らの利害に影響が及んでいるとしても、委託者がかかる信託行為を設定した以上、原則としては受益者に信託行為の定め

の妥当性について争う余地はないといえる。しかし、当該信託行為における定めの有効性自体に疑義があるといえるのであれば、その無効を主張することは私法の一般原則から妨げられないと考えられる。

すなわち、信託行為における信託報酬に関する定めが一種の暴利行為として無効であることを、受益者が主張することは可能であろう。信託報酬と類似性を持つとされる委任における報酬に関する民法 648 条においても、受任者の労務に対して報酬が過大であるとみられるときは、裁判所において適当に減額しうると解されている⁶⁴。仮に、信託報酬額に関する信託行為の定めが無効であるとされたとしても、受託者は信託報酬を受けられなくなるわけではない。この場合、当該信託行為においては信託報酬についての定めはないこととなり、54 条 2 項によれば「相当の額」の信託行為を受けられることとなる。この「相当の額」を超えて受け取っていた報酬については、[1] で見たように、その支払いの差止め(44 条)、無効の主張(31 条 4 項)および不当利得返還請求、損失填補請求(40 条 1 項)といったアクションを受益者はとることができるだろう(この場合、通常は受託者から受益者に対する事前の報酬額についての通知(54 条 3 項)をしていないであろうから、その義務違反の問題もある)。結果的には、裁判所によって、信託行為に定められた信託報酬が減額される余地はありうるといえる。

定められた信託報酬の額が過大であるか否かについては、[2] で見た「相当」な報酬額の判断要素が考慮されるべきであろう。ただし、単に「相当」な報酬よりも多いからといった理由で、こうした無効の主張が認められるべきではない。信託行為に定めがある場合は、定めがない場合に「相当」な報酬が支払われるとする 54 条 2 項の規定の適用はないのであり、原則として信託行為の定めが尊重されるべきである。受託者の権限や裁量が狭かったり定型的であったりする信託については、裁判所は他の事例などを参照することである程度信託報酬の額についての相場観を持つこともできようが、受託者の権限や裁量が広い信託においては裁判所が信託報酬の額について実質的な審査を行うことは困難であり、とりわけ信託行為の定めが尊重されることになろう。ただし、それは委託者が独立した判断の下で当該定めを置いている場合に言えることである。

すなわち、信託報酬額の定めの有効性の判断に当たっては、定められた額の多寡だけで判断するのではなく、かかる定めがなされた経緯、具体的に当該定めについて受益者が受託者から独立して判断できていたかという要素も検討されるべきである。すなわち、受託

者が実質的に影響力を及ぼすような状態においてなされた（すなわち、信託行為の定めがいわゆる独立当事者間ではないような関係でなされた）信託行為の定めについては、その有効性が厳しく判断される可能性があるというべきであろう^{65,66}。

わが国において多く見られるいわゆる商事信託においては、一般に信託報酬について受託者は一定の基準に従って受託者が基準設定している場合が多い。そのような場合、それを受け入れるか否かは委託者次第であって、受託者と受益者との間には独立当事者関係がある場合が多いといえそうである。そうであれば、基本的にかかる信託において信託行為で定められた信託報酬の有効性は（それが「相当」な額より高かったとしても）認められるべきであろう。

なお、信託行為において、信託報酬の額をたとえば信託の収入の一定利率と定めている場合、受託者は多額の報酬を受けるために信託の収入を増加させようとハイリスクな投資に手を出すことが考えられ、これは受託者の利益相反の要素を含む定めであるといえる⁶⁷。この場合、実際にハイリスクな投資をすればそれは忠実義務違反と解されるであろうが、（委託者が独立して判断をしてかかる定めを置いている限り）信託報酬の額に関する定め有効性に影響があるとまでは当然には言えないように思われる。

V 「過少」な信託報酬額について

信託行為に報酬額の定めがなされている場合、それが過少であるときに受託者はその増額を求めることができるであろうか。この点について、米国統一信託法 708 条 (b) は、すでにみたように、①受託者の職務が信託設定時に想定されていたものと実質的に (substantially) 異なっている場合、または②信託条項に定められた報酬が非合理的に (unreasonably) 低いか高い場合に裁判所は信託報酬の額を増減できるとしており、裁判所に増額の余地も認めている。しかし、わが国にはかかる規定は存在しない。既にみたように、報酬を適切に支払うことは、受託者による適切なサービスを促すという意味で、信託にとって重要な要素である。米国では、信託報酬が適切な信託管理を実現させるためにはあまりに不当に低い場合には、受託者の適切な慎重さとスキルを得るのに必要な程度に裁判所が信託報酬を増額することができるとする例も見られる⁶⁸。では、わが国ではどのように解

されるか。

まず、もともとの定めが過少である場合については、受託者はその条件を認知したうえで受託者に就任している以上（受託者には就任しないという選択肢もあったはずである）、原則として信託行為の定めに従った報酬額しか受領できないと解されるべきである。〔IV-2〕でも見たように、信託行為に定めがあるのであれば、当該定めがない場合に「相当」の信託報酬が支払われるとする54条2項後段の適用はないと考えられるのであり、したがって「相当」な信託報酬より低い報酬の定めがあっても、「相当」額までその増額を求めるといったことは認められない。

なお、商法512条の適用がある信託においては、たとえ信託行為に報酬額の定めがあっても、同条の規定によって「相当な報酬」を請求することで、実質的にその増額を求めるといことも考えられる（ただし、この場合、信託財産から報酬を受けることはできず、委託者あるいは受益者から受けることになる）。しかし、商法512条の趣旨は、特約がない限り無償とされている契約に基づく行為などを行った場合に、これを商人がした場合にはその営利性から商人の報酬請求権を認めたものであるとされる⁶⁹。したがって、同条は報酬の合意がない場合を想定した規定であって⁷⁰、報酬額の定めが信託契約に存在する場合に同条は適用されないと考えられる⁷¹。

結局、わが国においては、受託者のインセンティブを保つために裁判所の判断で信託報酬の増額の余地を認めるといった解釈は難しいように思われる。その必要があれば、受益者と受託者との合意によって信託の変更を行うべきということになる。

VI 結びに代えて

本稿は、信託報酬に関する問題のうち、特に金額の相当性に対する司法審査の可能性とといった点に着目して検討した。信託報酬はあくまでも提供する受託者としてのサービスの対価であって、その意味では委任報酬などと同じく、本来は通常の契約法理が適用されるべき場面であるといえる。他方で、信託において特別な義務（英米法でいえば信認義務）を負う地位にある受託者が信託財産から信託報酬を受け取ることは、受託者としての義務に抵触するような問題も生む。その意味で、信託報酬は、信託においてはやや特殊な位置

づけにあるといえる⁷²。

もっとも、わが国ではこの問題について先例もなく、また先行研究も乏しく、したがって本稿で縷々検討した内容は筆者の独自の見解であるおそれが多分にある。また、信託報酬については、このほかにも、たとえば受託者の変更の場合の信託報酬の定めの有効性、元本受益者と収益受益者とが存在する場合に、信託報酬を元本（あるいは収益）のみから払うこととした場合の問題など、いくつかの問題がありうるが、本稿では触れることができなかった。

甚だ雑駁な研究に止まっているが、信託報酬に関する議論のきっかけにでもなれば幸いである。

[注]

- 1 能見善久『現代信託法』8頁以下参照。
- 2 後述のように、信託の母国である英国においては、伝統的に受託者は原則として無償とされてきた（わが国も原則は受託者は無償であることについて、〔II -2〕参照）。他方で、米国においては早くから受託者の信託報酬を認めてきた。わが国において初めて信託なる概念が導入された担保付社債信託法の立法に携わった池田寅二郎は、英国では信託無償の原則が支配しているために商事信託の発達が遅れたとの認識の下で、信託報酬を認めた米国における信託会社などの信託ビジネスの興隆に注目している（池田寅次郎「信託法論」法協23巻5号664頁以下、特に668頁。なお、同論文をわが国における信託制度（とりわけ忠実義務）の展開の中に位置づけつつ詳細に紹介するものとして、姜雪蓮『信託における忠実義務の展開と機能』27頁以下）。信託報酬を受けられることが、いわゆる営業信託の本質であることは、このように古くから認識されてきた。
- 3 寺本昌広『逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕』190頁。この場合、受託者の自己取引に関する31条、32条の規制の対象とはなるが、信託報酬に関する54条の規制はかからない。また、信託財産から直接役務の対価を受け取るのではなく、たとえば信託財産の投資先のファンドから何らかの報酬（たとえば投資アドバイス料など）を受け取るといったことも考えられるが、これも本条の信託報酬には該当しないと考えられる。ただし、受託者とそのような関係にあるファンドに投資したことは、信託法30条の一般的な受託者としての忠実義務との関係では問題となりうる。なお、米国の統一信託法（Uniform Trust Code）802条（a）項は、いわゆるプルーデントインベスタールールに反しない限り、受託者が役務を提供しているファンド等に対する信託財産からの投資は当然に受託者の利益相反を構成するものではないとしている。ただし、受益者に対して、かかるファンドから得た報酬の額等について、定期的に開示することが求められている。
- 4 能見・前掲注1・209頁は、信託報酬の中身が単に信託財産管理費用に相当する場合、すなわち名目が信託報酬であってもその実質が費用償還であれば、かかる「報酬請求権」については保存の費用に近いものであって、優先権を認めてもよいとする。
- 5 寺本・前掲注3・191頁。
- 6 54条1項は、信託財産以外から信託報酬を受ける場合について定めていないとも読めるが、そうではなく、信託報酬を受けられる場合は原則として信託財産を原資とすべきことを定めていると読むべきである（後掲〔3〕参照）。
- 7 弥永真生『リーガルマインド商法総則・商行為法〔第2版〕』101頁、北居功＝高田晴仁編著『民法とつながる商法総則・商行為法』226頁以下〔隅谷史人〕。
- 8 弥永・前掲注7・101頁。
- 9 寺本・前掲注3・187頁以下。
- 10 旧信託法においても、学説上はかかる解釈が有力であった。四宮和夫『信託法〔新版〕』47頁注4参照。
- 11 寺本・前掲注3・188頁。
- 12 村松秀樹＝富澤賢一郎＝鈴木秀昭＝三木原聡『概説新信託法』163頁。

- 13 四宮・前掲注 10・297 頁は、信託報酬を支払う旨の「特約アル」場合については、特約を結んだ者および信託財産がこれを負担するとし、「営業トシテ」、あるいは営業のために信託の引受けをすることによって報酬請求権が認められる場合については、第一に委託者、補充的に信託財産がこれを負担するとする。能見・前掲注 1・209 頁は、信託財産から請求できることをデフォルトルールとするべきとする。このほか、信託契約当事者の委託者が負担するべきとする説や、委託者が受益者と重疊的に負担するとする説、第一に信託財産、補充的に委託者がこれを負担するとする説なども見られた（学説について、四宮・前掲注 10・299 頁注 2 参照）。
- 14 寺本・前掲注 3・188 頁、村松ほか・前掲注 12・164 頁注 5。
- 15 寺本・前掲注 3・188 頁。
- 16 寺本・前掲注 3・188 頁。旧信託法においても、受託者が信託財産から信託報酬を受けることは、自己取引の原則禁止を定める旧信託法 22 条の例外を定めたものとされてきた（能見・前掲注 1・208 頁）。
- 17 四宮・前掲注 10・298 頁。
- 18 寺本・前掲注 3・188 頁。
- 19 特に、わが国の多くの信託を受託する信託銀行や信託会社が営業として信託を引き受ける場合、信託報酬の額または計算方法については、信託契約締結時の交付書面に必ず記載しておかなければならない（信託業法 26 条 1 項 11 号、信託業法施行規則 33 条 6 項、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律 2 条 1 項、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則 15 条 6 項）。
- 20 新井誠『信託法〔第 3 版〕』322 頁。
- 21 能見・前掲注 1・209 頁。信託の受託者に限って、他のビジネスの場合とは異なり営業上の利益についての優先権が認められるべき理由はないと考えられよう。
- 22 寺本・前掲注 3・187 頁。旧信託法 35 条について、四宮・前掲注 10・296 頁以下、能見・前掲注 1・208 頁。
- 23 『新版 注釈民法（16）』247 頁以下〔明石三郎〕。
- 24 明石・前掲注 23・248 頁。
- 25 法務省民事局参事官室「民法（債権関係）の改正に関する中間試案」（平成 25 年 3 月）第 41・4（1）。
- 26 See, MARY F. RADFORD, GEORGE GLEASON BOGERT & GEORGE TAYLOR BOGERT, THE LAW OF TRUSTS AND TRUSTEES, § 975 n.2 (rev. 3 rd. ed. 2013) [*hereinafter* BOGERT, TRUST].
- 27 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・神田秀樹・木南敦編『信託法制の展望』130 頁、樋口範雄『アメリカ信託法ノート II』55 頁以下。そのように解しても、当時の英国の受託者は職務の内容も限定されており、また、費用が生じた場合は費用償還請求を受けることができたので損失を被るということはなかった。
- 28 See, BOGERT, TRUST, § 975 n.3. 木南・前掲注 27・136 頁参照。
- 29 能見・前掲注 27・208 頁。
- 30 このような理由を挙げる英国の古い判例として、Robinson v. Pett, 3 P.Wms. 249 at 251 (1734). 木南・前掲注 27・130 頁も参照。

- 31 Cf. *Robinson v. Pett*, at 251.
- 32 このような理由を挙げる米国の古い判例として、*Cook v. Gilmore*, 24 N.E. 524 (1890).
- 33 Cf. BOGERT, TRUST, § 975 n.4.
- 34 英米法における信託報酬の扱いの展開の詳細については、木南・前掲注 27 論文を参照。
- 35 *Robinson v. Pett*, at 251. 木南・前掲注 27・130 頁以下。
- 36 See, BOGERT, TRUST, § 975 n.5-7.
- 37 職業またはビジネスとして信託のマネジメントや管理 (administration) を行っていることをいうとされる (2000 年受託者法 28 条 (5))。
- 38 もともと英国では専門受託者が報酬を受け取る旨の信託条項 (professional charging clause と呼ばれる) が実務上は見られたものの、その有効性については裁判所では厳格に解釈されてきたが、2000 年受託者法はこれを明文で大幅に認めることとした。
- 39 木南・前掲注 27・137 頁以下。
- 40 木南・前掲注 27・144 頁以下。
- 41 むしろ、わが国においては、このような米国をモデルに信託法理を発展させてきたことで、営業信託が信託の中心的な使われ方となってきたとも評価できる。前掲注 2 参照。
- 42 See, John H. Langbein, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, 114 YALE L. J. 929, 940-941 (2005).
- 43 寺本・前掲注 3・188 頁。
- 44 寺本・前掲注 3・188 頁。
- 45 なお、信託行為の当事者である委託者は、これらのアクションのうち、支払いの差し止め (44 条 1 項) および損失填補請求 (40 条) については、信託行為に別段の定めがない限り (145 条 2 項)、なすことができない (ただし、信託管理人または信託監督人の選任を請求する (123 条 4 項、131 条 4 項) ことで対処することは可能である)。信託設定後は、委託者は信託の利益を享受する立場にあるわけではなく、したがって信託報酬の額についても基本的に関心がない立場にある。「お手盛り」防止の趣旨で設けられた 54 条 3 項が、受託者に、(信託行為の当事者である委託者ではなく) 受益者に対して報酬額を通知するよう求めているのは、委託者にはかかる情報についての利害関係が乏しく、アクションを起こすことが期待できない (実際に、信託法上も権限が乏しい) からである。
- 46 寺本・前掲注 3・188 頁。
- 47 See, BOGERT, TRUST § 975 n.28-33.
- 48 わが国においては、受託者が他の者を利用した場合の費用については、費用償還請求 (48 条) の問題となり、信託報酬においては考慮されるべきではないと考えられる。
- 49 統一信託法 708 条コメント (第三次信託法リステイトメント 38 条コメント c (1) を引用)。なお、同コメントは、信託報酬は受託者が実際に提供した役務および実際に引き受けた責任を精査した上で決められるべきであるとした上で、たとえば受託者が他人に職務を代行させた場合には減額要因となり、また、通常ならば専門家に代行させるような特別な技量を要する職務を受託者が自ら行った場合は増額要因となるとする。

- 50 明石・前掲注 23・258 頁。
- 51 明石・前掲注 23・255 頁。
- 52 See, BOGERT, TRUST § 977 n.22-23.
- 53 *Id.*, § 975 n.38-44. たとえばニューヨーク州もそれに属する (N.Y. Surr. Ct. Proc. Act § 2310)。デラウェア州では商業受託者については「合理的」な報酬が支払われるとされる一方で、そうでない受託者についてはデラウェア衡平法裁判所規則によって算定方法が定められている (Del. Chancery Court Rule 132. 年度ごとの信託財産の収入に所定の率をかけたものと信託財産の額に所定の率をかけたものによって構成される)。
- 54 第三次信託法リステイトメント 38 条コメント参照。
- 55 See, J. Sklarz & R. Whitman, *Are Percentage Trust Termination Fees Appropriate?*, 15 PROB. & PROP. 49 at 52 (Nov./Dec. 2001).
- 56 *Cf.* BOGERT, TRUST § 975 n.45-47.
- 57 信託報酬の負担者について明確な定めなかった旧信託法においては、信託契約の当事者である委託者がこれを負担するとする学説も存在した (前掲注 13 参照) が、信託法は信託財産を原資とすることを明確化した。ただし、現在でも特約によって委託者がこれを負担するすることも可能である (寺本・前掲注 3・188 頁)。この場合は、委託者自身が、たとえば信託契約中の報酬に関する条項の無効を主張するということも考えられよう。
- 58 See, BOGERT, TRUST § 976 n.3.
- 59 *Id.*, § 976 n.4. 統一信託法 708 条 (b) 項も、信託条項に信託報酬について定めのない場合に「合理的な」報酬を受託者は受けられるとした同条 (a) 項に優越するものと説明されている (同条コメント)。
- 60 See, BOGERT, TRUST § 976 n.5.
- 61 *Id.* § 980 n.2-35.
- 62 寺本・前掲注 3・344 頁。
- 63 村松ほか・前掲注 12・284 頁注 14。
- 64 明石・前掲注 23・258 頁。委任において、特約された報酬額が減額された例として、東京地判昭和 48 年 10 月 9 日判時 735 号 73 頁、東京地判昭和 53 年 7 月 28 日判タ 372 号 98 頁 (以上 2 件は不動産仲介業者の報酬に関する事例)、大判昭和 10 年 11 月 16 日判決全集 2 巻 24 号 15 頁、大決昭和 2 年 11 月 15 日新聞 2782 号 10 頁 (以上 2 件は弁護士報酬に関する事例)。
- 65 なお、米国においても、信託条項に定められた信託報酬が法外なまでに高く、かつ当該信託条項を定めるにあたって受託者が影響力を行使していた場合には、裁判所は受託者に当該条項に関する交渉における「最大限度の公正さ (utmost fairness)」を証明することを求め、不当な影響や詐欺・強迫がなかったこと、および委託者が独立に、かつ委託者の権利や報酬に関する法的状況についての完全な開示の後に行動したということを受託者が示せない限り、裁判所は報酬に関する定めを排除して、裁判所自身が報酬額を決定する (あるいは法の定めた報酬算定方法に従った金額とする) とされる。See, BOGERT, TRUST § 976 n.6. 委託者と受託者との間の信託設定時の「信認関係」の濫

用があった場合は、裁判所は信託条項に定められた信託報酬を減らすことができるのである（第二次信託法リステイトメント 242 条コメント f）。

- 66 なお、米国において、投資会社の投資顧問は、そのサービスに対する報酬の受領について信託義務を負うものとされている（投資会社法 36 条 b 項）。投資会社法 36 条 b 項の「信託義務」の解釈については、Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management Inc., 694 F.2 d 923 (2 d Cir. 1982) が、報酬があまりに不相応に高額であるために提供されたサービスと合理的関係を有さず、独立当事者間の取引の結果得られたものではありえないような場合に、信託義務違反となるとの判断を示しており、この判断基準は最近の連邦最高裁判決（Jones v. Harris Associates L.P., 130 S.Ct. 1418 (2010). あるミューチュアルファンドの投資顧問に対する運用報酬が他の投資家に対する場合と比べて過大であり、投資会社法 36 条 b 項の信託義務に違反するとしてミューチュアルファンドの株主が投資顧問に損害賠償を求めた事例）で妥当であると判断されている（Jones 判決については清水真人〔判批〕近藤光男 = 志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究【第 2 巻】』182 頁参照）。ここでは、報酬額の相当性と、交渉過程の適正性が問題とされているが、報酬額の相当性については、他の事例との安易な比較をするべきではなく、交渉過程の適正性を前提として投資会社の取締役会の判断を尊重するべきであるとされている。これに対し、Jones 判決の原審である Jones v. Harris Associates L.P., 527 F.3 d 627 (7 th Cir. 2008)（同判決については石田真得〔判批〕近藤 = 志谷編著・前掲書 176 頁参照）は、Gartenberg 判決の基準によらず、報酬額自体の判断をするのではなく、受託者が情報開示を十分に行わなかった場合あるいは欺罔行為を行ったような場合に信託義務違反となるとした。その背後にあるのは、特に投資会社については、投資家は報酬額が不当であると思えば他の投資に乗り換えればよいのであって競争が働き、したがって裁判所が報酬額について判断することは望ましくないとの考え方である。しかし、かかる競争が本当に成り立っているのかについては疑問も呈されている。
- 67 樋口・前掲注 27・275 頁参照。
- 68 See, BOGERT, TRUST § 976 n.23-25.
- 69 滝澤孝臣「有償契約と商法五二二条の適否」銀法 685 号 50 頁。
- 70 滝澤・前掲注 69 は、そこから、請負契約のような報酬の支払いが契約成立要件となっていて報酬に関する合意が当然に存在する有償契約について、商法 512 条を適用して、たとえば請負の工数の増加などに基づく追加の報酬請求は認められるべきではないとする。
- 71 もっとも、たとえば受託者が追加的な職務を行った場合については、それが事務管理に該当するとされれば、事務管理は本来無償であって、信託行為における報酬の定めの対象外と考えられ、商法 512 条によって追加の報酬請求を求める余地はありうるかもしれない。滝澤・前掲注 69・54 頁参照。
- 72 タマール・フランケル（溜箭将之監訳 = 三菱 U F J 信託銀行 Fiduciary Law 研究会訳）『フィデューシャリー——「託される人」の法理論』132 頁以下参照（「契約と信託の混合」と名付けている）。

信託と情報提供

弥 永 真 生

目次

I 日本

1 信託と株式会社との比較

2 受益者

(1) 帳簿等の作成・保存・報告・閲覧等

(2) 通知を受ける権利

(3) 受託者に対する報告請求権

(4) 検査役の選任

(5) 受益証券発行信託における受益権原簿

(6) 他の受益者の氏名等の開示の請求

(7) 受益者集会の議事録 (120 条)

3 委託者

4 利害関係人

5 登記など

II アメリカ

III 信託が株式を保有している場合の受益者の情報請求の可否

1 問題の所在

2 連合王国の場合—Butt v. Kelson

3 コモンウェルス以外の法域における状況

4 日本法の解釈としてはどうか

I 日本

1 信託と株式会社との比較

信託を取り巻く主要な関係者としては、受託者、委託者、受益者及び信託債権者を想定することができる。そして、受託者が情報の開示主体である一方で、委託者、受益者及び信託債権者は情報の受領者として位置付けることができる。

私的な交渉によって情報の提供を受けることを捨象すれば、会社法上、株式会社を取り巻く利害関係者（株主、会社債権者、親会社社員、公衆）は、主として4つの方法の全部または一部によって会社に関する情報の提供を受けることが想定されている。すなわち、本店または支店における閲覧・謄写等、株主総会などの招集通知（及び参考書類）、株主総会などにおける説明等、公告または通知である。さらに、少数株主権として、検査役の選任請求が認められている。

	株主	会社債権者	親会社社員
定款の閲覧等	○	○	裁判所の許可
株主名簿の閲覧等			
新株予約権原簿の閲覧等			
株主総会議事録の閲覧等			
社債原簿の閲覧等			
計算関係書類・監査報告・ 会計監査報告の閲覧等			
会計参与報告の閲覧等			
取締役議事録の閲覧等	○（監査役設置会社または 委員会設置会社の場合 は裁判所の許可）	裁判所の許可	
監査役会議事録／委員会議 事録の閲覧等	裁判所の許可		
会計帳簿の閲覧等	少数株主権		

また、金融商品取引法の下では、有価証券報告書等ならびに有価証券届出書及び目論見書によって、投資者及び公衆に対して情報の開示がなされている。

2 受益者

(1) 帳簿等の作成・保存・報告・閲覧等

1) 作成義務

受託者は、信託事務に関する計算なら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または電磁的記録（信託帳簿）を作成しなければならない（信託法 37 条 1 項）。また、受託者は、毎年一回、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または電磁的記録（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財産状況開示資料。信託計算規則 4 条 4 項）を作成しなければならない（信託法 37 条 2 項）。

限定責任信託の場合には、法務省令で定めるところにより、限定責任信託の会計帳簿を作成しなければならない。また、受託者は、限定責任信託の効力が生じた後速やかに、法務省令で定めるところにより、その効力が生じた日における限定責任信託の貸借対照表を作成しなければならない。受託者は、毎年、法務省令で定める一定の時期において、法務省令で定めるところにより、限定責任信託の貸借対照表及び損益計算書なら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または電磁的記録（貸借対照表、損益計算書（損益計算書を電磁的記録をもって作成した場合における当該電磁的記録を含む）及び信託概況報告ならびにこれらの附属明細書（附属明細書を電磁的記録をもって作成した場合における当該電磁的記録を含む）。信託計算規則 12 条 2 項）を作成しなければならない（信託法 222 条 2 項から 4 項）。

2) 報告義務

受託者は、貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類または電磁的記録を作成したときは、その内容について受益者（信託管理人が現に存する場合にあっては、信託管理人）に報告しなければならない。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（信託法 37 条 3 項）。

限定責任信託の場合には、受託者は、222 条 4 項の書類または電磁的記録を作成したときは、その内容（会計監査人設置信託においては、さらに会計監査報告。252 条 4 項）につ

いて受益者（信託管理人が現に存する場合には、信託管理人）に報告しなければならない。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（222条5項）。

3) 保存義務

受託者は、信託帳簿（37条1項）を作成した場合には、その作成の日から10年間（当該期間内に信託の清算の終了があったときは、その日までの間）、当該書類（当該書類に代えて電磁的記録を法務省令で定める方法により作成した場合には、当該電磁的記録）または電磁的記録（当該電磁的記録に代えて書面を作成した場合には、当該書面）を保存しなければならない。ただし、受益者（二人以上の受益者が現に存する場合にはそのすべての受益者、信託管理人が現に存する場合には信託管理人）に対し、当該書類もしくはその写しを交付し、または当該電磁的記録に記録された事項を法務省令で定める方法により提供したときは、この限りでない（信託法37条4項）。

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または電磁的記録を作成し、または取得した場合には、その作成または取得の日から10年間（当該期間内に信託の清算の終了があったときは、その日までの間）、当該書類（当該書類に代えて電磁的記録を法務省令で定める方法により作成した場合には、当該電磁的記録）または電磁的記録（当該電磁的記録に代えて書面を作成した場合には、当該書面）を保存しなければならない。ただし、受益者（二人以上の受益者が現に存する場合にはそのすべての受益者、信託管理人が現に存する場合には信託管理人）に対し、当該書類もしくはその写しを交付し、または当該電磁的記録に記録された事項を法務省令で定める方法により提供したときは、この限りでない（信託法37条5項）。

受託者は、貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類または電磁的記録（37条2項）を作成した場合には、信託の清算の終了の日までの間、当該書類（当該書類に代えて電磁的記録を法務省令で定める方法により作成した場合には、当該電磁的記録）または電磁的記録（当該電磁的記録に代えて書面を作成した場合には、当該書面）を保存しなければならない。ただし、その作成の日から10年間を経過した後において、受益者（二人以上の受益者が現に存する場合にはそのすべての受益者、信託管理人が現に存する場合には信託管理人）に対し、当該書類もしくはその写しを交付し、または当該電磁的記録に記録された事項を法務省令で定める方法により提供したときは、この限りでない（信託法

37条6項)。

また、限定責任信託の場合については、222条6項から8項に平行な規定が設けられている。

4) 閲覧等に応じる義務

受益者は、受託者に対し、信託帳簿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の処理に関する書類の閲覧または謄写の請求（電磁的記録の場合には、電磁的記録に記録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の閲覧または謄写の請求）をすることができる（信託法 38 条 1 項）。ただし、財産状況開示資料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でもなく当該受益者以外の者の利益を害するおそれのない情報でもない情報について、受益者が同意をしたときは閲覧または謄写の請求をすることができない旨の定めが信託行為にある場合には、当該同意をした受益者（その承継人を含む）は、その同意を撤回することができない（信託法 38 条 4 項）。そして、その同意をした受益者から閲覧または謄写の請求があったときは、財産状況開示資料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及び当該受益者以外の者の利益を害するおそれのない情報を除き、受託者は、これを拒むことができる（信託法 38 条 5 項）。

限定責任信託の場合には、222 条第 2 項または第 7 項の書類の閲覧等に応じなければならない。

5) 株主と受益者との比較

第 1 に、受託者の義務は、財産の管理、処分等を任務とする受託者に対して信託事務の処理及び信託財産に関する記録を作成させることによってその任務が適切に行われることを担保する趣旨であり、後者の受益者、委託者等の権利は、これらの者による受託者の監督を実効的なものとする趣旨によるものである。他方、会社法上は、株主は計算関係書類（連結計算書類を除く）の閲覧・謄写権は与えられているものの、記録に対するアクセスは会計帳簿に限定され、しかも、少数株主権とされている（会社法 433 条）。

第 2 に、帳簿等が作成されない場合には、信託財産に属する財産の内訳も不分明となりかねない上、受益者による受託者の監督も十分に行い難いこととなるおそれがあるため、

帳簿等の作成については、信託行為において、受益者に不利な定め（たとえば、その作成を要しないものとする定めなど）を設けることは許容されない。他方、株式会社については、会計帳簿の作成義務は課されているが（会社法 432 条 1 項）、会社の機関の議事録及び株主名簿等を別とすれば、帳簿・記録の作成義務は規定されていない。

第 3 に、信託法は、信託行為の定めに基づき、受益者が同意をした場合には、一定の範囲で閲覧等請求を認めないこととしている。信託財産の状況に関する書類を作成する基礎となった資料のうち重要なものについては、受益者の監督的権能を確保するため、常に、閲覧等請求の対象とする必要があるが、重要性の低い資料（たとえば、少額の事務用品の購入伝票等）や貸借対照表や損益計算書に相当する書類を作成する基礎とならない資料（たとえば、専門家からの意見書や帳簿の記録材料とならなかった契約書等）については、対象外としてもよいという発想に基づくものである。

(2) 通知を受ける権利

信託行為に別段の定めがない限り、受益者は受託者の利益相反取引（信託法 31 条 1 項、3 項）、受託者の任務終了（信託法 59 条 1 項、60 条 1 項）、信託の変更（信託法 149 条 2 項 2 号）、清算受託者による信託財産の処分（信託法 178 条 2 項、3 項）に際して、それぞれの通知を受ける権利を有する。

また、信託行為の定めによって第三者から受益者となるべき者として指定されていても、自らが受益権を取得したことを知らないことがあり得るため、そのような受益者は、信託項に別段の定めがある場合を除き、受託者からその旨の通知を受ける権利を有する（信託法 88 条 2 項）。

(3) 受託者に対する報告請求権

受益者は、受託者に対し、信託事務の処理の状況なら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（信託法 36 条）。

これは、株式会社の株主は、株主総会において、株主総会の目的である事項に関して、取締役、会計参与、監査役及び執行役に対し、特定の事項について説明を求めることができるにすぎず（会社法 314 条）、このような株主総会における説明義務の履行以外の形で、取締役に対して、報告を請求できないこと（もちろん、取締役・執行役・監査役など一定

の事項につき、株主総会において報告する義務を負っている)と対照的である。

この報告は、信託行為に特段の定めがないかぎり、書面または電磁的記録の形で行うことを要さず、口頭によって行うことができ、それは、受託者の選択に委ねられていると解すべきであろう。

また、報告を求められることができる情報の範囲であるが、少なくとも、信託法 37 条 2 項に定める「貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類又は電磁的記録」(財産状況開示資料)の内容及びその作成に欠くことができない情報その他の信託に関する重要な情報ならびに当該受益者以外の者の利益を害するおそれのない情報(信託法 38 条 4 項)が含まれると考えることが穏当であろう。もっとも、信託法 37 条 2 項にいう財産状況開示資料あるいは 37 条 1 項または 5 項の書類または電磁的記録に記載または記録されており、その閲覧謄写等を受益者がなしうるとされている事項については、それらの情報を参照するように回答すれば、報告義務を履行したと評価できるのかという問題はありそうである。

他方、信託法 38 条 4 項に基づいて、信託行為により、同意した受益者が閲覧謄写等請求できないとされている書類・電磁的記録に含まれている情報を信託法 36 条に基づく報告としては求めることができるのかという点が問題となり得る。信託法 38 条 4 項 1 号の規定からすると、信託に関する重要な情報であれば、閲覧謄写等できるのであるから、閲覧謄写等請求できないとされている書類・電磁的記録に含まれている情報は「信託に関する重要な情報」ではないと解するのが論理的であり、そうであれば、そのような情報については報告を求めることはできないと解しても問題はないことになりそうである。

また、信託法 37 条 1 項、2 項または 5 項の規定に基づき、作成された書類または電磁的記録に「現実に」記載または記録されていない情報について報告を求めることができるかという問題も想定できるが、信託法の下で、記載または記録しなければならない情報については報告を求めることができると解される。

(4) 検査役の選任

受託者の信託事務の処理に関し、不正の行為または法令もしくは信託行為の定め違反する重大な事実があることを疑うに足りる事由があるときは、受益者は、信託事務の処理の状況なら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調査させるため、裁判所に対し、検査役の選任の申立てをすることができる(信託法 46 条)。受益証券発行

信託の場合（213条1項4号及び3号）を除き、単独受益権とされている。また、申し立てた受益者以外の受益者にも、報告があった旨を通知しなければならない。

他方、会社法の下では、検査役の選任請求権は、少数株主権とされ（会社法358条1項）、申し立てた株主以外の株主には報告があったことは通知されない（会社法358条7項）。

受益証券発行信託の場合を除き、検査役選任の申立てができることされており、単独受益権とされているのは、受益者の数が少ないことが一般的だからかもしれないが、そうであれば、会社法上、公開会社以外の会社について、一定款に別段の定めをすることはできるものの少数株主権とすることが立法論として合理的なのかという疑問が生じてくる。

他方、受益証券発行信託の場合に、単独受益権とされていないことについては、やや懸念が残るという見方も可能かもしれない。なぜなら、会社法の下では、少なくとも、公開会社においては、取締役会や監査役などによる業務執行者の監督・監査が想定されており、株主が自ら監督是正権を行使する必要性が典型的に乏しいのに対し、受益証券発行信託の場合にはそのような仕組みが当然には組み込まれていないからである。

もっとも、(3) でみたように、報告請求権が受益者には認められ、また、何よりも、(1) 4) でみたように、受益者は、受託者に対し、信託帳簿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の処理に関する書類の閲覧または謄写の請求（電磁的記録の場合には、電磁的記録に記録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の閲覧または謄写の請求）をすることができ（信託法38条1項）、受益者が同意をしたときであっても、「財産状況開示資料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」を広く解すれば、受益者は自ら閲覧等でき（しかも、補助者を用いることが妨げられないのだとすれば）、検査役の選任申立てができなくとも、情報の入手に支障はないといえるのかもしれない。

(5) 受益証券発行信託における受益権原簿

受益証券発行信託の受託者は、受益権原簿をその住所（当該受託者が法人である場合（受益権原簿管理人が現に存する場合を除く。）にはその主たる事務所、受益権原簿管理人が現に存する場合にあってはその営業所）に備え置かなければならない（信託法190条1項）。そして、委託者、受益者その他の利害関係人は、受益証券発行信託の受託者に対し、受益権原簿が書面をもって作成されているときは、当該書面の閲覧または謄写の請求を、

受益権原簿が電磁的記録をもって作成されているときは、当該電磁的記録に記録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の閲覧または謄写の請求をすることができる（信託法 190 条 2 項）。

ただし、各受益権に係る受益者（無記名受益権の受益者を除く）の氏名または名称及び住所ならびにその受益者が各受益権を取得した日（当該信託行為において特定の内容の受益権については受益証券を発行しない旨の定めのない受益権に係るものに限る）について閲覧等の請求があった場合において、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（信託法 190 条 4 項）。

(6) 他の受益者の氏名等の開示の請求

信託に関する受益者の権利の中には、受益者が複数の場合には原則として受益者全員の合意が必要となる事項があるから、これらの権利行使に当たって他の受益者の氏名等の開示の請求をすることができることは、権利行使を望む受益者にとって便宜であり、受益者の保護にもかなうと考えられるためである。もっとも、信託行為の定めによって排除できるとされており、株主名簿については、株主及び債権者（ならびに、裁判所の許可を得て、株式会社の親会社社員）が閲覧等を請求できる（会社法 125 条）とされているのと対照的である。なお、受益証券発行信託における受益権原簿については、閲覧等を排除できないとされており、株主名簿の閲覧等と平行な規律がなされている。

(7) 受益者集会の議事録（120 条）

105 条 2 項は、同条 1 項ただし書の場合において、「信託行為に受益者集会における多数決による旨の定めがあるときは、次款の定めるところによる。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」と定めている。そして、信託法 92 条 22 号は受益権原簿の閲覧等のみを強行的に保障しており、受益者集会の議事録の閲覧等を明示的に認めている条文はない。そこで、受益者集会の議事録は信託法 37 条 5 項の書類にあたるのか、あたるとしても、その閲覧等を信託行為で排除できるのか（信託法 38 条 5 項）という問題がある。もっとも、38 条 5 項によって閲覧等を排除できる場合でも、36 条により報告を請求できる（前述（3））から受益者保護の観点からは問題はないという反論は想定できる。

3 委託者

委託者は、受託者に対し、信託事務の処理の状況なら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（信託法 36 条）。

また、貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類または電磁的記録（37 条 2 項）の閲覧もしくは謄写の請求または電磁的記録に記録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の閲覧もしくは謄写の請求を受託者に対して請求することができる（信託法 38 条 6 項）。限定責任信託の場合は、222 条 3 項及び 4 項の書類（会計監査人設置信託においては、さらに会計監査報告。252 条 4 項）について請求できる。

さらに、信託行為の定めにより、信託帳簿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の処理に関する書類もしくは電磁的記録の閲覧もしくは謄写の請求または電磁的記録に記録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の閲覧もしくは謄写の請求を受託者に対して請求することができることとすることができる（信託法 145 条 2 項 5 号）。

以上に加えて、受益証券発行信託においては、受益権原簿の閲覧等請求ができる（信託法 190 条 2 項）。

4 利害関係人

貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類または電磁的記録（37 条 2 項）の閲覧もしくは謄写の請求または電磁的記録に記録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の閲覧もしくは謄写の請求を受託者に対して請求することができる（信託法 38 条 6 項）。限定責任信託の場合は、222 条 3 項及び 4 項の書類（会計監査人設置信託においては、さらに会計監査報告。252 条 4 項）について請求できる。

利害関係人は、信託財産の状況に関する書類のみを閲覧等できるとされており、これは、株式会社の計算書類を会社債権者が閲覧できるとされていることとほぼ平行である。また、利害関係人は、受益証券発行信託における受益権原簿の閲覧等請求ができるとされている（信託法 190 条 2 項）。

利害関係人にどのような者が含まれるかは解釈に委ねられている（6 も参照）。信託債権

者はこれに含まれるのが一般的であろうが、会社債権者に比べると得られる情報が少ないように思われる。これは、信託債権者は、法形式としては受託者の債権者なので、受託者が株式会社である場合には、債権者が、会社法上有する権利（計算書類などの閲覧等請求）を受託者に対して主張することができるからなのかもしれない。もっとも、これは、限定責任信託の場合には必ずしも妥当しない根拠である。

5 登記など

信託法 232 条以下では、限定責任信託の登記について規律が設けられており、限定責任信託については、一定の情報が提供されることとなっているが、登記から得られる情報は最低限のものということができる。また、会社法と異なり、一般公衆を主たる利用者として想定される公告などもほとんど要求されていない。たとえば、会社法上は、有価証券報告書提出会社を除き、株式会社は、貸借対照表（大会社は、さらに損益計算書）の公告等が要求されているが（会社法 440 条）、信託については、そのような規律は設けられていない。合同会社と横並びという発想であろうか。

6 積極的情報提供義務

受託者は、信託法 37 条 2 項に定める「貸借対照表、損益計算書その他の法務省令で定める書類又は電磁的記録」（財産状況開示資料）を作成したときは、その内容について受益者（信託管理人が現に存する場合にあっては、信託管理人）に報告しなければならないのが原則であるが、信託行為に別段の定めを設けることによって、この報告義務を免除または軽減することができる（信託法 37 条 3 項）。なお、この場合であっても、受益者から内容について報告が求められた場合には報告義務を負うし（36 条）、受益者は利害関係人にあたるので、37 条 2 項の財産状況開示資料の閲覧謄写等を請求できる（38 条 6 項）。

しかし、委任の受任者は委任者の請求がなくとも、自ら報告または説明する義務（積極的情報提供義務）を負う場合があると解されている（最判平成 25・4・16 民集 67 卷 4 号 1049 頁）とは対照的に、信託法 37 条 3 項に基づく報告義務を別とすれば、信託行為に別段の定めがある場合は格別、原則として、受益者などからの請求を受けることなく、受託者

は報告する義務を負わないと解される。このように解することが、信託法 36 条及び 37 条 3 項を併せて読むと自然であるし、委任の場合と異なり、信託の場合には、受益者または委託者の事務処理の方針を判断させることが適当であるとされる場合は例外的だからである。

もっとも、このように考えると、信託行為の定めにより指図権者が指定されており、その指図権者の定める方針に従って信託事務処理を行わなければならない場合には、当該指図権者に対して積極的情報提供義務を負う場合があると解すべきなのではないかとも考えられるが、積極的情報提供義務が信託行為に定められていない場合にはそのような義務はないと解することにも一理あるように思われる。

II アメリカ

受託者の信認義務には、受益者に対して情報を提供する義務が含まれていると解されている。その義務の範囲は信託行為と準拠法によって定まる。

Restatement of the Law, Second, Trusts の 172 条は、受託者は、信託の管理運用に関して明瞭かつ正確な計算書を作成し、提供する義務を受益者に対して負う旨を定めている。そして、信託財産の性質と量ならびにそれについての管理運用を詳細に示す計算書を作成する義務を受託者は負うとされ（コメント a）、受益者は、適切な手続き（a proper proceeding）により、信託の管理運用の計算書を適切な裁判所に提供することを強制することができる。そして、多くの州では、受託者は、定められた間隔ごとに計算書を適切な裁判所に承認のため提供しなければならないとされている。現在、収益または元本の支払いを受ける権利を有する者のみならず、将来、収益または元本を受領することができる受益者、その受益権が条件付きである受益者も受託者を強制することができる（コメント c）。

173 条は、受託者は、受益者の求めに応じて、合理的な時期に、信託財産の性質と量につき完全かつ正確な情報を提供する義務を負い、信託の目的および信託に関する計算書、帳票その他の文書を閲覧することを受益者または受益者によって権限を与えられた者に認める義務を負うとする。もっとも、受託者が自己の計算で自己の防御のために取得した情報を提供することは要しない（コメント b）。信託証書の定めにより、受託者が提供する情報の量及び提供の頻度を定めることはできるが、受益者は、信託の下での権利を行使し、信

託違反を防止しまたは救済を求めるために合理的に必要な情報をいつでも得る権利を有する（コメント c）。受益者からの求めがなければ、通常、受託者は情報を提供する義務を負わないが、利益相反取引を行う場合には、受益者に対して、受託者が知り、または知るべきであった、受益者の利害に影響を与える全ての重要な情報を知らせる義務を負う（170条2項）。利益相反取引を行う場合でなくとも、受益者が知らないということを知っており、受益者の権利に関して第三者と取引をする（たとえば、受益権の譲渡）にあたって受益者の保護のために受益者が知っておくことが必要な、受益者の権利に重要な影響を与える事実を、受益者に知らせる義務を負う（コメント d）。

なお、情報提供義務に関する州法間の統一を図ろうという試みはなされてきたが、おおむね失敗に終わってきたといわれている。そして、歴史的に、受益者に対する情報開示は、受託者が善意で行為していることのしるしの1つであると理解されてきた。そして、情報を開示しないことは、補償請求（surcharge action）にさらされるリスクを高めると指摘され、情報の開示時が出訴期間の起算点となることがあるし、統一信託法典が定める、受託者の責任にとって有利な規定の適用には情報の開示が条件とされていることがある。

また、統一信託法典 813 条は、受託者は、信託の管理運用及び受益者の利益を守るために必要な重要な事実について合理的に情報を提供する義務を定めている（a 項）。そして、受託者は、受益者の求めがあったときは、直ちに、信託証書の写しを交付しなければならない。また、受託者に就任してから 60 日以内に就任の事実、受託者の氏名・住所・電話番号を、撤回不能信託の設定を知ったとき、あるいは、従来、撤回可能信託であったものが撤回不能となったときから 60 日以内に信託の存在、委託者の身元、信託行為の写しを求める権利、受託者の報告を求める権利を、事前に受託者の報酬の算定方法または率を変更することを、それぞれ、受益者に通知しなければならない（b 項）。受託者は、信託収益または元本の受領者その他請求をした受益者に対して、少なくとも 1 年に 1 回及び信託の終了時に、受託者の報酬の源泉及び額、信託資産のリスト、可能な場合には、それぞれの市場価値を含む、信託財産、負債、受け取り、支払いの報告を送付しなければならない。共同受託者が存在する場合を除き、受託者が不在となったときは、前受託者が報告を受益者に送付しなければならない（c 項）。本条の下で提供することが要求されていない限り、受益者は、受託者の報告その他を受ける権利を放棄することができる。受益者は、将来の報告その他の情報に関して、事前になした放棄を撤回することができる（d 項）。

Ⅲ 信託が株式を保有している場合の受益者の情報請求の可否

1 問題の所在

信託財産にある株式会社の株式（A 会社）が含まれている場合に、当該信託の受益者は、A 会社の計算書類あるいは会計帳簿にアクセスできるか。

すなわち、

①受託者が A 会社から定時株主総会の招集通知に際して提供を受けた、あるいは閲覧謄写等により得た計算関係書類を受益者は 38 条 1 項に基づき閲覧謄写等できるのか

②かりに、38 条 4 項の合意があった場合にはどうか

③受益者が受託者に対して A 会社の会計帳簿資料閲覧等請求をすることを求めることができる旨を信託行為に定めることはできるか

④受益者は受託者が有する A 会社の会計帳簿資料閲覧等請求権を代位行使する余地はあるのか

⑤代位行使によらずに、受益者固有の権利として、会計帳簿資料閲覧等請求を A 会社に対して求める余地はないのか

などの問題が想定できる。

2 連合王国の場合—*Butt v. Kelson*

コモンローの下では、会社の社員は会計記録を閲覧する (inspect) 権利を有していないとされており (*R v. Merchant Taylors Co.* (1831) 2 Barnewall & Adolphus' King's Bench Reports 115; *Edman v. Ross* (1922), 22 S.R. (N.S.W.) 351; *Lonrho Ltd. V. Shell Petroleum Ltd.* [1980] 1 WLR 627; *Murray's Judicial Factor v. Thomas Murray and Sons (Ice Merchants) Ltd.* [1993] BCLC 1437)、会社 (標準定款) 規則 (The Companies (Model Articles) Regulations 2008, SI 2008/3229) が定める私会社の標準定款 (Schedule 1) の 50 条は、「法に別段の定めがあるか、取締役または会社の普通決議によって認められない限り、何人も、単に社員であるというのみでは、会社の会計その他の記録または文書を閲覧 (inspect) する権限を有しない。」と定め、公開会社の標準定款 (Schedule 3) の 83 条も同様に定めてい

る。

また、私会社の標準定款の23条は、「法により求められる場合を除き、何人も信託に含まれる株式を保有しているものとは会社によって認められず、法または定款に別段の定めがない限り、株式についての保有者の絶対的な所有権及びその株式に含まれているすべての権利以外のほかは、会社は株式に対するいかなる権利 (interest) にも拘束されず、また会社は認めない。」と定め、2006年会社法126条も明示的信託、黙示的信託または擬制信託であるとを問わず、一切の信託に係る通知は、イングランド及びウェールズまたは北アイルランドで設立登記された会社の社員名簿にはこれを記載しないものとし、登記官も受領することができないものとする。」と規定している。

他方、支配権を有するような持分が信託に属している場合には、受託者には会社についての情報と文書を入手することが期待されていると考えられている (See *Re Lucking's Will Trusts* [1968] 1 WLR 866; *Bartlett v. Barclays Bank Trust Co. Ltd. (No.2)* [1980] 2 WLR 430)。

そして、*Butt v. Keslon* [1952] Ch 197において、*Romer* 判事は、受益者が会社の文書を閲覧することを望み、それに相当 (proper) の理由があり、他の受益者からの反対がないときには、受益者は会社の文書を閲覧することが許されるべきであると判示した。これは、取締役が取締役としての資格で強制されうるというのではなく、受託者である取締役が閲覧を認めさせるために議決権を行使することを強制されることを避けるためであると説明されていた。すなわち、原則として、受託者である取締役に取締役としての権限を、受益者のために行使することを求める権利を受益者は有しない。しかし、信託財産である株式に関しては、受益者は株主名簿上の株主であるかのように取り扱われる権利を有するとされた。

3 コモンウェルスの他の法域における状況

ジャージーでは、*Re Representation of Herminia Uberti* 判決 (5 December 1990, unreported. Also known as *Re Lombardo Settlement*, Royal Court of Jersey)¹は、信託財産に含まれる持分の発行会社の計算書を提供することを受託者に命じた。ガンジー島においても、*Bathurst v. Kleinwort Benson (Channel Islands) Trustees Ltd. et al.* 判決 (Judgment

38/2004)²において、同様の判示がなされている。結論としては、相当の理由がないとして認められなかったものの、ケイマン諸島法を準拠法とする場合について、*In the Matter of the Akram Ojeh Trust* 事件判決（In the Grand Court of the Cayman Islands, Cause 288 of 2005, (1992-93) Cayman Islands Law Reports 348）も、*Butt v. Kelson* 事件判決を踏襲している³。

これに対して、*Butt v. Kelson* 事件判決の射程は、受託者が株主兼取締役である場合に限定されるという見解も有力であり⁴、また、受益者は、信託が存続する限り、受託者の裁量を制約できないとする *Re Brockbank* [1948] Ch 206 を前提として、*Re Kirkpatrick (deceased)* ; *Burns v. Steel and others* [2005] NZHC 469 において *Randerson* 判事は同様の見解を示している。

4 日本法の解釈としてはどうか

①については、「信託事務の処理に関する書類又は電磁的記録を…取得した場合」にあたるのではないか。

②についても、計算関係書類は4項各号に該当するのではないか、したがって、受託者は拒むことはできないのではないか。

③については、受益者が委託者に指示を与えることができるのか、できるとしたらどの範囲なのかという一般的問題に帰着すると考えられる。そして、信託財産の管理又は処分に関して受託者に対し指図を行う権利（指図権）を信託契約により委託者又は受益者に付与することができるという理解されていることに鑑みると（信託業法2条3項1号・65条）、このような条項は有効であるということになるのではないか。

他方、受益者は受託者が有するA会社の会計帳簿資料閲覧等請求権を代位行使する余地はあるのかという点については、債権者は、自己の債権を保全するため、債務者に属する権利を行使することができる（民法423条1項本文）とされており、信託法2条7項によれば、受益権は「この法律において「受益権」とは、信託行為に基づいて受託者が受益者に対し負う債務であって信託財産に属する財産の引渡しその他の信託財産に係る給付をすべきものに係る債権（以下「受益債権」という。）及びこれを確保するためにこの法律の規定に基づいて受託者その他の者に対し一定の行為を求めることができる権利をいう」と

されており、受益者は受託者との関係では債権者であると位置付けられる。会計帳簿資料閲覧等請求権は「債務者の一身に専属する権利」（民法 423 条 1 項ただし書き）にはあたらないのではないか。その上で、「債権を保全するため」といえるかが問題となりそうである。

かりに、会計帳簿資料閲覧等請求権を代位行使できると解するのであれば、無資力要件は課さなくてもよいのではないか。能見善久教授は、旧信託法の下で、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」とされていたが⁵、植田淳教授は、無資力を要件としない債権者代位権の行使が認められるとする⁶。

受益者は株主ではなく、かつ、株主名簿に株主として記載・記録されていない以上、会社に対して、株主であることを対抗できないとすれば、⑤代位行使によらずに、受益者固有の権利として、会計帳簿資料閲覧等請求を A 会社に対して求める余地は通常はないと解されよう。もっとも、受益者を会社法上「株主」と解する余地はないか、法人格否認のような発想はできないか、信託（あるいは受託者）と会社との人格が異なることを会社は受益者に対抗できないと解すべき場合はないのかなどは考察に値する。

[注]

- 1 The Jersey Law Commission, *Consultation Paper No.1 (Feb 1998) - The Rights of Beneficiaries to Information Regarding a Trust*, footnote 29.
- 2 [http://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=bathurst%20v.%20kleinwort%20benson%20\(channel%20islands\)%20trustees%20ltd&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.guernseybar.com%2Fharrierattachments%2FJt%252038%2520Bathurst%2520v%2520KBCI%2520and%2520others%2520inc%2520Addendum%252014.09.04.doc&ei=BWA8UeTXCOjxmAW4nIDABw&usg=AFQjCNFdTjKowUdJTT5pEZQzeQ6PxfjJZA&bvm=bv.43287494,d.dGY](http://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=bathurst%20v.%20kleinwort%20benson%20(channel%20islands)%20trustees%20ltd&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.guernseybar.com%2Fharrierattachments%2FJt%252038%2520Bathurst%2520v%2520KBCI%2520and%2520others%2520inc%2520Addendum%252014.09.04.doc&ei=BWA8UeTXCOjxmAW4nIDABw&usg=AFQjCNFdTjKowUdJTT5pEZQzeQ6PxfjJZA&bvm=bv.43287494,d.dGY)>
- 3 For details see John Mowbray, *et al.*, *Lewin on Trusts*, 18th ed., Sweet & Maxwell, 2007, 23-63.
- 4 David Hayton, Paul Matthews and Charles Mitchell, *Underhill and Hayton Law of Trust and Trustees*, 18th ed., Butterworths, 2010, 66.26.
- 5 能見善久『現代信託法』179頁（有斐閣、2004年）。
- 6 植田淳「改正信託法の下での受益者の権利」神戸外大論叢 61巻5号 21頁以下（2010年）。

信託を用いた株式の議決権と
経済的な持分の分離

白 井 正 和

目次

- I はじめに
- II 信託の紹介
 - 1 事業承継信託
 - 2 持合解消信託
 - 3 本稿の問題意識
- III エンプティ・ボーディングをめぐる議論
 - 1 エンプティ・ボーディングの概要
 - 2 エンプティ・ボーディングの具体例
 - 3 エンプティ・ボーディングをめぐる議論の状況
 - (1) エンプティ・ボーディングの弊害
 - (2) エンプティ・ボーディングを通じた企業価値の向上
 - (3) エンプティ・ボーディングに対する規制の現状と学説上の見解
- IV 議決権と経済的な持分の分離がもたらす問題と問題への対処法
 - 1 総論
 - 2 事業承継信託と会社法上の問題
 - (1) エンプティ・ボーディングとの比較
 - (2) 考えうる対処法
 - 3 持合解消信託と会社法上の問題
 - (1) エンプティ・ボーディングとの比較
 - (2) 考えうる対処法
- V おわりに

I はじめに

会社法学における伝統的な理解からは、株主に議決権が与えられることの正当化根拠について、残余権者である株主には、会社の限界損益の帰属主体として、会社の価値をできるだけ高めようとするインセンティブが存在する点が指摘されることが多い¹。すなわちそこでは、株主が残余権者として株式に関する経済的な持分（economic ownership）を有することが、株主による議決権行使を正当化するための前提であると理解されている²。

ところが、近年ではわが国でも、信託の仕組みを利用することで、株式の議決権と経済的な持分とを分離し、異なる主体に帰属させようとする動きを観察することができる。具体的には、事業承継信託と呼ばれる信託商品や持合解消信託（株式流動化信託と呼ばれることもある）と呼ばれる信託商品の仕組みを利用することで³、信託契約の定めに基づき、信託財産である株式の議決権行使を指図する権限を有する者（指図者）は、自らは株式に関する経済的な持分を必ずしも有することなく、当該株式に関する議決権行使を指図することが可能となる。これらの信託は、わが国の企業が今日直面する問題を解決するための一定の合理的な必要性に応じて考案されたものではあるが、会社法の観点からは、信託財産である株式の発行会社のガバナンス上、問題がないとはいいい切れない場面も（少なくとも理論的には）存在する⁴。

そこで本稿では、事業承継信託および持合解消信託の内容を紹介するとともに、これらの信託の仕組みがもたらしうる会社法上の問題（株式の議決権と経済的な持分の分離が株式の発行会社のガバナンスにもたらしうる問題）について検討し、問題への対処法を模索することを目的とする。具体的には、会社法の分野で近年盛んに議論されているエンブティ・ボートイング（empty voting）と呼ばれる現象とその問題点の指摘、学説から提案されている代表的な解決策について紹介し⁵、そこから得られた示唆に基づきながら、これらの信託の会社法上の問題について検討を試みる⁶。

II 信託の紹介

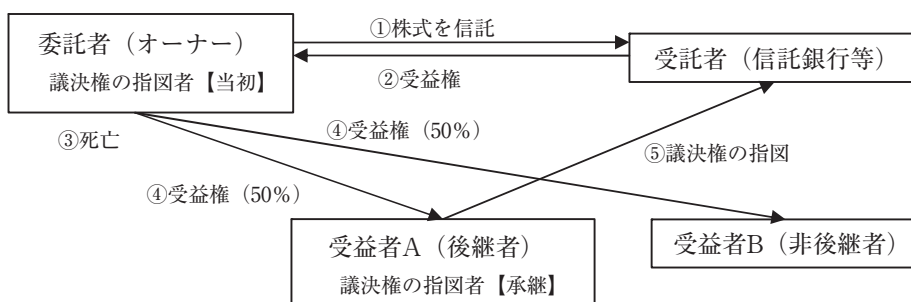
1 事業承継信託

事業承継信託とは、端的には、株式（典型的には中小企業において会社支配権を有するような規模の大きな株式）の相続に際して信託の仕組みを利用することで、事業の非後継者にも相続株式の信託により生じる受益権（の一部）を相続させるとともに、事業の後継者に当該株式に関する議決権行使の指図権を集中させることで⁷、安定的な事業承継を可能にする仕組みをいう。事業承継信託の仕組みを利用することで、オーナー経営者が保有している相当数の株式が相続に伴い分散することにより、株主総会における円滑な意思決定等が阻害され、経営の継続性に支障をきたしうるといった問題を防止できることが指摘されている⁸。

図1の例を参照しながら、事業承継信託の仕組みを（本稿の問題意識との関係で必要な限りにおいてではあるが）確認する⁹。オーナー経営者である委託者は、受託者（通常は信託銀行）との間で、保有する株式を信託するとともに、自らを当初受益者とし、その死亡によりAおよびBにそれぞれ50%ずつの受益権を承継させる旨の信託契約を締結する。その際に、信託契約において、信託財産である株式の議決権行使の指図者について、自らの生存中は自らを指図者とし、その死亡後はAのみを指図者とする旨の定めを設ける¹⁰。その結果、委託者が保有していた株式に関する議決権はすべてAが単独で行使について指図できることになり、委託者からAへの安定的な事業承継が可能となる¹¹。

こうした事業承継信託の仕組みは、株式の分散を防ぎ、事業の後継者に株式の議決権を

【図1】

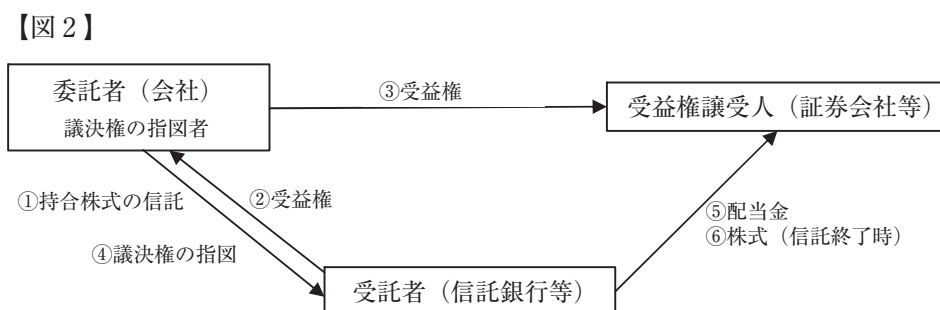


承継させることを可能にするという点で、オーナー経営者から後継者への安定的な事業承継という、わが国のとりわけ中小企業が今日直面する問題に対する有効な解決策の1つとなりうるものと評価できる。したがって、事業承継信託の仕組みは、単にオーナー経営者のニーズに合致するというだけでなく、社会経済的な観点からも一定程度は望ましいと評価する余地のあるものであろう¹²。もっとも、事業承継信託の仕組みを利用することで、受益者の一部だけに（さらに信託の仕組み次第では受益者以外の者に）、信託財産である株式に関する議決権行使の指図権を与えることが可能になる点は、会社法の観点からは必ずしも評価が容易ではない。この点を評価するに当たっては、信託財産である株式の議決権と経済的な持分の分離という現象を、会社法上どのように評価したらよいかという問題に正面から取り組まなければならないからである。

2 持合解消信託

持合解消信託とは、端的には、持合株式を保有する会社（持合株主）が、同株式の発行会社に対する議決権は維持・確保しつつ、持合株式の価格変動リスクを免れるための仕組みとして信託を利用するものということができる。わが国で伝統的に行われてきた株式の持合いには、持合株式を保有する会社にとっては、株価下落に伴う減損の発生や評価差額金による純資産額の変化など、無視できない財務上のリスクを抱え込むことを強られる側面も否定できない¹³。こうした中、近年では、持合株式の発行会社との信頼関係を損なうことなく、株式の持合いに伴う財務上のリスクを大幅に軽減する手段として、信託を活用する動きが観察され始めている¹⁴。

図2の例を参照しながら、持合解消信託の仕組みを（本稿の問題意識との関係に必要な



限りにおいてではあるが) 確認する¹⁵。持合株式を保有する会社は、委託者として受託者との間で信託契約を締結し、保有する持合株式を信託して受益権を取得した後、当該受益権を証券会社等に譲渡し、証券会社等から受益権譲渡の対価を取得する。その際に、信託契約において株式の議決権行使の指図者を委託者と定めることにより、信託財産である株式の議決権は、委託者である会社（持合株主）の指図に基づき受託者である信託銀行等が行使する。その一方で、受託者が受領する配当金等は受益者である証券会社等に帰属し、信託終了時には信託財産である株式は受益者である証券会社等に移転する。以上の仕組みを通じて、委託者である会社は、信託財産である持合株式の議決権を保持するとともに、譲渡した受益権に相当する価値をオフバランス処理することが可能となる。

以上の持合解消信託の仕組みを利用することで、委託者である会社（持合株主）の観点に立てば、信託期間中の持合株式の議決権の保持を通じた発行会社との関係の維持・強化という、これまで株式の持合いのメリットとして理解されてきた内容を確保しつつ、株価変動リスクの排除や資産の圧縮等を通じて、持合株式の保有に伴う財務上のリスクを大幅に軽減することが可能となる¹⁶。そのことからすれば、持合解消信託の仕組みは、持合株式を保有する会社にとっては、（とりわけ市場全体または業界全体の株価が下落傾向にある場合には）少なからぬメリットをもたらすものと評価できそうである¹⁷。

もっとも、このような持合解消信託が委託者である会社にもたらすメリットは、実質的にみれば、委託者が信託財産である持合株式の価格変動リスクをヘッジしつつ、議決権行使を指図する権限を確保する点に基づくものであると評価することができそうである¹⁸。すなわち持合解消信託の仕組みは、残余権者としての地位を失っている委託者に対して、議決権行使を指図する権限を確保させる仕組みであるということもできる。そのため、持合解消信託を会社法の観点から評価するに当たっては、信託財産である持合株式の議決権と経済的な持分の分離という現象を、会社法上どのように評価したらよいかという問題に正面から取り組む必要がある。

3 本稿の問題意識

事業承継信託にしても持合解消信託にしても、わが国の企業が今日直面する問題を解決するための一定の合理的な必要性に応じて考案されたものであり、その仕組みを利用する

ことで、いずれも利用者である委託者に一定のメリットをもたらすことを可能にする¹⁹。そのため、信託手数料の額次第であるのかもしれないが、わが国でこれらの信託の仕組みが今後より一層利用されるようになる可能性も十分にあるように思われる。

もっとも、いずれの仕組みも、信託を利用することで、信託財産である株式の議決権と経済的な持分の分離が生じる点にその重要な特徴があると考えられることには留意する必要がある。すなわち、委託者が望むメリットを実現可能にする主な要因は、信託を利用した株式の議決権と経済的な持分の分離にある。そのため、会社法の観点からは、信託財産である株式の議決権と経済的な持分の分離という現象を、会社法上どのように評価したらよいかという問題に取り組むことが求められる。

確かに、これらの信託の仕組みそのものが会社法の規定に正面から違反するか（そのため一律に禁止されなければならないか）と問われれば、少なくとも形式的には、会社法の規定に正面から違反するという事はなさそうである。事業承継信託においても持合解消信託においても、信託財産に当たるものは株式そのものであり（すなわち会社との関係では受託者が「完全な」株主となるのであり²⁰）、株式のうち議決権のみを取り出して信託しているわけではないからである²¹。

しかし、たとえ形式的には会社法の規定に違反しないとしても、これらの信託について会社法の観点から何らの対処も不要であると考えてよいのだろうか。

まず、事業承継信託についてみれば、事業の後継者（指図者）である受益者とそれ以外の受益者との間で何らかの紛争が生じた場合には、たとえばそれまで配当が行われていた株式について以後は配当をゼロとし、その分の利益を多額の役員報酬の形で取締役（指図者は事業の後継者であるため、信託財産である株式の発行会社の取締役の地位に就いていることが通常であろう）だけが享受することを認めるような議決権行使の指図も、少なくとも理論的には可能である²²。さらには、それを正当化する十分な資金ニーズ等がないにもかかわらず、指図者が自らに対して大規模な株式の有利発行をすることを認めるような議決権行使の指図も可能であろう。こうした場面において顕著にみられるように、事業承継信託の仕組みには、指図者の議決権行使の指図を通じて、当該信託における他の受益者の利益を害するような議決権行使の危険が認められる²³。

また、持合解消信託についてみれば、委託者（指図者）である持合株主は、持合解消信託の仕組みを利用することで、議決権行使の結果生じうる株式の価格変動リスクを無視で

きるようになるため、企業価値の向上を阻害する、または企業価値を下落させるような議決権行使の指図を促す側面があることは否めない²⁴。たとえば、敵対的買収の脅威に直面した持合株式の発行会社の取締役会が、買収を阻止するために株主総会決議を通じて買収防衛策を導入しようとする場面において²⁵、導入の結果として当該会社の株価が大幅に下落することが見込まれるとしても、持合解消信託を利用している持合株主としては、持合株式に関する価格変動リスクは負わない以上、当該発行会社（の取締役会）との関係を重視することで、たとえそれが当該会社における株主一般の利益を害する場合であっても、買収防衛策の導入に賛成する議決権行使を指図する行動に出る可能性は容易には否定できない²⁶。こうした場面において顕著にみられるように、持合解消信託の仕組みには、委託者である持合株主の議決権行使の指図を通じて、持合株式の発行会社における他の株主の利益を害するような議決権行使の危険が認められる²⁷。

このように、事業承継信託にしても持合解消信託にしても、信託の利用者である委託者に一定のメリットをもたらさう一方で、信託財産である株式の発行会社のガバナンスという観点からは、指図者による議決権行使の指図をめぐり、会社法上の何らかの対処が必要となる場合を想定することもできる。そして会社法上の何らかの対処が必要となりうることの主な原因は、これらの信託の仕組みを通じて、信託財産である株式の議決権と経済的な持分とが異なる主体に帰属することにあるように思われる。そのため、これらの信託の仕組みを会社法の観点から分析するに当たっては、株式の議決権と経済的な持分とが異なる主体に帰属するという現象をどのように評価したらよいかという、容易には結論の出ない難しい問題と向き合わなければならない。この問題を検討するに当たっては、世界中の会社法学者・経済学者を悩ませている近年の重要問題の1つである、エンプティ・ボーティングと呼ばれる現象とその問題点を分析することが有益であると考えられるため²⁸、次のⅢでは、エンプティ・ボーティングをめぐる近年の議論を紹介し、そこから事業承継信託および持合解消信託がもたらさうる会社法上の問題を考察する上での示唆を得ることとしたい。

Ⅲ エンプティ・ボートイングをめぐる議論

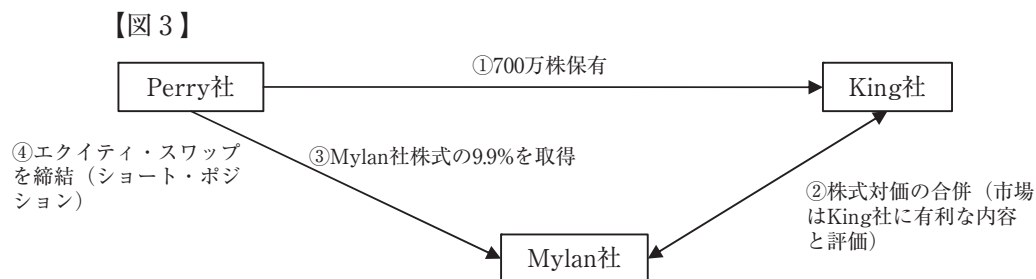
1 エンプティ・ボートイングの概要

エンプティ・ボートイングとは、株主としての経済的な持分を超える大きさの議決権行使を指して使われる言葉である²⁹。極端な場合には、エンプティ・ボートイングを通じて株主は、議決権行使の対象となる会社の企業価値を下落させるインセンティブを有するようになる可能性すら存在する³⁰。エンプティ・ボートイングは、端的には、株式の議決権と経済的な持分が分離すること（decoupling）によって可能となるが、このような分離を実現する方法としては主に2つの方法があり、こうした方法は、欧米の証券市場を中心に、特にヘッジファンドによって³¹現実に頻繁に利用されていると指摘されている³²。その2つの方法とは、エクイティ・デリバティブを利用する方法と貸株を利用する方法である。以下では、それぞれの方法について紹介する。

2 エンプティ・ボートイングの具体例

エクイティ・デリバティブを利用したエンプティ・ボートイングは、対象となる株式を取得・保有すると同時に、同株式に関してエクイティ・スワップのショート・ポジションに立つ³³ことによって実現可能となる。ここでは、エクイティ・デリバティブを利用したエンプティ・ボートイングの代表的な例として挙げられることが多い、Perry社によるMylan社株式のエンプティ・ボートイングの事例³⁴を取り上げることとしたい。

図3の関係図を参照しながら、Perry-Mylanのエンプティ・ボートイングの事例について確認する。Perry-Mylanの事例では、Mylan社とKing社との間の株式を対価とする合



併の承認をめぐって、Mylan 社の株主総会における Perry 社の議決権行使が問題となった³⁵。Perry 社は 700 万株を保有する King 社の大株主であり、本件合併が完了すれば、保有する King 社株式から約 2,800 万ドルもの利益を得ることが見込まれていた。もっとも、本件合併の完了には存続会社である Mylan 社の株主総会における承認も必要であったが、本件合併の公表によって Mylan 社の株価は急激に下落しており³⁶、Mylan 社の大株主の中には本件合併に反対する旨の意向を事前に明確に示す者もいた³⁷。こうした状況の中、本件合併の完了により多大な利益を得ることが見込まれる Perry 社は、Mylan 社の発行済株式の 9.9% を取得し、同社の株主総会において合併に賛成する旨の議決権行使を可能にするとともに、エクイティ・スワップを締結して、Mylan 社株式の経済的な持分を有することに伴う経済的なリスクを完全にヘッジした³⁸。その結果、Perry 社は、本件合併が完了することに伴う Mylan 社の株価下落リスクを気にすることなく、King 社に有利な条件であると Mylan 社の多くの株主が考えていた本件合併について、Mylan 社の株主として、同社の株主総会において賛成票を投じることが可能となった³⁹。

エンプティ・ボートイングを実現するもう 1 つの代表的な方法が、貸株⁴⁰の利用である。株主総会における議決権行使の基準日の直前に株式を借り入れ、基準日後に株式を返還すること⁴¹によって、対象となる株式を保有することに伴う経済的なリスクを免れつつ、株主総会において同株式の議決権を行使することが可能となる⁴²。なお、貸株を利用したエンプティ・ボートイングを行うためには、問題となっている株式に関する貸株の市場が十分に発展していることが必要であるが、たとえば米国では、現実に貸株の市場が非常に発展していることが指摘されている⁴³。

3 エンプティ・ボートイングをめぐる議論の状況

(1) エンプティ・ボートイングの弊害

エンプティ・ボートイングと呼ばれる現象とその問題点の指摘、選択可能な解決策の提案に関し、近年の米国では活発な議論が展開されている⁴⁴。そこで展開されている議論のすべてを紹介することはできないが、いずれの論者においても、エンプティ・ボートイングの弊害として、議決権行使の対象となる会社の企業価値の向上を阻害する、または企業株価を下落させるような議決権行使を促す側面がある点は、程度の差こそはあれ、共通に

認識されている⁴⁵。そして会社法学における伝統的な理解からは、株主に議決権が与えられることの正当化根拠について、残余権者である株主には、会社の限界損益の帰属主体として、会社の価値をできるだけ高めようとするインセンティブが存在する点が指摘されることが多いが⁴⁶、エンプティ・ボートディングには、こうした会社法が前提としている株主の議決権行使のインセンティブに歪みを生じさせかねない危険性がある⁴⁷。換言すれば、エンプティ・ボートディングには、従来の会社法の議論が多かれ少なかれ依拠してきた株主の議決権行使の正当化根拠を、根底から揺るがしかねない側面が認められる⁴⁸。

確かに、エクイティ・デリバティブを利用したエンプティ・ボートディングにせよ、貸株を利用したエンプティ・ボートディングにせよ、取引の相手方が取引内容を十分に理解さえしていれば、本稿が指摘したようなエンプティ・ボートディングによる弊害は、ある程度は防ぐことができるといえるのかもしれない⁴⁹。しかし、現実には、取引の相手方が取引内容を十分に理解している状態にあると評価することは、通常は困難であろう。たとえば、先程紹介した Perry-Mylan のエンプティ・ボートディングの事例についてみれば、Perry 社とエクイティ・スワップを締結した2社のデリバティブ・ディーラーのみならず、同スワップでロング・ポジションに立つこれらのディーラーのリスクをヘッジするために、これらのディーラーと取引をした者まで含めて取引内容を十分に理解していなければ、エンプティ・ボートディングによる弊害を十分に防ぐことはできないからである⁵⁰。また、貸株を利用したエンプティ・ボートディングについても、米国では貸株を行うに当たって、取引の当事者が取引内容を十分に理解しているどころか、そもそもどの株式を誰に対して貸し出しているかといった単純な事実関係さえ、十分には明確にされない運用がとられているようである⁵¹。

(2) エンプティ・ボートディングを通じた企業価値の向上

もっとも、エンプティ・ボートディングには、議決権行使の対象となる会社の企業価値という観点からみて弊害のみが存在するわけではない。むしろ最近の米国では、議決権行使の対象となる会社のガバナンスという視点に基づけば、議決権と経済的な持分の分離をもたらすエンプティ・ボートディングには、株主の集合行為問題⁵²の克服に貢献し、株主による経営に対する監視機能を強化する点で、または会社支配権市場を活性化させる可能性を有する点で、企業価値の向上に資する面があると指摘する見解が増えつつあるように思われ

る⁵³。たとえば、エンプティ・ボートイングの仕組みを利用することで、情報を有する投資家に議決権が集約され、その議決権行使を通じて効率的な決議内容が導かれる蓋然性が高まることが指摘されている⁵⁴。

(3) エンプティ・ボートイングに対する規制の現状と学説上の見解

このように、近年の会社法上の重要論点の1つであることは疑う余地のないエンプティ・ボートイングであるが、比較法的にみても、エンプティ・ボートイングそのものに対する具体的な規制については、特段設けられてない場合がほとんどのようである⁵⁵。エンプティ・ボートイングに対する直接の規制を躊躇させる要因として、開示規制が不十分であるために取引の実情が明らかではないことや、議決権行使の対象となる会社のガバナンスにとってプラスの影響⁵⁶もマイナスの影響もありうるため、エンプティ・ボートイングに対する評価自体が定まっていないことなどが挙げられる⁵⁷。

米国の学説上は、エンプティ・ボートイングに対する直接の規制として、互いに排他的な内容の提案ではないが、①各会社の定款（charter）に定めを設けることにより、各会社の判断で、エンプティ・ボートイングによる議決権行使を規制できるようにすべきとする見解⁵⁸、②議決権行使の対象となる会社と株主の利害が相反する場合には、会社法の規定に基づき当該株主による議決権行使を禁止すべきとする見解⁵⁹、③支配株主以外の株主に対しても、一定の場合にはその議決権行使に関して信認義務を負わせることで、エンプティ・ボートイングに対処することを提案する見解⁶⁰などがある。もっともその一方で、④現時点ではエンプティ・ボートイングの実態を明らかにするための情報開示規制の充実にとどめるべきとする見解も有力に主張されている⁶¹。

IV 議決権と経済的な持分の分離がもたらす問題と問題への対処法

1 総論

本稿Ⅲでは、主に米国で公表された論文を題材として、欧米の証券市場で近年注目を集めているエンプティ・ボートイングと呼ばれる現象について概観したが、話をわが国に戻

すと、わが国ではこれまでのところ、実際にエンプティ・ボーティングが問題となった事例というのはほとんど聞かない⁶²。

しかし、そのことが、わが国ではエンプティ・ボーティングまたはそれに類似する現象が全く発生していないということを意味するわけではないだろう。とりわけ本稿Ⅱ-1および2で紹介した事業承継信託および持合解消信託の仕組みに注目すれば、そこではまさに、エンプティ・ボーティングと呼ばれる現象において問題とされてきた状況に類似した状況を観察することができる。すなわち、事業承継信託についていえば、その仕組みを利用することで、信託財産である株式に関する経済的な持分のせいぜい一部しか有しない事業の後継者が、同株式のすべてについて議決権行使の指図をすることが可能となるため、たとえば配当や新株発行などに関する議決権行使の場面において、当該信託における他の受益者の利益を害するような議決権行使の指図がされるおそれがないとはいえない⁶³。また、持合解消信託についていえば、その仕組みを利用することで、委託者である会社（持合株主）は、信託財産である持合株式の価格変動リスクを考慮することなく、受託者である信託銀行等への指図を通じて、持合株式に関する議決権行使の指図をすることが可能となるため、持合株式の発行会社の経営者に便宜を図るなどの観点から、当該会社における他の株主の利益を害するような議決権行使の指図がされるおそれがないとはいえない⁶⁴。そしてこれらの信託がもたらしうる以上の問題は、いずれも信託の仕組みを通じて、信託財産である株式の議決権と経済的な持分の分離が生じ、その結果として、議決権行使の指図者に、その者が有する経済的な持分を超える大きさの議決権行使の指図を可能にする点に起因するといえるだろう。

そこで以下では、本稿Ⅲで紹介したエンプティ・ボーティングに関する議論から得られた示唆に基づきながら、事業承継信託および持合解消信託の会社法上の問題について検討してみたい。

なお、検討に当たっては、事業承継信託または持合解消信託がもたらしうる会社法上の問題について、信託を通じた株式の議決権と経済的な持分の分離という現象に起因する点では共通する一方で、信託財産である株式の発行会社のガバナンスに与える影響という観点からは、これらの信託の間に無視できない違いが存在することには十分に留意する必要があるだろう。すなわち、事業承継信託では、その目的からして、信託財産である株式の発行会社は通常は中小企業であり、信託財産である株式は中小企業において会社支配権

を有するような規模の大きな株式であることが想定される。また、そこでの問題は、事業承継信託における他の受益者の利益を害するような議決権行使の危険であった⁶⁵。これに対して、持合解消信託では、信託財産である株式の発行会社は主に上場会社であることが想定され、同社には一般投資家としての株主が多数存在する可能性が十分に存在する。また、そこでの問題は、信託財産である持合株式の発行会社における他の株主の利益を害するような議決権行使の危険であった⁶⁶。

こうした点を踏まえれば、会社法の観点からは、事業承継信託と持合解消信託とで問題となりうる状況は異なるとも評価することができ、これらの信託がもたらしうる問題に対する対処法を検討するに当たっては、問題に対処するための統一的な枠組みを模索することは必ずしも適切であるとはいえないように思われる。むしろこれらの信託において問題となる状況ごとに、エンプティ・ボーディングに関する議論から得られた示唆に基づきながら、有効に機能しうる対処法を個々に検討することが望ましいだろう。そのため、以下では、まずは2において事業承継信託に関する会社法上の問題について論じ、その後で3において持合解消信託に関する会社法上の問題について論ずることとする。

2 事業承継信託と会社法上の問題

(1) エンプティ・ボーディングとの比較

本稿Ⅱ-1で紹介した事業承継信託においても、本稿Ⅲで紹介したエンプティ・ボーディングにおいても、それを利用することで、株式の議決権と経済的な持分の分離が生じ、経済的な持分を超える大きさの議決権行使が可能になる点では共通する。

もっとも、事業承継信託において主に問題となりうるのは、先程も述べたように、当該信託における他の受益者の利益を害するような議決権行使の危険である。これに対して、エンプティ・ボーディングの弊害として指摘されてきた、企業価値の上昇を阻害する、または企業価値を下落させるような議決権行使を促す側面については、事業承継信託においてはそれほど多くは想定することができないように思われる⁶⁷。事業承継信託においては、通常は事業の後継者として受益者のうちの一部の者を指図者と定めることが考えられるが、この場合、指図者も信託財産である株式（典型的には中小企業において会社支配権を有するような規模の大きな株式）に関する重要な経済的な持分を有する以上、通常であれば企

業価値の向上に資するような議決権行使を行うことが推認されるからである。また、仮に受益者以外の者を指図者と定める場合であっても、指図者は（事業の後継者であることからすれば）通常は株式の発行会社の取締役の地位にあり、会社との関係で取締役としての義務と責任を負い、取締役として会社から（長年にわたって）毎年報酬を受ける関係にある⁶⁸以上、やはり通常であれば企業価値の向上に資するような議決権行使を行うことが推認されるだろう⁶⁹。

以上の点を踏まえれば、事業承継信託がもたらしうる会社法上の問題については、一般には、エンプティ・ボーディングの文脈において議論されてきた問題ほどは深刻ではないと評価することもできそうである。ただし、事業承継信託の仕組みを利用することで、他の受益者の利益を害するような議決権行使が行われる危険は（少なくとも理論的には）存在する以上、こうした危険に対する対処法を検討しておくことは有益であろう。そこで以下では、エンプティ・ボーディングに関する議論から得られた示唆に基づきながら、事業承継信託がもたらしうる問題への対処法について検討を試みる。

(2) 考える対処法

エンプティ・ボーディングへの対処法として米国の学説上有力に主張されているのが、各会社の定款に定めを設けることにより、各会社の判断で、エンプティ・ボーディングと評価できるような議決権行使を制限できるようにするという提案である⁷⁰。もっとも、この提案については、事業承継信託がもたらしうるガバナンス上の問題に対する対処法としては、仮にわが国で導入したとしても、十分には機能しない可能性が高いように思われる。議決権行使の対象となる会社の判断に委ねるのでは、通常は当該会社の取締役の地位にあることが予想される指図者（事業の後継者）による他の受益者の利益を害するような議決権行使の指図を、有効には抑止できないおそれがあるからである。

これに対して、支配株主以外の株主に対しても、一定の場合にはその議決権行使に関して信託義務を負わせることで、エンプティ・ボーディングに対処すべきとする提案⁷¹については、事業承継信託がもたらしうる会社法上の問題に対する対処法を検討するに当たり、大いに参考になるように思われる。繰り返し述べているように、事業承継信託においては、他の受益者の利益を害するような議決権行使をいかに防止するかが主な議論の対象となるところ、事業承継信託において議決権行使の指図をするのは指図者であるため、解釈によ

り指図者に受益者に対する信託法上の義務を負わせることができるのであれば、受益者または受託者からの指図者の義務違反に対する責任追及等の脅威を通じて、受益者の利益を害するような議決権行使を有効に抑止することが可能になるとも考えられるからである⁷²。

そこで問題となるのが、指図者に善管注意義務や忠実義務、公平義務といった信託法上の義務を課すことができるかという点である。確かに信託法上は、指図者の義務や責任に関する明文の規定はなく、また、事業承継信託の信託契約において、たとえば「指図者は、その権限を行使するに当たって、受益者のために善管注意義務や忠実義務、公平義務を負う」といった内容の規定が常に設けられるとは限らない⁷³。もっとも、近年では、一般に指図者の信託法上の義務について、指図者に指図権限が与えられている趣旨は受益者の利益のために当該権限を行使する点にある以上、信託財産の管理や処分の具体的な方法を受託者に対して指図して信託財産の行く末に影響を及ぼすことができる地位にある指図者は、信託の受託者に準じた義務、すなわち善管注意義務や忠実義務を負うとする見解が有力に主張されている⁷⁴。私見も、信託契約の定めに基づき、受託者が行使すべき権限の一部を実質的に受託者に代わって行使する権限を有する指図者については、かかる権限行使に際しては原則として受託者と同様の義務を負うと解することが、受益者のための財産管理の制度である信託の考え方に合致するものと思われるため、こうした見解に賛成する。したがって、指図者に受託者の信託法上の義務に関する規定を類推適用し⁷⁵、仮に事業承継信託において受益者の利益を害するような議決権行使の指図がされ、当該指図によって信託財産である株式の価値が損なわれた場合には、受益者または受託者による指図者に対する責任追及⁷⁶を認めるべきであろう⁷⁷。

以上の議論に加えて、既になされた議決権行使の効力を争う必要がある場合には、特別の利害関係を有する者の議決権行使によって著しく不当な決議がされたことを理由とする、株主総会決議取消しの訴えの規定（会社法 831 条 1 項 3 号）を活用することも考えられる。この場合、次の 2 点について特に検討する必要があるだろう。第一に、株主総会決議取消しの訴えの提訴権者は株主であることが求められるが、事業承継信託における信託財産である株式以外に株式が発行されている場合には、当該株式に関する株主（通常は信託財産である株式の発行会社における少数株主）が訴えを提起できるものの⁷⁸、そうでない場合には、事業承継信託における受益者は少なくとも形式的には株主ではない（受託者である信託銀行等が株主である）ことからすれば、実際には訴えを提起する主体が存在しないの

ではないかという疑問が生じうる。もっとも、こうした疑問に対しては、受託者は受益者のために善管注意義務や忠実義務、公平義務を負う以上、受益者の利益を害するような議決権行使に対しては、受託者による株主総会決議取消しの訴えの提起が、受託者の義務として要請されると解する余地はあるのかもしれない⁷⁹。第二に、事業承継信託の場合、「特別の利害関係を有する者」に該当するかどうかの問題となるのは、形式的には議決権行使の主体に当たる受託者である信託銀行等であるが、実際に議決権行使の指図をするのは指図者である事業の後継者である以上、受託者である信託銀行等が特別の利害関係を有するかどうかを判断するに当たっては、指図者が有する利害関係をも含めて考察すべきであろう。

3 持合解消信託と会社法上の問題⁸⁰

(1) エンプティ・ボーディングとの比較

本稿Ⅱ-2で紹介した持合解消信託においても、本稿Ⅲで紹介したエンプティ・ボーディングにおいても、それを利用することで、株式の議決権と経済的な持分の分離が生じ、議決権行使の結果として生じうる株式の価格変動リスクを無視できる状態で議決権を行使することが可能になる点では、まさに同じ機能を果たすものと評価できる。そのため、エンプティ・ボーディングの弊害として指摘されていたのと同様に、持合解消信託においても、企業価値の向上を阻害する、または企業価値を下落させるような議決権行使を促す側面があることは否めない。

この問題に関連して、確かに持合解消信託においては、同信託の仕組み上は信託財産である持合株式の経済的な持分を有することになる（すなわち残余権者に該当する）証券会社等が、受託者である信託銀行等とともに最初から取引の当事者として参加している以上、証券会社等の利益を害する（すなわち株主一般の利益を害する）ことになるような議決権への指図はなされないとも、一見すると思われそうではある。しかし、証券会社等は通常は持合解消信託の外で持合株式の経済的な持分に伴うリスクをヘッジするであろうから、実質的な観点からは、証券会社等が持合株式の経済的な持分を有する地位にあるとは考えにくい。したがって、証券会社等が最初から取引の当事者として参加していることをもって、持合解消信託において株主一般の利益を害するような議決権行使が促されることがな

いと容易には評価できない。

さらにいえば、持合解消信託においては、エンプティ・ボーティングと呼ばれる現象一般と比較しても、信託財産である株式の発行会社のガバナンスという観点からは、問題が少なくないと評価する余地すらあるようにも思われる。持合解消信託において信託財産となるのは持合株式であり、当該株式について議決権行使の指図をするのは発行会社との関係を維持・強化したいと考える持合株主であるため、エンプティ・ボーティングのプラスの面として評価することが可能であった株主による経営に対する監視機能を強化する側面は、持合解消信託の場合にはほとんど想定することができないからである⁸¹。

(2) 考えうる対処法

それでは、持合解消信託がもたらしうる会社法上の問題に対しては、どのような対処法が考えられるのだろうか。以下では、エンプティ・ボーティングに関する議論から得られた示唆に基づきながら、持合解消信託がもたらしうる会社法上の問題に対する対処法について検討を試みる。

まず、各会社の定款に定めを設けることにより、各会社の判断で、エンプティ・ボーティングと評価できるような議決権行使を制限できるようにするという提案⁸²について検討するが、この提案については、持合解消信託がもたらすガバナンス上の問題に対する対処法としては、事業承継信託の場合と同様に、仮にわが国で導入したとしても、十分には機能しない可能性が高いように思われる。議決権行使の対象となる会社の判断に委ねるのでは、持合株式の発行会社の取締役会としては、通常は自分達にとって望ましい議決権行使をしてくれることが期待できる持合解消信託に関する議決権行使を制限するような規制を、自ら進んで採用するとは考えにくいからである。

また、支配株主以外の株主に対しても、一定の場合にはその議決権行使に関して信認義務を負わせることで、エンプティ・ボーティングに対処すべきとする提案⁸³については、支配株主についてすら、他の株主に対する信認義務の存在を正面から認めていないわが国では、現時点で採用することはきわめて難しいといわざるをえない⁸⁴。したがって、事業承継信託の場合とは異なり、こうした見解からわが国で現時点で採用可能な解決策に関する具体的な示唆を得ることは困難である。

それでは、わが国では、持合解消信託がもたらす発行会社のガバナンス上の問題に対す

る対処法として、どのような手段をとることが望ましいか。持合解消信託のガバナンス上の懸念に対する現行の会社法上の対処法として考えられるのが、特別の利害関係を有する者の議決権行使によって著しく不当な決議がされたことを理由とする、株主総会決議取消しの訴えの提起である（会社法 831 条 1 項 3 号）⁸⁵。現行の会社法の枠内での対処法を模索するのであれば、株主総会決議取消しの訴えを柔軟に認めていくことが必要であるように思われる⁸⁶。なお、持合解消信託の場合、「特別の利害関係を有する者」に該当するかどうかの問題となるのは、形式的には議決権行使の主体に当たる受託者である信託銀行等であるが、実際に議決権行使の指図をするのは委託者である会社（持合株主）である以上、受託者である信託銀行等が特別の利害関係を有するかどうかを判断するに当たっては、委託者である会社が有する利害関係をも含めて考察すべきであろう⁸⁷。

V おわりに

以上、ごく簡単にではあるが、エンプティ・ボーディングに関する議論から得られた示唆に基づきながら、事業承継信託および持合解消信託がもたらしうる会社法上の問題について検討してきた。これまで本稿が示してきた内容は、これらの信託をめぐる会社法上の問題状況を整理したに過ぎず、たとえば事業承継信託における指図者の義務の具体的な内容（どのような場合に義務違反が認められるか）や、持合解消信託がもたらしうる問題に対する対処法の十分性（株主総会決議取消しの訴えによる対処で本当に十分といえるか）といった点については、本稿は必ずしも十分な検討を試みておらず、その意味では序論的検討に過ぎないものであるが、こうした点については今後の検討課題としたい。

[注]

- 1 See e.g., ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 390 (1986); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L. & ECON. 395, 403-410 (1983). このような説明は、会社を契約の束であると捉える契約法的な会社観に立つ場合には、特に重要となる。なぜならば、会社を契約の束であると捉え、株主を会社に関する利害関係者の一部に過ぎないと考えるこうした立場からは、株主を会社の「所有者」と構成し、その「所有者」という性質から株主の議決権行使を正当化するという説明が、正面からは採用できなくなるからである。
- 2 なお、会社の残余権者は株主に限られるとは断言できないことからすれば、このような説明を採用する場合には、株主のみに議決権が与えられることについて、さらなる説明が求められる可能性は否定できない（議論の詳細については、得津晶「2つの残余権概念の相克」岩原紳作ほか編集代表『会社・金融・法（上）』（商事法務、2013年）118-119頁を参照）。もっとも、仮にさらなる説明が必要であるとしても、株主の議決権行使を正当化する根拠として、株主に残余権者としての側面があることが前提であることに変わりはないため、この点が以下で紹介する本稿の議論に重大な影響を生じさせることにはならないだろう。
- 3 事業承継信託および持合解消信託については、本稿Ⅱ-1および2を参照。
- 4 本稿の問題意識の詳細については、本稿Ⅱ-3を参照。
- 5 エンプティ・ボートイングに関する議論については、本稿Ⅲを参照。
- 6 事業承継信託または持合解消信託が信託財産である株式の発行会社のガバナンスにもたらしうる問題に対する対処については、本稿Ⅳを参照。
- 7 また、議決権以外の共益権の行使についても、指図者の指図に従って行使する旨が信託契約において規定されることがある。中田直茂「事業承継と信託」ジュリスト1450号（2013年）21-22頁を参照。
- 8 中田・前掲（注7）23頁。とりわけ法定相続人が複数存在する一方で、株式がほぼ唯一の相続財産であるような場合には、遺留分制度の存在により、事業の後継者のみに当該株式を承継させることは困難であることが、経営の継続性に支障を生じさせうる要因として指摘されている。
- 9 現実には、事業承継信託にも様々なバリエーションのものが考えられるため、図1で示した信託の仕組みが唯一のものであると主張する意図は毛頭ない。図1で示した信託の仕組みは、株式の議決権と経済的な持分の分離がもたらしうる会社法上の問題を検討する上で必要な限りにおいて、事業承継信託の特徴とでもいうべき点を拾い上げたものである。
- 10 信託の終了事由については信託契約の内容次第であるが、たとえばAまたはBが死亡した場合には、受益権はいずれもAの子であるCが承継する旨の定めを信託契約に設け、AおよびBがいずれも死亡した段階で、受託者はCに信託財産である株式を譲渡して信託を終了させるといった内容が考えられる。
- 11 換言すれば、Aは、事業承継信託の仕組みを利用することで、委託者（オーナー経営者）が生前有していた大株主としての会社経営に対する影響力の大きさを、遺留分減殺請求等により損なわれることなく、そのまま承継することが可能となる。

- 12 中小企業における支配株式が安定的に承継されず、相続人間に分散した上で、相続等に伴う相続人間の紛争等により企業としての意思決定がままならない状況におかれ、企業価値が損なわれるといった事態は、社会経済的な観点からも望ましくないことはいうまでもない。
- 13 福岡泰彦「『株式流動化信託』企業による株式保有の新形態」金融財政事情 2009 年 11 月 23 日号 30 頁。
- 14 代表的なところだけみても、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行、りそな銀行などが、株式の持合いに伴う財務上のリスクの軽減を目的とした信託商品を開発し、すでに取引実績もあがっているようである（北山桂「持合解消信託、信託各社は『ガバナンス懸念』をクリアするガイドライン策定へ」金融財政事情 2010 年 7 月 5 日号 31 頁）。
- 15 事業承継信託と同様、持合解消信託にも様々なバリエーションのものが考えられるが、現在わが国で販売されている信託商品としては、大きく分けて 2 つの類型が存在するようである。図 2 では、そのうちの 1 つの類型として、りそな銀行による平成 22 年 2 月 25 日付のプレスリリース「株式流動化信託の取扱開始について」（なお、同プレスリリースは、http://www.resona-gr.co.jp/holdings/news/newsrelease/pdf/220225_1a.pdf で入手可能）において紹介されている仕組みを取り上げた。なお、現在わが国で販売されている持合解消信託のもう 1 つの類型に関しては、白井正和「持合解消信託をめぐる会社法上の問題」東北大学法学 76 巻 5 号（2012 年）494-495 頁を参照。ただし、どちらの類型を扱うにしても、本稿の問題意識との関係では原則として分析の結果に違いは生じないため、以下では、本文で紹介したりそな銀行のスキームを念頭に議論を進める。
- 16 福岡・前掲（注 13）30-32 頁。佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的効果であるエンプティ・ボートینگ規制」前田重行先生古稀記念論文集『企業法・金融法の新潮流』（商事法務、2013 年）44-45 頁も参照。
- 17 この点に関連して、国際財務報告基準（IFRS）の適用に伴う損益認識の変更等の制度変更の可能性が高まっていることも、持合株式を保有する会社にとっては無視できないリスクといえることができるだろう。
- 18 日本銀行金融研究所・コーポレートガバナンスに関する法律問題研究会「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」金融研究 31 巻 1 号（2012 年）34 頁。
- 19 繰り返しになるが、事業承継信託についていえば、委託者であるオーナー経営者にとって安定的な事業承継を可能にするというメリットがあり、持合解消信託についていえば、委託者である会社（持合株主）にとって、持合株式の議決権行使の指図を通じた発行会社との関係の維持・強化を確保しつつ、持合株式の保有に伴う財務上のリスクを大幅に軽減することを可能にするというメリットがある。
- 20 神田秀樹「有価証券の信託」鴻常夫編『商事信託法制』227-228 頁（有斐閣、1998 年）を参照。
- 21 いずれの信託においても、信託財産は株式そのものであり、株式から議決権のみを切り離して信託を設定しているわけではないため、これらの信託の利用が形式的な意味での会社法 310 条 2 項違反に該当するとは必ずしも断言できないように思われる（福岡・前掲（注 13）33 頁、井上聡「最近の新しい信託取引の動向について」信託 242 号（2010 年）162-163 頁、水野大「持合解消信託スキーム

の活用」ビジネス法務 10 巻 6 号 (2010 年) 75 頁を参照)。もちろんこのことは、会社法 310 条 2 項の趣旨という観点から、場合によってはこれらの信託の設定を無効にするというアプローチを否定するものではない(こうしたアプローチについては、佐藤・前掲(注 16) 59-61 頁を参照)。

- 22 本文では、オーナー経営者の生存中は配当が行われてきた株式について、その死後に配当をゼロとするような議決権行使の指図がされた場合を取り上げているが、こうした場合とは異なり、もともと(オーナー経営者の生存中も)会社に利益が生じても配当は行われてこなかった会社において、その株式につき事業承継信託の仕組みが導入され、株主総会において従前と同様に配当をゼロとする旨の議決権行使の指図がされた場合において、このような議決権行使の指図を会社法の観点から問題視すべきかどうかについては悩ましい。株主総会において、配当をゼロとし、その分の利益を取締役の報酬という形で事業の後継者のみが独占することを可能にするような議決権行使がされたという点だけを捉えれば、確かに他の受益者を害するような議決権行使の指図がされた場面であるとも評価できないではないが、もともと(オーナー経営者の生存中も)会社に利益が生じても配当は行われてこなかったのであれば、当初からそのような内容の(ほとんど経済的価値のない)受益権であると捉え、事業の後継者による議決権行使の指図を会社法上あえて問題視するまでの必要はないとも考えられるからである。
- 23 このような事業の後継者による他の受益者を害するような議決権行使の指図がもたらしうる問題は、本文で紹介したような後継者が受益者の一部でもある場合のみならず、後継者が受益者ではない場合についても同様に生じうる。
- 24 この点について、井上・前掲(注 21) 165 頁も、持合解消信託について、「株主価値の下落を全く気にせずに、発行会社の経営陣に迎合することができるようになる面がないわけではない」と指摘する。
- 25 わが国では、買収防衛策の有効性を確保するために、買収防衛策の導入に当たって株主総会決議による事前の承認を得る事例が散見される。株主総会決議を通じて導入された買収防衛策の有効性が問題となった代表的な事件として、最決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 巻 5 号 2215 頁(ブルドックソース事件)がある。
- 26 なお、わが国で実際に販売されている持合解消信託の中には、信託された持合株式が発行会社の経営に重大な影響を与えることは望ましくないとの認識に基づき、10% 以上の株式を保有する主要株主からは受託しないこととし、さらに大量保有報告義務が発生する 5% 以上の株式についても信託設定を受けないこととする自主ルールを定めているものもあるようである(福岡・前掲(注 13) 32 頁)。こうした持合解消信託については、信託された株式の議決権がそれほど大きなものとはならないという点で、本稿Ⅲで紹介する欧米の証券市場でみられるような大規模なエンブティ・ボーディングの事例ほどは、会社法上の深刻な問題をもたらすわけではないとも考えられないではない。しかし、たとえ個々の持合解消信託における持合株式の規模は大きくはないとしても、複数の持合解消信託における委託者(持合株主)が、発行会社の経営者の利益を維持・確保すべく、発行会社の企業価値を毀損するような議決権行使の指図をすることで、結果として発行会社の企業価値が毀損されるおそれはあるように思われる。持合解消信託における議決権行使の指図権は委託者である

持合株主にある以上、ある特定の議案について、複数の持合解消信託の委託者が、ほぼ同様の価値判断に基づいて経営者寄りの議決権行使の指図をすることで、結果として発行会社の経営に重大な影響を与えることになる可能性は低くはないように思われるからである。

- 27 このような議決権行使の指図は、持合解消信託の受益者である証券会社等の利益を害するものであるとして、事業承継信託の場合と同様に、指図者の指図権限の行使により（株主のみならず）受益者の利益を害する側面もあるといえるのかもしれない。もっとも、形式的には、議決権行使の指図の結果、信託財産である持合株式の発行会社の企業価値が下落することで受益者の利益が害されうるとしても、持合解消信託の仕組みにおいて、受益者である証券会社等は通常は持合株式の経済的な持分に伴うリスクを別途ヘッジするであろうから、実質的には、受益者の利益が害されることにはならないとも考えられる（少なくとも受益者にはかかる議決権行使の指図を止めさせる強いインセンティブはないことが通常であろう）。そのため、本文では、持合解消信託がもたらしうる会社法上の問題として、持合株式の発行会社における株主の利益を害するような議決権行使の危険が存在する点に注目することとした。
- 28 詳しくは本稿Ⅲで説明するが、エンプティ・ボートイングという現象が会社法上問題視されていることの究極的な原因も、株式の議決権と経済的な持分とが異なる主体に帰属する点にあると評価できるからである。
- 29 See e.g., Henry T. C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. CAL. L. REV. 811, 815 (2006).
- 30 その顕著な例として、本稿Ⅲ-2で紹介する Perry-Mylan のエンプティ・ボートイングの事例が挙げられる。
- 31 エンプティ・ボートイングに代表される新たな議決権買収 (the new vote buying) が近年急速に拡大を続けていること的主要因として、①金融工学の発展に伴う取引コストの低下、②貸株市場の急速な拡大とならんで、③エンプティ・ボートイングを利用する主体としてのヘッジファンドの急成長が指摘されることがある。Hu & Black, *supra* note 29, at 844-846.
- 32 近年、世界各地で観察されたエンプティ・ボートイングの利用例については、Henry T. C. Hu & Bernard Black, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, 156 U. PA. L. REV. 625, 661-681 (2008) が詳しい。
- 33 エクイティ・スワップの締結により、ロング・ポジションに立つ者は、ショート・ポジションに立つ者から、スワップの対象となっている株式のリターンに相当する経済的な利益を得るまたは損失を被ることになる。
- 34 以下で紹介する Perry 社による Mylan 社株式のエンプティ・ボートイングの事例の詳細については、Hu & Black, *supra* note 29, at 828-829; Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1075-1077 (2007) を参照。
- 35 本件合併は、Mylan 社を存続会社、King 社を消滅会社とする株式対価の合併で、King 社の株主には存続会社である Mylan 社の株式が交付される予定であった。
- 36 市場は本件合併が King 社に有利な内容であると評価していたようである。See Kahan & Rock, *su-*

pra note 34, at 1075.

- 37 換言すれば、Mylan 社の株主総会における本件合併の承認は、合併条件が自社に不利なものであるとして否決されるおそれがあった。なお、本件合併に反対する旨の意向を事前に明確に示していた Mylan 社の大株主の中には、Carl Icahn のような著名な投資家も含まれていた。See Hu & Black, *supra* note 29, at 828.
- 38 Perry 社は、保有する 9.9% の Mylan 社株式について、ベア・スターンズおよびゴールドマン・サックスとの間でエクイティ・スワップを締結し、同スワップにおいてショート・ポジションに立っていた。See Kahan & Rock, *supra* note 34, at 1075.
- 39 ただし、本件合併は、King 社の会計上の問題を原因として、Mylan 社の株主総会が開催される前に合併契約が解除されてしまったため、実際に Perry 社が Mylan 社の株主総会において本件合併に賛成する旨の議決権を行使したわけではなかった。Id. at 1076.
- 40 貸株が行われる場合、株式の借り手は、貸し手から議決権も経済的な持分も有する完全な株式を受領した上で、後に株式を返還するに当たっては、以上の取引の反対取引をするとともに、貸し手に対して借りていた期間に当該株式からもたらされる経済的なリターンを支払うことになる。Hu & Black, *supra* note 29, at 862. わが国でも、貸株は一般に株式の消費貸借と法律構成するため、貸株を利用することでエンプティ・ボートイングを実現することは、少なくとも制度上は可能である（岩原紳作「貸株と自己株式の処分」岩原紳作ほか編集代表『会社・金融・法（上）』（商事法務、2013年）434-436頁）。
- 41 このことを基準日掴み（record date capture）と呼ぶこともある。
- 42 貸株を利用したエンプティ・ボートイングの詳細とその具体例については、Hu & Black, *supra* note 29, at 832-835 を参照。
- 43 米国では、上場株式のうち貸株によって借りることができない銘柄は時価総額の 1% 未満であり、借りるための費用も非常に安く（典型的には 1 年で 0.15% 程度の費用に過ぎない）、借りることのできる株式の数も非常に大きいことが多い（全体の 20% もの株式を借りることが可能であった事例も観察できる）と評価されている。Id. at 833-834. 実際、米国における貸株市場の発展はめざましく、2011 年の第 1 四半期には平均約 3.8 兆ドルの株式が貸出可能であり、そのうち平均約 2,495 億ドルの株式が貸し出されていたが、これはニューヨーク証券取引所とナスダック証券取引所の株式時価総額の約 17% を占めると指摘されている（佐藤勤「議決権と経済的所有権の分離」南山法学 35 卷 3・4 号（2012 年）136 頁）。
- 44 See e.g., Hu & Black, *supra* note 29 & 32; Kahan & Rock, *supra* note 34; Shaun Martin & Frank Partnoy, *Encumbered Shares*, 2005 U. ILL. L. REV. 775 (2005); Jonathan J. Katz, *Barbarians at the Ballot Box: The Use of Hedging to Acquire Low Cost Corporate Influence and Its Effect on Shareholder Apathy*, 28 CARDOZO L. REV. 1483 (2006); Susan E.K. Christoffersen, Christopher C. Geczy, David K. Musto & Adam V. Reed, *Vote Trading and Information Aggregation*, 62 J. FIN. 2897 (2007); Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255 (2008); Onnig H. Dombalagian, *Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?*, 42 U.C.

DAVIS L. REV. 1231 (2009); Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, *Corporate Voting*, 62 VAND. L. REV. 129 (2009); Alon Brav & Richmond D. Mathews, *Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance*, 99 J. FIN. ECON. 289 (2011); Jordan M. Barry, John William Hatfield & Scott Duke Kominers, *On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership*, 99 VA. L. REV. 1103 (2013).

- 45 前掲（注44）で紹介した各文献を参照。また、本稿Ⅲ-2で紹介したPerry-Mylanの事例が、エンブティ・ボートイングの弊害がまさに表面化した典型的な例である。
- 46 前掲（注1）および（注2）とそれに対応する本文を参照。
- 47 See Hu & Black, *supra* note 29, at 850-851; Martin & Partnoy, *supra* note 44, at 799-801; Thompson & Edelman, *supra* note 44, at 153-158. 武井一浩ほか「ヘッジ・ファンドと会社法」財団法人資本市場研究会編『ファンド法制』（財経詳報社、2008年）410-411頁も参照。
- 48 同様の分析を示す見解として、仮屋広郷「株主層の変動と株主総会」法律時報80巻3号（2008年）48頁。
- 49 取引の相手方が取引内容を十分に理解さえしていれば、取引の相手方は、エンブティ・ボートイングにより企業価値が毀損される可能性を予測し、それを織り込んだ上で、エンブティ・ボートイングを実現可能にするような取引に応じるかどうか（さらには、取引に応じるとしてその場合の具体的な取引条件）を決めることができると評価する余地が生じるからである。
- 50 すなわち、エクイティ・デリバティブにおける取引の相手方（証券会社が典型）は、株式の経済的利益および危険の全部または相当部分をさらに市場に広く分散させてしまうため、エンブティ・ボートイングの弊害を除去するインセンティブを強く持たなくなっていることが多いことが指摘できる（井上・前掲（注21）16頁）。
- 51 米国における貸株の実務については、Marcel Kahan & Edward B. Rock, *The Hanging Chads of Corporate Voting*, 96 GEO. L. J. 1227 (2008) を参照。
- 52 株主の集合行為問題（collective action problem）とは、株主の合理的無関心（rational apathy）やただ乗り問題（free rider problem）等に基づいて発生する株主の権限行使に内在する問題であり、株主の権限行使による経営に対する規律づけの仕組みの限界として、古くから認識されている問題である。合理的無関心とは、株主が情報を収集・分析して権限を行使することには費用がかかる一方で、それにより株主が得る利益は、情報収集・分析に基づく権限行使の結果として上昇した企業価値についての経済的な持分割合に限られることから、合理的な株主であれば、費用が利益を上回る場合には、情報を収集・分析して議決権を行使しようとはしなくなる問題をいう。また、ただ乗り問題とは、自分以外の十分な数の株主が情報を収集・分析して権限を行使することによって企業価値が向上すれば、自らは費用を負うことなく利益だけを享受することが可能になるため、株主は、自分以外の十分な数の株主が情報を収集・分析して適切に権限を行使することを信頼して、自らは情報収集・分析を行わないという選択をしてしまう問題である。すなわち株主の権限行使に伴うただ乗り問題は、合理的無関心によって引き起こされた株主の情報収集・分析のためのインセンティブの阻害を、さらに悪化させることになる。

- 53 See Dombalagian, *supra* note 44, at 1258-1260; Barry et al., *supra* note 44, at 1108. エンプティ・ボーティングを通じた企業価値の向上の例としては、Hu & Black, *supra* note 29, at 842-844 を参照。
- 54 See Christoffersen et al., *supra* note 44, at 2927; Brav & Mathews, *supra* note 44, at 301-302. また、以上の議論とは異なる観点に基づく分析として、株主利益の最大化が社会的厚生を最大化と一致しない場合には、エンプティ・ボーティングの仕組みを利用することで社会的厚生が改善される可能性が生じると指摘する見解もある。See Barry et al., *supra* note 44, at 1124-1129.
- 55 これに対して、エンプティ・ボーティングの前提となるエクイティ・デリバティブのポジションに関する開示規制の強化については、近年では世界各国で試みられつつある。See Hu & Black, *supra* note 32, at 684-688.
- 56 プラスの影響としては、株主による経営に対する監視機能を強化する側面をあげることができる。詳細については、本稿Ⅲ-3(2)を参照。
- 57 See Hu & Black, *supra* note 29, at 886-887.
- 58 Hu & Black, *supra* note 32, at 697-701.
- 59 *Id.* at 701-703.
- 60 Anabtawi & Stout, *supra* note 44, at 1294-1303.
- 61 Kahan & Rock, *supra* note 34, at 1075-1077. なお、Hu & Black の 2006 年の論文においても、Kahan & Rock の論文と同様に、現時点ではまずは情報開示規制を充実させることが重要であると指摘されていた。See Hu & Black, *supra* note 29, at 864-886. もっとも、その後公表された Hu & Black の 2008 年の論文では、エンプティ・ボーティングをめぐる現状にかんがみれば、情報開示規制の充実とならんで、①②といったエンプティ・ボーティングに対する直接の規制が必要であると指摘されている。See Hu & Black, *supra* note 32, at 694-697.
- 62 太田洋「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流（下）」商事法務 1842 号（2008 年）28 頁、森田果「種類株式」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013 年）145 頁。
- 63 詳細については、本稿Ⅱ-3を参照。
- 64 詳細については、本稿Ⅱ-3を参照。なお、持合解消信託の仕組みを利用する場合には、信託を利用することのない伝統的な株式の持合いの場合と比較しても、委託者である持合株主が、持合株式の発行会社における他の株主一般の犠牲の下で、発行会社の経営陣に迎合するような議決権行使の指図をする危険性は高まると解する余地すらあるのかもしれない。持合解消信託の仕組みを利用する場合には、議決権行使の指図の結果として持合株式の発行会社の株価が大幅に下落するとしても、株価変動リスクを負わない持合株主には何ら損害は生じないことからすれば、持合株主である会社の取締役が、事後に自社の株主等から、議決権行使の指図に関してその責任を問われるといった事態はきわめて考えにくいからである。これに対し、持合株式を持合株式のまま保有する場合には、議決権行使の結果として持合株式の発行会社の株価が下落すれば、持合株主である会社に損害が発生することも場合によっては想定できるため、そのような議決権行使を選択した持合株主である会社の取締役は、事後に善管注意義務・忠実義務違反の責任を問われる可能性が（少なくとも理論的には）生じる。持合解消信託と伝統的な株式の持合いとの比較の詳細については、白井・前掲（注

15) 504-505 頁を参照。

- 65 この点に関して、本稿Ⅱ-3では、事業承継信託がもたらしうる問題として、それまで配当が行われていた株式について以後は配当をゼロとし、その分の利益を多額の役員報酬の形で取締役だけが享受することを認めるような議決権行使の指図や、指図者が自らに対して大規模な株式の有利発行をすることを認めるような議決権行使の指図の可能性を指摘した。確かにこれらの行為は、中小企業であっても、信託財産である株式以外にも株式が存在する場合には、(事業承継信託の他の受益者の利益のみならず)かかる株式を有する株主の利益をも損ないうるものであることは事実である。もっとも、このような株主の利益に対する侵害の危険は、事業承継信託の仕組みを利用すること起因して深刻化したものとは評価できない可能性もある点には若干の留意が必要であろう。事業承継信託の仕組みを採用していないとしても、会社支配権を有するような規模の大きな株式を有する株主は、原則としてこれらの行為を自由に行うことができるからである。ただし、事業承継信託の仕組みを利用することで、これらの行為をする動機をより強く形成させることになる可能性はあるのかもしれない。
- 66 なお、実質的な観点からは、持合解消信託における受益者である証券会社等の利益保護は通常はほとんど問題とはならないことについては、前掲(注27)を参照。
- 67 すなわち、事業承継信託の仕組みを利用することには、他の受益者の利益を害するような議決権行使を促す側面は否定できないものの、企業価値の向上を阻害する、または企業価値を下落させるような議決権行使を促すといった、株主の議決権行使の正当化根拠を根底から揺るがしかねない側面はあまり存在しないように思われる。
- 68 取締役として会社から毎年報酬を受ける関係にあるということは、その者も(株主ほどは完全ではないものの)一定程度は会社の限界損益の帰属主体たりうる地位にあると評価する余地があるため、その者に会社の価値をできるだけ高めようとするインセンティブの存在をある程度は認めることも可能であるといえるだろう。
- 69 なお、事例としては稀であると思われるが、事業承継信託において、仮に指図者が受益者ではなくかつ取締役の地位にもないような場合には、確かにエンプティ・ボーティングの弊害として指摘されてきた企業価値を損なうような議決権行使の問題が生じる可能性は十分には否定できないかもしれないが、同時に、この場合には、エンプティ・ボーティングのプラスの面として評価することができる。株主による経営に対する監視機能を強化する側面を正面から認めることができるだろう(エンプティ・ボーティングのプラスの面については、本稿Ⅲ-3(2)を参照)。受益者でも取締役でもないにもかかわらず指図者として定められたということは、当該指図者は、通常は経営に対する監視において必要となる情報や処理能力等の面で、受益者よりも優れている(優れているからこそ受益者の利益を守るためにあえて指図者として定められた)と考えられるからである。
- 70 前掲(注58)とそれに対応する本文を参照。
- 71 前掲(注60)とそれに対応する本文を参照。
- 72 事後に義務違反に基づく責任を追及されるリスクが存在することは、指図者に対して受益者の利益を害するような議決権行使の指図を思いとどまらせる要因となる。また、実際に受益者の利益を害

するような議決権行使の指図がなされようとしている場面において、指図を受けた受託者が指図者に対してして将来的な責任追及の可能性を示唆することで、議決権行使の指図を思いとどまらせることも想定される。

- 73 念のため付言するが、事業承継信託において受益者の利益を十分に保護するためには、明確性の観点から、信託契約においてこうした指図者の義務に関する規定が設けられることが望ましいことはいうまでもない。
- 74 須田力哉「指図を伴う信託事務処理に関する法的考察」信託法研究 34 号（2009 年）18-24 頁。この見解は、指図権限を行使する指図者は受益者に対して善管注意義務および忠実義務を負うことが、信託の一般法理として求められると主張する。同様に、指図者に対して信託の受託者に準じた義務を認める見解として、中田・前掲（注 7）26-27 頁も参照。
- 75 具体的には、指図者について受託者の善管注意義務および忠実義務に関する信託法 29 条 2 項本文および 30 条の類推適用を認めるとともに、事業承継信託において典型的にみられるように、複数の受益者のために指図権限を行使する立場にある指図者についてはさらに受益者に対する公平義務も負う（信託法 33 条の類推適用を認める）と解すべきであろう。
- 76 具体的には、信託法 40 条および 85 条の類推適用を認めることが考えられる（須田・前掲（注 74）23-24 頁）。
- 77 ただし、抽象的な義務の存在と責任追及のための法律構成に関するここでの議論からさらに踏み込んで、具体的にどのような場合に指図者に義務違反があると評価したらよいかという問題については、事業承継信託の場面に限るとしても、事案によっては評価が難しい場合も想定される（たとえば前掲（注 22）を参照）。この点に関しては、指図者の権限行使が問題となりうる具体的な事案を踏まえた上で、今後のさらなる議論の積み重ねが必要となろう。
- 78 そしてこのような株主は、事業承継信託における受益者の利益を害するような議決権行使は、通常は株主の利益を損なうものであることが予想されるため、株主総会決議取消しの訴えを提起するインセンティブを有すると評価できるだろう。
- 79 すなわち、信託契約において受託者は指図者の指図に従い議決権を行使することが求められる以上、議決権を行使したこと自体をもって受託者に義務違反を認めることは容易ではないが、取り消しうる株主総会決議を放置したことをもって受託者に義務違反を認める余地はないとはいえないだろう。ただし、以上の議論はあくまで議決権行使についてのみ受託者は指図者の指図に従う旨の定めがある信託契約の場合を念頭においているが、事業承継信託の内容次第では、議決権以外の共益権の行使についても、受託者は指図者の指図に従う旨の定めが信託契約に設けられている可能性は否定できない（この点については、前掲（注 7）を参照）。このような場合には、株主総会決議取消しの訴えを通じた受益者の利益を害するような議決権行使の指図への対処には限界があるかもしれない。やはり第一義的には、指図者に善管注意義務や忠実義務、公平義務といった信託法上の義務を課すことで、こうした不適切な議決権行使の指図に対処すべきであろう。
- 80 持合解消信託の会社法上の問題に関する検討の詳細については、白井・前掲（注 15）を参照。以下の議論の多くも、基本的には同論文に基づく。

- 81 ただし、持合解消信託が株式の持合いの解消を促進する要因となり、かつ、株式の持合いという現象が発行会社のガバナンスにとって典型的にマイナスの影響を与えるものと評価できるのであれば、持合解消信託にも一定のガバナンス上の意義が認められるかもしれない。とりわけ前者の問題（持合解消信託が株式の持合いの解消を促進する要因となるかどうか）を考察するに当たっては、同一の委託者が同一銘柄の株式について持合解消信託を繰り返し利用できるかどうかという点が重要であろう。なお、この点に関しては、持合解消信託の販売が開始された初期に当たる2009年に公表された文献における指摘であり、現在もそのような運用がとられているかどうかは定かではないが、持合解消信託の終了後に、改めて市場から同銘柄・同数量の株式を取得した上で再度、持合解消信託を設定して繰り返し利用することにより、保有株式の財務リスクを継続的に抑制する手段として同信託を利用することが可能であるとする実務家からの指摘もある（福岡・前掲（注13）33頁）。
- 82 前掲（注58）とそれに対応する本文を参照。
- 83 前掲（注60）とそれに対応する本文を参照。
- 84 事業承継信託の場合とは異なり、持合解消信託の場合には、受益者との関係ではなく、他の株主との関係で不適切と評価できるような議決権行使をどのように抑止するかという点が問題となるからである。なお、確かに企業価値の向上を阻害する、または企業価値を下落させるような議決権行使は、形式的には株式の経済的な持分を有する受益者の利益を害することにもなりうるため、指図者に信託法上の義務を課すことで、こうした議決権行使の指図を抑止することも考えられないではない。しかし、持合解消信託の場合には、実質的には受益者（証券会社等）は株式の経済的な持分に伴うリスクを当該信託の外でヘッジすることが通常であろうから（本稿IV-3（1）を参照）、仮に義務の存在を認めたとしても、義務違反について指図者の責任を追及したり、または責任追及の可能性を示唆することで、議決権行使の指図を思いとどまらせたりする主体が存在しない可能性が高いという問題がある。
- 85 この点に関連して、コーポレートガバナンスに関する法律問題研究会・前掲（注18）34頁は、「現行法のもとでの対応としては、株主総会決議取消しの訴えの提起が考えられる」と指摘する（ただし、「実効的で望ましい対応とはなり難い」とも述べる）。また、持合解消信託ではなく、エンブティ・ボーティングに対するわが国での対処法について指摘するものではあるが、酒井太郎「議決権買収（vote buying）について」川村正幸先生退職記念論文集『会社法・金融法の新展開』（中央経済社、2009年）202頁も、「日本の会社法でいえば、特別利害関係株主による議決権行使、または決議方法の著しい不正を理由とする決議取消し（会社法831条1項3号1号）などの救済が想定される」と指摘する。
- 86 念のため付言するが、単に持合解消信託を利用しているという点だけを捉えて、特別の利害関係を有する者の議決権行使によって著しく不当な決議がされたことを理由とする、株主総会決議取消の訴えを認めるべきであるとは考えていない。あくまで持合解消信託に関する議決権が他の株主一般の利益を害する形で行使された場合に限って、著しく不当な決議がされたと評価し、株主総会決議取消の訴えによる救済を認めるべきであろう。
- 87 以上の内容に加えてさらに何らかの対処法を模索するのであれば、今後わが国でどれだけ持合解消

信託が普及し、同信託による発行会社のガバナンス上の問題がどれだけ深刻化することになるか次第ではあるが（したがって、持合解消信託に関するデータが十分とはいえない現時点において、そのような提案の実現を積極的に主張するわけではないが）、場合によっては、持合解消信託に関して行使された議決権の内容の開示や、さらには持合解消信託に関する議決権停止の仮処分の申立制度の創設などが、考えられてもよいのかもしれない。ただし、今後このような提案の是非について検討する際には、検討の対象を持合解消信託に限定すべきか、それとも株式の持合い一般にまで広げべきかについても、同時に検討されるべきであろう。

- * 本稿脱稿後に、山田裕子「事業承継目的の株式信託について」信託法研究 38 号（2013 年）89 頁に接した。

信託法と商行為法の交錯一序論的考察

神 作 裕 之

目 次

- I 問題意識—本稿の対象
 - II 匿名組合と信託
 - 1 匿名組合の意義
 - 2 対外関係と責任財産—財産分離性
 - (1) 財産分離性の意義
 - (2) 信託
 - (3) 匿名組合
 - 3 スキームの頑健性
 - 4 匿名組合員の権利—受益権との比較
 - (1) 法的性質
 - (2) 匿名組合員の権利—物権的保護の可能性？
 - 5 営業者の匿名組合員に対する善管注意義務・忠実義務
 - 6 小括—信託と匿名組合の比較
 - III 非顕名代理、取次ぎおよび信託
 - 1 非顕名代理と取次ぎの意義
 - (1) 非顕名代理の意義
 - (2) 取次ぎの意義と法的構成—処分権
 - (3) 代理と取次ぎの比較
 - 2 取引の当事者—信託との比較を踏まえて
 - 3 対外関係と責任財産—財産分離性
 - 4 スキームの頑健性
 - 5 委託者・本人の権利と受益権
 - (1) 物権的保護の可能性？
 - (2) 委託者の指図に基づかない取引・代理人の権限外の行為の効果と委託者等の保護
 - (3) 委託者・本人の監督権・指図権
 - 6 代理人・問屋の本人・委託者に対する善管注意義務・忠実義務
- 結び

I 問題意識—本稿の対象

日本では、信託は、商事分野とりわけ金融分野において利用されることが多い¹。実務においては、金融取引のための法形式や投資スキームにおける法形態として、信託は、会社（法人）や匿名組合契約など他の諸制度や契約類型と競合関係および協調関係に立つ場合が少なくない。信託と会社（法人）は、責任制限と匿名性によって資本市場にアクセスする有力な武器となり得る法技術であるからである²。スキームとしての頑健性という観点からも、信託と会社は、たとえば（準）委任契約を基礎とするスキームに比較すると強固であり、終了・清算に係る規律も整備されている。

商行為法において規律されている匿名組合も、この競争と強調に大きく関わっている。匿名組合もまた、責任制限と匿名性というビジネスに適した性質を備えているからである。たとえば、流動化スキームや資産運用スキームにおいて、信託、匿名組合および合同会社が選択的に、場合によっては併用される。もちろん、これらの法形式の選択にあたり税や会計が重要な要素であることはいうまでもない。しかしながら、匿名組合や会社形態などの契約や組織を利用する場合と信託を利用する場合の民事法上の法的構成や法的効果の違いが、法形式の選択に際し重要な要素であることは否定されないであろう。理論的には、信託法理の特徴を隣接する諸制度と比較することにより明らかにすることに資することが期待される。

四宮教授は、信託関係における法的手段と経済目的との齟齬は法的権能と経済的財産の分離を意味し、この分離をどのように調整するべきかに関する信託関係の理論こそ、ローマ法的法体系と現実との乖離を法的に救済するためのもっとも適切な修正原理であるとされ、信託法理の意義を強調された。そして、信託財産の実質的法主体性を承認され、受託者には名義と管理権が付与され、受益者には信託財産と関数関係に立つ特殊な権利である受益権が付与されると把握されるにいたった³。四宮教授においては、信託が組織ないし法人に近接したものとして理解されているものと考えられる⁴。

道垣内教授は、信託法理を契約や法人といった他の法理とともに私法体系の中に一体的に位置づける必要があるとされ、信託、委任、代理、会社等の制度は他人の財産の管理・運用制度という連続性を有する一連の制度であるとし、各義務者の義務の内容および義務

違反に対する救済方法という統一的視点から比較検討された⁵。委任など所有権の移転を伴わない財産管理制度との比較において委託者等が所有権に基づく保護を受けることができることとのバランスから、信託を利用した場合にも同等の保護を与えるために物権的救済を認めるとともに、委託者および受益者の債権者保護を整備したのが信託法であるとされ⁶、日本の私法体系における信託の位置付けについて1つの説明を与えられた。

本稿は、これらの研究の蓄積の上に⁷、匿名組合や取次ぎなど商行為法の定める諸制度と信託との比較を試みようとするものである⁸。商行為法には、前述した匿名組合契約のほか、取次ぎを業とする問屋・準問屋についての規律が置かれているほか、商事代理については非顕名代理が認められているなど、民法典にはない規律や民法の特別規定が置かれている。これらは、他人の財産の管理・運用・処分に関わる商事法上の制度または契約類型であるという点で、信託が果たし得る機能の少なくとも一部をカバーし得る。

そこで本稿では、信託と商行為法上の諸制度との交錯という観点から、匿名組合、取次ぎおよび非顕名代理を取り上げて、信託と比較する。商事利用のために有益と考えられる、匿名性の確保が図られているかどうか、対外的取引について相手方と契約関係に立つ当事者はだれか、そのことと関連して目的財産の独立性の有無・程度、ならびに受託者・代理人・営業者・問屋（以下「受託者等」という）の法的地位および受益者・本人・匿名組合員・委託者（以下「受益者等」という）の法的地位に着目して、分析と検討を行う。このような比較から、信託の特徴を別の角度から明らかにする道が開かれると思われる。さらに翻って、商事法の制度である匿名組合や問屋について、その意義や問題点などについて新たな角度から検討する契機が得られるように思われる。

匿名組合、取次ぎおよび非顕名代理の概要は、それぞれ次のとおりである。

匿名組合とは、当事者の一方（匿名組合員）が相手方（営業者）の営業のために出資をし、相手方がその営業から生じる利益を分配する契約である（商法 535 条）。匿名組合契約に基づき、営業者は、匿名組合員から出資された財産を自己の財産として当該営業に投じ、その収益を分配する投資運用もしくは事業のためのスキームである。匿名組合員は営業者との関係では出資を行いつつ、営業者の取引相手との関係では営業者のみが権利義務関係を有する点において、信託と類似する。

取次ぎは、自己の名をもって他人のために物品の販売または買入れ等の行為を為すことをいう（商法 551 条）。取次ぎを業とする者を問屋という。自己の名において、他人の計算

で行為を行うという点において、取次ぎと信託は共通点を有する。

さらに、商行為について認められる非顕名代理についても若干言及する。日本民法は代理について顕名主義を原則としているのに対し、商行為の代理については非顕名代理が許容されている（商法 504 条）。商行為の代理人と受託者は、それぞれ本人・受益者に対し善管注意義務および忠実義務を負ってそれらの者のために行為する点、および、だれのために行為しているのかを相手方に表示する必要がなく匿名性を確保しつつ行為する点において共通する。とくに、日本法の下では、商行為の代理人が本人のために行為することを過失なく知らなかった相手方は、代理人との間の法律関係を選択することができることとされる。そのような選択がなされた場合には、相手方と代理人との間に法律関係が発生し、取次ぎおよび信託に類似した関係が発生する。さらに、そもそも代理と取次ぎの区別をしない英米法圏では、日本法の下では取次ぎに該当する法律関係が委託者と相手方との間に直接法律関係が生じるものとして律せられる場合が多いと考えられ、英米法圏との比較をも視野に入れるとすれば、非顕名代理と信託を比較検討する意味があるように思われる。

比較に当たり、本稿が取り上げるのは、次の 5 点である。すなわち、第 1 に、受託者等が行う取引の相手方はだれであり、当該相手方の引当てとなる責任財産は何かが問題になる。信託や匿名組合の場合には、投資運用や事業のために出資された財産の目的拘束性および独立性の程度が問題となる（本稿では「財産分離」ということがある）。第 2 に、当該スキーム自体の頑健性について検討する。第 3 の観点は、受益者等に認められる権利の内容である。本稿では、とりわけ、受託者等が破たんした場合と受託者等が権限外の処分や行為を行った場合において、受益者等に物権的救済が認められるかどうかに着目する。第 4 は、受益者等には受託者等をコントロールし指図する法的権限があるかどうかである。第 5 に、受託者等が受益者等に対してどのような義務を負い、それに違反した場合にどのような法的責任を負うのか、受益者等から見ればどのような法的救済を受けることができるのか問題になる。

以下では、始めに匿名組合を信託と比較し〔Ⅱ〕、その後、非顕名代理、取次ぎおよび信託の三者を取り上げ、比較検討する〔Ⅲ〕。

II 匿名組合と信託

1 匿名組合の意義

匿名組合契約とは、当事者の一方（匿名組合員）が相手方（営業者）の営業のために出資をし、相手方がその営業から生じる利益を分配することを約する（商法 535 条）、有償・双務の諾成・不要式の契約である。匿名組合員の出資は営業者の財産に帰属し（同法 536 条 1 項）、匿名組合員は営業者の行為について第三者に対して権利および義務を有しない（同条 4 項）。匿名組合は、民法上の組合が企業に利用されるために商法的加工を受けたものであって、匿名組合員にとっては投資の有利性と匿名性（秘匿化）、営業者にとっては確定利子を支払う負担を免れ自由に経営を行うことができる等の長所を有する共同企業形態の一種であると説かれる⁹。

2 対外関係と責任財産—財産分離性

(1) 財産分離性の意義

匿名組合の対外関係については、営業者と相手方のみが権利義務関係を有し、営業者が相手方と行った行為について、匿名組合員は当該相手方に対して権利および義務を有しない¹⁰（商法 536 条 4 項）。匿名組合員の出資は、営業者の財産に属するため（同条 1 項）、匿名組合員による出損は営業者の責任財産となった限度で、責任を負うことになる。

以下、Hansmann 教授と Kraakman 教授の概念整理によりながら、匿名組合における独立財産性の有無および程度を検討する。両教授の有名な定義にならって、企業の債権者が、当該事業の引当て財産について、企業の所有者・業務執行者個人に対する債権者に優先する場合を「積極的財産分離（affirmative asset partitioning）」と言い、企業の債権者が、企業の所有者・業務執行者個人に対してかかってゆけないか劣後的にしかかってゆけない場合を「防御的財産分離（defensive asset partitioning）」と呼ぶことにする¹¹。とりわけ積極的財産分離は、企業の債権者が当該分離された財産に対して優先的な請求権を持つことを認めるものであり、モニタリング・コストの節減および債権者と企業の所有者・業務執行者との間におけるリスク選好に応じたリスク分配を可能にすることにより、効率性の観点か

ら重要な意義を有するものである。

(2) 信託

信託においては、受託者が信託のために行った取引であって受託者の権限に属する場合には、当該取引の当事者は相手方と受託者であり、受託者は当該取引に基づく相手方の権利に係る債務を信託財産をもって履行する責任を負う（信託法 21 条 1 項 5 号）。信託においては、信託財産は受託者の固有財産とは法的に分離して観念され、受託者個人の債権者は信託財産にかかってゆけないものとされる。すなわち、信託財産責任負担債務に係る債権に基づく場合を除き、信託財産に属する財産に対する強制執行等は認められない（信託法 23 条 1 項）。それゆえ、信託においては受託者からの積極的財産分離が実現しているといえる。他方、受託者は、信託のために行った取引について、その責任を信託財産に限定する特約や限定責任信託制度（信託法 216 条以下）を利用する場合を除くと、原則として、受託者の固有財産をもってその責任を負わなければならない。すなわち、受託者個人にとっては、信託債権者との関係では防御的財産分離機能は認められない。

次に、信託財産と受益者の財産とは、どのような関係に立つか。新信託法により、受託者の受益者に対する費用償還請求権は、その旨の合意を要することとされたため（信託法 48 条 5 項）、受益者については原則として高度の防御的財産分離が認められることになった。これに対し、受益者の債権者は、受益権を差し押さえるなどの方法により、信託財産に実質的にかかってゆくことができる。しかしながら、信託債権者との関係では受益権は劣後するから（信託法 101 条）、その限りにおいては、排他的ではないけれども信託財産は受益者についてみても積極的財産分離が果たされていると考えられる。なお、アメリカ信託法の下で認められている浪費者信託や慈善信託など一部の信託においては、信託財産は受託者の債権者から信託財産を分離するのみならず、受益者の債権者から完全に隔離された積極的財産分離が認められる。

(3) 匿名組合

匿名組合の場合には、匿名組合員の出資は営業者の財産に帰属し、営業者の債権者からの積極的財産分離は認められない。(2) に見たように、信託の場合には、受託者個人の債権者は信託財産にかかってゆくことができないものとされているのと大きく異なる¹²。営

業者の債権者は、匿名組合員が営業者に対して出捐した財産であるかどうかにかかわらず、営業者の財産全般にかかってゆくことができるのである。営業者からの積極的財産分離が認められない所以である。

これに対し、匿名組合員の債権者は、匿名組合員により営業者に出資された財産にかかってゆくことができないから、匿名組合員の財産からの積極的財産分離は認められる。匿名組合員が営業者に出捐した財産は営業者の所有に帰するから、匿名組合員はもはや出資した財産に対する所有権や持分等の権原を有さず、したがって、匿名組合員個人の債権者は、匿名組合員が営業者に対して出資した財産自体に対してかかってゆくことができないからである。

もっとも、匿名組合員が営業者に対して有する債権を差押え、またはそれに代位することは可能であるという意味では、積極的財産分離機能は排他的なものではない。しかし、匿名組合契約に基づき匿名組合員が営業者に対して有する権利は、確定した利益配当請求権などを除くと、実質的には営業者の債権者に劣後するものと考えられる¹³。さらに、匿名組合員の権利は契約上の権利であるから契約による制限が可能であり、匿名組合員と営業者との間の契約により、匿名組合員の営業者に対する権利を営業者の他の債権者が有する権利に劣後させることができる。匿名組合員の営業者に対する債権について、そのような劣後化特約が結ばれている場合には、実質的には「積極的財産分離」を実現し得る。実務では、匿名組合員の債権が劣後化され、エクイティ的に扱われる場合も少なくないようである。

防御的財産分離についていえば、営業者の債権者は営業者の責任を追及できるから、営業者については問題にならない。これに対し、営業者の債権者が匿名組合員の固有財産にかかってゆくことが当然にできるわけではないという点では、匿名組合員については防御的財産分離機能が認められる。しかし、匿名組合員と営業者の間の匿名組合契約において匿名組合員の負担について約定されている場合には、当該営業に係る債権者は、営業者が匿名組合員に対して有する債権を差押える等の方法により、匿名組合員に訴求する余地がないわけではない。そのような場合には、匿名組合員について認められる防御的財産分離は不完全にしか実現しないと考えられる。

なお、SPCを営業者にしておくことによって、匿名組合契約に基づき出資された企業用財産を匿名組合員の財産から分離するとともに、自然人ではなく匿名組合の営業者となる

ことを目的とする特別目的法人を営業者にすることによって、実質的には、真の営業者（SPCの所有者）からの積極的財産分離を実現することも可能である。

3 スキームの頑健性

財産分離との関係で重要な事項が、信託契約または匿名組合契約の解除および終了に係る規律である。解除が容易であったり終了事由が広範に規定されていたりすると、それらの契約を基礎とする投資運用・事業スキームは、仕組みとしては脆弱であるといえる。裏からいえば、解除が限定的でありスキーム自体が頑健であればあるほど、財産分離機能がより長期的かつ安定的に発揮されることになる。

信託の場合には、信託の終了には原則として委託者および全受益者の同意を要する（信託法164条1項・105条1項）¹⁴。そのほか、①信託目的を達成したとき、または信託目的を達成できなくなったとき、②受託者が受益権の全部を固有財産で有する状態が1年間継続したとき、③受託者が欠けた状態が1年間継続したとき、④予見不能な特別の事情による信託の終了命令または公益確保のための終了を命じる裁判があったとき、⑤信託財産について破産手続開始の決定があったとき、⑥信託行為において定めた事由が生じたときなどの終了事由が定められているが（信託法163条）、受託者等関係者の破産手続開始の決定や受託者の死亡は信託の終了事由ではない。

これに対し、匿名組合の場合には、当事者の一方が、存続期間を定めなかったか、またはある当事者の終身の間存続すべき旨を定めたときは、各当事者は、6か月前に予告することにより営業年度の終了時に匿名組合契約を任意解除でき、また、存続期間を定めたかどうかにかかわらず、やむを得ない事由があるときはいつでも解除できる（商法540条1項・2項）。さらに、①匿名組合の目的である事業の成功またはその成功の不能、②営業者の死亡または営業者が後見開始の審判を受けたこと、および③営業者または匿名組合員が破産手続開始の決定を受けた場合には匿名組合契約が終了するものとされており（商法541条）、解除・終了に係る規律という観点からすると、スキームの頑健性は信託よりも脆弱である。

もっとも、匿名組合契約において解約を制限ないし解約権を放棄することによりスキームの頑健性を確保することが考えられる。そのような約定は基本的に有効であると思われ

るが、やむを得ない事由があってもそれを禁止する合意は有効とは認められない可能性がある¹⁵。

4 匿名組合員の権利—受益権との比較

(1) 法的性質

匿名組合契約は、商法上認められた債権契約である。匿名組合員が出資した財産は営業者に帰属する。匿名組合員は営業者に対し利益分配請求権を有する一債権者にすぎず、民法上の組合と異なり匿名組合員には持分は認められない。信託と対比していえば、匿名組合員は出資した財産およびそれに基づく事業財産に対し、異議権や取消権などの物権的救済は認められない¹⁶。したがって、匿名組合員の営業者に対する権利は、信託受益権のような物権的性格をもたず、営業者が破たんした場合において、匿名組合員が営業者の所有に帰した財産に対し取戻権を主張できるわけではなく、むしろ、後述するように、実質的には劣後することになる。

受益権は信託財産に対する物的相関関係を有する権利であるとされるが、以下に、受益権と対比しながら、匿名組合員の法的地位について敷衍する。第1に、匿名組合にはそもそも組合財産という概念が存在せず、したがって匿名組合員は持分を有しない¹⁷。第2に、匿名組合における当該企業は出資者と企業者の共同事業には至っておらず¹⁸、たとえ匿名組合員が多数であっても、社員や受益者間に見られるように一種の団体的な法律関係が当然に成立するわけではない¹⁹。すなわち、匿名組合の沿革²⁰、商法 535 条が匿名組合契約の当事者を「一方」および「相手方」と規定していること、同法 540 条が「組合員の脱退」ではなく「契約の解除」と表現していること、および商法には多数当事者間の法律関係を規律する規定が無いこと等から、匿名組合契約は、匿名組合員と営業者の2当事者間の契約にすぎないと解されている²¹。匿名組合員が複数存在しても、中軸となる一当事者（営業者）と多数の相手方がそれぞれ個別の契約関係を結ぶけれども、相手方が全体として団体を形成している「会員型（ハブ＝スポーク型）契約」であるともいわれる²²。もっとも、商法学説においては外部的には営業者の営業が存在するにすぎないが、少なくとも経済的には共同事業であると説かれることが多い²³。

注目すべきは、匿名組合員は、出資を行い、情報請求権や業務財産状況調査権などの監

督権を付与されており（商法 539 条）、利益支払請求権を有するなど社員や受益者の法的地位に類似した側面がある点である。そこで、商法学説においては、かねてから、民法の組合に関する規定中、経済上共通の利害を基礎とするものは匿名組合にも準用すべきであると解する説が有力に唱えられてきた²⁴。さらに、匿名組合員が匿名組合契約から離脱する場合の優先劣後関係については、匿名組合員の出資の価額返還請求権は、営業者の他の一般債権者と平等の地位に立つが、損失により出資が減少したときはその残額に限定されるため（商法 542 条）、その限りにおいてエクイティ的な性質をもつ。以下、敷衍しよう。

第 1 に、匿名組合においては、組員の持分ないし受益権は観念できないという点において、民法上の組合や信託とは異なる。第 2 に、匿名組合員の出資の価額の計算において、持分会社の社員の退社に伴う持分の払戻しの場合（会社法 611 条 2 項）と同様に、当該事業の価値を反映するよう約定することも可能であり、出資の価額が増加するという意味においてエクイティ的である。もっとも、そのような場合においても、債権的な権利を有するのみであって、持分権をもつわけではないと解されている²⁵。第 3 に、匿名組合契約の存続期間によっても左右され、短い場合にはエクイティ的要素が薄れるが、長期的な契約であればあるほど、エクイティ的要素が強まる。第 4 に、匿名組合員の出資の償還性の有無については、出資が損失により減少したときは、当該損失のてん補後でなければ、匿名組合員は利益配当を請求できず（商法 538 条）、匿名組合契約が終了したときは、営業者は、出資の価額の返還義務を負うが、損失により出資が減少したときはその残額を返還すれば足りるため（商法 542 条ただし書）、匿名組合員の出資が債務不履行のトリガーとなることはない。第 5 に、損失に対する負担は匿名組合の要件ではないが、実際には匿名組合員が損失を負担するのが一般的である。

匿名組合員の出資金返還請求権は、前述したようにエクイティ的なものであるが、同じく匿名組合員に認められる利益配当請求権も、営業者の債権者との間では実質的には劣後性をもつもの、すなわち「出資性」を有するものであって、エクイティ的である。出資金返還請求権もまた、利益配当請求権と同様に、損失を補てんした後でなければ具体的な請求権とはならない。このように、出資金返還請求権と利益配当請求権は、出資契約に基づく匿名組合員の権利としていずれもエクイティ的性格を持つのである。

さらに、匿名組合員の地位を株式と比較すると、持分という形をとるかどうかという点で異なる。匿名組合員の地位は、あくまで契約上の地位にすぎない。しかし、前述したよ

うに、匿名組合員の地位も株式もいずれも「出資」に基づく法的地位であるという点では同様である。そのため、匿名組合員の有する出資金返還請求権および利益配当請求権は、同じくエクイティ的性格を有する株式に基づき株主が有する残余財産分配請求権および剰余金配当請求権と、基本的に同様の法的性質をもつものと考えられる。

株式会社における残余財産分配請求権および剰余金配当請求権は、具体的に確定するまでは抽象的な権利にとどまるものであって、観念的な一種の期待権にすぎない²⁶。これらの抽象的権利は、いまだ条件付債権または期限付債権などに到らないと解すべきであろう。匿名組合員の有する出資金返還請求権および利益配当請求権も同様の法的性質を持つと解される。このことは、「出資」に基づくことによる帰結であって、匿名組合における営業者の営業から利益が生じる蓋然性が高いかどうかによって影響を受けるものではない²⁷。残余財産分配請求権や剰余金配当請求権は、計算に基づきそれぞれの額が確定して始めて具体化するものであり、抽象的な出資金返還請求権等とは区別されるべきである²⁸。

(2) 匿名組合員の権利—物権的保護の可能性？

信託の場合には、受益者には、信託財産に対する強制執行等に対する異議権（信託法 23 条 5 項・6 項）、受託者の権限違反行為に係る受益者の取消権（信託法 27 条）、および前受託者やその相続人等が信託財産を処分しようとする場合の差止請求権（信託法 59 条 5 項・60 条 3 項・5 項）が認められる。匿名組合員には、このような物権的権利が認められるのかどうかを検討する。

匿名組合員が出資した財産およびそれに基づく事業資産については、営業者が破たんした場合やそれらに対し差押えがなされた場合であっても、匿名組合員は原則として物権的保護を受けることはできない。

営業者が匿名組合契約に違反して匿名組合員の出資を使用・処分した場合はどうか。受託者がその権限に属しない行為を信託財産のために行ったときは、相手方が当該行為の当時、①当該行為が信託財産のためにされたものであることを知っており、かつ、②当該行為が受託者の権限に属しないことを知っていたかまたは重過失により知らなかった場合には、受益者は、当該行為を取り消すことができる（信託法 27 条 1 項）。信託の登記または登録がすることができる信託財産については、①当該信託の登記・登録がされており、かつ、②相手方が当該行為の当時、当該行為が受託者の権限に属しないことを知っていたか

または重過失により知らなかった場合には、受益者は、当該行為を取り消すことができる（同条2項）。受託者の権限の範囲外の行為も有効としつつ、前述した場合に受益者の取消権を認めているのである。受益者の取消権は、信託理論とも深く関連し、大別して3つの説明がなされる。第1に、(新)債権説の立場からは、信託違反の法律行為も有効であるのが原則であるが、とくに受益者保護の見地から受益者に対世的救済方法を与えたものであると説明される²⁹。「信託ノ本旨ニ反スル」処分を取消権の対象としていた旧信託法下において、当該処分行為の効果は信託内部の関係においては信託に帰属しないが、外部関係においては一応有効なものとし、忠実義務違反状態の是正のための法的手段として受益者に取消権を付与したとものとする説明もある³⁰。第三者の主観的要件として、善意無重過失を要求している理由として、立案担当者は、善意無過失を要求する表見代理と同視することは、受託者が完全権者であることとバランスを失し、法人の機関と同視するのも適切ではないため善意で足りることとせず、善意無重過失を要件としたと説明している³¹。第2に、受託者にある信託財産の所有権が信託目的によって物権的に制限されているとする説明がある³²。第3に、実質的法主体性説の立場から、信託の機関としての受託者がその権限を越えて行った行為の取消しを認めるものであり、取引の安全を図りつつ受益者に取消権を行使するか代位物を信託財産とするかの選択権を付与するために立法政策的に取消権が採用されたものであって、信託財産の目的による行為能力の制限は一応存在するといえるとの説明がなされる³³。

これに対し、営業主が行った行為は対外的には有効であり、しかも匿名組合員には信託法が規定するような取済権や追求権などの物権的救済は認められておらず、また信託法の規定の類推適用も基本的にはなされないものと解される³⁴。匿名組合員は営業者の債務不履行責任を追及することになる³⁵。

5 営業者の匿名組合員に対する善管注意義務・忠実義務

匿名組合契約とは単なる債権債務関係であると解する説が通説であり、信託との対比でいえば、匿名組合員の出資は営業者の財産に帰属する点では同様であるが、匿名組合員の営業者に対する権利は信託受益権と異なり物権的性格をもたない。営業者は、自己のために営業を行うのであって受託者のように信託義務に基づき受益者のために営業するわけで

はないと考えることもできよう。しかしながら、内部関係においては内的組合が存在すると解する説からすればとくに、民法の組合に関する規定が類推適用され、業務執行を行う営業者は善管注意義務を負うと解すべきことになる³⁶。内的組合とは、数人の者が共同の事業を営むに当たって、事業活動に必要なすべての法律行為は、数人中の一人の名で行い、必要な経済手段もすべてその者の単独の所有とするものであり、判例・通説が承認しているとされる³⁷。さらに、匿名組合員と営業者との間には債権債務関係を越えた関係があり、営業者は匿名組合員から出資された組合財産を共同の計算と共同の利益のために経営すべき信託的法律関係の発生を認める説が唱えられている³⁸。この説は、同時に、営業者の信託義務を肯定する。このような見解もまた、匿名組合が内的組合であることを肯定した上で、組合財産につき合有関係は認められないが信託的關係は認められるとする。

匿名組合における営業者の匿名組合員に対する善管注意義務・忠実義務に関して言えば、当該匿名組合が実質的な投資運用スキームであり、営業者が投資運用業者である場合には、資産運用者の義務としてそのような議論が妥当する可能性が高いとも考えられる。他方、たとえば共同事業性を有する匿名組合においては、組合法のアプローチから営業者の匿名組合員に対する善管注意義務・忠実義務が導かれると考えられる。商法学説においては、匿名組合契約における内的組合性を肯定する見解が有力であるが³⁹、その場合にも、業務執行組合員（匿名組合においては営業者）の組合員（匿名組合においては匿名組合員）に対する善管注意義務および忠実義務が認められることになろう（民法671条・644条参照）。

なお、営業者の善管注意義務が認められるとして、その内容に分別管理義務が含まれるかどうかは問題となる⁴⁰。匿名組合においては、デフォルト・ルールとしては分別管理義務は認められないけれども、匿名組合契約等により営業者の分別管理義務を定めることはもちろん可能であると解される。

6 小括—信託と匿名組合の比較

匿名組合員の出資は営業者の財産に帰属する点において、匿名組合は信託と同様であるが、匿名組合員の権利は、異議権や取消権などの信託受益権に認められる物権的性格をもたず、純粋な債権的な性格を有するにすぎないとされる。そして、営業者は自己のために営業を行うのであって、受託者のように信託義務に基づき受益者のために行為するわけで

はない⁴¹。しかし、匿名組合員の法的地位に着目すると、匿名性を確保しつつ営業者の営業に基づく利益に対する権利を有し、その出損に劣後性があるという点では、受益者の法的地位に類似している面もある。商法学説においては、匿名組合員と営業者との間に内的組合を認め、または単なる債権債務関係を超えた信託的な関係があるとする見解も有力であり、匿名組合を投資運用または共同事業のための法形態と理解するならば、匿名組合員の権利と受益権の差異は認めつつ、営業者の匿名組合員に対する信託義務を肯定する方向で議論を進めてゆく余地がある⁴²。

Ⅲ 非顕名代理、取次ぎおよび信託

1 非顕名代理と取次ぎの意義

(1) 非顕名代理の意義

民法の下では、代理人がその権限の範囲内において本人のためにすることを示して行った意思表示は直接本人に効力が生じる（民法99条1項）。本人のためにすることを示さないで行った意思表示は、代理人は本人のために行っていることを相手方が知りまたは知ることができた場合を除き、代理人との間にのみ権利義務関係が生じる（同法100条）。日本民法は、代理について、いわゆる顕名主義を採用しているのである。これに対し商法は、商行為の代理について、代理人が本人のためにすることを示さないときも本人にその効力が生じるとして、非顕名主義を採用している（商法504条）。商行為の代理とは、代理人についてではなく、本人にとって判断され、相手方にとってのみ商行為となる行為については適用されないと解されている⁴³。代理人が本人のために行うことを過失なく知らなかった相手方は、代理人との間の法律関係を選択することができ、代理人との関係が選択されると本人はもはや相手方との法律関係の存在を主張できないとするのが判例である⁴⁴。相手方が代理人との間の法律関係を選択したときは、相手方と代理人との間で法律関係が発生するが、背後に本人と代理人の間には委任類似の関係が存在しており、信託関係と類似した構造が生じる。

(2) 取次ぎの意義と法的構成—処分権

商法は、信託や非顕名代理に経済実質が近似している法律行為として取次ぎという概念を知っている（商法 502 条 11 号）。商法は、自己の名をもって他人のために物品の販売または買入をなすことを業とする者を「問屋」と定義し、問屋営業について規律を設けている（商法 551 条～557 条）。自己の名をもって他人のために販売または買入以外の行為を為すことを業とする者についても、問屋に係る規律が準用され（商法 558 条）、かれらは準問屋と呼ばれる⁴⁵。取次ぎにおいては、相手方は問屋との間に権利義務関係を有し、委託者とは直接の権利義務関係に立たない。こうして、取次ぎにおいては、委託者と問屋の法律関係と相手方と問屋の法律関係とが分断され、後者の関係はたとえ問屋契約が存在しなくても有効であり、そのような意味において自立的である。

問屋に売委託がなされた場合には、目的物の所有権は、委託者から相手方に直接移転すると解されている。そのメカニズムは、次のとおりである。問屋に売委託がされた場合、当該目的物の所有権はあくまでも委託者に帰属し、問屋は処分権を有するというのが一般的な説明である⁴⁶。処分権とは、当該目的物について問屋契約に基づく義務の履行として締結した売買契約の相手方に対して委託者から相手方に所有権を移転させる権利である。問屋は、売買契約の当事者として他人物売買の売主になるが（商法 552 条 1 項）、売買の目的物の所有権は問屋の処分権に基づいて委託者から相手方に直接移転すると一般に理解されている⁴⁷。所有権は本人または委託者に帰属しており代理人・問屋に帰属しているわけではない点において、非顕名代理と取次ぎは類似し、信託財産の名義が受託者に帰属する信託関係とは異なる。

(3) 代理と取次ぎの比較

取次ぎと代理の境界は、顕名代理の場合には、「自己の名において」法律行為を行うか、「本人のためにすることを示して」行うかの違いがあり明確であるのに対し⁴⁸、取次ぎと非顕名代理の区別は必ずしも明確でない。法律上は、問屋の場合は委託者のためにする意思すなわち委託者の計算においてする意思が必要であるのに対し⁴⁹、非顕名代理の場合は代理権および代理意思すなわち本人に直接法律効果を帰属させる意思が必要であるという違いがあるが、そもそも「委託者のためにする意思」も「代理意思」もない場合との区別を含め、境界は必ずしも明確でない⁵⁰。

このように日本法の下では、代理権と処分権とが峻別されており、代理関係と取次関係とは法的に区別されている。これに対し、アメリカ法の下では、日本法上の取次ぎに相当する法律関係の多くは非顕名代理または「本人が特定されていない代理」として代理法により処理されているものと考えられ興味深いので、以下において簡単に紹介する⁵¹。というのは、アメリカ法の下では、物品の委託販売において委託者と販売者との間の関係、すなわち日本法上は取次ぎに相当する関係は、代理関係とされ、相手方である購入者が当該物品の購入時点において委託者がだれであるか認識していない場合には、「本人の特定されていない代理」に該当するとされるからである⁵²。アメリカ代理法の下では、「顕名代理」「本人が特定されていない (unidentified principal) 代理⁵³」および「非顕名代理」の3つの形式が一般に認められている。「本人が特定されていない代理」とは、「代理人と相手方とが取引をする場合において、代理人が本人のために行為していることを相手方が認識しているものの、本人がだれであるかについては認識していない」場合である⁵⁴。以上の定義から、相手方が代理人と取引する時点において、代理人が本人のために行為していることを認識していなければ非顕名代理に該当するものの⁵⁵、代理人が本人はだれであるかを相手方に開示するか、または本人がだれであるかは明らかにしないものの本人のために代理をしていることを相手方に開示した時点から、いくつかの論点については、非顕名代理の規律の内容は分化してゆくことになる⁵⁶。代理人が本人のための法的効果をもたらす行為をする場合において、本人の代理人に対する表示によるならば、本人は代理人にそのように行為して欲しいと望むであろうと代理人が信じるのが合理的であるときは、代理人は「現実の代理権 (actual authority)」を持って行為するものとされる⁵⁷。これに対し「表見的な代理権 (apparent authority)」とは、代理人またはその他の行為者が本人のために行為する権限を持っていると相手方が信じるのが合理的であり、かつ、そう信じるのが本人の表示から跡付けられる場合に認められ、本人と相手方との間に直接の法的効果をもたらす権限であると定義されている⁵⁸。代理人が現実の代理権を持って行為する場合のみならず表見的な代理権を持って行為する場合であっても、「顕名代理」および「本人が特定されていない代理」の形式による代理が成立する。これに対し、「非顕名代理」が成立するのは、代理人が現実の代理権を持って本人のために行為する場合に限られる。非顕名代理においては、相手方は、本人の存在を認識していないため、相手方の保護という観点から「表見的な代理権」を観念する余地がないためである⁵⁹。このように取次ぎと代理を連続的にと

らえるアメリカ法は、日本法の将来にとって示唆的であると思われる。

2 取引の当事者－信託との比較を踏まえて

代理の場合には代理権と所定の形式（民事代理であれば顕名代理、商事代理であれば顕名代理または非顕名代理）に基づき、売買契約は相手方と本人との間に締結される。これに対し、取次ぎの場合には、相手方に対して権利を有し義務を負うのは問屋であり（商法552条1項）、相手方と受託者が契約当事者となる信託と類似する。

信託関係においては、受託者は自己の名前および計算で相手方と取引を行い、受益者は受益権を有することになる。受益者は受益権としての性質が許す範囲において、またその範囲においてのみ、相手方や第三者に一定の法的請求をすることができる。そのような権利として、信託財産に対する強制執行等に対する異議権（信託法23条5項・6項）がある。受託者の権限違反行為の取消権（信託法27条）、および前受託者やその相続人等が信託財産を処分しようとする場合の差止請求権（信託法59条5項・60条3項・5項）もその系譜に連ねることができるであろう。また、受益者が相手方から請求を受けることはなく、原則として受益者の有限責任が確保されている。平成18年新信託法により受託者の受益者に対する費用償還請求権が当然には生じないものとされたため、防御的財産分離はより強固になった（信託法48条5項）。取次ぎにおける委託者の物権的保護については、後述する（5参照）。取次ぎの場合には、委託者と問屋の関係については、委任に関する規定が準用される⁶⁰。信託の場合には、受益者と受託者の間には委任関係があるわけではないが、受託者は受益者に対して直接善管注意義務および忠実義務を負っており、実質的には類似している。問屋の委託者に対する義務についても、後述する（6参照）。

3 対外関係と責任財産—財産分離性

信託における対外関係と責任財産の独立性については、II 2(2)で述べたので、ここでは繰り返さない。受託者が当該信託のためにその権限に属する取引を行った場合、当該取引の当事者は受託者と相手方である。当該相手方は、受託者の固有財産に対しても信託財産に対しても強制執行を行い得るのが原則である。

取次ぎの場合も同様であり、問屋と契約をした相手方は、たとえ当該契約の背後に委託者が存在することを知っている場合であっても、委託者に対して当該契約に基づく義務の履行を求め、または委託者が契約当事者であれば対抗し得る抗弁を主張することができないのが原則である⁶¹。法律関係は、問屋と相手方との間に成立するものとされているのである（商法 552 条 1 項）。このように、取次ぎの場合は、問屋と相手方との法律関係と、問屋と委託者との間の法律関係が分離される点に特徴がある。問屋の下にある目的物や金銭の取扱いについては後述する（5（1）参照）。

これに対し、非顕名代理の場合には、契約関係は相手方と代理人との間ではなく、相手方と本人の間に成立するから、本人の資産を当該事業用資産とそれ以外に切り分け、前者については当該事業に係る債権者に優先権を与えるという意味における積極的財産分離機能は問題とならない。もっとも、非顕名代理の場合には、相手方は本人と取引をするつもりがなかった可能性があり、商法は、代理人が本人のためにすることを相手方が知らなかったときは、代理人に対して履行の請求をすることを妨げないと定める（商法 504 条ただし書き）。この規律の解釈としては、代理人が本人のためにすることについて知らなかったことについて相手方には過失が無いことを要するとされ、相手方において代理人が本人のためにすることを知らなかったことを主張立証し、代理人の側で相手方が本人のためにすることを知らなかったことに過失があることを主張立証したときは、代理人は責任を負わないとするのが判例・多数説である⁶²。

4 スキームの頑健性

商事代理と取次ぎは、（準）委任契約に基づく場合には、当事者の意思に基づき生じるのに対し、信託の場合は受益者による受益の意思表示は不要であり（信託法 88 条 1 項）、受益者がその設定を知る必要もない。もっとも、この相違は、商事的利用についていえば、あまり問題となることはないであろう。

重要なのは、商事代理や取次ぎは上記契約の一方当事者の意思や死亡によって終了するのに対し、信託の場合には、委託者・受託者・受益者のいずれか一人の意思、または関係当事者の死亡により当然に終了するものではなく、その安定性・継続性に関して頑健である点である⁶³。代理権についていえば、①本人の死亡、②代理人の死亡または代理人が破産

手続開始の決定もしくは後見開始の審判を受けたことがその消滅事由とされるとともに、委任による代理権は委任の終了によっても消滅する（民法 111 条）。委任の終了事由については、民法 653 条に規定があるほか、各当事者はいつでも委任を解除できるとされる（同法 651 条 1 項）。特約により解除権を放棄または制限することは、合理的範囲で有効とされるであろう。なお、商事代理については、特則が置かれており、商行為の委任による代理権は⁶⁴、本人の死亡によっては消滅しないものとされ（商法 506 条）、したがって本人の相続人の代理人となる。

以上から、委任により代理権が付与されることが想定される商事・金融の領域では、代理および取次ぎを基礎とするスキームの頑健性は、信託に比すると弱いといえよう。

5 委託者・本人の権利と受益権

(1) 物権的保護の可能性？

証券会社を念頭に証券取引の例を考える⁶⁵。顧客から証券の買委託や売委託を受ける行為は取次ぎに当たり、証券会社は問屋であると解されている。〔1〕に述べたように問屋が売委託を受けたときは、問屋は処分権を有するにすぎず、相手方に当該証券を売付けるまでの間その所有権は委託者にあるから、問屋破産の場合において委託者は所有権に基づいて取戻権を行使できることに異論はない。これに対し、問屋が買委託を受けたときは、問屋が実行した売買の効果は、相手方との関係ではすべて問屋に帰属し、当該証券の所有権も問屋に帰属すると解されている。したがって、問屋に当該証券の所有権がある段階で問屋が破たんした場合には、伝統的な通説では、委託者は、問屋が買委託の実行により取得した権利を問屋から譲り受ける手続をとらない限り、委託者は問屋の債権者に対して自己の権利を対抗できないとされてきた⁶⁶。

しかし、それでは委託者の保護、とりわけ当該証券の購入代金を支払った顧客の保護に欠けると批判され、問屋が買委託の実行により取得した権利について、委託者の取戻権を認める見解が有力に主張された。すなわち、商法 552 条 2 項の規定における「問屋」には、問屋とその債権者群も含まれる⁶⁷、または、問屋と委託者の関係に関する限り、物品の販売がもっぱら委託者の計算でなされるという経済的実質に鑑み問屋から譲渡その他の権利移転をすることなく当該権利は委託者に帰属すると解する説である⁶⁸。取次ぎと信託の類似

性から、問屋が委託者の計算で取得した権利は問屋に帰属するが、委託者への譲渡前においては、買委託に基づく売買に起因しない問屋に対する一般債権の責任財産を構成しないとする見解も唱えられている⁶⁹。問屋が実行した売買の効果は、相手方との関係ではすべて問屋に帰属するのに対し、問屋と委託者の関係では問屋が買委託の実行により取得した権利は委託者に帰属すると解する見解である。四宮教授は、間接代理一般につき、事務処理の結果混同した両当事者の利益を現状に回復することが権能と財産が分裂した局面では重要であり、他方、間接代理人の一般債権者は、間接代理人の取得した権利について一般的・抽象的な利害関係しか有しないのに対し、本人は当該権利について具体的・実質的な利害関係を有するとして、本人の取戻権を肯定される⁷⁰。

このような見解に対し、委託者は、問屋が買委託の実行により取得した権利を問屋から譲り受ける手続を取らない限り、問屋の債権者に対して自己の権利を対抗できないとする伝統的な理解を前提として、委託者への権利移転の時期を早く解することで委託者保護を図る見解も有力である。すなわち、①買入委託の代金が支払われているときは、買入物品につき問屋が委託者との間で自己契約により権利を移転した場合、または②動産・有価証券については、他の物品と区別して保管していれば、占有改定により対抗要件を具備した場合には委託者の取戻権が認められるとする⁷¹。

判例は⁷²、問屋の取得した権利について実質的利益を有するのは委託者であり、問屋の債権者は問屋が委託の実行としていた売買により取得した権利についてまでも自己の債権の一般的担保として期待すべきではないとして、委託者に取戻権を認める。

この点については、次のように考えるべきではないかと思われる。すなわち、第1に、買委託の場合は、所有権は相手方から問屋に移転するのが原則であるが、例外的にはあるが、委託者である顧客に直接帰属する場合があると解される。例外的な場合とは、①委託者にとって証券の購入が商行為に該当する場合には、問屋を代理人として直接相手方から委託者に所有権を取得させる場合、および②相手方にとって真の購入者がだれであるかは問題にならず、問屋が委託者からすでに購入代金を受領しているなど委託者に直ちに所有権を移転する意思がある場合である。②の場合には、問屋にいったん所有権を帰属させることなく、委託者が直接所有権を取得することを否定する必要はないであろう。

第2に、近時の有力説が説くように、問屋が自己に帰属した買付証券をできるだけ早期に対抗要件を具備した形で委託者に移転するように解釈することである。占有改定ととも

に特定性を満たすために分別管理することなどが考えられる。

第3に、上記のいずれにも該当しなければ、買委託の場合には問屋に当該証券の所有権が帰属し、問屋の一般債権者の責任財産になることになる。このような状況の下で問屋が破たんした場合に委託者を救済する法律構成としては、立法的に対処するのが本来的には望ましいが、解釈論として対処せざるを得ない現状の下では、介入権の行使や自己勘定での取引による場合を除き、問屋が買い入れた証券について委託者はその特定を条件として取戻権を行使できると解するとともに、委託者が問屋に対して有する取次委託契約に基づく債権が問屋の一般債権者の債権に優先すると解することはできないであろうか。もっとも、このような解釈は、当然に間接代理一般に妥当するわけではなく、証券会社においてはその業務の法形態および実態から、証券会社には実質的な顧客資産があることが周知の事実であることが対抗要件を求めない1つの実質的な理由となる。第2に、委託者と問屋の内部関係を問屋と一般債権者との関係に反映させ委託者を保護する根拠は、信託的または信認的な要素に基づくことになろう⁷³。

これに対し、代理の場合には、委託者本人が相手方に対して直接権利を取得することになる。したがって、証券会社が顧客の代理人であるとすれば、売委託であれ買委託であれ証券会社に当該証券の所有権が帰属することはなく、したがって、証券会社が倒産した時であっても、当該証券が破産財団に含まれることはない。

(2) 委託者の指図に基づかない取引・代理人の権限外の行為の効果と委託者等の保護

問屋が委託者の指図に基づかずに顧客の口座を利用して有価証券の売買をし、その結果生じた手数料や売買差損等に相当する金員を顧客口座から引き落とす旨の会計上の処理がなされたとしても、無断売買の効果は顧客には帰属せず、したがって顧客に上記金員に相当する損害が生じたとは言えないというのが判例・通説である⁷⁴。無権代理の場合と同様の考え方に立つものであり、指図に基づかない行為の効果は委託者には帰属しないという考え方である。

この規律は、受益権に所定の条件の下で取消権を付与している信託受託者が権限超越した場合の規律と異なる⁷⁵。取戻権・異議権の場合と異なり、指図に基づかない問屋の行為について、その有効性を前提とした上で、信託法の取消権に関する規定を類推適用し、または解釈論として追及権を認めることは、一般になされていない。間接代理について、事務

処理の結果混同した両当事者の利益を現状に回復するために、取戻権や異議権を委託者等に認めるべきであるとされる四宮教授も、追求権（取消権）については否定される⁷⁶。信託と異なり間接代理は①継続的管理ではないこと、および②受託者を信託して財産権を名義を含めて移転しているという関係にないこと等が、その理由として挙げられている。また、辻教授は、そもそも排他的管理権をもたらす権利帰属者の管理権の対世的効力を伴う排除は民法の下では不可能であるという前提に立ち、旧信託法 31 条の規定は民法の一般原則に対する顕著な例外規定であるとして、これを類推適用して管理者等の実質的な受益者にその処分行為の取消権を認めることは妥当でないとされる⁷⁷。

権限のないことを知りまたは過失によって知らなかった相手方は、指図に基づかずに問屋が行った取引が無効になるわけではないから、問屋に対して履行を請求すれば足りる⁷⁸。

(3) 委託者・本人の監督権・指図権

商事代理と取次ぎの場合は、本人および委託者から商事代理人および問屋に対し指図がなされ、前者が後者を指図・監督することが可能である。これに対し、信託の場合には、委託者または受益者に指図権がある旨を定めておかない限り、当然に受託者に対し指図を行うことができるわけではない。他方、受託者に対する監督という観点から、信託法は受益者・委託者に対し監督権限を付与している。

6 代理人・問屋の本人・委託者に対する善管注意義務・忠実義務

（準）委任契約に基づき代理権が付与され、また、問屋契約に基づき取次関係が成立した場合には、本人・委託者と代理人・問屋の間には委任法の規律が適用され、代理人・問屋は本人・委託者に対し善管注意義務を負う。善管注意義務には忠実義務が含まれるというのが判例・通説であるから、信託における受託者と受益者の関係と基本的には同様である。

結び

商行為法に定められている匿名組合、非顕名代理および取次ぎを取り上げて、信託と比較することにより、商法に定められた上記諸制度・契約類型と信託の共通点と相違点の一部を指摘し、信託の特徴を明らかにすることを試みた。「顕名」の意義と機能⁷⁹、管理権や授権に関する議論との関係などについて本稿では検討をしておらず、序論的考察としても不十分なものにすぎないが、民法（債権関係）改正に伴い見直される可能性がある商行為法の改正にとっても、商行為法上の諸制度を信託法および信託法理との関係にも留意しながら検討することに一定の意義があるように思われる。今後、検討を深めてゆきたい。

[注]

- 1 「商事分野」の意義が問題となる。信託が果たしている機能に着目する見方のほか、集団性、商行為性、営利目的など様々な観点からいわゆる「商事信託」を定義することが考えられる。「商事信託」概念とそれに立脚した商事信託法理の研究の魁である神田秀樹「日本の商事信託—序説」鴻先生古稀記念『現代企業立法の軌跡と展望』（商事法務研究会、1995年）583頁以下および同「商事信託の法理について」信託法研究22号（1998年）49頁以下参照。本稿は、商事信託の切り口の1つとなり得る商行為法上の諸制度と信託の関係について序論的な検討を行うものである。
- 2 四宮和夫「受託者の忠実義務」同『信託の研究』（有斐閣、1965年）211頁参照。
- 3 四宮和夫『信託法〔新版〕』（有斐閣、1989年）65～81頁。四宮教授の信託法理論とその学説史上の位置付けについては、加毛明「受託者破産時における信託財産の処遇（1）」法協124巻2号（2007年）169～179頁を参照。
- 4 四宮教授による委任関係・事務管理・後見などの民法上の財産管理制度と信託の比較、および取次ぎと信託との比較研究については、それぞれ四宮和夫「財産管理制度としての信託について」『四宮和夫民法論集』（弘文堂、1990年）43～75頁および同「間接代理に関する一考察—信託との関係を中心として—」『四宮和夫民法論集』（弘文堂、1990年）77～96頁参照。以下では、前者を四宮「財産管理制度」、後者を四宮「間接代理」と表記して引用する。内部関係に関する限り、信託は事務処理関係の特殊な形態にすぎないとされる（四宮「財産管理」52頁）。外部関係についても、信託財産は受託者名義であり、権限外の処分の場合の法的効果などそのことに由来するいくつかの差異を除いては任意的に排他的管理権を付与された管理者と同様であるとされる（同72～74頁）。
- 5 道垣内弘人『信託法理と私法体系』（有斐閣、1996年）とくに1～17頁、168～199頁参照。
- 6 道垣内・前掲注(5)218～221頁。
- 7 四宮・前掲注(3)22頁注(1)に掲げられた文献のほか、神作裕之「組織—信託の基礎的変更を素材として」NBL791号（2004年）26～36頁（日本私法学会シンポジウム『信託法と民商法の交錯』）参照。
- 8 さまざまな制度・契約類型との比較検討が必要であることを指摘する文献として、道垣内弘人「さみしがりやの信託法（第1回） いろんな問題、あるんだな」法学教室331号（2008年）129～134頁参照。
- 9 西原寛一『商行為法〔第3版〕』（有斐閣、1973年）175頁。匿名組合については、神作裕之「交互計算・匿名組合—商行為法と金融法の交錯」NBL935号（2010年）30-37頁を参照いただけたら幸いである。
- 10 ただし、匿名組合員が自己の氏・氏名を営業者の商号中に用いること、または自己の商号を営業者の商号として使用することを許諾した場合には、使用後に生じた債務については営業者と連帯して弁済しなければならない（商法537条）。
- 11 Henry Hansmann/ Reinier Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, 110 Yale L.J. 387, at 394-396 (2000-2001). 邦語で紹介した文献として、森田果『金融取引における情報と法』（商事法務、2009年）44～68頁参照。

- 12 なお、民法上の組合の財産については、組合員による組合財産上の持分の処分禁止を定める民法676条1項の趣旨から、組合員の債権者は当該組合員の組合持分を差し押さえることはできないと一般に解されており、ここにいう組合財産とは、組合財産に属する個々の財産を指すと解する見解が有力である（東京高決昭和35年2月19日下民集11巻2号370頁、鈴木祿彌編『新版注釈民法(17)』（有斐閣、1993年）148頁〔品川孝次〕）。すなわち、民法上の組合においても積極的財産分離は一般に認められている。これに対し、民法上の組合においては、防御的財産分離は認められない。
- 13 匿名組合員が営業者に対して有する権利の法的性質については、〔4（1）〕において詳論する。
- 14 ただし、受託者に不利な時期に信託を終了したときは、委託者および受益者は、やむを得ない事由がない限り、受託者の損害を賠償する義務を負う（信託法164条2項）。本注に対応する本文および本注において述べた規律は、委託者が現に存在しない場合には、適用されない（同条4項）。
- 15 民法上の組合の脱退制限に関し、やむを得ない事由があっても解除できないと定める条項は無効と判示した最判平成11年2月23日民集53巻2号193頁参照。民法上の組合員については防御的財産分離が認められない点が考慮されたものと解され、解除・清算を制限する条項の効力は、匿名組合員の地位を譲渡できる場合など、リスク回避の可能性と実効性にも関係してくるとの指摘がある（山田誠一「任意の脱退を許さない旨の組合契約における約定の効力」平成11年度重要判例解説86頁（2000年）参照）。
- 16 受益権の法的性質については、信託法の規定で解決されている範囲ではあえて議論する必要はないが、たとえば受益権に基づく妨害排除請求権が認められるかどうかといった論点について、受益権の法的性質が関連してくる（能見善久『現代信託法』（有斐閣、2004年）180～181頁）。
- 17 西原・前掲注(9)176頁。
- 18 我妻栄『債権各論中巻二（民法講義V3）』（岩波書店、1962年）750頁。
- 19 平成18年信託法は、2人以上の受益者がいる場合の意思決定の方法について団体的規律の導入を可能にした（信託法105条以下参照）。
- 20 明治23年商法は、匿名組合を、第1編第6章「商事会社及び共算商業組合」の章において、共算商業組合として、当座組合、共分組合とともにその第3類型として規律していた。ところが、明治32年商法は、匿名組合のみを残すこととし、しかしながら匿名組合は会社とは異なるとして、商事契約として商事会社の章から商行為の章に移動した。その結果、匿名組合に関する規律は商行為編において交互計算の規定の後に置かれることになったものである。匿名組合の沿革については、篠田四郎「非典業的匿名組合—その類型論的・法的構成—（一）」名城法学31巻1号（1982年）6～10頁参照。
- 21 匿名組合員と営業者との間に匿名組合員の数だけ匿名組合契約が並存的に成立するとするのが最上級審の判例である（東京控院判明治44年5月16日新聞743号20頁）。学説として、西原・前掲注(9)176頁参照。
- 22 民法（債権法）改正検討委員会編『詳解 債権法改正の基本方針V』（商事法務、2010年）264、270頁。

- 23 石井照久『改訂商法一商行為法・海商法』（勁草書房、1954年）39頁、小町谷操三『商行為法論』（有斐閣、1943年）170、175頁。さらに、弥永真生『リーガルマインド商法総則・商行為法〔第2版〕』（有斐閣、2006年）172頁は、共同事業性から、特約がない限り、匿名組合員は損失を分担する義務を負うと解すべきであるとされる。
- 24 松本丞治『商法大意〔新訂改版〕』（岩波書店、1935）277～278頁、竹田省『商法総則・商行為法』（新青出版、1997年）85頁、小町谷・前掲注(23)170頁。端的に匿名組合の内的組合性を承認する説も有力である。
- 25 西原・前掲注(9)177頁。
- 26 江頭憲治郎『株式会社法〔第4版〕』（有斐閣、2011年）632頁参照。
- 27 株式会社において配当が予想されるからといって抽象的な剰余金配当請求権が条件付債権や期限付債権となるわけではなく、また、資産超過の会社であるからといって抽象的な剰余財産分配請求権が条件付債権や期限付債権となるわけではないことと同じである。
- 28 剰余金配当請求権と株主総会決議により確定した具体的な剰余金配当支払請求権とを区別すべきであるとの指摘につき、江頭・前掲注(26)118頁注(1)参照。
- 29 松本崇『信託法』（第一法規出版株式会社、1972年）189頁。
- 30 新井誠『信託法〔第4版〕』（有斐閣、2014年）313～314頁。
- 31 村松秀樹・富澤賢一郎・鈴木秀昭・三木原聡『概説 新信託法』（金融財政事情研究会、2008年）78頁注(5)。
- 32 能見・前掲注(16)157頁は、この説明で良いと思うとされつつも、特別のルールであるとされる。
- 33 四宮・前掲注(3)73～74頁。
- 34 間接代理について、事務処理の結果混同した両当事者の利益を現状に回復するために、取戻権や異議権を委託者等に認めるべきであるとされる四宮教授も、追索権（取消権）については否定される。信託と異なり間接代理は①継続的管理ではないこと、および②受託者を信頼して財産権を名義を含めて移転しているという関係にないこと等から、取消権（追索権）は認められないとされる（四宮「間接代理」・前掲注(4)91～92頁）。また、辻正美教授は、そもそも排他的管理権をもたらす権利帰属者の管理権の対世的効力を伴う排除は民法の下では不可能であるという前提に立ち、旧信託法31条の規定は民法の一般原則に対する顕著な例外規定であるとして、これを類推適用して管理者等の実質的な受益者にその処分行為の取消権を認めることは妥当でないとされる（辻正美「受託者の背信的処分の効力について（四）・完」法学論叢106巻6号（1980年）41頁）。
- 35 もっとも、投資運用スキームとして組成された匿名組合で分別管理がなされている場合には、物権的保護の余地がおよそあり得ないというわけではなかろう。匿名組合の文脈ではないが、一般的に救済手段として信託を擬制する可能性も指摘されている（小野傑・深山雅也編『新しい信託法解説』（三省堂、2007年）18頁。なお、公共工事の前払金保証制度に関する事案において、当事者の明示の意思表示なく信託契約と認めた最判平成14年1月17日民集56巻1号20頁参照）。
- 36 西原・前掲注(9)181頁。
- 37 内的組合に係る判例・学説の動向については、民法（債権法）改正検討委員会編・前掲注(22)317

- ～318 頁参照。
- 38 赤木暁「匿名組合員の出資」法学志林 41 卷 10 号(1982 年)62-64 頁。
 - 39 西原・前掲注(9)178 頁、赤木・前掲注(38)50 頁、平出慶道『商行為法 [第 2 版]』(青林書院、1989 年) 339 頁等。
 - 40 信託の定義、信託設定意思との関係で、営業者の分別管理義務について論じた文献として、能見善久・道垣内弘人編『信託法セミナー 1—信託の設定・信託財産』(有斐閣、2013 年) 59～60 頁参照。
 - 41 もっとも、営業者の利益全部を匿名組合員に分配する約定がある場合には、営業者の法的地位は受託者のそれに近づき、相対的なものであろう。
 - 42 組合員と業務執行組合員との財産帰属関係については、実質的には組合員の共有である組合財産を業務執行組合員に信託的に譲渡していると解すべき場合が多いであろうとの指摘がある(民法(債権法)改正検討委員会編・前掲注(22)319 頁、我妻・前掲注(18)770 頁)。匿名組合員の保護の必要性とあり方についての筆者の意見は、神作・前掲注(9)33～36 頁参照。
 - 43 最判昭和 51 年 2 月 26 日金法 784 号 33 頁。
 - 44 最判昭和 43 年 4 月 24 日民集 22 卷 4 号 1043 頁。なお、同判決は、相手方が代理人に対し同人との法律関係を主張するときは、相手方が本人のためにすることを知らなかったことを主張立証し、代理人において相手方が本人のためにすることを知らなかったことに過失があることを主張立証すべきであるとする。
 - 45 信託と間接代理一般の比較こそが重要な課題であるが、本稿では、取次ぎを業とする問屋に絞って検討する。四宮教授は、財産と権能の分裂が生じている点において、信託と取次ぎは類似しており、財産保有者の物権的保護が必要であるとして、両者に共通の法的効果を導かれる(四宮「間接代理」・前掲注(4)90～91 頁)。
 - 46 西原・前掲注(9)267 頁、江頭憲治郎『商取引法 [第 7 版]』(弘文堂、2013 年) 256～257 頁注(2)、金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」金融研究 2013.10 号 41 頁とくに注(68)等参照。
 - 47 なお、「民法(債権関係)の改正に関する中間試案」は、授權(処分授權)という制度を設け、売委託の場合には、委託者から相手方に所有権が直接移転する旨を規定することを提案している。ここでは、授權された者が相手方との間で当該法律行為をしたときは、当該権利は、相手方に直接移転するものとし、当該権利を有していた者は、相手方に対し、その他人と相手方との間の法律行為においてその他人が相手方に対して主張することのできる事由を、主張することができるものとすることが提案されている。授權(処分授權)がなされると、授權者 A と相手方 C との間において、当該権利の処分という効果が生ずるとともに、被授權者 B と C との間において、当該法律行為の効果のうち上記権利処分の効果を除くもの、たとえば売委託であれば B の C に対する代金支払請求権の発生や、C の B に対する目的物引渡請求権が発生する(法制審議会民法(債権関係)部会「民法(債権関係)の改正に関する中間試案」(平成 25 年 2 月 26 日) 第 4 の 12 および法務省民事局参事官室「民法(債権関係)の改正に関する中間試案の補足説明」(平成 25 年 4 月) 48～49 頁)。
 - 48 西原・前掲注(9)262 頁。

- 49 「委託者の計算において」とは、経済的損益を当該委託者に帰属させることであるとされる。平出・前掲注(39)371頁、江頭・前掲注(46)236頁。
- 50 野々上敬介「財産管理人による行為の効果帰属の法理(一)」法学論叢172巻2号(2012年)103～108頁参照。
- 51 アメリカにおける問屋をめぐる規律については、大塚龍児「問屋の委託実行行為により生ずる法律関係の観点から見た agency の法理」鈴木竹雄先生古稀記念『現代商法学の課題(下)』(有斐閣、1975年)1219～1249頁、アメリカ代理法における非顕名代理および「本人が特定されていない代理」については、神作裕之「非顕名代理」樋口範雄＝佐久間毅編『現代の代理法 アメリカと日本』(弘文堂、2014年1月)95～119頁参照。
- 52 Restatement Third, Agency § 6.02 Comment d.
- 53 日本代理法の顕名主義の下で「本人が特定されていない代理」が認められるかどうかが問題となる。立案担当者を始め、一般には本人を明らかにする必要があると解されている(法務省大臣官房司法法制調査部監修『法典調査会民法議事速記録(1)』[梅謙次郎発言](商事法務、1983年)21頁)。これに対し、代理であることを示せば足りるとする少数説もある(幾代通『民法総則[第2版]』(青林書院、1984年)310頁)。
- 54 Restatement Third, Agency, § 1.04(2)(c).
- 55 非顕名代理の場合には、本人と相手方のみならず代理人もまた相手方との間に締結した契約の当事者になる(Restatement Third, Agency, § 6.03(2).)。本人がだれであるかわからなければ、相手方は、本人の評判・資産その他の信頼性を図る指標や契約履行能力を評価することができず、代理人が当該契約に係る責任を負うと信じることは正当だからである。この規律により、相手方の期待も保護されることになる半面、相手方・本人間と相手方・代理人間で契約当事者が重畳することになるために、三当事者がいったいどのような法律関係に立つのが問題となる。
- 56 Restatement Third, Agency, § 1.04 Comment b.
- 57 Restatement Third, Agency, § 2.01.
- 58 Restatement Third, Agency, § 2.03.
- 59 もっとも、非顕名代理の場合であっても、現実の代理権を前提としながら、一定の場合には、エストッパルの原則に基づいて本人の権限および責任が認められる(Restatement Third, Agency, § 2.06)。
- 60 商法552条2項は、問屋と委託者の関係について、委任および代理に関する規定を準用する旨定める。しかし、判例・通説は、委任に関する規定は当然に適用されるが、代理に関する規定が準用されるかどうかは個々の規定の性質によって決定され、たとえば問屋が他の問屋に再委託をした場合には、復代理に関する民法107条2項の規定は適用されない(最判昭和31年10月12日民集10巻10号1260頁)。問屋は代理権を有しないから、復代理の関係にはならないからである。
- 61 西原・前掲注(9)265頁、江頭・前掲注(47)259頁。もっとも、委託者の詐欺や委託者の知・不知が売買契約に影響を与えるべきであるとする見解が有力であり、その限りにおいて委託者の容態が考慮される。

- 62 最判昭和 43 年 4 月 24 日民集 22 卷 4 号 1043 頁。学説の動向については、森本滋「商法 504 条と代理制度」林良平先生還暦記念『現代私法学の課題と展望（中）』（有斐閣、1982 年）279 頁以下、沢野直紀「商事代理の非顕名主義」竹内昭夫編『特別講義商法Ⅱ』（有斐閣、1999 年）69 頁以下等参照。
- 63 信託の終了の規律については、〔Ⅱ—3〕参照。
- 64 「商行為の委任」とは、委任行為自体が委任者からみて商行為である場合とするのが判例である（大判昭和 13 年 8 月 1 日民集 17 卷 1597 頁）。
- 65 証券取引に絞っても、問屋が委託者の資産を金銭や銀行預金の形態で預託されている場合や、ペーパーレス化された証券が取次ぎの対象である場合には、別個の考察を要するが、本稿では、現物の証券についてのみ言及する。これらの問題についての近時の詳細な分析と検討として、金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会・前掲注(46)39～66 頁参照。
- 66 学説の動向については、江頭・前掲注(46)255～256 頁。
- 67 鈴木竹雄「問屋関係における委託者の地位」同『商法研究第 1 卷』（有斐閣、1981 年）274 頁。理由付けはなされていないものの、取戻権を認めるべきであるとする学説として、西原・前掲注(9)267 頁。
- 68 判例として、大判大正 12 年 12 月 1 日刑集 2 卷 895 頁〔問屋につき横領罪の成立を肯定〕、学説として、竹田省『商行為法』（弘文堂書房、1931 年）138 頁参照。
- 69 神崎克郎「証券売買委託者の法的地位」神戸法学雑誌 13 卷 4 号（1964 年）522～525 頁。
- 70 四宮「間接代理」・前掲注(4)90～91 頁。
- 71 伊藤眞・岡正晶・田原睦夫・林道晴・松下淳一・森宏司『条解 破産法』（弘文堂、2010 年）451 頁。
- 72 最判昭和 43 年 7 月 11 日民集 22 卷 7 号 1462 頁。
- 73 ドイツ法の下では、商法 392 条 2 項により問屋の相手方に対する債権は、委託者が当該債権を譲り受けた後は、委託者が主張することができるが、譲渡がなされる前であっても、委託者と顧客およびその債権者との関係では委託者の債権とみなすと定め立法的に解決している。その合理性は、問屋の信託的性格により説明されている（たとえば、Karsten Schmidt, Handelsrecht, 6. Aufl., § 31 VI Rdn. 124 (2014) 参照）。この規定の趣旨は、問屋の相手方に対する債権について問屋の債権者による差押えや問屋に相続が発生した場合に相続財産に組み入れられないようにすることにあるから、相手方は問屋に対して債務を履行することになるし、当該債務を相手方が問屋に対して有する債務と相殺することができる。なお、この規定が、買入委託であれば購入した物・証券、販売委託であれば売買代金に類推適用されるかどうかドイツでは問題になっており、判例およびかつての通説はそれを否定するが、現在の通説はそれを肯定する（Baumbach/Hopt, HGB, 35. Aufl., § 392 Rn. 7 (2012)）。
- 74 最判平成 4 年 2 月 28 日判時 1417 号 64 頁。学説として、河本一郎「証券・商品取引の不当勧誘と不法行為責任」上柳克郎先生還暦記念『商事法の解釈と展望』（有斐閣、1984 年）498 頁、江頭・前掲注(47)242 頁。
- 75 受託者の権限違反の行為に対する受益者の取消権については、Ⅱ 4 (2) 参照。

- 76 四宮「間接代理」・前掲注(4)91～92頁。
- 77 辻正美「受託者の背信的処分の効力について(四)・完」法学論叢106巻6号(1980年)41頁。
- 78 道垣内教授は、他人物売買と同様になるとされる(道垣内弘人「無権限者からの即時取得」法学教室300号(2005年)96頁)。他人物売買における善意の売主は解除権を有する(民法562条)。この規定は、他人の権利であっても売主にはこれを取得して買主に移転する義務が生ずるので(民法560条)、契約の解除を認めて善意の売主を契約の拘束力から解放する趣旨であると解される。しかし、この規律は、売主に他人の権利を取得して買主に移転する義務を負わせたことと矛盾するとして、民法562条の規定を削除する旨の提案がなされている(「中間試案」・前掲注(50)第35の8。「補足説明」・前掲注(50)418頁参照)。なお、他人物売買につき、判例は、買主がそれにつき悪意の場合でも、他人の権利を移転しないことにつき売主に帰責事由がある限り、債務不履行責任を追及することができる(最判昭和41年9月8日民集20巻7号1325頁)。このような判例法理が、問屋の善管注意義務・忠実義務違反であることについて相手方が悪意である場合にも及ぶのかどうかは、議論の余地があろう。
- 79 たとえば、平野教授は、顕名という意思表示の効果として代理効が生じるという民法の伝統的な理解によりながら、民商法に共通した代理法(民法99条・100条・商法504条)の立法論を提示される(平野裕之「顕名をめぐる問題点」椿寿夫・伊藤進編『代理の研究』(日本評論社、2011年)376～395頁)。これに対し、商法504条に関し発展してきた判例法理が(前掲注(72)の判例参照)、本人・相手方間および代理人・相手方間の併存的選択的法律関係を認める解釈論への端緒を与え、法律関係の共同性を導く可能性を開くものとして肯定的に評価され、同条について論じた論考として、佐々木典子「連帯的契約関係」前掲『代理の研究』244～261頁参照。

(禁無断転載)

[非売品]

平成26年6月2日印刷

平成26年6月2日発行

商事法・法人法の観点から見た信託

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