

Trust Forum Foundation

外国信託法研究
——遺言代替と信託法の緒論点

トラスト未来フォーラム研究叢書

令和2年11月

公益財団法人 トラスト未来フォーラム

まえがき

1 研究会の経緯

今期の外国信託法研究会の開始は2017年10月26日である。たまたまこの時期にデューク大学のデモット教授（Professor Deborah A. Demott）が来日されたので、第1回は彼女とのディスカッションを行った。

デモット教授は *Fiduciary Obligation, Agency, and Partnership: Duties in Ongoing Business Relationships* (West 1991) というケースブックの著者であり、第3次代理法リステイトメントの主任起草者でもあった。2014年にこの研究会の成果として、樋口範雄・佐久間毅編著『現代の代理法—アメリカと日本』を刊行し、代理法リステイトメントの翻訳を掲載したことからしても、彼女と直接に会える機会は貴重だった。私自身も、個人的なことではあるが、先の *Fiduciary* と銘打つケースブックを大学の演習で利用したことがあり、直接お目にかかる機会はこれまでなかったから、本当にありがたかった。

研究会は、実質的には2017年11月から開始したが、Alexandra Braun & Anne Röthel eds., *Passing Wealth on Death: Will-Substitutes in Comparative Perspective* (Studies of the Oxford Institute of European and Comparative Law) (Hart Pub. 2016) という書物が刊行されたので、それをテキストにすることにした。この半世紀の間に、アメリカでは、遺言中心の相続から信託を中心とするその他さまざまな遺言代替方法を発展させた。それが、他の国々にどう影響しているかを探る上で最適だと考えたからである。

この書物は表題にあるとおり、遺言代替方法の現状が、比較法的に見てどのようになっているかを、各国の研究者に報告してもらったものである。相続法のあり方がどのようになっているかを、英米法の諸国だけでなくヨーロッパ大陸法の諸国も合わせて見るには便利なものであり、類書は少ない。読んでみてわかったことは、遺言代替方法がアメリカほど多様に発展しているところは、英米法の他の諸国を含めて他にないことだった。それが何によるのかは、次の課題となる。

ともかく、ちょうど同じ時期にわが国でも40年ぶりの相続法改正が行われつつあり、その動きについての報告も参加者からいただいた。

この書物の大まかなところを読み終えた後、2018年の末から2019年10月までは、ア

アメリカの信託法や信託法に関する論文を選んで、報告してもらうことを行った。

本報告書は、2年にわたる研究会の成果の一端を示す。わが国でも、2006年の信託法改正の後、民事信託や家族信託と呼ばれる財産承継手段への関心が増加している。アメリカでは、かつて相続の中心に遺言があったが、そのセンターの地位がこの半世紀の間に遺言から信託に交代した。同時に、信託は、認知症等で精神能力の衰えた高齢者にとって、少なくとも財産管理の面では成年後見制度の代替機能も果たしている。このような動きは、超高齢社会が継続するわが国にとっても無関心ではいられない現象である。

2 外国信託法研究会

本研究会は、外国信託法研究会と銘打っており、わが国の信託法ではなく、英米法その他外国での信託法・信託法のあり方を検討する会となっている。

信託法は、信託法 (fiduciary law) の重要な一部をなす。その信託法の考え方が、特に英米では、信託のみならず公法・私法の枠も超えてさまざまな場面で拡大して利用されつつある。このような動向は日本における信託法や関連分野にも影響する。

他方で、そのような広がりの結果、英米法の専門家だけでは議論が深まらない可能性も生む。したがって、従来もそうだが、民法や商法の専門家にも加わっていただけてきた。今期のメンバーは以下のとおりである。

岩田太さん（上智大学、2020年4月から神奈川大学）

加毛明さん（東京大学）

神作裕之さん（東京大学）

田中和明さん（三井住友信託銀行法務部アドバイザー）

溜箭将之さん（立教大学、2020年から東京大学）

野々上敬介さん（龍谷大学）

樋口範雄（武蔵野大学）

宮本誠子さん（金沢大学）

行岡睦彦さん（神戸大学、その後アメリカ留学中）

最後に、このような研究会をずっと支援してくれているトラスト未来フォーラムの事務局の皆さんに深甚な謝意を表したい。

2020年5月

樋口 範雄

「外国信託法研究会」メンバーリスト

樋口範雄 (ひぐち のりお)	武蔵野大学 教授
岩田 太 (いわた ふとし)	神奈川大学 教授
加毛 明 (かも あきら)	東京大学 教授
神作裕之 (かんさく ひろゆき)	東京大学 教授
溜箭将之 (たまるや まさゆき)	東京大学 教授
野々上敬介 (ののうえ けいすけ)	龍谷大学 准教授
宮本誠子 (みやもと さきこ)	金沢大学 准教授
行岡睦彦 (ゆきおか むつひこ)	神戸大学 准教授
田中和明 (たなか かずあき)	三井住友信託銀行法務部 アドバイザー；トラスト未来 フォーラム 研究主幹

(順不同、敬称略)

目次

まえがき	(樋口 範雄)	i
論文紹介：		
オーストラリアおよびニュー・ジーランドにおける遺言代替方法	(岩田 太)	1
フランスにおける遺言代替 (宮本 誠子)		19
遺言代替に関する諸制度についての覚書 ——ドイツの遺言代替に関する論文から——	(野々上 敬介)	43
信託法の伝播と変容 ——コモンウェルスの3論文から—— (溜箭 将之)		61
受託者の注意義務についての覚書 ——アメリカにおける会社と信託の比較——	(行岡 睦彦)	85
ESG 投資と fiduciary duty (樋口 範雄)		117
米国証券法における「有価証券」及び EU 資本市場法における「流通証券」 ——信託受益権の金商法上の取扱いの検討に向けた準備作業——	(神作 裕之)	143
日本信託法から見た中国信託法の特徴 (田中 和明)		167
日本のフィデューシャリー法：比較法・トランスナショナル法の視点 (溜箭将之・行岡睦彦)		193
The Japanese Law of Fiduciaries from Comparative and Transnational Perspectives (Masayuki Tamaruya & Mutsuhiko Yukioka)		

論文紹介：

オーストラリアおよびニュー・ジーランド
における遺言代替方法

岩 田 太

目 次

- I はじめに
- II ニュー・ジーランド法とオーストラリア法における遺言代替方法
- III 結びに変えて

I はじめに

アメリカ合衆国においては、検認手続の遅延やコスト回避やプライバシーの懸念が重要な要素となり、遺言代替方法として信託の活用がなされてきた¹。本稿では、同じ英米法
国であるオーストラリアおよびニュー・ジーランドにおいて同種の遺言代替機能がどのよ
うな形となっているのかについて紹介した2016年のNicola Peart & Prue Vinesの論考²
に依拠しながらその概要を説明する。以下論文の構成に従ってやや詳しく紹介する。

本論文は、イントロダクションと結論に加え、4つのパートからなる。第2章でニュー・
ジーランド、第3章でオーストラリアの状況について概説した後、第4章では遺言代替機
能が利用される理由について説明し、第5章では、遺言代替方法が相続法に与える影響に
ついて考察する。

ニュー・ジーランドの章では、遺言代替機能を持ちうる制度として、生存配偶者の財産
的権利、含有財産権 (joint tenancies) と遺族遺産分与 (family provision)、信託、年金、
生命保険などについて取り扱っている。オーストラリアの章では、それらに加え、私的確
定拠出年金、死亡時の財産譲渡契約、観念的遺産 (national estate)、持続的・撤回不能
代理、さらに先住民慣習法による財産承継手段としてのPublic Trusteeなどについても
検討する。地理的にも近く、同じイングランドの植民地の経験を持つ国としてコモン・ロー
の伝統を共有する両国における遺言代替機能の共通性と差異について論ずる。

本論文の要点を述べれば、両国においては、含有財産権、生命保険などの遺言代替方法
は広範に利用されていることは共通する。他方、税制や社会政策の違いから、手法や遺言
代替方法利用の理由は異なり、異なる取り扱いも生まれている。2国を比較すれば、ニュー・
ジーランドのほうが、信託を利用した本人の財産処分の自由度が高い。

II ニュー・ジーランド法とオーストラリア法における 遺言代替方法

まず序章では、ニュー・ジーランドとオーストラリアの遺言代替機能をめぐる概説を行

う。両国とも18世紀に入ってからイングランドの植民地として植民が開始され、当初はオーストラリアの連邦の一部としてニュー・ジーランドが入ることも検討されていた歴史もあるほど密接な関係にある。法の建前としてコモン・ローを採用することも共通する。母国との差異は、コモン・ロー、エクイティを管轄する統一裁判所を持つ点である。

そして、遺言による財産承継の比率は、両国において約5割と比較的高い。他方、遺言代替方法も広範に用いられる。両国において、相続法・不動産は類似するが、その他の税制を含めた異なる法制度などが影響して、その手法と理由も異なる。例えば、合有財産権、生命保険は両国で広く利用されているが、ほかの点では違いもある。オーストラリアとニュー・ジーランドでは、一般に生存配偶者や子などによる扶養義務などに基づく請求権が一定程度可能であり（後述するように、ニュー・ジーランドでは関係財産権（Property Relationships） Act 1976（PRA（NZ））³に基づくのに対し、オーストラリアでは観念的遺産（notional estate）規定などを用いる⁴）、本人の自由な財産処分を一定程度制限が可能である。

そのような共通性の中で両国を比べた場合、ニュー・ジーランドに特徴的なのは、信託を利用することによって、本人の財産処分の自由度が高いことである。また年金の持つ遺言代替機能は、強制的私的年金である確定拠出型年金（Superannuation）が広範に利用されているオーストラリアに比べ、個人単位の制度であることもあり、ニュー・ジーランドではあまり利用されていない。以下、両国における遺言代替機能を持つ制度について、概説を行ったうえで、そのような遺言代替機能が利用される理由などについても解説を加える。

第2章はニュー・ジーランドの法制についてである。ニュー・ジーランドにおいては、信託以外による本人の自由な処分は、制定法によって一定程度制限されており、離婚、死別両者において配偶者や子などからの請求が広く認められる。具体的には、合有財産権、生命保険は、遺言代替法として広く利用されるが、配偶者などの権利を保護する関係財産法（PRA（NZ））に基づく請求に優位しない。以下、遺言代替機能を持ちうる制度として、生存配偶者の財産的権利、合有財産権（joint tenancies）と遺族遺産分与（family provision）、信託、年金、生命保険などについて概説する。

第1に、生存パートナーの財産的権利と合有財産権である。生存パートナーについては、2019年に日本でも生存配偶者の保護充実のための相続法改正がなされたのと同様⁵、現

パートナー重視の政策をとる。英豪とは異なり、生存配偶者、同棲パートナーなどに、離婚同様、死別の場合も婚姻財産法による保護（Property Entitlements）を与える。この点死別配偶者にこの種の保護を与えない豪州と大きな違いである。

この現パートナー重視の政策は、Matrimonial Property Act 1963 (NZ) (1963年婚姻財産法) で導入された。財産形成への寄与度合いで裁判所に裁量を与える従来の手法は、家庭内の主たる稼ぎ手には有利である反面、家事労働などを過少評価する傾向があり、上記の改正につながったとされる。この1976年法（Matrimonial Property Act 1976）により、贈与・相続・第三者による信託による財産以外については、「均等分配の推定」(“presumption of equal sharing”) に基づいて、夫婦共有財産制が生まれた。当初は離婚のみに適用されてきたが、2001年改正で射程が広がり、死別のみならず、3年以上同居の事実婚も含まれるようになった。名称も「婚姻による財産」(Matrimonial Property) から、「関係に基づく財産」(relationship property) へと変更された。

具体的には、保護対象となるのは、居住している家、家財、その他関係継続中に取得した財産である。当初は、当事者の合意で特定の財産を排除しない限りという限定もあったが、その後基本的には平等な寄与を強める方向で修正された。ただし持分の請求は、あくまでも死別ないし離別の時のみで、関係継続中は自らの財産を自由に処分可能であり、関係終了時発効（猶予）の夫婦共有財産制(“deferred community property regime”) と性格づけられる。この制定法による保護を受けるかどうかは、生存パートナーに選択権があり、通常死亡した者が財産の大半を持つ場合など、遺言相続で前婚姻の子供などからの扶養請求に優位出来ない場合などに利用される。逆に言えば、生存パートナー自身が財産の大半を所有もしくは共有している場合には、関係財産法による保護は不要となる。

また1993年に遺産税（estate duty）の廃止までは、Matrimonial Property Act of 1963 (NZ) の下での生存配偶者への財産付与分は非課税であった。基本的には、関係財産法（PRA）の下での財産分割請求は、相続および扶養義務に基づく請求に優先するが、例外的に裁判所の介入の余地は残されている（本人が遺言に明示的に反対を表明した場合、または、裁判所による介入する場合など）。加えて、十分な関係財産がない場合には、配偶者などは追加的に Family Protection Act 1955 (NZ) (以下「FPA」と記す) に基づく請求も可能である。

合有財産（joint tenancies）を利用している場合には、一方のパートナーの死亡によって、

遺産を経由せず、自動的に他方のパートナーに帰属するため、関係財産に基づく分割請求は不要である。ただし、前婚姻の子供などが遺産管理人に対して合有財産などの関係財産から遺産分割請求を求めうる。しかしそれは権利ではなく、重大な不正義を理由とする裁判所の裁量 (leave) による救済である。2005 年の Public Trust v. Whyman 判決⁶は、別れた父親が新たなパートナーと自らの財産の合有財産化を行ったことによって経済的なサポートを受けられなくなった事例である。前婚姻の 12 歳と 14 歳の子供による請求が問題になった。裁判所は財産分割を認め、遺産から経済的なサポートを受けられるようにした。そこでは判断基準は、本来ならば救済を受けうる立場にありながら、含有財産化によってそれらの権利が否定されるような場合には、救済がなされるべきというものである。

このような救済の根拠となるのが、1955 年家族保護法 (Family Protection Act 1955 (NZ)) である。この法律によれば、「適切な扶養」(proper maintenance and support) がなされていないと裁判所が判断した場合には、合有財産などから遺産へ財産分割を命令しうる。具体的な保護の対象は、生存パートナー、子供、孫、継子 (stepchildren)、両親に請求権 (遺族遺産分与; Family Provision) が与えられている。また経済的必要性は要件ではなく、経済的に自立した成人でも認められる場合がある。重要なのは、死亡した本人が財産分与において親子関係の重要性を十分斟酌した行動をとっていたかである。

具体的な判断基準となるのが、「適切な扶養」(proper maintenance and support) をなしたかどうかである。Williams v. Aucutt (2000)⁷では、Support は、Maintenance (扶養) よりも広い意味であるとして、子どもの人生において支援すること、安心感を与えること (sustaining, providing comfort) ことまでを含む倫理的な判断であるとした。すなわち、単に経済的なサポートだけでは十分ではなく、家族への帰属を認め故人が生前重要な関わりを十分持っていたかが問われる。もちろん、経済的に満たされている場合には、少額の遺産分割でも十分な場合もあるが、逆に巨額の財産があるにもかかわらず、あまりにも小さな割合の財産分与しか行っていない場合は、物理的な意味のみならず精神的にも家族からの排除を意味するとして裁判所の介入が認められる場合もある。つまり、適切なサポートおよび扶養なされていないと判断した場合には、合有財産からの財産分割を裁判所が命じることができる。その意味では、合有財産権は遺言代替機能しては完全なものではない。しかしこの制約はあくまでもパートナー間の含有財産に関してのみであり、それ以外の合有財産権 (親子間など) には FPA (家族保護法) による制限は及ばず、安全な

遺言代替となる。

第2に、信託（Trusts）についてであるが、ニュー・ジーランドにおいては、オーストラリアに比べて、信託が遺言代替方法として大きな役割を果たしている。裁量信託であれば、関係財産法および家族保護法による請求のリスク回避が可能である。つまり、含有財産その他に対する家族保護請求について、裁判所が一般論として好意的であり、請求が認められる可能性が一定程度存在する。このことが大きな懸念となり、特に前婚姻での子供よりも、現パートナーを重視する場合など思い通りにならないことが理由となって信託の利用へと繋がっている。例外はあるが、生前信託であれば、遺産から除外し家族保護法などに基づく追及を回避可能であり、この点が隣国の豪州との大きな差異を生んでいる。

オーストラリアにおいては、信託設定がなされていても、家族保護を目的とした観念的遺産（notional estate）法理を用い、本人による自由な財産処分に制約が加えられている。それに対して、ニュー・ジーランドにおいては、生存パートナーの関係財産権を阻害する目的という主観的な要件が立証された場合のみに無効となる余地はあるが、それは非常に限定的である。つまり、信託は有効な遺言代替手段として機能する。形式的には死後の発効となるが、裁量信託であれば、受託者も受益者も自分自身とする形は一般的であり、自身が受託者となるか、受託者の任命権および解任権を保持すれば、自身の所有時と同様の利益を享受できる。すなわち、信託義務も無視、受託者会議も開催せず、別建て口座もないこともあり得、さらに収入がなければ納税申告もない。網羅的な登録制度も整っておらず、外部からも所有形態の変更もわからないが、信託設定の意思が真実でさえあれば、運用形態がいい加減でも無効にされることはない。そして、本人が死亡すれば、遺産外で、本人が指定した次の受益者（パートナー、子供など）に利益が移動する。

ニュー・ジーランドにおける信託利用を支える要因として、オーストラリアと大きく異なるのは、信託設定に対する税のインパクトが中立であることである。キャピタル・ゲイン（保有資産の売買益への課税）も印紙税もないため、財産移転のコストが低い。また個人所有（personal tax）と信託で税率は同じで差がない。そして、遺産税は、1993年、贈与税は2011年に廃止されており⁸、多くの場合信託への財産移転によっても何のデメリットもなく利用できる。生存信託を網羅する統計はないが、総人口450万人の中で40万件以上の信託が利用されており、英豪加より高い利用率である。

このような信託が利用される理由は3つあり、①相続準備、②債権者、関係財産法に基

づく請求、遺族遺産分与（family provision）の回避であるとされる。上述のように信託財産にかかっている場合は限定的であり、信託の遺言代替機能が有効な証左である。

債権者保護については、2007年財産権法（Property Law Act 2007（NZ））および2006年支払不能者法（Insolvency Act 2006（NZ））により、債権行使の阻害が主目的であることの立証が必要で、かつ時間的制約もあり、債権者が救済を受けられるのは限定的である。前述のように、生存パートナーも関係財産権に基づく請求の阻害目的の立証が必要であり、実際上勝訴するのは困難であり、FPA（家族保護法）も死亡時に受益確定部分のみにしかかかっている。

関連して、永久的な財産処分ではなく、コミュニティでの共有を重視する先住民の慣習・文化尊重するために、先住民マオリ族の土地保有について、信託が特別に利用されている。所有権者による自由な処分を制約する手段として、信託の柔軟性が利用されているのである。

第3に、年金と生命保険である。ニュー・ジーランドの年金（pensions）制度は、個人ベースの税方式による公的老齢年金（NZ Superannuation and Retirement Income Act 2001（NZ））である。この性格上、基本的に遺言代替機能はない⁹。ニュー・ジーランド在住の65歳以上の国民及び永住者は、20歳以降最低10年間の在住し、うち5年間は50歳以上で在住している場合、すべての者が個々人の資格で受給可能となっており、65才上人口の6割は年金が主たる収入であるとされている。その受給権は死亡によって喪失する。

他方、包括的な年金制度であるため、支給額は現役時代の税引き後賃金の7割弱（65%-72.5%程度）となっており、穴埋めのための自発的な貯蓄が推奨されている。2007年、任意加入の退職金積立制度（KIWI Saver）（キウィーセイバー）が政府主導で開始された。企業拠出3%と個人拠出3～8%とのマッチング拠出による社会保障システムで、新規加入者に1000ドルのボーナスのインセンティブも設けられたこともあり、2013年段階で220万人が加入している。この制度の下では65歳以降加入後5年で引き出し可能となっているが、例外的に、住宅購入、重篤な疾病などの場合はそれ以前であっても引き出し可能である。上述のように、ニュー・ジーランドにおいては、年金には遺言代替機能はなく、加入者の死亡時にはKIWIも遺産に組み込まれる。

最後に生命保険（life insurance）は、明示的に本人以外の家族を受取人にするこ

て、本人の財産を構成せず、債権者からも隔離可能となるため、遺言代替として機能しうる。契約発効していること、債権者の詐害目的でないことが必要である。ただし、関係財産権に基づく生存パートナーからの分割請求、ないし、遺族遺産分与の対象の可能性がある。

第3章はオーストラリアにおける遺言代替方法である。オーストラリアにおいては、社会政策や税制上の差異から遺言代替方法についてニュー・ジーランドとは異なるインセンティブ構造が存在する。両国においては、贈与税・遺産税はないことは共通する。しかし、オーストラリアには信託利用の際の財産移転にかかる印紙税、キャピタル・ゲイン税がかかり、さらに信託に対しても家族などからの分割請求を一定程度認める観念的遺産 (Notional Estate) の法理があるために、ニュー・ジーランドよりも信託利用率が低い。他方、強制的年金制度のもと、受取人を指定することにより、ほぼすべての成人が遺言代替を利用している。

第1に関係に基づく財産的な権利 (Property Entitlements)¹⁰ と含有財産権 (joint tenancies) である。パートナー関係に基づく財産分割はオーストラリアでは連邦法の管轄である。この権利はイングランド同様、離別のみ適用し、死別には適用されない。この点がニュー・ジーランドと大きく異なる。離別などの場合は、信託の受益を含めすべての当事者の財産状況を考慮して調整する裁量が裁判所にある。

関係に基づく財産分割の調整制度と異なり、合有不動産権についてはニュー・ジーランド同様広範に利用されており、夫婦が家を所有する場合には含有が一般的方法である。この含有財産権と、後述する強制的年金制度によって、多くのオーストラリア人はすでに遺言代替を利用している。そのため遺言制度の現実的な重要性は低くなっている。さらに、銀行の共同口座 (joint account) も一般的であるため、復帰信託として相続財産となる証拠がない限り、自動的に survivorship (生存者への権利の帰属) で処理できる。つまり、オーストラリアでは大半の財産は、含有財産権と強制的年金制度によっている。

第2に、信託 (Trusts) は、ニュー・ジーランドよりも利用頻度が低い。前述のようにオーストラリアでは生前信託利用に対するディスインセンティブがあるためである。財産移転に際して、キャピタル・ゲイン税と印紙税が存在するため、信託設定のための財産移転にデメリットがある。以前は未成年者対象の信託に対しては、軽減税率が適用されていたが、それも 2011 年に終了している。

このようにニュー・ジーランドよりも生前信託利用の魅力が低くなっているが、依然として重要な遺産処分計画の1つであることも間違いない事実である。その最大の理由は、死後も財産の利用方法などについて本人の影響力行使が可能であるためである。射程は狭いが、重篤な障害者については、生前信託ないし遺言信託によつての特別に障害者信託が可能である。最大のメリットは公的扶助受給資格を維持しつつ、財産利用のメリットを受けられる点である。ただその利用条件は厳しい¹¹。そのため、生前信託でも可能となっており、遺言代替といえるかは疑問であるとする。

第3はオーストラリアにおいて最も重要な遺言代替機能を担う年金制度と、それに関連して生命保険についてである。オーストラリアでは、すべての被用者は私的確定拠出年金(Superannuation)に加入しなければならない¹²。自営業者には、このような義務はない。年金の受け取りは、60歳の受給開始後の定期払いもしくは退職時一括払いが可能で非課税である。本人が死亡した場合は、制定法規定ないし信託証書に基づいて、遺族年金となる。年金の受取人がパートナーないし子供の場合は非課税で、被扶養者でない場合も軽減税率となっており、とりわけ受取人の指定がなされた場合の死亡時給付(Superannuation Death Benefits)は重要な遺言代替機能を持っている。多くの市民の最大の資産は年金となっている。遺言執行者の支払いが明示されない限り通常は、遺産の一部とはならない。

確定拠出年金には、本人が死亡した場合の年金受取人の指名ができる。指名には、拘束力のあるものとなないものがあり、拘束力のある指名は三年で有効期限が切れるため再指名が必要である。再指名がなされなかった場合には、受取人の指名には拘束力はなく、年金の受託者が裁量行使できる。受託者の裁量行使のみならず、拘束力のある指名の妥当性についても、連邦の苦情受付窓口(Superannuation Complaints Tribunal of Australia)が審査できる。人格代表者(personal representative)が受取人に指名されれば、遺言の一部として構成されることになるが、配偶者や子供などが指名された場合には、遺言代替の機能を持つ。

このように強制加入の年金が存在し、年金には死亡給付(death benefits)も含まれているため、生命保険の加入率は約3割に過ぎず、他の先進国に比べ加入率は低い。死後の家族の生活補償の要請が年金に依つて賄われているため、生命保険は数ある投資手段の1つに過ぎないと認識されている。ただ年金の死亡給付同様、生命保険の受け取りも制定法上債権からの保護されるため、遺族の中心人物を受取人指定することは遺言代替として意

義がある。ただし、葬儀費用、遺言執行費用などは債権から隔離されない。また遺産への組み込みを回避しうる死亡予期贈与（Donationes mortis causa）は、理論上存在するが実際にはほぼ利用されないという。

なおオーストラリアでは、死亡時財産譲渡契約（Contracts for Passing of Property on Death）が遺言代替手段として認められてきた。死亡時財産譲渡契約が有効な場合には、エクイティ上財産は受約者（promisee）の財産となり、遺産を構成しないとされるため、遺族遺産分与を回避のために1970年代から2003年まで利用されてきた。しかし、2003年の連邦最高裁判所判決（Barns v. Barns¹³）で従来の判例の立場が覆され、遺族遺産分与の対象となることが明確化された。Barns事件は、南オーストラリア州の事件であるが、夫婦でmutual wills（相互遺言）を行い、農場を一方が死亡の場合は、生存配偶者に、その後は息子にとして、娘を除外した。つまり遺言によって、特定の財産を遺産から除外し、娘がそれらについて承継の権利を失った。このような取り決めを行ったのは、生前娘には十分財産を分配したとしたことを理由としていた。これに対して娘側が不服として連邦最高裁へ上訴した事件である。

連邦最高裁は、原審であるSouth Australia州最高裁判決を破棄した。原審では、遺族遺産分割の対象となるnotional estate（観念的遺産）が法的に認められていないため、農場を遺族遺産分与から除外する取り決めを有効とした。しかし連邦最高裁は、従来の立場を破棄して、契約（遺言）による譲渡された財産は、遺族遺産分与後の残余財産の承継についての契約となるとして、遺族遺産分与の対象となるとした。この判例変更によって、遺族遺産分割についてはニュー・ジーランドと同様の結果となった。

第4に、信託の遺言代替機能を抑制するうえで重要な観念的遺産（notional estate）について論じている。残された遺族保護のために、遺言、無遺言相続で十分な財産分与がなされない場合は、遺族遺産分与がありうる。この点、遺族遺産分与を広く認めるニュー・ジーランドとは異なり、単に家族であること（family bond）を理由とする遺族遺産分与は認める可能性は低い。すなわち、経済的な困窮や扶養の必要性などが必要であり、特に、経済的に自立した成人の子供の場合は、裁判所による介入を正当化する特別な理由付けが必要となる。

しかしオーストラリアでも近年遺族遺産分与の重要性が認識され、観念上の遺産法理によって遺族遺産分を認めるモデル法典（Uniform Succession Laws）が策定され、人口最

大州でもあるニュー・サウス・ウェールズ州が観念上遺産法理を採択した。十分な遺産分割が認められない場合の救済のためのツールが notional estate（観念上遺産）法理であり、死亡前の譲渡についても遺産の対象とすることが可能となったことを意味する。その際、財産処分の動機、遺産分与の十分性（failure to give full valuable consideration）、財産譲渡のタイミング（1-3年）などを総合的に判断し、必要がある場合には、財産の処分を無効とし、遺族遺産分与の要否を判断している。規制対象の取引は広い定義を取っており、作為だけではなく、合有財産権を解消しないこと、信託の変更などしないことなど不作為も含むとされている。

具体例としてニュー・サウス・ウェールズ（NSW）州の事例（Hitchcock v Pratt [2010]¹⁴）がある。オーストラリア・ドルで、5000万ドル（40億円）以上の財産を残してヴィクトリア（VIC）州で死亡した企業経営者は、VICの州民であったが、同氏の所有する会社はNSW州にも不動産を持っていた。妻とその子供に遺言でAU570万ドルの財産を残していたが、それ以外の財産については信託で除外していた。州法（s.64）で他州民の州外財産についても遺族遺産分与を命じうるという規定があったが、判決では、財産の大部分は会社の株式で、子会社ではあるがVictoria州の持ち株会社（Trust）の所有で株式登録もVIC州であったため、救済を否定した。つまり、観念上の財産として遺族に分割しうるのは州民の州外の財産ないし他州民の州内の財産だけで、本件で問題となった州外の市民の他州にある財産については観念的財産として権限を行使できないとした。

最後に、撤回不能代理と先住民の遺産承継について論ずる。オーストラリアにおいては、権限の明示と約因が存在する限り、本人の判断能力喪失後の持続的代理や死後も有効な撤回不能代理（Enduring and Irrevocable Powers of Attorney）は遺言代替機能を持つ。持続的代理は、遺言としては利用できないが、代理人が行う財産移転によって、遺言上の贈与される財産を代理人が売却した場合には遺贈撤回（ademption）になるなど遺言の内実に影響を与えうるために、遺言代替機能があるといえる。ただし、遺言者に判断能力がなく、遺言者の意図として遺言受益者への移転を望んだと判断できる場合などに州によっては裁判所が介入の可能性ある。ニュー・サウス・ウェールズ州高裁では、このような介入を認められていなかったが、その後売却益を遺言受益者が得ることができる法律が、ニュー・サウス・ウェールズ州とタスマニア州では制定された。ただしこのような救済は、持続的代理のみに適用し、撤回不能代理には適用できない。さらに、タスマニア州と南オー

オーストラリアでは、遺言受益者が過度に不利益を被らないよう保護を与える裁量が裁判所に与えられている。

また先住民慣習法による財産承継について、個人所有を前提とする近代法とは異なる文化的背景への配慮から、特別の取り決めを持っている。ニュー・ジーランド同様、オーストラリアにおいても原住民の財産継承は、コモン・ローの建前とは異なるため、部族の伝統や慣習に従った形での継承を可能とするためのシステムが作られている。そこで大きな機能を果たすのが、パブリック・トラスティ（遺産管理人）である。600以上の言語、かつ、300以上の部族があり、多様な伝統や慣習を持つそれぞれの部族の要請に従った形で継承を行うためには、単一の統一のルールでは対処不可能であるため、信託の特徴である柔軟性を活用した対応を認めている。

第4章、5章では、遺言代替方法利用の理由と相続法への影響について分析する。ニュー・ジーランドおよびオーストラリアにおいて遺言代替手段が用いられる理由は、単一なものではなく、利用者ごと、また利用場面で多様な理由がある。例えば、年金の主目的は、本人の退職後の生活保障のためだが、死後の家族の生活保障も重要な要因となっている。このことは年金制度が任意か強制かの違いがある両国でも共通している。信託の場合でも、単なる財産承継を超え、債権者や離別パートナーからの財産隔離を主目的の場合もあって、子世代への資産継承は二次的な意味合いしか持たない場合も少なくない。つまり、遺言代替利用の場面において、死亡による財産移転が主目的でない場合も多いのである。また税の影響も遺言代替利用を加速させるにせよ抑制するにせよ一定の影響があることは不可避である。ニュー・ジーランドにおいては、遺産税の廃止もあり、税効果は中立的だが、それでも遺言代替の利用の要因になっている。

それに対して、アメリカでよく言われる検認手続・遺産管理回避のための信託利用は、オーストラリア・ニュー・ジーランド両国では、大きな要因ではない。アメリカで言われるように、検認手続のコストが特に高いわけではない。実際、遺言は頻繁に利用されており、遺言代替方法の利用率が遺言を凌駕しているわけではない。むしろ、最大の要因は、家族や国家の介入を排して、財産の承継先をコントロールしたいという本人の願望を実現させることである。その点では、アメリカなどで利用される本人の自由な財産処分のための信託利用と大きく共通する。この観点から両国でも信託は有効な手法である。ニュー・

ジーランドでは、死後予期贈与以外は、財産移転の意図という立証困難な事柄に対する重い立証責任が遺族側に課されており、信託による財産処分は家族からの横やりにはほぼ鉄壁の防御となる。オーストラリアにおいては、観念的遺産（notional estate）の法理によって、遺族遺産分与が時に遺言代替機能を阻害されうるが、本人が財産承継先や財産利用方法をコントロールしたいという願望は同じである。

上記のように遺言代替機能が大きいことが確認できたが、相続法の観点から言えば、遺言代替によって、家族に対する遺言者の倫理的責任をどれほど阻害するかが重要である。この点、オーストラリアでは、①観念的遺産が倫理的責任の回避の防止可能であるし、また②キャピタル・ゲイン税、印紙税法も遺言代替方法の利用を抑制する方向に機能しており、残された家族の利害への悪影響を一定程度防止できている。

それに対し、ニュー・ジーランドでは、財産処分についての本人の自由度が大きいため、相続法にとってはより大きな課題となる。まず、観念的遺産の法理がなく、さらに信託利用を抑制しうる税制による抑制策もないため、死亡予期贈与（Donationes mortis causa）においては遺産の一部として構成される場合を除き、遺言代替方法は有効である。遺族による遺産分割請求を認める1955年家族保護法には、その動機と無関係に生前の譲渡財産を無効にして救済する規定がない。さらに、オーストラリアのように観念的遺産という法理も認めないため、遺言代替機能を利用する本人は、自由に自分の財産の処分可能となっている。これは、英米法諸国で初めて遺族遺産分与を導入し（1900年）、死亡時の財産処分に制限を行ってきた国、つまりパートナー以外の被扶養者（子供など）の保護を本人の自由な財産処分に優位させてきた歴史を持つ国としては、皮肉な結果である。パートナーについては、関係に基づく請求権が認められるのと対照的である。

遺言の様式性の要件について、両国では、遺言者の意図が表明されていると判断できる限り、立法により裁判所に矯正しうる裁量を与えられているので、大きな問題とはならない。さらに、結婚によっても遺言破棄についても、裁判所はより広い裁量を与えられていて、結婚後の状況を含め総合的に判断し遺言の有効性を判断できるので同様である。加えて、多くのカップルが婚姻前に事実婚のような状態を経ており、事実婚と結婚が連続している状態では、結婚と遺言破棄が自動的に結び付くわけではないのである。むしろ無遺言相続よりも、信託や合有財産のほうがより確実に各自の権利を保護できる。

また犯罪者が、犯罪被害者から経済的な利益を受けることを防止するための没収

(forfeiture) は、一定程度遺言代替方法に影響しうる。オーストラリアにおいては判例法でないし制定法によって¹⁵、またニュー・ジーランドにおいては制定法¹⁶によって、故意による殺人犯が含有財産などから自動的に権利を継受することを防止する仕組みが作られている。

本論文の結論は、ニュー・ジーランド・オーストラリア両国においても遺言代替革命(non-probate revolution)が、両国の社会的な要請などから起こってきたというものである。その遺言代替手段として重要なのは、信託、合有財産権、年金の3つの手段である。信託と合有財産権については、死亡時の財産処分のコントロール自由度を維持するために主として用いられるのに対して、年金については、増加する高齢者の退職後の生活保障が主要因となっても用いられるようになってきた。遺族の保護のための遺族遺産分与の場面以外では、遺言代替方法が相続法を回避することの問題点は従来あまり意識されてこなかった。オーストラリアにおいては、数州において、遺言代替方法が遺族遺産分与に与える悪影響を防止しようとしてきたが、ニュー・ジーランドでは、1900年法制定時のような遺族による救済の求めが社会的な動きにならない限り、遺族の保護の方向へかじを切ることがない状況である。

III 結びに変えて

これまでも何度か言及してきたが、従来アメリカ法においては信託が遺言代替方法として広範に用いられており、信託によって、国(裁判所)の介入なしに、本人の自由かつ柔軟な財産処分が可能となっていると紹介されてきた。そして検認手続に行くことは、時間やコストやかかり、かつプライバシーの懸念も大きい裁判所による介入を認めることは、ある種の失敗であるという評価がなされてきたように思う¹⁷。同じ英米法系であるオーストラリアおよびニュー・ジーランドにおける財産承継と遺言代替方法に関わる法制を明らかにするのが、本論文の重要な点である。

そこで明らかになっていたのは、まずアメリカ法で本人に自由かつ柔軟な財産処分を認めることの重要性については、ニュー・ジーランド、オーストラリアの両国において共通しており、国を超えて死後も本人が自分の財産の利用方法を決めたいという希望があるこ

とが判明し、そのことが両国においても種々の遺言代替方法が用いられている理由となっていることが確認できる。

両国では含有財産権、生命保険、信託などが共通して遺言代替方法として利用されている。含有財産権については、配偶者・パートナーや子供などの被扶養者などの権利を保護する関係財産法（PRA（NZ））、や観念的信託（notional estate）の法理（オーストラリア）によって調整される可能性があり、本人による自由な財産処分が一定限度で制約がかけられている。オーストラリアにおける信託は同種の制約に服すが、ニュー・ジーランドにおいては、信託による本人の自由な処分はほぼ完全な遺言代替機能を持っている。

すなわち、裁量信託であれば、関係財産法および家族保護法による請求のリスク回避が可能である。さらに、ニュー・ジーランドにおいては、財産移転にかかる印紙税やキャピタル・ゲイン税がないことで信託設定に対する税のインパクトが中立であり、信託の積極的な利用が後押しされた形になっており、両国の大きな差となっている。それに対して、年金場面では遺言代替機能について両国で逆の結果になっている。すなわち、ニュー・ジーランドでは年金が個人ベースの制度で本人の志望とともに受益権が失われるので遺言代替機能はないが、強制加入の私的確定拠出年金（Superannuation）制度のもと、受取人を指定することにより、ほぼすべての成人が遺言代替を利用することになっている。

地理的に近い同じ英米法国にありながら、死後の家族の経済的な支援を希望しつつ、自らの財産の自由な処分という国を超えて共通する多くの市民の希望が、異なる税制、被扶養者に対する保護の必要性に関わる異なる社会政策によって、差異が生まれている点が非常に興味深い。

[注]

- 1 樋口範雄、『入門 信託と信託法』(2007) pp. 57-58。しかし、一般向けの啓蒙書である Farrington の書籍では、検認手続自体の問題よりも、それを活用する弁護士の不合理的に高額費用請求が最大の問題点であり、それを回避するために信託利用を勧めている。ただ気を付けなくてはならないのは、信託作成においても弁護士によっては過大な請求をする場合があり、検認手続が信託の活用か以上に、過度に貪欲な弁護士の回避こそが肝であるとする。SHARP, RONALD FARRINGTON. LIVING TRUSTS FOR EVERYONE: WHY A WILL IS NOT THE WAY TO AVOID PROBATE, PROTECT HEIRS, AND SETTLE ESTATES (Second Edition) (2017).
- 2 Nicola Peart & Prue Vines, chap.5 *Will-Substitutes in New Zealand and Australia*, in PASSING WEALTH ON DEATH: WILL-SUBSTITUTES IN COMPARATIVE PERSPECTIVES 107-130 (Alexandra Braun & Anne Rothel, eds., 2016, Bloomsbury Publishing. Kindle ed.). 本論文は2名の共著となっており、Nicola Peart は、ニュー・ジーランドにある University of Otago 法学部で1987年から教鞭をとる。Peart 教授は、オランダの Leiden University の法学部卒業後、南アフリカの University of Cape Town で修士号を取得後、ローマ法、EU法などを講義していた。専門は、財産法、遺言・信託法などである。近著には、(Peart, N. (2019). *Re Welch (1990) : Enforcing testamentary promises*. in SLOAN B (ED.), LANDMARK CASES IN SUCCESSION LAW 211-229 (Hart Publishing, Oxford 2019) などがある。もう一方の著者である Prue Vines は、シドニーにある University of New South Wales の法学部で1990年から教鞭をとる。不法行為における謝罪の機能や、相続法、特に先住民族と相続の問題について研究している。近著には、Vines P, *Re Estate Wilson, deceased: the Last Frontier for Aboriginal Intestacy in Australia?*, in SLOAN B (ED.), LANDMARK CASES IN SUCCESSION LAW (Hart Publishing, Oxford 2019) がある。
- 3 Property (Relationships) Act 1976, Public Act 1976 No 166 (14 December 1976), *see* section 1 (2), Act name: amended, on 1 February 2002, by section 5 (2) of the Property (Relationships) Amendment Act 2001 (2001 No 5), *available at* <http://www.legislation.govt.nz/act/public/1976/0166/latest/DLM440945.html> (last visited on April 10, 2020).
- 4 The Succession Act 2006 (NSW). *See, e.g.*, *Carusi-Lees v Carusi* [2017] NSWSC 590 (2017). *See generally* KEN MACHIE, PRINCIPLES OF AUSTRALIAN SUCCESSION LAW (3rd Ed. 2017), pp. 314-316.
- 5 例えば、「相続 配偶者を優遇—自宅に住み続けられる権利 新設へ」朝日新聞2018年1月17日東京本社版朝刊、p.1。
- 6 *Public Trust v Whyman* [2005] 2 NZLR 696 (CA).
- 7 *Williams v Aucutt* [2000] 2 NZLR 479.
- 8 遺産税などの廃止の経緯については以下を参照。Michael Littlewood, *The History of Death Duties and Gift Duty in New Zealand*, 18 NEW ZEALAND JOURNAL OF TAXATION LAW AND POLICY 66 (2012). 大きな財産があるわけではない一般家庭についても相続税がかかる日本の視点からは、このことはやや奇異に映る。なぜ遺産税が廃止されたについて、Littlewoodによれば、Trustによる遺言代替機能が広範に用いられた結果、歴史的に遺産税による収税効果が高くないこと、遺産税による再分

配機能も低いこと、経済的保守主義政党が比較的長期にわたって政権を担っていたことなどの要因が重なり、1997年には遺産税が、そして2011年には贈与税などが廃止された。

- 9 ニュー・ジーランドの年金については、棚橋俊介「ニュー・ジーランドの年金制度」年金と経済 31 (1), 106-109,58, 2012-04。
- 10 Family Law Act 1975 (Cth).
- 11 以下の4種類の条件がある。①受益者は一人のみであること、②16歳以上の Disability Support Pension (障害者年金) 受給可能な障害があること (永続的な障害で週7時間以上の労働不能) (20歳以下で自宅は2週間約380ドル、21歳以上約880ドル)、③介護者がいる場合は、Carer Payment もしくは Carer Allowance (介護者給付・手当) の受給対象者 (介護認定) であること、④公的な施設に居住していること、である。
- 12 ちなみに、年金の原資となる拠出は雇用主が給与の9.5% (2025年には12%に増加予定) となっている。運用段階で軽減税率が適用される。なお確定拠出年金には、企業型と個人型 (SMSF: Self-managed Superannuation Fund) の2種類ある。後者の個人型のものは、連邦の苦情窓口が利用できないという違いがある。オーストラリアの年金については、丸尾美奈子「オーストラリアの年金制度について—資力調査と税制優遇で自律的な準備を促進」ニッセイ基礎研 Report (2009年8月号) pp.12-21; 野村亜紀子「オーストラリアのスーパーアニュエーション—1.6兆円豪ドルの私的年金の示唆」野村資本市場クォーターリー 2013Autum, pp. 45-71。
- 13 *Barns v Barns* [2003] HCA 9, 214 CLR 169, 77 ALJR 734, 196 ALR 65.
- 14 *Hitchcock v Pratt* [2010] NSWSC 1508. Wills & estates: *Hitchcock v Pratt Part I - conflict between the Succession Act and the Constitution*, <https://www.bartier.com.au/insights/articles/wills-estates-hitchcock-v-pratt-part-i-conflict-between-the-succession-act-and-the-constitution/>
- 15 *Cleaver v. Mutual Reserve Fund Life Association* (1892) 1 QB 147; *Troja v. Troja*, (1994) 33 NSWLR 269., *but see* Forfeiture Act 1995 (NSW); Forfeiture Act 1991 (ACT). *See, e.g.,* Tasmania Law Reform Institute, *The Forfeiture Rule* (Issues Paper No.5) (Dec. 2003); Ken Machie, *The Forfeiture Rule: The Destination of Property Interests on Homicide*, 2 NEWCASTLE L. REV. 30-48 (1997). オーストラリアでは、一部の州が制定法によって故意的な謀殺以外の場面で、没収が過度に不均衡な結果を及ぼす場合に、没収を否定し例外を認める制定法が策定されている。
- 16 124Succession (Homicide) Act 2007 (NZ).
- 17 樋口範雄、『入門 信託と信託法』(2007) pp. 57-58。

フランスにおける遺言代替

宮 本 誠 子

目次

序

I 遺言代替の方法

1 不完全な遺言代替

2 完全な遺言代替

II 遺言代替の制限

1 遺言代替としての機能の制限

2 遺言代替による受益の制限

むすび

序

相続は、人の死亡によって開始し（民法 882 条）、相続開始により、相続人は、被相続人の財産に属した一切の権利義務を承継するから（896 条本文）、相続は、人の死亡に伴う財産承継である。また、人は、自己の財産を遺言により処分することができ（964 条）、遺言は、遺言者の死亡時からその効力を生じるから（985 条 1 項）、遺言は、被相続人が死亡時に自己の財産を自由に処分するための一手段である。遺言は撤回の自由が確保されており、真の死因処分だと言える。

しかし、遺言による財産処分は、被相続人や受遺者にとって不便な手段である。例えば、受遺者が対抗要件を備えるのに相続人の協力が欠かせない。また、遺留分権利者である相続人が受遺者に対して遺留分侵害の主張をする可能性もある。受遺者が相続人でもある場合、遺産分割では遺贈は原則として相続分の前渡しと扱われ（903 条）、受遺者は必ずしもより多くの財産を取得できるわけではない。

このような遺言制度に対する不満は、いわゆる「相続させる」旨の遺言の実務を生み、定着させた。また、生命保険が、確実な財産承継手段として利用されることもあった。

こうした遺言に代わる財産承継方法は、相続法体系との緊張を生み出す。「相続させる」旨の遺言（特定財産承継遺言）による財産取得に、遺留分の規定が適用されることは、明文化されたが（1046 条 1 項）、相続財産持戻しの対象性については、平成 30 年民法（相続関係）改正の議論を経ても、理論的には整理されなかった。また、相続人の 1 人が生命保険金請求権を受け取る場合に、これが相続財産に含まれないこと、原則として持戻しの対象にはならないことは判例が明らかにしているものの¹、どのような場合に例外的に持ち戻されるのかや、遺留分との関係が明確にされているとは言えない。

さらに、最近では、他の共同相続人の協力なしにスムーズに財産移転を行う目的で、民事信託（家族信託）と呼ばれる、家族間での信託契約も注目されている。しかし、民事信託が財産承継目的で利用された場合の、相続法体系との関係は明らかにできていない。民事信託が、遺留分を回避する目的で作成されることもあり²、相続法との関係を少しでも明らかにすることは喫緊の課題となっている。

このような問題意識を前提としたとき、相続法の母法であるフランス法が、フランス相

続法が前提としていなかった財産承継方法にどう対応しているのかを検討することは、比較法的検討の素材として一定の意味があると思われる。

フランス民法典が想定している財産承継方法は、法定相続と恵与（贈与と遺贈）である。そこで、本稿では、フランス法のもとで、被相続人がこれら以外の方法で財産を承継したいと考えるとき、どのような方法があるのか、また、そうした方法と相続法との関係をフランス法はどう考えているのかを検討する。

フランスにおけるこの問題について論じたものとして、フランス・パリ第2大学教授 Cécile PÉRÈS による《*Will-Substitutes in France*》³（以下、「PÉRÈS 論文」という。）がある。本稿は、PÉRÈS 論文をもとにしながら、フランスにおける遺言代替を、フランス相続法の解説や最新の状況を補いつつ、検討するものである。

なお、被相続人の意思による財産承継方法は恵与（贈与と遺贈）であるところ、本稿では、これに代わる方法を、Will-substitutes の訳語として、遺言代替と呼ぶことにする。しかし、フランス法では——日本法と比較したとき——「法定相続」の枠組みにおいても多様な財産分配が可能であるから（(1)(ii)参照）、法定相続でも遺言相続でもない方法という意味で、相続代替という表現が用いられることもある。

1 遺言代替に対する否定的態度

検討に先立ち、フランス法が、そもそも、遺言代替を否定的に捉えていることを確認しておきたい。PÉRÈS 論文は、その根拠として、次の4点を挙げている⁴。

(i) 人格承継の原則

1点目は、フランスの相続法が、人格承継の原則を採用していることである。人格承継の原則とは、被相続人の地位が、相続人に包括的に承継されることを言い、これにより、相続人は、相続開始時に、被相続人の権利・義務を包括的に承継する。また、被相続人の資産 (*patrimoine*) と相続人の資産は混同する。

その結果、相続人は、遺産を自らの財産として管理することになる。相続人が複数いる場合、遺産は相続人間での共有 (*indivision*) となり、遺産共有は遺産分割までの暫定的状態ではあるが、それでも、相続人は、自らの財産として、一定の管理権限を有する。フ

ランスでは、遺産の管理や分割のために、裁判所での手続きは要しない。また、被相続人の債務について、相続人は、原則として、無限に責任を負う（フランス民法典 785 条参照）。相続によって承継した積極財産の範囲を超えても責任を免れない。

この点は、英米法系の法域において、相続が財産承継と捉えられるのとは異なる。例えば、イギリスでは、相続が開始すると、裁判所において人格代表者（personal representative）が選任され、遺産は人格代表者に排他的に帰属し、人格代表者のみが遺産の管理処分権限を有し、債務を清算するというしくみが原則として採られている⁵。

また、アメリカでは、相続が開始すると、遺言があれば裁判所での遺言検認手続（probate）を要し、また、遺言がない場合でも裁判所での手続きが必要となる。裁判所において、遺産の内容を確認し、債務を清算して、残余財産があれば相続人に分配するという、遺産の清算手続きがなされる。相続人は、相続が開始しても直ちに財産を取得できるわけではなく、裁判所での手続きには時間と費用がかかり、さらに、公開の手続きがなされるゆえにプライバシーがなく、財産状況が明らかにされてしまう。アメリカでは、このような手続きを回避する目的で、遺言代替（will-substitutes）が考え出された⁶。

これに対して、フランスでは、人格承継の原則に基づき、遺産の管理は相続人が自己の財産の管理としておこない、被相続人の債務は清算されずに相続人に承継されるため、遺産管理・遺産の清算の手続きを要しない⁷。遺言代替が手続きを回避する目的のものだとすれば、フランスにおいては、遺言代替は不要であることになる。

(ii) 相続自体の広範性・多様性

2点目は、相続のカバーする範囲が広範で、多様なケースに対応可能なことである。

フランス相続法では、遺言のある場合を遺言相続、遺言のない場合を法定相続といい、相続が、人の死亡時における財産移転の、唯一の法的メカニズムだと位置づけられている。

また、法定相続においても、歴史的経緯の反動として、多様なしくみが用意されているのは興味深い。法定相続であるからといって、相続人や財産はまったく平等に扱われるのではなく、各相続人の事情や財産の性質等を考慮して、遺産分割がなされるしくみになっている。

具体例を挙げておこう。フランスで最初に統一した相続法が作られたのは、フランス革命直後であり、その特徴は、革命の精神を踏まえ、徹底した平等主義であった。例えば、

誰がどの財産を承継するかを考える際に、相続の対象となった財産が、動産か不動産か、どのような目的で利用されている財産か等は区別されないこととなった（相続財産一体性の原則（*unité de la succession*）という）。

また、財産が、かつて誰から与えられたものであるかも考慮しないこととなった。例えば、被相続人に直系卑属も父母も兄弟姉妹もない場合、従前は、相続財産が父方から承継した財産なのか、母方から承継した財産なのかを考慮し、「父に由来する財産は父系へ、母に由来する財産は母系へ」承継させていた。しかし、平等主義の発想により、遺産は、財産の由来にかかわらず、父系母系で2分することとなった（両系相続という）⁸。

1804年の民法典でも、平等主義の考えが基本的に維持された。旧732条は、「法律は、財産の相続を定める際に、財産の性質も由来も考慮しない」⁹と定め、相続財産の一体性の原則の立場を示した¹⁰。

しかし、財産の性質や由来をまったく考慮しない遺産分割は、当事者にとって不便でも不都合でもある。そこで、民法典では、財産の由来や性質を区別しない「正規相続」を原則としつつ、財産の由来や性質を考慮することのできる「不規則相続（*succession anomal*）」が組み込まれ、被相続人の財産のうち一定のものは、その由来に従って帰属させることが認められていた。例えば、被相続人に卑属がない場合、被相続人の親は、被相続人に贈与していた財産を、相続人から取り戻すことができる（738条の2）。相続財産のうち、このような財産については由来に着目して、当該財産を贈与した者が優先的に取得できるようにしている（復帰権（*droit de retour*）という）。被相続人が養子であり、養親が被相続人に贈与していた財産があつて、当該財産がなお現物で存在する場合も同様である（368条の1）。

相続人の事情に着目する例も挙げておこう。例えば、先祖代々の農地は、農業を承継する子に割り当てるべきであり、農業以外の職業に従事した子に割り当てるのには意味がない。そこで、相続人のうち農業を承継する者には、遺産分割において、農地を優先的に自己に割り当てるよう主張することが認められている（831条）。

フランス相続法は、法定相続の枠内で、被相続人又は相続人が比較的柔軟に、誰にどの財産を承継させるかを定めることができる規律を用意している。その中には、相続財産の由来（先祖代々の農地である等）や性質（農地を細分化しすぎるのは望ましくない等）に着目するものもあれば、被相続人と相続人との関係、相続人の事情に着目するものもある。

遺言代替は、相続法の規律が家族の具体的事情に対応できない場合に利用されるといわれるところ、フランスでは、相続法の規律がすでに多様な、個別の具体的事情に対応しており、あえて遺言代替を用いる必要はないと言える。

(iii) 相続法における公序

3点目は、相続法における公序による制限である。

フランス相続法は、被相続人の意思による処分を遺留分制度により制限している。被相続人は、自己の財産を無償で処分することができるが、遺留分権利者（遺留分を有する法定相続人）¹¹がいる場合には、自由分（処分任意分、*quontité disponible*）の割合¹²の範囲内でなければならない（912条）¹³。自由分を超えた処分がなされた場合、受益を得た者（受贈者または受遺者）は、遺留分権利者に対し、原則として価額弁償をする（924条1項）。こうして、遺留分権利者は、遺留分の割合に相当する価値を確保することができる。フランス法は、このような遺留分に関する規律を公序（*ordre public*）と位置づけており、被相続人の意思による処分に対する制限的な態度が見受けられる。

また、フランス法は、相続に関する契約を禁止している。「相続開始前の相続財産の全部又は一部あるいはそのような相続財産にある財産についての、権利を与える目的であるいは権利を放棄させる目的でなされる合意は、法律が認めた場合でなければ、効力を生じない」（722条）。この規定は、死因での財産移転の合意を無効にする機能を有しており、ここにも、フランス法の遺言代替に対する否定的態度が現れている。

(iv) 無償処分方法の制限

4点目は、被相続人による財産処分方法が明文で制限されていることである。

フランス民法典は、「ある者が、財産又は権利の全部または一部を、他の者の利益のために無償で処分する行為」を「恵与（*libéralité*）」と呼び（893条1項）、「恵与は、生存者間の贈与または遺言の方法によってでなければなし得ない」とする（893条2項）。すなわち、自己の財産を無償で処分する場合には、生存者間の贈与または死亡時に効力の生じる遺贈の方法によってなさなければならず、それ以外の方法によることは許されない。

恵与にあたる生存者間の贈与と遺贈については、いずれも、厳格な方式要件が定められている。まず、生存者間の贈与は、公証人が作成する公正証書によってなされなければな

らなず、公正証書によらない贈与契約は、無効とされる（931条）¹⁴。贈与者が自己の意思に反して財産を費消しすぎてしまわないよう、公証人が贈与者の意思を確認するためである。また、遺言にも厳格な方式要件が求められており¹⁵、方式違反の遺言は無効である。このようにして、贈与又は遺言に厳格な方式要件を課し、無償処分の方法をこれらに限定することで、自己の意思に反した無償処分がなされないようにしている。

例えば、フランス民法典は2007年2月19日の法律で、信託（フィデュシ、*fiducie*）を認めたが、これを恵与目的で利用することは明文で禁止されている（2013条）。

2 本稿の内容

このように、フランス法はもともと、英米法系の法域よりも、遺言代替を受け入れにくい法体系となっている。また、遺言代替を利用する必要性も乏しい。

それでも、PÉRÈS 論文によれば、現在においては、遺言代替の性質を備えた財産承継方法、すなわち、被相続人が自己の死亡時に、自由に選択した者に対して、自己の財産を移転させるものの、相続法の規定は適用されないという方法がいくつか見つかる。ただし、遺言代替といえる方法による財産承継がなされたとしても、具体的事情のもとにおいては、相続法が適用されることになり、遺言代替としての機能を失う場合もあり、また、相続法の規定に合わせて遺言代替による受益自体を否定すべき場合もあり得る¹⁶。

以下では、まず、フランス法における遺言代替の方法がどのようなものであるのかを概観する（I）。遺言代替の性質を完全に備えるものと、一部のみ備えるものがある。続いて、遺言代替方法による財産承継がなされたとしても、相続法の規定に照らして、遺言代替としての機能を制限したり、遺言代替による受益を否定したりすべき場合のあることをみる（II）。

なお、フランスにおける遺言代替（相続代替）については、大島梨沙＝林貴美＝藤谷武史＝横溝大「相続代替制度に関する法的考察—民法・抵触法・租税法の観点から」名古屋大学法政論集 281号（2019）1頁以下の、第1章（大島梨沙執筆担当）において既に紹介されている。そこでも PÉRÈS 論文をもとにしながら、フランスにおける遺言代替（相続代替）方法とその限界が論じられており、本稿は、これと重複する部分が少なくない。本稿では、フランス法の解説を補いつつ、若干ではあるが、最近の状況も踏まえながら紹介

することにしたい。

I 遺言代替の方法

フランス法は遺言代替に対し否定的ではあるものの、相続以外の方法で財産を承継する手段が存在しないわけではない。ただし、完全に、遺言に代わる手段となり得るためには、財産承継が無償譲渡者の死亡時になされること、そして、無償処分者はその死亡時まで財産承継するか否かを自由に判断できること（撤回自由が確保されていること）を要するところ、フランス法における、相続以外の財産承継手段には、完全ではないものが多い。

以下では、不完全なものも含めて、どのような財産承継手段があるかを概観する¹⁷。

1 不完全な遺言代替

まず、遺言に代わる財産承継方法とはいえるものの、遺言代替の性質をすべて備えているわけではないものをみていく。

(1) 用益権留保付き贈与

例えば、ある財産の所有権者（贈与者）が、当該財産を、その用益権（*usufruit*）¹⁸を終身の利益として留保しつつ、贈与した場合、受贈者が贈与者の生前に取得するのは、虚有権（*nue-propriété*、所有権から用益権を除いた権利）のみであり、贈与者は死亡時まで、当該財産を利用することができる¹⁹。受贈者は、贈与者の死亡時により用益権が消滅することで、完全な所有権を得る。

この方法は、贈与者にとって、財産を死亡時まで使用・収益し続けることができるという点で、遺言代替の1つと言える。ただし、生存者間の贈与である以上、贈与者は虚有権を、現実にかつ撤回しえないものとして譲渡しなければならないから²⁰、遺言代替の性質のうちの撤回可能性は持たない。また、虚有権の譲渡は生存者間でなされており、死亡を原因とする譲渡ではない。贈与者の最終意思を示すものとは言えない点でも、完全な遺言代替とは言えない。

(2) 夫婦財産契約^{21, 22}

フランスでは、一方配偶者が死亡すると、相続の問題を考える前にまず、夫婦財産制の解消に伴う、夫婦の財産の清算がなされる。法定夫婦財産制である後得共通財産制についてみると、夫婦の財産には、夫の特有財産、妻の特有財産、夫婦の共通財産の3種が含まれる。特有財産となるのは婚姻前に有した財産や、婚姻中に相続等によって得た財産であり（1405条）、婚姻中に各自が得た給与等は夫婦の共通財産とされる（1401条）。夫婦財産制を解消する際には、夫婦が共同生活を営む中で混在しているであろう各財産を、この3種に仕分け、そのうちの夫婦の共通財産を、夫の取り分と妻の取り分とに2分する。夫が死亡した場合、生存配偶者である妻は、妻の特有財産と、共通財産のうちの妻の取り分を有することが確認される。これは夫婦財産制の解消によるものであって、夫から相続するものではない。相続財産となるのは、夫の特有財産と、共通財産のうちの夫の取り分のみである。

後得共通財産制が適用される場合には、生存配偶者が、相手方配偶者の死亡により夫婦財産制から利益を得るということはない。たとえ夫のみに給与所得があったとしても、これは夫婦の共通財産なのであって、夫の死亡によってその相続財産から承継するものでもなければ、夫婦財産制の解消により「取得する」ものでもない。夫婦財産制によって、生存配偶者がより多くを取得することになるわけではない。

しかし、夫婦財産契約を締結し、その内容を工夫すれば、夫婦財産制の解消時に、生存配偶者が、夫婦財産契約に基づきより多くを得ることが可能である。最もよく知られた方法は、夫婦財産契約において、包括共通制を採用し、一方の死亡時には生存配偶者に共通財産の全部を帰属させるという条項を加えるものである。包括共通制とは、現存する財産、将来の財産のすべてを夫婦の共通財産とする制度であり、これにより、夫婦の財産の全てが共通財産になり（1479条）、各自の特有財産は存在しない。そのうえで、一方配偶者の死亡により夫婦の財産を清算する際には、共通財産のすべてを生存配偶者に帰属させるとの特約を組み込んでおくと、一方配偶者の死亡時には、財産のすべてが生存配偶者に帰属することとなり、生存配偶者は、夫婦財産制により多くの財産を取得することができる。死亡した配偶者の取り分はないから、相続財産は一切存在しない。

このような方法は、1965年に、婚姻中における夫婦財産制の変更が認められて以降、高齢夫婦の間で利用されるようになった。夫婦財産制による財産取得は、原則として²³、

恵与とはみなされない²⁴。それゆえ、かつては、登録税 (*droits d'enregistrement*)²⁵ がからないというメリットがあった。2007年8月21日の法律第1223号により、配偶者への登録税は廃止されたため²⁶、現在、この意味でのメリットはなくなっている。

現在においても重要なのは、死因処分でありつつも、恵与には当たらないため、相続法の適用がないことである。相続財産への持戻しの対象とならず、遺留分の問題も生じない。この点で、一定の内容を含む夫婦財産契約は、遺言代替の1つだと言える。

ただし、夫婦財産契約での受益者は、配偶者のみである。遺贈と比べると、受益者選択の自由が制限されている。また、夫婦財産契約によるものであるため、生存中の夫婦間での合意を要し、自由に撤回することもできない。この点で、完全な遺言代替とは言えない。

(3) トンチン条項 (持分増加条項)

トンチン条項は、財産を2人で取得する際に、先に死亡した者は遡及的に当該財産を所有していなかったものとし、他方がはじめから当該財産全体を所有していたこととする旨を定めておくものである。実質的には、先に死亡した者の持分が消滅するのに伴って、生残者の持分が増加することから、持分増加条項 (*clause d'accroissement*) とも呼ばれる。

トンチン条項の法的性質をどう解するかについては、判例の変遷がある。

破毀院は、当初、トンチン条項を、先死者の相続財産に関する合意に当たると解して、無効だとしていた (破毀院 1928年1月24日判決)²⁷。フランスでは、相続契約は原則として禁止されているからである。しかし、その後、破毀院は態度を変え、トンチン条項を有効と解し、買主2名がトンチン条項付きで財産を取得した場合には、一方が死亡すると、財産取得時に遡及して、先死者は財産の所有者でなかったことになり、生残者が初めから所有者であったことになることを認めるようになる (破毀院 1959年2月3日判決)²⁸。

次に、トンチン条項による生残者の財産取得は、先死者の死亡を原因とするものであるために、相続法上の恵与に当たるとはなないかが問題となった。破毀院は、トンチン条項による生残者の財産取得が、先死者の死亡を原因とする無償での財産取得ではあるものの、不確実性を含む契約 (射倖契約) によるものであって、恵与には当たらないとした (破毀院 2004年12月14日判決)^{29,30}。射倖契約に該当するためには、契約に偶然性の要素が含まれていなければならないところ (1964条1項)、トンチン条項においては、当事者の死

亡する順序がこれに当たるとみる立場である。

トンチン条項は、実質的な財産移転の効力が一方の死亡時に生じるという点、トンチン条項による受益者を自由に選択できる点、そして、恵与に当たらないため、恵与の持戻しに関する規定や遺留分に関する規定が適用されない点で、遺言代替の性質を持つと言える。さらに、先死者の債権者が、当該財産に対して権利を主張することもできないとされる。先死者は、当該財産の所有者ではなかったことになるからである³¹。

ただし、財産取得後、一方が死亡するまでの間に、トンチン条項を撤回する自由は認められていない。トンチン条項が、生存者間の合意によるものであり、一方の意思表示のみで定まるものではないからである。また、破産院は、双方当事者が生存している間の財産の状態を、共有 (*indivision*) ではないとしているから³²、当事者は共有物分割 (815 条 1 項) を請求することもできない。トンチン条項は、撤回自由ではないという点で、完全な遺言代替方法とは言えない。

2 完全な遺言代替

(1) 従来型の生命保険

1 での不完全な遺言代替に対して、完全な遺言代替と言えるのが、生命保険である。被相続人が生命保険契約を締結し、保険料を支払って、相続人の 1 人を保険金受取人に指定していれば、当該相続人は、被相続人の死亡時に生命保険金請求権を取得する。

生命保険は、古くから、相続法の適用を受けないと解されてきた³³。その根拠の 1 つは、生命保険契約が第三者のためにする契約 (旧 1121 条、2016 年 2 月 10 日の法律による 1205 条) と解される点に求められる。確かに、生命保険では、保険契約者 (被保険者) が、保険料を支払い、自己の財産を減らし、生命保険の受取人は、被保険者の死亡時に、生命保険金請求権を取得する。しかし、生命保険は、第三者のためにする契約であって、生命保険金請求権は、受取人に直接生じるものであり、保険契約者 (被保険者) から承継されるものではない。保険契約者 (被保険者) の相続財産から取得するものでもない。それゆえ、生命保険金請求権の取得は、保険契約者 (被保険者) からの無償譲渡には当たらず、相続法は適用されないことになる。このような理論の立て方は、我が国においてなされるのと同様である³⁴。

興味深いのは、フランスでは、生命保険が射幸契約である点にも注目することである。生命保険は、伝統的には、家族の生活を支える者（例えば給与取得者）が、万が一の自身の早世に備えて、近親者とりわけ未成年子が貧困に陥らないようにするために用いられてきた。受取人が生命保険金請求権を取得するかどうかは、被保険者の死亡という偶然の出来事が生じるかどうかにかかっている。偶然の出来事が生じなければ、生命保険契約者の支払った保険料は取り戻せず、他方で、偶然の出来事が生じれば、生命保険契約者の支払った保険料をはるかに超える額の保険料が支払われることもある。このように、生命保険契約には、射幸性・偶然性が含まれており、射幸契約の一種である。それゆえに、生命保険は、保険契約者から受取人への恵与には当たらないとされる。

このような考え方を踏まえて、保険法典では、次のような規定が設けられている。

まず、保険法典 L.132-12 条は、「被保険者が死亡した場合に、特定の保険金受取人またはその相続人に対して支払うことを約定した保険金または年金は、被保険者の相続財産の一部を構成しない。保険金受取人は、その指定の方式および日付の如何にかかわらず、また、承諾が被保険者の死亡の後になされたときであっても、契約の日より単独の権利を有するものとみなす。」とし、生命保険金請求権（または取得した生命保険金）が、相続財産にはならないことを明らかにしている。

また、保険法典 L.132-13 条は、「契約者が死亡した場合に、指定された保険金受取人に支払われる保険金または年金には、相続財産への持戻しに関する規定および契約者の相続人の遺留分侵害による減殺に関する規定が適用されない。」「この規定は、契約者が保険料として支払った金額に対しても、それが契約者の資力に比して明らかに過大であった場合を除き、適用されない。」として、生命保険が恵与ではなく、原則として、相続法が適用されないことも明らかにしている。

(2) 新型の生命保険

最近では、生命保険は多様化し、むしろ貯蓄手段・投資手段として用いられている。例えば、養老保険においては、満期日前に死亡すれば、指定された受取人が死亡保険金を受領するが、満期日に被保険者が生存していれば、被保険者に生存保険金（満期保険金）が給付される。いずれの場合も、支払われる額は、積み立てた保険料と同額である。つまり、支払った保険料が取り戻せないということもなければ、支払った保険料より高い額の保険

金が支払われるということもない。そこで、このような生命保険にも、生命保険の射倖性を前提とした保険法典の規定を適用し、相続法の適用対象外とすることが適切なかが問題となる³⁵。

争点は、新型の生命保険が射倖契約と言えるか否かである。民法典 1964 条は、「射倖契約は、当事者のすべてまたはそのうちの 1 人または数人にとって、利益および損失に関する効果が不確実な出来事にかかわる相互的な合意である。」とし、その典型例として、生命保険を挙げている。保険会社は、新型の生命保険も射倖性があり、真の生命保険契約であり、保険法典に基づく相続法適用免除の規定が妥当すると主張するのに対し、家族法・相続法の専門家は、もはや生命保険契約ではなく、相続法適用免除の規定は適用されず、相続法ルールに服すると主張していた³⁶。

この問題を扱ったのが破毀院合同部 2004 年 11 月 23 日判決であり、同判決は、「生命保険契約は、その効果が生存期間に依存しており、偶然性の要素を含む」と解して、射倖契約に当たるとし、保険会社に好意的な姿勢をとった³⁷。

当然、学説はこれを厳しく批判する。射倖契約の解釈について、仮に破毀院判決が言うように、当事者の生存期間に依存する契約のすべてが射倖契約になるのだとすれば、おおよそ人が締結をし、即時に履行されない契約は、すべて射倖契約になってしまうから、生存期間に依存していることを理由に、射倖性を肯定することはできないはずである。民法典 1964 条 1 項のいう「不確実な出来事」はより多くのことを要求しており、当事者の生存期間というのでは足りないのではないかと指摘した³⁸。

また、外国で作成されたトラストによる財産承継がなされた場合に関する破毀院判決との矛盾も指摘された。というのも、破毀院 1996 年 2 月 20 日判決は、被相続人が、自己の死亡時に無償での財産移転の効果が生じるトラスト (trust) を外国で作成しており、この者がフランスで死亡したという事案において、フランス法が適用される結果、トラストによる財産承継が間接贈与 (*donation indirect*)³⁹ に当たると解していたからである。間接贈与には、直接の贈与と同様に、持戻し規定が適用され (843 条 1 項参照)、遺留分規定も適用される。上記事案では、遺留分権利者がおり、破毀院は、トラストが、遺留分を侵害した部分について減殺を受けるとされていた⁴⁰。そして、トラストは、受託者が財産を管理し、実質的に委託者から受益者に財産が移転するしくみであり、生命保険も、保険会社を通じて貯蓄をし、実質的に保険契約者から受取人に財産が移転するところ、フラン

ス法が適用されるトラストに、遺留分の規定が適用されるのに対し、フランス法の適用される生命保険がこれと異なる結果となるのは、矛盾していると指摘された⁴¹。ただし、その後、破毀院は、2017年9月27日判決において、遺留分制度のない外国法（カルフォルニア州法）の適用自体が、フランス国際私法上の公序に反するものでないとしている⁴² ⁴³。準拠法次第で、トラストによる財産移転は、遺留分の制限を受けないことになる点が注目されている。

(3) 小括

生命保険では、保険契約者は保険金受取人を自由に選択することができる。保険契約者は、被保険者でもある自身の死亡時まで、受取人を自由に変更することもできる。その意味で、生命保険は撤回可能性を持つ。

保険金請求権が生じるのは、保険契約者である被保険者の死亡時であり、死因での財産取得と言える。そして、生命保険が第三者のためにする契約であること、また射倖契約であることから、保険法典の規定により、相続法の規定が適用されないことされている。恵与とは異なり、持戻しの規定も、遺留分の規定も適用されない。それは、従来型の生命保険のみならず、新しいタイプの生命保険であっても同様である。

このように、生命保険は、完全な遺言代替としての性質を持つ。

II 遺言代替の制限

I でみたように、フランスにも、遺言代替の性質をもつ財産承継方法が存在する。これらの方法による場合には、基本的に、相続法の規定が適用されない。すなわち、相続財産とは扱われず、遺言代替の対象となった財産は持戻しの対象とはならず、遺留分の規定も適用されない。しかし、具体的事情をみたとき、相続法の規定を適用しなければ、問題の生じるケースもある。そこで、一定の場合には、明文の規定や判例により、遺言代替の性質をもつ方法であっても、相続法を適用することとされている(1)。また、具体的事情のもとで、相続法の規定を参考に、遺言代替による受益そのものを否定することもある(2)。

1 遺言代替としての機能の制限

フランス法においては、次のように、遺言代替の性質をもつ財産承継方法であっても、具体的事情を勘案したときに、遺留分権利者が保護されなくなる場合には、明文の規定または判例により、財産承継の対象となった財産を、相続財産とし、相続法を適用させている。

(1) 夫婦財産契約による受益とその贈与性

夫婦財産契約は、その内容によっては遺言代替としての機能を果たす。約定夫婦財産制として包括共通制を選択し、一方配偶者の死亡時には夫婦の財産のすべてが他方に帰属するとの特約を付しておく方法がよく知られている。このような夫婦財産契約による受益は、夫婦間での贈与には当たらず、恵与ではない。それゆえ、相続法の規定には服さないのが原則である（I 1 (2)参照）。

しかし、共同相続人の中に、夫婦から生まれたのではない子が含まれる場合には、その子の遺留分を守るため、夫婦財産契約による受益のうち、自由分の割合を超えて与えることになる部分は効力を有しないとされる（1537条2項）。例えば、再婚した夫が、後妻との間で上記のような夫婦財産契約を締結して、後妻より先に死亡したとする。夫婦財産契約によって夫婦の財産はすべて後妻のものとなり、夫の相続財産は存在しない。夫の子のうち、後妻の子でもある者については、夫の死亡時には財産を一切承継できないものの、将来後妻が死亡した際に、親である後妻から財産を承継することができる。これに対して、夫の子のうち、前妻の子は、夫の法定相続人であるにもかかわらず、夫の死亡時に財産を一切承継できず、すべてを後妻に取得され、後妻の相続人ではないため、後妻がこの子に遺贈等をしない限り、将来財産を承継する機会も持たない。また、夫の相続財産が一切存在しないために、後妻に対して遺留分を主張することもできなくなる。このような子の遺留分を保護するため、1537条2項は、夫婦財産契約上の利益であっても、自由分の割合を超えて与えることになる部分については、夫婦財産契約による受益と扱わず、贈与（恵与）と扱うものとしている。贈与（恵与）であれば、相続財産への持戻しの規定や遺留分侵害の規定が適用される。

前妻の子は、後妻に対して、遺留分減殺を主張することができる。この際に、夫婦財産

契約上の利益の一部分が贈与にあたる旨の主張を積極的にすること、すなわち贈与をなす意思を立証することまでは求められていない。前妻の子は、夫婦財産契約による受益が自由分を超え、過度であることを立証すれば足りる⁴⁴。

(2) トンチン条項・生命保険契約とその射倖性

トンチン条項は、買主2人が共同で財産を取得しつつ、先に死亡した者は遡及して財産を所有しなかったこととし、他方は遡及して財産全部を所有していたことにするしくみである。実質的には、財産の半分が、先死者から生残者に移転することになるが、その財産移転は、当事者のうちいずれが先に死亡するか、それはいつであるかという偶然の出来事に左右されるため、トンチン条項は射倖契約であって、恵与ではないと解されている。それゆえ、基本的に、相続法の規定は適用されない（I 1 (3)参照）。

しかし、破毀院は、偶然の出来事が生じる状況によっては、トンチン条項を恵与と性質決定する場合のあることを認めている。

破毀院2007年5月10日判決⁴⁵では、X男・Y女のカップルが不動産を取得するにあたって、Xのみが費用を負担し、トンチン条項を組み込んでいた事案が扱われた。XがYより先に死亡し、Xの相続人である子3人は、本件トンチン条項が恵与にあたると主張した。破毀院判決は、Xのみが費用を負担したこと、Xの健康状態、XとYとの年齢差を考慮して、本件においては、Xが先に死亡する可能性が高かったため、本件トンチン条項は射幸契約ではなく、本件トンチン条項による実質的な財産移転は恵与に当たると判断した。恵与だと性質決定されれば、トンチン条項による財産取得であっても、相続法の規定が適用されることになる。

また、生命保険による実質的な財産移転が、具体的事案のもとで、恵与と性質決定されることもある。破毀院合同部2007年12月21日判決⁴⁶は、保険契約者（兼被保険者）が自己の病気を認識しながら、生命保険契約を締結し、財産の82%に相当する額の保険料を支払ったこと、死亡する3日前にパートナーを保険金の受取人に指定したことを考慮して、生命保険契約を間接贈与に当たると性質決定した。

間接贈与とされた場合には、贈与契約の形式は採られていなくとも、贈与の規定が適用される。すなわち、恵与とされ、相続財産に対する持戻しの規定や遺留分侵害の規定が適用される。ただし、多くの訴訟において、生命保険を間接贈与と性質決定を求めているの

は、生命保険金請求権の取得に対する登録税の課税を目的とした税務当局か、あるいは、被相続人に与えた福祉支援の償還を目的とした行政かであると指摘されている⁴⁷。2007年判決も、登録税の課税が問題となった事案であった。遺留分権利者等からの主張によって、生命保険が遺言代替機能を失い、間接贈与と扱われるのかどうかは明らかにされていないと言える。

(3) 生命保険料が明らかに過大であった場合

生命保険は、完全な遺言代替であり、保険法典 L.132-13 条本文が、「被保険者が保険料として支払った額には、相続財産への持戻し規定及び遺留分侵害の減殺に関する規定が適用されない」としている（I 2 参照）。しかし、同条は、続けて、「ただし、支払われた保険料が、被保険者の資力に比して明らかに過大であった場合には、これら〔相続財産への持戻し規定及び遺留分侵害の減殺に関する規定〕が適用される。」と定めており、一定の場合には遺言代替としての機能に制限が課される。

問題は、どのような場合に、「支払われた保険料が、被保険者の資力に比して明らかに過大」と判断されるかである⁴⁸。破毀院 2007 年 7 月 4 日判決⁴⁹は、「保険料が明らかに過度である」かどうかの判断基準時を、保険料支払時であるとし、また、判断基準として、「被保険者の年齢、財産状況、家庭状況、被保険者にとっての契約の有用性」を挙げているものの、具体的な判断は、裁判所の裁量にゆだねられている。

(4) 被相続人の意思による遺言代替機能の否定

遺言代替による財産承継手段が用いられているものの、被相続人の意思により、遺言による財産承継と扱う場合もある。破毀院 2010 年 7 月 8 日判決⁵⁰は、相続人の 1 人による生命保険金請求権の取得が、被相続人の意思によって相続法の枠内での財産承継とされた事例である。

父 A が死亡し、相続人は子 B と、孫 C（代襲相続人）の 2 人であった。A は、B を生命保険の受取人に指定していた。また、遺言で、B に自由分の範囲で遺贈をすること、また、B の割当分（lot）には生命保険金を含めることとしていた。

B は、A の死亡により、生命保険金請求権を取得する。これは、前掲・破毀院合同部 2004 年 11 月 23 日判決によれば、相続財産とはならず、相続法の範囲外での財産取得と

なるはずである（I 2 参照）。しかし、A は、遺言で、B の取得する生命保険金を、B の割当分に含めることと指示していた。割当分とは、遺産分割の結果、相続人に帰属する財産の総体をいう⁵¹。つまり、A は、B に生命保険金請求権を取得させているが、相続法の枠外で取得させる意図で生命保険という手段を選択したのではないことが読み取れる。破毀院は、このような場合には、生命保険金の取得は、被相続人の意思により、遺言条項と同様に扱われるとする。B の生命保険金請求権は、相続財産と扱われ、相続財産に対する持戻しの規定や遺留分侵害の規定も適用されることになる。

2 遺言代替による受益の制限

相続人については、相続欠格の規定があり、相続人は欠格事由に該当すれば、相続することができなくなる。また、フランス法では、贈与や遺贈に関しても類似の規定があり、一定の場合、受贈者や受遺者は財産を取得できなくなる。そこで、これらの規定を参考に、遺言代替の方法により財産を取得する者が、相続欠格等の事由に該当する場合に、財産を取得し得るかが問題となる。遺言代替には相続法が適用されないことを理由に、財産取得を認めるのか、あるいは、遺言代替であっても財産取得は許されないとするのかである。

(1) 生命保険と相続欠格

民法典は、被相続人を故意に死亡するに至らせまたは至らせようとしたために有罪判決を受ける者等を、相続欠格者として、相続から排除する（726 条）。

また、生存者間の贈与は、受贈者が贈与者の生命を侵害した場合、受贈者が贈与者に対する虐待・犯罪及び重大な侮辱について有罪とされた場合、受贈者が贈与者に扶養料を拒否する場合には、忘恩（*ingratitude*）を理由として撤回される（955 条）。また、遺贈についても、同様の場合には効力が否定される（1046 条）。

生命保険金の受取人については、保険法典 L.132-24 条に規定がある。同条によれば、受取人が、被保険者を故意に殺害し、有罪判決を受けた場合には、保険金は支払われない。殺人未遂の場合、被害者である保険契約者（兼被保険者）は、たとえ受取人が既に受益の意思表示をしていたとしても、受取人の指定を撤回することができる。

しかし、次にみるように、すべての遺言代替でこのように扱われるわけではなく、明文

の規定があるのは生命保険の場合のみである。

(2) 夫婦財産契約による利益

一方配偶者が他方配偶者を殺害した場合に、加害者は、被害者との間で締結していた夫婦財産契約から利益を得ることが認められるか。破毀院 1998 年 4 月 7 日判決⁵²はこのような問題を扱った。

A と B は婚姻し、夫婦財産契約を締結して、包括共通制を選択し、一方が死亡した際には全財産を生存配偶者に帰属させる旨の条項を含めていた。A が B を殺害し、A に対しては、殺人罪による 10 年の自由刑が宣告された。破毀院判決は、夫婦財産契約による利益は、相続財産の持分 (part of the succession) でも、恵与でもないため、相続欠格の規定も、忘恩行為を理由とした恵与撤回の規定も適用されないとして、A が、夫婦財産契約から利益を得ることを否定しなかった。この判決に対しては、根拠が形式的すぎるとの批判がある⁵³。

(3) トンチン条項

トンチン条項により財産を取得した 2 人のうちの一方が他方を殺害した場合も、同様の問題が生じる。破毀院 2012 年 12 月 5 日判決⁵⁴をみておこう。

A と B は婚姻外のカップルであり、トンチン条項をつけて財産を取得した。A が B を殺害し、その後 A は自殺した。A の相続人と B の相続人との間で、財産の所有権はトンチン条項により A にあるとされるのか否かが争われた。破毀院判決は、トンチン条項は、生残者がはじめから財産の所有者であったことにするものであるから、先死者が生残者に殺害されたのであったとしても、生残者は先死者を排除する前から (すなわち殺害前から) 既に所有者であったことになるのであって、犯罪によって利益を得るのではないと解した。この判決に対しても、根拠が形式的すぎるとの批判がある⁵⁵。

むすび

フランス法は、相続法の体系自体が遺言代替の存在を否定するもので、相続法の枠内で

多様な仕組みを用意して、できるだけ遺言代替を用いないよう仕向けている。それでも、フランス法全体をみてみると、遺言代替の性質をもつ財産承継方法は存在している。贈与契約のうち用益権を留保した贈与、夫婦財産契約のうち包括共通制に特約を付したものの、トンチン条項、生命保険契約には、大なり小なり、遺言代替の機能がみられる。

ただし、あらゆる場合に、遺言代替として機能するのではなく、相続法とのバランスも図られている。具体的事案のもとで、遺言代替方法による財産承継自体は認めつつも、遺言代替としての機能を否定して、相続法を適用することもある。また、相続法の規定の趣旨を生かすべく、遺言代替による財産承継の効果自体を否定しようとする場合も見られる。

PÉRÈS 論文は、フランス法が、遺言代替にあまりに対応しておらず、現実から目をそらしていると批判的である⁵⁶。しかし、相続法とのバランスを細やかにとろうとしている工夫は、日本法からみれば示唆に富むものであると思われる。

[注]

- 1 最判昭和40年2月2日民集19巻1号1頁、最決平成16年10月29日民集58巻7号1979頁。
- 2 東京地判平成30年9月12日金法2104号78頁が記憶に新しい。本判決は、設定された信託のうち、経済的利益の分配が想定されない不動産を信託財産とした部分について、遺留分制度を潜脱する意図で信託制度を利用したものであって公序良俗に反するとした。
- 3 Cécile PÉRÈS 《Will-Substitutes in France》, Alexandra Braun/Anne Rôtehl (eds.), *Passing Wealth on Death Will-Substitutes in Comparative Perspective* (Hard Publishing, 2016), chapter 7.
- 4 PÉRÈS, supra note (3), pp.159-161.
- 5 大村敦志監修『相続法制の比較研究』（商事法務、2020）〔金子敬明〕81頁。
- 6 樋口範雄「アメリカにおける相続（死亡による財産承継）と生前信託の活用」武蔵野法学9号（2018）4頁以下、樋口範雄『アメリカ高齢者法』（弘文堂、2019）210頁以下。
- 7 フランスでは、公証人（*notaire*）が遺産分割手続きに関与し、実際には債務の清算も行い、残った財産を相続人らに分配する。しかし、この手続きの間も、遺産は（遺産共有という暫定的状態とはいえ）相続人らに承継されたものである。遺産が、いったん公証人に帰属し、遺産を分配することで相続人らに帰属するというのではない。
- 8 Philippe MALAURIE et Laurent AYNÈS, *Droit des successions et des libéralités*, 7e éd., LGDJ, 2016, n° 18.
- 9 フランス民法典の条文訳については、法務大臣官房司法法制調査部編『フランス民法典－家族・相続関係』（法曹会、1978）等を参照した。
- 10 相続財産一体性の原則は、19世紀にオープン＝ローがこれを体系化して、資産（*patrimoine*）の一体性を結び付けて把握し、いずれも「人格」の現れだとした。相続が人格の承継だというのは、人に結びついた資産の承継だということになる。旧732条は、2001年12月3日の法律により削除されたが、現行法においてもこの原則は継続しているとする見解もある。MALAURIE et AYNÈS, supra note (8), n° 19.
- 11 遺留分権利者となるのは卑属（子、子がいない場合には代襲相続人）であり（913条、913条の1）、卑属がいない場合には、生存配偶者が遺留分を有する（914条の1）。生存配偶者が遺留分権利者としての地位を得たのは、2001年12月3日の法律による。かつては、尊属も遺留分権利者であったが、2006年6月23日の法律により除外された。ただし、尊属には、被相続人の財産のうち、被相続人の尊属が相続人に対して贈与した財産を取り戻す権利が認められている。これを復帰権（*droit de retour*）という（738条の2）。
- 12 自由分の割合は、遺留分権利者の地位や人数により異なる。例えば、遺留分権利者である子が1人の場合は2分の1、子が2人の場合は3分の1、子が3人以上の場合は4分の1である（913条）。
- 13 「自由分は、法律によって留保されず、被相続人がそれを恵与によって自由に処分することができた、相続財産及び相続権に対する持分」であり（912条2項）、「遺留分は、相続財産及び相続権に対する持分であり、法律が遺留分権利者と呼ばれる一定の相続人に、その者が相続に招致され、承認した場合に、負担のない帰属を保障している」（912条1項）。

- 14 ただし、実際には、多くの例外も認められている。例えば、贈与者が動産を受贈者に直接引き渡すことによってなされる「現実贈与 (*don manuel*)」は、有効だとされている。
- 15 自筆証書遺言 (970 条)、公正証書遺言 (971 ~ 975 条)、秘密証書遺言 (976 ~ 979 条) と、特別方式の遺言がある。
- 16 PÉRÈS, supra note (3), p.162.
- 17 PÉRÈS, supra note (3), pp.163-172.
- 18 用益権とは、他の者が所有権を有する物を、その物の実体を保存することを負担として使用し、果実を収益する物権である (山口俊夫編『フランス法辞典』(東京大学出版会、2002) 614 頁)。用益権者に処分権はない。用益権者の生存を要件として認められる。
- 19 民法典 949 条が、「贈与者は、贈与する動産または不動産の収益権 (*jouissance*) 又は用益権を、自己のために留保しまたは他人のために処分することができる」と定める。用益権を自己のために留保し、収益権を他人のために処分するのが、用益権留保付き贈与である。このように贈与すれば、登録税が課されるのは、贈与目的物である贈与目的物である虚有権の価値についてのみである。受贈者は最終的に完全な所有権を取得するが、それは、贈与者の死亡により用益権が消滅したことによるため、用益権の価値については課税されない。このように、税負担の点でメリットがある。
- 20 生存者間の贈与は、現実にかつ撤回できないものとしてなされるのが原則である (894 条)。
- 21 フランスでは同性婚が認められているから、「夫婦」という表現は正確ではなく、婚姻財産制・婚姻財産契約などと表現するが適切だと思われるもの (大島梨沙 = 林貴美 = 藤谷武史 = 横溝大「相続代替制度に関する法的考察—民法・抵触法・租税法の観点から」名古屋大学法政論集 281 号 (2019) 5 頁は「婚姻財産契約」とする)、本稿においては、わが国において多くの場合に夫婦財産制・夫婦財産契約と呼ばれているのに合わせ、便宜上夫婦財産制などと表現している。
- 22 夫婦財産制を用いた実質的な財産承継について、宮本誠子『『高齢社会』・『家族の多様化』と『相続』—比較法的考察 フランス—』家族 (社会と法) 34 号 (2018 年) 31 ~ 33 頁参照。
- 23 例外的に恵与に当たらないとされる場合については、II 1 (1)を参照。
- 24 夫婦財産契約による受益を、恵与とみなさなくてよいかどうか議論の対象となっていたが、贈与には当たらない旨が明文化された (1527 条 1 項)。
- 25 登録税とは、不動産売買、不動産賃貸、会社の設立、相続、贈与など、様々な法律行為の際に徴収される税をいう。
- 26 一般租税法典 796 条 O bis。
- 27 Cass.req., 24 janvier 1928: D.1928.157.
- 28 Cass.civ., 3 février 1959: D.1960.592.
- 29 Cass.civ.lre., 14 décembre 2004 :Defrenois 2005.617, obs.R.Libchaber.
- 30 ただし、税法上は、トンチン条項は贈与と扱われ、登録税が課される。例外として、トンチン条項付きで取得された財産が、買主 2 人の共通の主たる居所であり、その全体の価値が 7 万 6 千ユーロ (約 1000 万円) に満たない場合にのみ、登録税は課されない (一般租税法典 754 条 A)。
- 31 Cass.civ.lre., 9 novembre 2011: Bull.civ 2011, I, n° 199.

- 32 Cass.civ.lre., 9 novembre 2011, supra note (31).
- 33 山野嘉朗「第三者のためにする生命保険契約をめぐる新たな動向—フランス法・ベルギー法を中心に—」生命保険論集 187号 (2014) 40頁。
- 34 注1参照。
- 35 この問題に関しては、本文で挙げた判決の詳細も含めて、山野・前掲注(33) 52～56頁が詳しい。
- 36 PÉRÈS, supra note (3), p.169.
- 37 Cass.ch.mixte., 23 novembre 2004 :Bull.ch.mixte.2004.4.
- 38 PÉRÈS, supra note (3), p.170.
- 39 贈与契約以外の形式を採るが、贈与契約と同一の結果を生じさせるものをいう。
- 40 Cass.civ.lre., 20 février 1996 : D.1996.390.
- 41 PÉRÈS, supra note (3), pp.170-171.
- 42 Cass.civ.lre., 27 septembre 2017, n° 2017-018703.
- 43 遺留分との関係につき、西希代子「日本遺留分法の誕生—継受法からの脱却」法曹時報 72 卷 1 号 58 頁注 225 参照。
- 44 PÉRÈS, supra note (3), p.174.
- 45 Cass.civ.lre., 10 mai 2007: Bull.civ. I ,173; D.2007.2134.
- 46 Cass.ch.mixte., 21 décembre 2007 :Bull.civ. I ,13; D.2008.1314.
- 47 PÉRÈS, supra note (3), pp.174-175.
- 48 詳細は、山野・前掲注(33) 44～52頁を参照。
- 49 Cass.civ.lre., 4 juillet 2007 :Bull.civ. I , n° 258.
- 50 Cass.civ.lre., 8 juillet 2010 :Bull.civ. I , n° 170.
- 51 遺産分割は、割当分 (lot) を構成することによってなされる (旧 831 条参照)。
- 52 Cass.civ.lre., 7 avril 1998 : Bull.civ. I ,146.
- 53 PÉRÈS, supra note (3), p.177.
- 54 Cass.civ.lre., 5 décembre 2012 : Bull.civ. III,181.
- 55 PÉRÈS, supra note (3), p.177.
- 56 PÉRÈS, supra note (3), p.178.

遺言代替に関する諸制度についての覚書
——ドイツの遺言代替に関する論文から——

野々上 敬介

目 次

- I はじめに
- II ドイツにおける遺言代替——論文の紹介
 - 1 はじめに
 - 2 ドイツにおける遺言代替の種類
- III 若干の考察
 - 1 夫婦財産契約について
 - 2 生命保険契約について

I はじめに

わが国の民法の第5編は、相続に関する諸規律をもうけている。それによれば、自然人が死亡すると相続が開始し（民法882条）、死亡した者の財産に属した権利義務は、その一切を相続人が承継するのが原則である（民法896条本文）。そうした準則を定めつつ、民法第5編では、それによるのとは異なるかたちの財産承継を、被相続人が、遺言により自らの意思で定めることが一定の範囲で認められてもいる。

そして、これらに対して、ある者が、その意思により、自らの死亡により生ずる財産の承継を、以上の枠組みとは異なるかたちでおこなわれるように定めようとすることもある。そうした手段を、以下では、遺言代替と呼ぶことにする¹。

以下では、ドイツにおける遺言代替について概観する論文を取り上げてその内容を紹介し、若干の考察を試みたい²。

II ドイツにおける遺言代替——論文の紹介³

1 はじめに

以下で取り上げるのは、Anatol Dutta, ‘Will-Substitutes in Germany’, in Alexandra Braun and Anne Röthel (eds), *Passing Wealth on Death: Will-Substitutes in Comparative Perspective*, 179-193 (2016) である。Dutta 教授の論文（以下、本論文とする）は、ドイツにおける遺言代替を題材とし、その概観を叙述している。

あらかじめ本論文の叙述の枠組みを示しておく、本論文は、全部で8つの章（I～VIII）から構成されている。

I は、導入として、ドイツにおける遺言代替を取り扱うにあたって本論文が前提とする事柄などについて述べられている。ドイツ法では、「遺言代替」との表現は法学上の専門用語や一般的な概念ではないけれども、遺言代替の発想はドイツ法にもなじみがないわけではないことや、本論文は遺言代替を法が予定している相続法を代替するという観点から5つに分けて論じていくこと、などについて言及されている⁴。

ついで、IIでは、本論文が遺言代替として主として取り上げるものに先立ち、年金について触れている。ドイツ法のもとでは、年金受給権は、年金の種類により、被保険者の死亡によって、当然に消滅するもの・法律上当然に（＝移転行為なしで）他の者に発生するもの・すでに移転されているときにのみ被保険者の死後も存続するもの、があるが、これらではいずれも、年金受給権の移転について遺言代替という方法を用いることが問題にならない。もっとも、私的年金の受給権が、死後に効力を生ずる第三者のためにする契約を用いて第三者に移転されることがあり、これは遺言代替と関連を有するが、第三者のためにする契約を用いる遺言代替は、他の財産の移転にも用いられるのであり、私的年金に固有の問題ではない、とする。

こうして、年金について触れた後、進んで本論文は遺言代替の検討に入り、ドイツにおける遺言代替の手段を、それが問題とされる場面5つの類型に分けて検討している（本論文Ⅲ．以下）。すなわち、死因処分に関する規定の適用の回避、「プロバート probate」の回避、永久拘束禁止の原則の回避、遺留分の回避、一定の財産への相続法の準則の適用、の5つの類型である。そして、最後にⅧ．で、本論文の結語が示されている。

以下ではとくに、本論文が遺言代替の5つの類型として説明している箇所（本論文の項目でいうと、Ⅲ．～Ⅶ．）を中心に紹介することとしたい。

2 ドイツにおける遺言代替の類型

(i) 死因処分に関する特則の適用を回避する目的での遺言代替（本論文Ⅲ．）⁵

本論文で最初に取り上げられている第1の類型は、死因処分に関する特則の適用の回避する遺言代替、というものである。

本論文は、まず、ここで遺言代替を論じる前提として、ドイツ相続法の死因処分に関する規律を紹介している。すなわち、ドイツ相続法では、死因処分として、遺言および相続契約⁶について規律が設けられており、ある者が自らの死亡による財産の承継についてこうした手段で定めることが認められている一方、死因処分には意思表示一般に関しては存在しないさまざまな要件が法律上課せられている。一定の方式を遵守すること（ドイツ民法〔以下では、BGBとする〕2231条など）や、遺言能力（BGB2229条）、死因処分をすることが認められる事項の法定（BGB1937条など）、などがその例として挙げられている⁷。

こうした死因処分に関する特則の適用を受けないかたちで、死亡により効力を生ずる財産承継を実現するための手段が、ここでの問題となるわけであるが、本論文はまず死因贈与を取り上げ、死因贈与をこうした手段として用いることは、ドイツでは明文で不可能とされていることに触れている。死因贈与に関しては、死因贈与は死因処分の要件を充たす必要があると定められている（BGB2301条）ことから、死因贈与には上述したような死因処分に関する要件が課せられることになるためである、というのである。

そこで、別の手段が考えられることになる。このような手段として本論文が挙げているのが、要約者の死後に効力を生ずる第三者のためにする契約である。ドイツでは、第三者のためにする契約において、要約者の死亡により受益者が諾約者に給付を請求する権利を取得する旨を定めることが可能である、と明文で認められている（BGB331条1項）。この仕組みを用いて、たとえば、被相続人が生前に、銀行との間で、被相続人の死亡により自らの預金などを銀行が受益者の口座に移転する、といった合意や、生命保険契約に基づいて被保険者の死亡後に受益者が死亡保険金請求権を取得する、という合意がされうる（生命保険については、BGB331条1項と同趣旨の規定が、ドイツ保険契約法 Gesetz über den Versicherungsvertrag 159条2項に設けられている）、と本論文はいう。

そして、こうした要約者の死後に効力を生ずる第三者のためにする契約において、要約者・諾約者間の関係（いわゆる補償関係）にも、要約者・受益者間の関係（いわゆる対価関係）にも、BGB2301条は適用されない、とするのが、ドイツの判例・通説である⁸。つまり、こうした契約は、死因処分に関して課せられている要件とかかわりなく、人の死亡による財産承継を実現することができる、というのである。

もっとも、このような間接的な財産承継が、相続法の準則の適用をまったく受けないことまで認められているわけではなく、対価関係が贈与を基礎とする限りにおいて、遺留分の規律には服するものとされている。

以上のように、本論文は、要約者たる被相続人の死後に効力を生ずる第三者のためにする契約を、死因処分に関する特則の適用を回避する遺言代替として、第1の遺言代替の類型として挙げている。

(ii) 「プロベート」の回避（本論文Ⅳ.）⁹

第2は、「プロベート」の回避である。

本論文は、この第2の類型について、アメリカなどにおける手続との比較から話を始める。相続に関して、アメリカなどではプロバートという遺産管理手続があり、この手続を回避する需要の高まりが遺言代替の発展と結びついているとされる¹⁰。これに対して、ドイツ法では、相続人は、被相続人の死亡により、相続財産を当然に包括承継するのであり、そうしたプロバートに類するような特別の遺産管理に関する手続はない。ただ、ドイツでも、たとえば遺言の有効性が争われるなどして、被相続人の死亡による財産承継に裁判上の手続を要することが起こりうる、という。

そこで、こうした裁判上の手続を回避することとの関係で本論文が挙げるのが、被相続人の死後にも効力を有する代理である。より具体的には、死後代理 *postmortal mandate* と持続代理 *transmortal mandate* という2つのものが挙げられている¹¹。これらはいずれも、代理権を授与する被相続人の死亡後も効力を有し、遺言の効力とはかかわりなく、代理人は相続財産つまり相続人を代理することが認められる、という性質のものであり、いずれもドイツ法で承認されているものである¹²。

そして、本論文は続けて、こうした死後代理・持続代理は、判例によれば、死因処分に関する特則には服さないとされているとする。たとえば、死後代理・持続代理により、被相続人が、自らの死後に自分の財産をある者に贈与する権限を代理人に委ねて死亡したとする。これは、実際に果たす役割としては死因処分に類似する。しかしそのような場合であっても、BGB2301条は適用されないとされている、というわけである。その論拠の1つは、死因贈与の場合と異なり、被相続人は当事者ではない、という点にあるという。

こうして、死因処分について課せられている要件の充足をめぐって遺言の効力が争われるなどし、そのために被相続人の死亡による財産承継に裁判上の手続を要することとなる、という結果を回避するために、死後代理・持続代理を用いることで、その財産承継を実現することが認められることとされている。その限りで、死後代理・持続代理が、遺言代替として機能するというのである。

以上のような死後代理・持続代理が、本論文が挙げる第2の遺言代替の類型である。

(iii) 永久拘束禁止の原則の回避（本論文V.）¹³

第3は、永久拘束禁止の原則を回避するための遺言代替である。

この類型の遺言代替を挙げるに先立ち、本論文はまず、ドイツ相続法上の3つの制度に

触れている。先位・後位相続人の指定（BGB2100条以下）¹⁴、継続的な遺言執行（BGB2209条）¹⁵、遺産分割の禁止（BGB2044条1項）、である。ドイツでは、これらの手段により、被相続人は、自己の死後も、自らが生前有していた財産を自らの意思により拘束する、ということが可能になる。もっとも、こうした相続法上の明文の手段による将来に向かっての相続財産の拘束が認められるのは、大まかにいうと、被相続人の次の世代までである¹⁶。そうした制約を超えてまで、将来に向かって被相続人が相続財産を拘束することは認められていない、と指摘される。

そこで、この第3の類型の遺言代替として本論文が挙げるのが、家族財団などの私益財団を設立する（BGB80条以下）、という手段である。私益財団を設立し、設立者が財産を拋出すると、その財産は当該財団が法的な所有者となり、設立者は形式的には権利を喪失する。しかし、設立者は、当該財団の業務執行機関や受益者となることで、拋出財産に対する支配を維持することが可能である。そして、設立者が死亡しても、財団に拋出された財産の移転・承継は法的に生ぜず、永久拘束禁止の原則に服さない一方で、経済的な利益は、財団の機関や受益者に分配されることになる。こうした結果を生じさせる私益目的の財団の設立が認められてよいのかは、ドイツでもかつて議論があったところであるが、こんにちではひろく認められている。こうして、實際上、財の移転が相続法の領域の外で生じることになる、というのである。

本論文は、このような私益財団の作用は、永久拘束禁止の原則だけでなく、法律で規定されている相続法を包括的に無力化するものであり、財団の財産を、設立者が創設する「私的な相続法 private succession law」・私的に創設された相続制度に服させるものだ、と評する。そして、立法により規定される相続法のモデルが、個人の任意の処分よりも社会、経済、家族の重要な目的に資するものとされているのであれば、こうした私的に創り出される相続制度は立法で制限されるべきだ、と指摘する。

もっとも、ある者が財団の設立者として財団に財産を移転する行為は、財産の無償処分と捉えられるので、その限りで遺留分の規律には服することになる、とされる¹⁷。

このような、「私的な相続法」の創設としての私益財団の設立が、本論文が挙げる第3の遺言代替の類型である。

(iv) 遺留分の回避（本論文Ⅵ.）¹⁸

第4は、遺留分の規律を回避することである。この類型について、本論文ではとくに、被相続人の配偶者との関係で、被相続人の尊属や卑属の遺留分を抑制する、という場面が取り上げられている。具体的には、死因処分による配偶者間の財産承継の場面が念頭におかれ、配偶者間での遺言による財産承継や生前の財産移転には、遺留分の規律が適用されることが指摘される¹⁹。

そこで、配偶者の地位を保護するために用いられる手段として、夫婦財産契約がある、と本論文はいう。ドイツでは、夫婦財産契約の選択肢の1つとして、継続的財産共同制 *fortgesetzte Gütergemeinschaft* を合意することができ、これにより、財産共同制に服する合有財産は被相続人の死後その生残配偶者が支配することを取り決めることが可能になる²⁰ のであるが、このような夫婦財産契約には、生前贈与に関する遺留分の規定も適用されないとされている。こうして、夫婦財産契約により、一定の財産について、生残配偶者を他の家族構成員の遺留分から保護することが可能になる、というのである。

以上が、本論文が挙げる第4の遺言代替の類型である。

(v) 一定の財産への相続法の準則の適用（本論文Ⅶ.）²¹

最後の第5の類型は、一定の財産に相続法の準則を適用する、というものである。これまでの類型が、何らかの相続法の準則の適用を回避することが問題とされていたのに対して、この第5の類型は、本来は相続法の準則とは異なる規律が妥当するはずの財産に相続法の準則を適用する、ということが問題とされている点で、違いがある。

本論文で具体的に挙げられているのは、民法上の組合の組合員の持分や、合名会社・合資会社の社員の持分などについて生じる問題である。そこで問題とされているのは、民法・商法上の規定に従うと、民法上の組合、合名会社、合資会社の事業の継続に障害が生じることがあるところ、それを回避する、ということである。すなわち、まず、民法上の組合は、別段の合意がなければ、組合員の1人の死亡により解散することとされている（BGB727条1項）。これに対して、別段の合意がされた民法上の組合、および合名会社と合資会社は、構成員の1人が死亡しても解散することにはならず、事業が継続されうる。この場合、死亡した構成員は組合・会社から脱退し、その者の持分は、他の構成員に帰属する（BGB738条1項1文。この規律が、ドイツ商法〔以下、HGBとする〕105条3項・

HGB161 条 2 項により、合名会社・合資会社にも適用される)。このとき、死亡した構成員の相続人は、持分消滅の補償請求をすることができる。そうすると、補償請求に応じた分だけ、民法上の組合や合名・合資会社の流動資産が減少し、やはり事業の継続に障害をもたらしうることとなる、というのである。

そこで、一定の条項を合意しておくことにより、こうした問題に対処することが図られている、と本論文はいう。承継条項 *Nachfolgeklausel* と呼ばれるものや、加入条項 *Eintrittsklausel* と呼ばれるものが、それである。承継条項とは、死亡した構成員の持分を相続可能とする条項である。つまり、本来は相続の対象にならない財産である持分が相続財産として相続人に承継されることを、当事者の合意によって実現するものである。また、加入条項とは、ある者に、その組合・会社に将来加入することを他の構成員に請求する権利を与えるものである、とされる。

このうち、承継条項について、たんに本来は相続されない財産を相続可能な財産に転化するというだけでなく、相続法的作用を修正するものでもある、と本論文は指摘し、相続人が複数の場合にこのことが問題となるという。すなわち、相続人が複数の場合、共同相続となり、相続によって承継される組合・人的会社の持分も共同相続の対象となる。そして、遺産分割前の共同相続関係 *Erbengemeinschaft* において、遺産債務 *Nachlassverbindlichkeit* に対する各共同相続人の責任は、原則として相続財産に対する持分に限定されるとされている (BGB2059 条 1 項 1 文)。しかし、こうした責任限定は、民法上の組合や合名会社の構成員、および合資会社の無限責任社員は無限責任を負うとされていること²²と相容れない、というのである。

そこで、判例では、共同相続関係がこれらの組合・会社の持分を所有することは、一時的であってもできず、承継条項により相続される持分は、承継条項に基づいて、構成員の死亡後に直接に相続人に分割される、としている。

さらに、この承継条項については、構成員の 1 人の持分が、各構成員の一定の相続人のためにのみ相続されることを、合意により定めることもできる、ともしている。これは、資格承継条項 *qualifizierte Nachfolgeklausel* と呼ばれている。このときは、承継すべき者として指定された相続人に、組合・会社の持分が直接移転することになる。

一方で、承継条項により承継される民法上の組合や合名・合資会社の持分は、相続財産に属するものと扱われることとなり、遺留分の算定にあたっても顧慮されるものとされて

いる。

ともあれ、この類型は、これまで見てきた4つの類型とは違いがある。すなわち、相続法のもとでの死因処分の要件や効果を排除する消極的な機能ではなく、伝統的な相続法のもとでは不可能な一定の財産の移転を認める積極的な機能をもち、場合によっては相続法の準則の修正するものですらある、と、本論文は指摘する。

以上が、本論文が挙げる5つの遺言代替の類型のうちの最後のものである。

(vi) 本論文の結語（本論文Ⅷ.）²³

以上までのような検討を経て、本論文は最後に次のように述べる。ドイツでは、遺言代替に妥当する一般的な理論や共通の目的は存在せず、また、正確には必ずしも把握できないものの、遺言代替により移転される財産は、相続法の適用により移転される財産と比較すると、かなり少ないかもしれない。しかし、相続法学者としての著者の観点からは、遺言代替にはいくらか疑いの目をもってみるべきだ、という。とくにそれは、これらの手段が作用するのは遺言代替の段取りがされた場合だけであり、それにより利益を享受するのも、弁護士に依頼して遺言代替を用いる者に限られる、ということを考えるとなおさらである、とされる。そして、それゆえに、Anne Röthel教授が、第68回ドイツ法曹大会において、本論文で遺言代替として取り上げたいうちの少なくとも第1と第5の類型、つまり死後に効力を生ずる第三者のためにする契約と、民法上の組合や合名・合資会社における承継条項について、それらを相続法に再統合することを支持したことは驚くにあたらない、と指摘して、本論文は締めくくられている。

Ⅲ 若干の考察

以上まで、本論文の内容を紹介してきた。

以上までの紹介でも現れていたように、ひとくちに遺言代替といっても、そこには目的や機能などの異なるさまざまな類型のものが含まれているとみることができる。本論文は、ドイツ法の遺言代替について、それらを5つの類型に分けて分析していたわけであるが、以下では、本論文で紹介・検討されていた諸制度に対応するわが国の諸制度について、と

くに遺留分の規律の観点から、若干の比較考察を試みたい。

1 夫婦財産契約について

まず、本論文で挙げられていたドイツ法における遺言代替については、その多くが、それにより遺留分の規律の適用を回避することまでは認められないとされていた。しかし、そのなかで、夫婦財産契約として継続的財産共同制を選択する、という手段により——このような内容の夫婦財産契約が結ばれることがドイツ全土でひろく見られるというわけではないようではあるものの——、生残配偶者以外の遺留分権利者の遺留分に基づく請求を排除することが認められていた。これは、夫婦財産契約という手段により、死亡による財産承継のうち、配偶者間でのみとくに認められる固有の財産承継の形式の存在を承認する、という態度決定が現れているとみることができるように思われる。

ひるがえってわが国の夫婦財産契約についてみると、わが国では夫婦財産契約はほとんど用いられていないといわれている²⁴。その理由の1つとして、わが国ではドイツなどと異なり、夫婦財産契約の内容としてどのようなものがありうるか、どのような内容の夫婦財産契約を結ぶことができるか、が条文上明確でないことが指摘されており²⁵、夫婦財産契約の内容を明確化する民法の改正提案もされているところである²⁶。こうしたなかで、夫婦財産契約の遺言代替としての可能性の検討を進めることも、顧慮に値するのではないかと思われる²⁷。すでに、相続法の準則との関係において、夫婦財産契約で「二人の共有持分権者の一方が死亡した場合には、相続法の規範に服することなく、共有の規範として死亡した共有持分権者の持分が当然に生存共有持分権者に帰属するという帰属形式（英米法における joint tenancy のようなもの）などを組み込むこと」は認めるべきでない、とする見解も示されている²⁸ ところであり、こうした相続法の準則との関係での夫婦財産契約に関する検討——夫婦財産契約により、わが国において配偶者間に固有の財産承継の形式は承認されうるのか、あるいは、遺留分の規律を上書きする結果をもたらす合意は認められるか、など——が、さらに深められてよいのではないかと思われる。

2 生命保険契約について

また、遺留分の規律との関係でのドイツとわが国の違いとしては、——人びとがそれを遺言代替であると意識しているかはともかく、わが国でもしばしば用いられている——生命保険契約に基づく死亡保険金請求権またはそれを行使して取得される死亡保険金の取扱いが挙げられる。

わが国でも、死亡保険金（請求権）の取扱いについてはさまざまな議論のあるところであるが、判例では次のような理解が採られている。まず、被相続人が自己を保険契約者兼被保険者として締結した生命保険契約に基づく死亡保険金請求権は、その保険金受取人が自らの固有の権利として取得し、被相続人の相続財産には属さない、とされている（最判昭和40年2月2日民集19巻1号1頁）。そのため、死亡保険金受取人を共同相続人の1人から非相続人に変更した事例について、死亡保険金受取人の指定・変更は、遺留分に基づく請求の対象となる遺贈または贈与にあたるものでもそれらに準ずるものでもない（最判平成14年11月5日民集56巻8号2069頁）、とされている。

一方、死亡保険金受取人が共同相続人の1人である場合に、その者が取得する死亡保険金請求権、あるいはそれを行使して取得した保険金が遺留分に基づく請求の対象となる遺贈または贈与にあたるかどうか、の判断が最上級審で明確に示されたことはこれまでない。ただ、死亡保険金（請求権）が民法903条1項で規定されている遺贈または贈与に係る財産（いわゆる特別受益）にはあたるかどうかを取り扱ったものがある。それによると、この場合に共同創造人の1人が取得する死亡保険金（請求権）は、「民法903条1項に規定する遺贈又は贈与に係る財産には当たらないと解するのが相当である。もっとも、上記死亡保険金請求権の取得のための費用である保険料は、被相続人が生前保険者に支払ったものであり、保険契約者である被相続人の死亡により保険金受取人である相続人に死亡保険金請求権が発生することなどにかんがみると、保険金受取人である相続人とその他の共同相続人との間に生ずる不公平が民法903条の趣旨に照らし到底是認することができないほどに著しいものであると評価すべき特段の事情が存する場合には、同条の類推適用により、当該死亡保険金請求権は特別受益に準じて持戻しの対象となると解するのが相当である」、とされている（最判平成16年10月29日民集58巻7号1979頁）²⁹。先にも述べたとおり、この平成16年判決は、遺留分に基づく請求の対象となりうるかどうかを判断したもので

はなく、同判決の調査官解説でも、この問題は同判決の扱うところではなく残された問題であると述べられている³⁰が、同判決の理解に沿うならば、かりに遺留分に基づく請求の対象にもなりうると考えとしても、その肯否の判断は、民法903条1項の該当性判断におけるのと同じく、共同相続人間でのとうてい是認できない著しい不公平の発生の有無、という観点が重要となる（たんに、婚姻や養子縁組のための贈与、あるいは生計の資本として受けた贈与にあたるということでは足りない）ことになろうかと思われる。

このようにみると、生命保険契約の要約者・受益者の対価関係が贈与に基礎づけられている限りで遺留分の規律に服しうるとされているドイツ法の取扱いと比べて、わが国の生命保険契約は、遺留分の規律に服さないかたちで財産の移転を可能にすることがより容易であると位置づけることができるように思われる。もっとも、——判例法理にもなお明確でないところもあるが、とりわけ保険金受取人を共同相続人の1人にするのであれば——遺留分に基づく請求の対象になりうるおそれがないとはいえないため、遺言代替として生命保険契約を活用することを考えるのであれば、平成16年判決が示した「諸般の事情」³¹に十分注意を払い、契約内容や共同相続人との関係等を慎重に考慮することが求められるであろう。また、遺留分に基づく請求の対象となるかが、こうした「諸般の事情を総合考慮して」決せられるとするのは、当該事案にそくした「公平」な解決に資することがありうる一方で、結果の予測可能性を損ない、遺言代替としての活用にとって支障となりうると思われる。ドイツ法におけるとは異なる枠組みで生命保険契約と遺留分の規律との関係を整序していると目されるわが国の現在の判例法理のもとで、遺言代替としての生命保険契約を活用するにあたっては、なお不明確な点も残る判例法理の理解や解釈も含めた理論面での整序や、遺留分に基づく請求の対象になりうると考えとしても、その際の判断基準の明確化を可能な限りはかること、などが課題として挙げられるのではないかと思われる³²。

[注]

- 1 遺言代替の語は、‘will-substitutes’を訳したものであり、本稿のⅡで紹介する論文のタイトルにも用いられているものである。こうした問題領域を考察するわが国の論考では、ほかにはたとえば、「相続代替制度」の語が用いられている例がある（大島梨沙ほか「相続代替制度に関する法的考察—民法・抵触法・租税法の観点から」名古屋大学法政論集 281号（2019年）1頁。これは、“succession substitutes”の訳語のようである（同2頁以下を参照））。
- 2 なお、諸外国の相続法制について概観する近時の資料として、大村敦志監修『各国の相続法制に関する調査研究業務報告書』（商事法務研究会、2014年）がある。以下ではドイツにおける遺言代替に関してみていくことになるが、この資料のなかでは、「第1部 ドイツ法」〔浦野由紀子執筆〕で、ドイツ相続法の全体像が紹介されている。
- 3 以下で取り上げるドイツ法の諸制度の多くについては、藤原正則「ドイツにおける生前処分と死因処分の傾向」新井誠編『高齢社会における信託と遺産承継』（日本評論社、2006年）199頁による詳細な紹介・検討がある。
- 4 本論文は、この検討にあたり、本論文で検討対象とする遺言代替を、意思に基づく承継の場面に限定している。本論文の注1～3で挙げられているように、ドイツには、相続法の一般準則とは異なる財産の承継が、法律の規定で認められているものがいくつかある。しかし、これらはあくまで法定の効果として生じる財産の承継であり、遺言代替、つまり、ある者がその意思により相続法の準則と異なる枠組みで財産承継を実現しようとする場合とは異なる。それゆえ、そうした制度は取り上げないこととする、と説明されている。
- 5 Anatol Dutta, ‘Will-Substitutes in Germany’, in Alexandra Braun and Anne Röthel (eds), *Passing Wealth on Death: Will-Substitutes in Comparative Perspective*, 181-184 (2016).
- 6 相続契約は、わが国にはない制度である。相続契約とは、——単独行為である——遺言ではなく、契約によりおこなう死因処分であり、相続契約により、たとえば相続人を定めることが可能である（ドイツでは、これもわが国と異なり、死因処分により、相続人を指定することが可能である〔遺言につきBGB1937条、相続契約につきBGB1941条〕）。
- 7 本論文では、本文で挙げたもののほかにも多くのものが挙げられているが、それらの規律すべてを挙げることは割愛する
- 8 もっとも、この点をめぐってはドイツでさまざまな議論がある。たとえば、Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch / Hans-Joachim Musielak, Bd. 11, 8. Aufl. (2020), § 2301 Rn. 31ff. を参照。また、ドイツにおける生命保険契約をめぐる議論を詳細に紹介・検討するものとして、山下友信『現代の生命・傷害保険法』（弘文堂、1999年）54頁、藤田友敬「保険金受取人の法的地位—保険契約者の債権者との利害調整を中心として（1）」法学協会雑誌 109巻5号（1992年）719頁、756頁以下などがある。
- 9 Dutta, *supra* note 5, at 184-186.
- 10 こうした発展のありようを描き出す著名な論文として、John H. Langbein, ‘The Nonprobate Revolution and the Future Law of Succession’, 97 *Harvard Law Review* 1108 (1984) がある（本論

文でも、このラングバイン教授の論文が注 17 で掲げられている)。

- 11 死後代理（ドイツ法では、Vollmacht für den Todesfall などという）とは、代理の本人の死後に代理人に代理権が授与されるものである。持続代理（同じく、Vollmacht über den Tod hinaus などという）とは、本人の生前から授与されている代理人の代理権が、本人の死後も存続するというものである。ドイツの死後代理・持続代理について詳しく紹介・検討する近時の論考として、藤原・前掲注 3 のほか、黒田美亜紀「死後の事務における故人の意思の尊重と相続法秩序」明治学院大学法学研究 93 巻（2012 年）49 頁がある。
- 12 本論文は、これらの代理がドイツで承認されている理由も説明している。まず、持続代理が認められることについては、BGB 上の規定として 168 条 1 項 1 文・672 条・675 条を根拠として挙げている。これは、敷衍すると次のようになる。すなわち、ドイツでは、任意代理権は、その授与の基礎にある法律関係により定まるとされており（BGB168 条 1 項 1 文）、その代理権授与の基礎として、一定の事務処理を他人に委ねる契約が結ばれる場合、その契約は、事務処理を委託した者が死亡しても、原則として消滅しないとされている（BGB672 条、675 条 1 項）ことから、事務処理を委託した者が生前に授与した代理権は、その者の死後も存続することが原則とされている、というわけである。これに対して、死後代理については、その有効性を明確に基礎づける条文上の根拠は必ずしもないものの、判例によれば、持続代理とともにその有効性が承認されている。
- 13 Dutta, *supra* note 5, at 186-188.
- 14 先位・後位相続人の指定とは、被相続人がある者を最初の相続人と指定し、その者が相続人となった後にまた別の者が相続人となることを定める、というものであり、このようなかたちで被相続人が相続人を指定することも、ドイツでは認められている（BGB2100 条）。
- 15 継続的な遺言執行とは、遺言執行者に、遺言の執行と相続財産の清算に限られない、長期にわたる遺産の管理・処分権を授与し、その任にあたらせる、というものである
- 16 たとえば、先位・後位相続人の指定は、先位相続が開始した時から後位相続が開始することなく 30 年が経過したときは、後位相続人の指定は無効となるのが原則とされている（BGB2109 条 1 項 1 文）。また、継続的な遺言執行は、相続開始から 30 年が経過すると無効となるのが原則である（BGB2210 条）。遺産分割の禁止も、相続開始から 30 年が経過すると無効となるのが原則である（BGB2044 条 2 項）。このように、いずれの制度も 30 年が基準となっていることから、おおむね次の世代までの拘束が認められる、と本論文は評価していると目される。
- 17 なお、本稿では取り上げていないが、ドイツの近隣国であるスイスとリヒテンシュタインでも、家族財団の設立が、遺言代替のなかの重要な手段の 1 つと捉えられているようである（Dominique Jakob, 'Will-Substitutes in Switzerland and Liechtenstein', in Alexandra Braun and Anne Röthel (eds), *Passing Wealth on Death: Will-Substitutes in Comparative Perspective*, 195, 198 (2016))。
- 18 Dutta, *supra* note 5, at 188-189.
- 19 遺言による財産承継については、いわゆる「ベルリン式遺言 Berliner Testament」が引き合いに出されている。これは、先に死亡した配偶者の相続財産をまず生残配偶者が相続し、次いで、生存配偶者の死亡または再婚により子が引き継ぐ、ということを配偶者が互いに約束する共同遺言である。

この遺言は、先死配偶者が死亡した場合の相続からその子などを排除するものとなるから、遺留分権利者による遺留分請求権が問題となってくる、というわけである。また、配偶者間での生前の財産移転については、次のような問題が指摘されている。すなわち、ドイツ法では、生前の財産移転は、基本的に被相続人死亡前の10年間にされたものだけが遺留分の算定にあたって顧慮されるところ（BGB2325条3項1文）、配偶者間の生前の財産移転は、婚姻の解消までこの期間の進行がないとされている（同項3文）ため、遺留分との関係では、他の家族への財産移転よりも制約が大きい、というのである。

20 ドイツでは、夫婦財産契約により、夫婦の財産を合有財産とする財産共同制を選択することができる旨が明文で認められている（BGB1415条以下）。そして、この財産共同制を、一方配偶者の死亡後も継続する（この場合、当該夫婦の共通の卑属と、生残配偶者との間で、財産共同制が継続する）こととする夫婦財産契約を結ぶことも可能である。これが、継続的財産共同制である（BGB1483条以下）。そしてこのとき、財産共同性に服する合有財産の管理権は、生残配偶者のみが有する（BGB1487条1項）。そこで、本論文が述べているように、継続的財産共同制は、夫婦財産契約により、被相続人の配偶者が生きている間、被相続人の財産すべてをその生残配偶者が支配することを認めるものといえる。もっとも、これも本論文で触れられているところによると、こうした継続的財産共同制の合意は、こんにちでは、バイエルン州の地方部以外ではほとんどおこなわれないようである。

21 Dutta, *supra* note 5, at 189-192.

22 本論文の注40でも触れられているように、合名会社の社員の無限責任につきHGB128条がこれを定め、合資会社の無限責任社員にも同条が妥当する（HGB161条）。民法上の組合の組合員の無限責任についてはBGBには明確な規定がないが、民法上の組合にはHGB128条が類推適用される、というのが、ドイツにおいて現在支配的な理解のようである（Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch / Carsten Schäfer, Bd. 11, 7. Aufl. (2017), § 714 Rn. 35ff. を参照。また、この点をめぐるドイツの議論を紹介・検討するものとして、後藤元伸「法人における有限責任と組合型団体における無限責任——ドイツにおける民法上の組合の組合員責任論——」政策創造研究6号（2013年）187頁、196頁以下（とくに201頁以下）がある）。

23 Dutta, *supra* note 5, at 192-193.

24 夫婦財産契約自体の件数を把握することは困難であるが、わが国では、夫婦財産につき法定財産制と異なる契約を夫婦がしたときは、婚姻の届出までにその登記をしなければ、これを夫婦の承継人及び第三者に対抗することができないとされている（民法756条）。そこで、政府統計により2014年から2018年の5年間に夫婦財産契約が登記された数を見ると、全部で72件となっており（登記統計「種別別 夫婦財産契約の登記の件数（平成19年～28年）」）、他方でこの5年間の婚姻件数は3,093,148件となっている（人口動態調査「都道府県別に見た年次別婚姻件数・婚姻率（人口千対）」）ことから、婚姻件数に対する夫婦財産契約の登記件数は非常に少ないことがわかる。

25 二宮周平編『新注積民法（17） 親族（1）』（有斐閣、2017年）225頁以下〔犬伏由子執筆〕など。

26 たとえば、大村敦志「婚姻法・離婚法」中田裕康編『家族法改正 婚姻・親子関係を中心に』（有斐閣、2010年）17頁、39頁以下。

- 27 わが国において夫婦財産契約を相続代替の手段の1つとして活用する可能性を探るという観点から、フランス法を参考にわが国の夫婦財産契約について検討を加える近時の論考として、大島梨沙「相続代替としての夫婦財産契約（特集 相続代替的手段の可能性を探る）」市民と法 120号（2019年）53頁がある（なお、前掲注1で触れた、遺言代替や相続代替制度という用語法との関係では、この論文とこの特集では、それぞれ「相続代替」「相続代替的手段」という言葉が用いられている）。
- 28 川淳一「夫婦財産契約」戸籍時報 709号（2014年）29頁。その理由として、わが国では、これと同じ結果を一般の共有者間でもたらす共同遺言はおそらく認められないと考えられるところ、なぜそれが夫婦財産契約によるならば可能かを説明することは困難であると考えられる、ということが挙げられている。
- 29 そのうえで、この平成16年判決は、そうした特段の事情の有無の判断に関しては、「保険金の額、この額の遺産の総額に対する比率のほか、同居の有無、被相続人の介護等に対する貢献の度合いなどの保険金受取人である相続人及び他の共同相続人と被相続人との関係、各相続人の生活実態等の諸般の事情を総合考慮して判断すべきである」としている。
- 30 土谷裕子「判解」最高裁判所判例解説民事篇平成16年度632頁。
- 31 前掲注29を参照。
- 32 生命保険契約を遺言代替と位置づけるという観点から考察する近時の論考として、宮本誠子「相続代替としての生命保険の可能性とその限界（特集 相続代替的手段の可能性を探る）」市民と法 120号（2019年）70頁がある。

信託法の伝播と変容
——コモンウェルスの3論文から——

溜 箭 将 之

目次

- I シンガポールの信託受容からグローバル信託へ
 - 1 イングランド信託法のシンガポール到来 (II)
 - 2 シンガポール植民地における初期の信託利用 (III)
 - 3 現代：初期の信託利用が廃れる (IV)
 - 4 グローバル信託の到来 (IV)
 - 5 グローバル信託の評価
 - 6 結語 (VI) とコメント
- II 香港から見たインターナショナル信託の変容
 - 1 ファイナンシャル・プランニング：遺言と遺言代替 (II)
 - 2 現代インターナショナル信託の進化 (III)
 - 3 信託の有効性を争う訴訟 (IV A)
 - 4 信託の概念 (IV B)
 - 5 結語 (V) とコメント
- III オンショアから見たオフショア
 - 1 これ以上縮小できない信託のコア (II)
 - 2 オフショア・ストーリー (III)
 - 3 オンショア裁判官によるオフショア信託の判断 (IV A)
 - 4 外国信託の承認と準拠法選択 (IV B)
 - 5 オンショア立法 (IV C)
 - 6 人々に欲しいものを与えていいのか？ (V)
 - 7 結語とコメント (IV)
- IV 結語——日本信託法の位置づけ

信託は、イングランドの判例法に由来し、17世紀以降イギリスの植民地支配の拡大とともに世界各地に伝播し、20世紀初頭には日本に達した¹。伝播は日本で終わらず、アジアでも韓国、台湾、中国にも広がっていった。東南アジアにおいても、シンガポールや香港がイングランドの判例法を継受し、国際的に信託が用いられている。

韓国、台湾、中国の信託法については、大陸法系の民商法と英米法系の信託を継受し、日本法を参照した立法も行われたことから、我が国でも研究が進みつつある。これに対し、シンガポールや香港の信託は、さほど関心を集めてこなかった。コモンウェルス諸国の信託が、イングランド法をかなり忠実に継受したと想定された面もあるが、そもそも我が国と実務・学問上の接点も少なかった。

しかし今日、コモンウェルス諸国における信託は、特別な信託立法を有するオフショア諸国、オフショア信託を利用しつつ資産管理を仲介する香港やシンガポール、さらにカナダ、オーストラリア、ニュージーランドなどのいわゆるオンショア諸国と、多様な発展を遂げている。とりわけオフショア信託立法は、世界各地の富裕層の投資マネーを吸収する一方で、脱税やマネー・ロンダリングの温床として批判も受けており、評価が分かれる²。その意味で、今日のグローバル化の進む世界での信託法を理解するには、これまで我が国でも比較法研究が進められてきた英米の信託法や、大陸法や混合法系の諸国で継受された信託法に加え、コモンウェルス諸国で展開する信託法の動態も視野に入れる必要がある。

こうした多様な信託の展開を俯瞰することは容易でないが、本稿では基礎固めとして、2018年にアイオワ・ロー・レビューに掲載された3つのコモンウェルス諸国における信託法の研究から、その動態を探ることにする。

I シンガポールの信託受容からグローバル信託へ

まず、シンガポールの Tang Hang Wu 教授の論文から紹介する。Tang 教授は、シンガポール経営大学で信託法を講ずるとともに、実務にも携わる経験豊かな信託法ロイヤーである。

信託法は、イングランドから判例法理としてシンガポールにやってきた。「ワクフと祖先信仰からグローバル信託の隆盛まで」と題される本論文は³、多民族国家シンガポール

で家族法、相続法、商事法の交錯する複雑な信託法継受の歴史から説き起こす。信託は、当初イスラムのワクフや中国の祖先信仰のために用いられたが、それは20世紀半ばには廃れた。近年のシンガポールにおける信託利用は、国際的な金融センターをめざし、信託産業を国際的な資産管理センターの基盤と位置付ける国家戦略の上にダイナミックに展開している。

Tang 論文は、信託法の国境をまたいだ歴史的変容を考察するにあたり、法の伝播 diffusion という観点よりも法の流通 circulation という観点がより有用だとする。法を、人・物・アイデアの動きとのかかわり、経済・政治・社会のネットワークの中でとらえる視点である。こうした視点・観点も、シンガポールの多民族性とそこでの信託のグローバルな発展のありかたと深く関係している。

1 イングランド信託法のシンガポール到来（Ⅱ）

シンガポールに対するイギリスの支配は、1819年にラッフルズがジョホール（現在のマレーシア最南部の州）のスルタンから取得したことに始まる。1826年、シンガポールは東インド会社のマラッカ海峡植民地に組み込まれた。イギリス国王の第2次司法特許状 Second Charter of Justice で裁判所の設置が定められ、1858年の Regina v. Williams でイングランド法適用が確定した。

シンガポールは、中国とインドを結ぶ海商ルートの要衝にある港湾都市で、純粋なイングランド法を維持した。信託法もエクイティの法理とともに受容した。インド信託法典の影響は受けていない。

2 シンガポール植民地における初期の信託利用（Ⅲ）

初期の信託利用として、裕福な中国人が先祖崇拜のために設定した信託がある。Neoh v. Spottiswoode 事件（1869）⁴では、中国人商人が英語で設定した遺言信託が問題となった。そこでは、Sin Chew (shénzhǔ 神主) の儀式を年4回執り行うため、遺産を永久に信託として保有する、と定められていた。設定から30年後、委託者の息子が信託の無効を主張して出訴した。裁判所は、信託はチャリティではなく、また遺言者の死後の安寧のため

で宗教振興目的でもないため、終期のない目的信託として永久拘束禁止則に反し無効と判断した。判決は、イングランド信託法理が現地の事情に応じて適用されるべきことを認めつつ、海峡植民地で資産が商業のために用いられることの重要性に照らし、永久拘束禁止則を適用したのである。

興味深いことに、中国人の財産保有者は、信託文書の起案を通じて判例への対策を講じた。*In re Estate of Khoo Cheng Teow* (1933)⁵では、「ヴィクトリア女王の現存する卑属の死から21年」の存続期間を設けた「王室の現存者」条項を信託に盛り込み、永久拘束禁止則の回避を図った信託が問題となった。判決は、こうした信託は、イングランドの遺贈者の鎮魂ミサを目的とした信託と同様、有効性が認められると判示した。

しかし、イングランドと異なる伝統と風習を前提とした信託は、常に有効と認められるとは限らない。*Lim Chooi Chuan v. Lim Chew Chee* (1948)⁶では、先祖崇拜のための寺院設立を目的とした信託が問題となったが、裁判所は、この目的がチャリティに限定されていないとして無効とする判決を下した。

Tang 論文はほかにも、墓地維持のための信託を巡る裁判例など、イングランド信託法と中国人の伝統とが交錯する興味深い例を紹介している。

中国人とともにシンガポールで重要な位置を占めるのが、アラブ人である。歴史的には、今のイエメンにあたる地域出身のアラブ商人が、インドネシアやマレー半島に進出してきた経緯がある。

アラブ人商人たちは、シンガポールでの大土地所有をイスラムのワクフにより構成した。設定者は財産を分別し、永久に譲渡不能にし、管理者を指定する。これは、宗教的観念に基づく慈善的行為で、シャリア法により設定者から神への完全な所有権の移転とされる。他方でワクフは、設定者の家系のムスリム社会における社会的地位の向上にもつながり、家系の資産を維持する手段としても用いられる。

Syed Ali Bin Mohamed Alsagoff v. Syed Omar Bin Mohamed Alsagoff (1918)⁷で問題となったのは、英語の遺言により設定された不動産の信託である。信託文書によれば、収益のうち1000ドルをイスラムの慣習に沿った慈善目的で配分し、残額を遺言者の妻と子孫にイスラムの慣習に沿って配分するものとされた。そして、永久拘束禁止則に対処するため、禁止則期間終了後に財産を分配する旨の選択的規定が含まれていた。信託設定者の危惧したとおり、裁判所は永久拘束禁止則を適用したものの、選択的規定は有効とされた。

Re Syed Shaik Alkaff v. Attorney General (1923)⁸では、イスラム教徒のワクフが争われた。裁判所は、イスラム教徒にとって宗教的な目的だからといって、イングランドのチャリティ法の下で慈善目的に属するとは限らない、と判示した。そして、神の承認を求めるというイスラムの宗教目的は、チャリティ法の慈善目的とは異なり、善行を行う目的でのワクフは特定性を欠き信託として無効とされた。

Hadjee Esmail bin Kasim v. Hussain Beebee Binte Shaik Ali Bey (1911)⁹は、収益を、委託者を偲ぶための儀式、救貧、メッカへの巡礼、インドの兄弟姉妹への支払い、子供と子孫が困窮の場合にはその救済のための支払い、とする信託である。しかし裁判所は、儀式や巡礼のための贈与は慈善目的とはいえ、信託としては無効とする判決を下した。

これらの事例は、中国人やアラブ人が信託を利用しつつ、判例にも機敏に対応しており、多民族国家シンガポールならではの展開を示すものとして興味深い。しかし、巡礼は巡礼者と家族の慰安にしかならないとの判示は、メッカ巡礼のもつ宗教的重要性に対する理解が欠けていると Tang も批判しているように、非キリスト教徒が信託を活用しても、イギリス人が裁判官を務めるシンガポールの裁判所で効力が否定されるリスクがあったことを示している。ここに、信託の普遍性と、キリスト教国イングランド由来の固有性の両面を見ることもできる。

3 現代：初期の信託利用が廢れる（IV）

しかし、こうした初期の信託利用は、今日までにあらかた廢れている。

Bermuda Trust (Singapore) Ltd. v. Wee Richard (1998)¹⁰で問題となったのは、1925年に設定された Sin Chew 儀式のための信託である。しかし1990年代までに儀式は行われなくなり、委託者の遺灰・位牌は紛失し、建物の屋根が崩壊したものの修復費用はなく、子孫はキリスト教に改宗していた。判決は、信託目的の達成は不可能かつ実用的でないとして信託の終了を認めた。ここからは、信託で財産を長期にわたって拘束することには慎重であるべきことが分かる。

ワクフも今日では稀になっている。シンガポール政府は、1905年条例により半官半民の委員会でワクフを管理することとし、ワクフにかかる土地を収用し、ワクフを標的にした賃料規制により、ワクフに服する資産を長期低落に追い込んでいった。1968年法では、

ワクフに服する土地をシンガポール・イスラム協議会にコントロールさせることになった。以降、新たなワクフの設定はない。

4 グローバル信託の到来（V）

初期の信託に代わってシンガポールで高まってきたのが、Tang のいうグローバル信託である。

中国の台頭とシンガポールの競争力への懸念が高まった 2000 年代初頭、シンガポール政府は、経済再検討委員会の提言を受け、資産管理産業に注力することを決定した。そして、信託会社規制法の改正、海外由来の収入に対する課税ルールの整備、相続税の廃止、受託者法改正、銀行秘密保持の強化などの改革が行われた。シンガポールをウェルス・マネジメント・センターとすべく、官民挙げてのマーケティングが展開され、富裕層を引き付けるため F-1 レース開催、カジノ建設、マリーナ物件の販売が行われた。その結果、2000 年～06 年でウェルス・マネジメント産業は、2800 億から 6000 億シンガポールドルへと成長した。

こうした施策の結果、国際的な信託会社と金融機関がシンガポールに進出し、外国の信託法がシンガポールで用いられるようになった。シンガポールで設定される信託の多くは、外国法を準拠法としている。シンガポールの裁判所もこの流れに水を差すことはせず、外国の信託や有効性を認めてきた。

グローバル信託は、受託者に高度な裁量を認める。1970 年代イングランドの判例は、裁量信託を広く認めつつあったが、グローバル信託はさらに自由度を高めている¹¹。

より具体的には、次の 9 点の特徴が挙げられる。①受益者の候補者リストはあるが、信託設定当初は受益者が確定していない。②受託者が、収益と元本を受益するのが誰か指定する幅広い裁量権を有する。③受託者が受益者を排除したり加えたりする裁量権を有する。委託者も対象となり得る。④信託期間中に支出されなかった財産は、残余財産受益者に支払われるが、受託者は、残余財産受益者の利益は考慮する義務を負わない。⑤委託者の家族状況によって、離婚した妻や絶縁した子などを排除することもある。⑥委託者は時宜に応じ要望書 letter of wishes を受託者に渡すが、法的拘束力はない。⑦受託者は家族会社の 100% 株主となる。100% 子会社・孫会社がぶら下がることもある。⑧信託財産の投資

権限は、委託者が留保することもある。⑨信託監督人 trust protector を信託の運営に関与させることもある。

グローバル信託の魅力も複数挙げられる。①新しい愛人・妻・子ができ、離婚・離縁・絶縁した、など委託者の事情の変化に柔軟に対応できる。②要望書を使えば、委託者が受託者による受益者指名に影響を与えることができる。③委託者とその家族が信託財産の100%子会社の役員になれば、信託財産の投資に影響を与えることができる。④信託を起案した人のイマジネーションが流通し、法律事務所や信託会社の定形信託文書に取り込まれている。⑤こうした裁量信託がオフショア信託センターへと流通・浸透し、それをさらに使いやすいようにオフショア信託立法がなされ改正されてゆく。

5 グローバル信託の評価

グローバル信託の評価は分かれる。Tang はシンガポールの政策を含めてこれを肯定的に評価している。しかしこれは、下に紹介する Lionel Smith が融通無碍な信託に警鐘を鳴らすのとは一線を画す立場でもある¹²。その論争の様相をみてみよう。

Smith はカナダの信託法研究の第一人者で、Tang も認める通り、数少ないグローバル信託の研究者である。ただし、Smith はグローバル信託に批判的な立場をとり、オンショア裁判所はそうしたストラクチャーを受け入れないかもしれない、と警告している。具体的には、オフショア信託は、オンショアの裁判所によって無効とされ、委託者を受益者とする復帰信託が認められるリスク、そしてオンショア裁判所が受益者による信託終了の訴えを認めるリスクを抱える、という。

しかし Tang はリアリストの立場から反論する。すべてのグローバル信託が裁判所によって終了させられるとは限らず、資産管理センターの裁判所は Smith の厳格な立場を取らないだろう。そこでは、グローバル信託の存在意義とその法域の信託産業がかかっている。イングランドでも、免責条項の有効性を巡り、法律委員会は信託業界のロビーに屈した経緯がある。グローバル信託の実務では広く用いられており、裁判官は実務家上がりで慣れている。実際、シンガポール元最高裁長官も、講演の中で「シンガポール法を、今以上にクライアントのウェルス・マネジメントと資産防衛のニーズに沿うようにするため、さらに努力ができる」と述べている。

ただし Tang も、一定の留保をしている。イングランドの裁判所は、グローバル信託に対する懸念を表明しており、特にそれが家事事件で目立つ¹³。イングランドの裁判官も、「これらの洗練されたオフショアのストラクチャーは、裁判所も了解している。しかしこれらに感心したり、脅されたり、馬鹿にされる者はいない。」と述べたこともある。そして、OECD が課税における自動的な情報交換に関する基準（Common Reporting Standards (CRS)）を公表し、これにオフショア諸国も加入しているため、これが OECD によって、信託会社や裁量信託に対し厳格に適用される可能性がある。加えて、イギリスなどで公開の受益権 beneficial interests 登録簿の動きがあり、プライバシー、人権、データ保護に関わる問題を生じさせている。

しかし、これらの懸念にも、再反論が用意されている。グローバル信託には、資産承継プランニング、債権者や離婚からの資産防衛など、脱税以外の目的もあり、CRS も致命的なダメージは与えるとは考えられない。むしろ、CRS はグローバル信託のダーク・サイドを明るみに出す効用がある。ただし、公開の受益権登録簿については、富裕層にとってのグローバル信託の利用価値を奪うため、懸念が残る。

6 結語（VI）とコメント

信託は、その多様性・多機能性 versatility から、シンガポールでも歴史的に資産の移転、文化的宗教的活動のためなど広く用いられてきた。その信託も、シンガポールが国際ウェルス・マネジメント・センターとして台頭するとともに、グローバル信託へと変容を遂げている。今後も、CRS や受益権登録簿などの動きによって、グローバル信託のゆくえにさらなる展開も予見される。

Tang 論文からは、マラッカ海峡の要衝を押さえるシンガポールの、文化的多様性に根差したたかさが浮かび上がる。そこから、イングランドやカナダといったオンショア、さらに OECD やヨーロッパと対峙する姿勢さえ見せている。

シンガポールから信託の動態をとらえる際に、法の伝播ではなく流通という観点は、叙述のレベルで、イングランド・オフショア・コモンウェルスの間の相互関係を捉えるのに適している面がある。しかし論文を読むと、この観点は、イングランドからオンショア、オフショアへという一方通行な伝播の論理に対抗する理論枠組にもなっている。このこと

は、今日の国境を越えた法の変容が、多方向的な相互作用の中でとらえる時期にきていることも示唆する。信託に限らず、独仏や英米から我が国への継受という観点から一般的な我が国の比較法・外国法研究からすると、この視点は新鮮でもある。

II 香港から見たインターナショナル信託の変容

続けて、Rebecca Lee 教授の論文を見てゆこう¹⁴。Lee 教授は香港大学の信託法研究者で、コモン・ロー諸国の信託法だけでなく、中国を中心にアジアでの信託の展開にも関心を持つ研究者である。

今日の香港における信託は、初代新興資産家の高齢化、すなわち戦後のベビーブーマーが70～75歳に差し掛かる時期にある。家族に資産を承継するため、信託を遺言代替として用いようとする彼らは、生前は資産へのコントロールを維持したいというニーズを強く持つ。インターナショナル信託の関係者は、信託の起案やオフショアの信託立法を通じ、こうした委託者のニーズに応えようとしているが、そうした変化、受託者が受益者のために財産を保有するという信託の基本概念との関係で、微妙な問題を生じさせつつある。

1 ファイナンシャル・プランニング：遺言と遺言代替（II）

近年香港では、大富豪の家族内紛を巡る訴訟が頻発している。そのひとつとして、Nina Kung v. Wong Din Shin 事件（2005）¹⁵をみてみよう。

Nina Wang は、中国語で4カ条の遺言を残し、全財産を华懋集团慈善財団に遺贈した。遺言には次のように書かれていた。

「私が死んだら、华懋集团慈善財団を国連事務総長、中華人民共和国首相、香港特別行政区行政長官の共同運営組織の統括に委ねる。基金は、現在の事業を継続し、ノーベル賞に相当する中国の賞を設立する。」

下級審は、この遺言を遺贈と解釈したが、最上級審は、財団は遺産を受託者として保有し、遺言の趣旨に沿い可能な限り具体的な目的のために用いる義務を負うとした。不確定性は公益信託を尊重する信託法理に基づき修正できるとしたのである。

この事件の教訓は、遺言はインフォーマルで安価なようだが、死亡まで効力を生じないこともあって、生前のプランニングに適しないことである。裁判所の遺産管理手続が非効率であることも、信託による遺言代替が勧められる理由の一つである。

信託は、もともと相続税対策として用いられたが、相続税廃止後も、債権者・配偶者対策、秘密保持、投資目的として遺言代替手段として使われてきた。実際に用いられるのはオフショア信託で、それは委託者のコントロールを許容する点でも魅力であり、現代インターナショナル信託ともいべきこうした信託は、要望書など伝統的な信託法を逸脱したものになっている。しかし、中国本土の改革開放政策以降の経済改革に伴い、高額資産保有家族が増えるにしたがって、その利用はさらに増えていった。

こうした状況を踏まえて、2013年に信託法改革が行われた。もともと香港の信託法は、イングランドのエクイティ法理と1934年受託者条例を基礎としていた。しかし、イングランドとシンガポールでの改革にも刺激され、法改正が行われた。

改革の内容は大きく分けて3つある。第1が受託者の権限拡大、第2が受益者保護の拡充である。しかしこれら2点は、信託実務の追認したもので、インパクトは小さかった。第3に、ウェルス・マネジメント・センターの地位を確立するための諸改革が行われた。しかし、委託者の権限留保の有効性は確認されたものの、オフショアで私益目的信託、委託者コントロール、離婚訴訟へのファイア・ウォールが認められるのと比べると、徹底できず、資産家のニーズには十分こたえたとは言いがたい。

2 現代インターナショナル信託の進化（Ⅲ）

今日の信託法の進化の源はイングランドではなくオフショア諸国である。そこでは、委託者が信託関係から離脱する伝統モデルから、委託者／信託監督人・受託者・受益者の三角関係への変容が進んでいる。変容の背景には、信託を理解せず、信託財産へのコントロールを失うことを嫌う、第一世代資産家のニーズに応えようとするオフショア諸国があった。

Lee 論文は、現代インターナショナル信託の進化を、委託者の権限留保と信託監督人 (A)、受託者の裁量と免責 (B)、受益者の権利・権限の縮減 (C) とに分けて説明するが、その内容は Tang のいうグローバル信託とほぼ同じである。シンガポールがマラッカ海峡の要衝にある多民族国家であるのに対し、香港は、同じ旧イギリス植民地でも住民の大半

が中国人で、中華人民共和国への返還後もイギリスとの関係が意識される分、ナショナルな要素が強いのかも知れない。伝統的信託からインターナショナル信託への推移を、信託関係者間の関係のラディカルな変容と位置づける Lee の論調には、Tang よりもイングラント信託法への配慮が強く見られる。

3 信託の有効性を争う訴訟 (IV A)

信託の資産保全機能はオフショア信託の利点であり、離婚・破産対策にも用いられる。しかし、委託者が信託をコントロールしている場合、委託者のオンショア債権者・配偶者が保護されるべきではないか、という問題が生ずる。

Kan Lai Kwan v. Poon Lok To Otto (2014)¹⁶ では、離婚した妻が、インターナショナル信託の資産すべてを夫の資産として扱うよう主張した。香港の最上級審裁判所は、*Charman v. Charman* (イングランド控訴院 2007)¹⁷ の基準を適用し、「夫が受託者に信託元本を自分に返すよう求めた場合に、受託者が応ずる可能性がある likely」場合には支払いの義務があると判示し、その可能性を肯定した上で、夫に 8 億 4000 万香港ドル (1 億 750 万米ドル) の支払を命じた。この事件では、夫の信託財産へのアクセスとコントロールが決め手となり、所有権 (権原) は決め手とはならなかった。

Poon 事件で裁判所は、信託の存在は認めたとうえで、委託者に支配下の信託財産からの支払いを命じた。これとは別に、委託者のコントロールが極めて強く、信託財産を自分の財産と扱っている証拠があれば、信託がなかったものとして扱う、見せかけ信託の法理がある。イングランド高等法院の *Snook v. London and West Riding Investments Ltd.* (1967)¹⁸ がリーディング・ケースとされ、ジャージー島の *Rahman v. Chase Bank (CI) Trust Co.* (1991)¹⁹ などオフショア諸国でも判決が下されてきた。*In re Esteem Settlement* (2003)²⁰ でジャージー島の裁判所は、「委託者と受託者の間で、誤導する共通の意図だけでなく、信託行為で作られた外観と異なるアレンジを作ろうとする共通の意図がある場合」には見せかけとして、資産が委託者に戻り、債権者・離婚配偶者に支払われる、と判示した。

近年でも、イングランド高等法院の *Minwalla v. Minwalla* (2004)²¹ において、夫が設定したジャージー信託を妻が争った事件があり、家事部はイングランド法を適用し見せかけとして扱った。他方で、*A v. A* (2007)²² で高等法院家事部は、受託者が信託を適切に

「コントロール」し、関係するすべての事情を注意深く考慮し、善意で in good faith 委託者の支払の要求に応じていれば、見せかけとは言わないとする判決を下した。

4 信託の概念 (IV B)

委託者が信託財産へのコントロールを留保し、受託者にほとんど権限が残らない信託は、そもそも信託の概念に矛盾するのではないか、という問題もある。

そのひとつが、「これ以上縮小できない信託のコア」という論点である。David Hayton 教授が 1996 年に発表した論文のタイトルで知られるようになった²³。イングランド控訴院の *Armitage v. Nurse* 判決 (1998)²⁴ で取り上げられたこともあり、「信託のコア」の概念は人口に膾炙することになった。

信託のコアとの関係で具体的に問題となるのが、受託者の情報提供義務を排除した信託である。香港最上級審裁判所で争われた *Tam Mei Kam v. HSBC International Trust Ltd.* (2011)²⁵ では、受託者が受益者候補に受益の見通しを伝える義務を免除した信託が問題となった。これは有名歌手 Anita Mui が設定した遺言信託で、そこで受託者 HSBC に対し、財産管理能力のない母親を含めた受益者に、信託の存在など関係情報を伝えないよう指示がなされていた。原告母親は訴えを提起し、信託のコアが欠けていると主張した。しかし香港の最上級審裁判所は、受託者に広い裁量権を与え、誰にでも財産を分配できる信託では、情報秘匿を目的とする条項は許されるとして、訴えを退けた。

Lee 自身は、この判決に批判的である。この事件で、原告母親は受益者の候補者に留まらず、受益者だった。母親が亡くなれば、信託は残余財産受益者の仏教団体しか残らず、信託は形式的にしか残らない。受益者候補者は物権的権利を持たないが、受益者は物権的権利を持ち、信託をエンフォースする権限と信託の存在を知らされる権利という信託のコアを有するべきだ、というのである。

関係する論点が、受益者の請求に応じて、受託者が信託の情報にアクセスを与える義務を負うかである。*Schmidt v. Rosewood Tr. Ltd.* 事件 (2003)²⁶ において、マン島から上訴を受けた枢密院は、信託行為で情報提供義務を制限しても、裁判所は受託者の責任を問う観点から開示を命ずる権限を有する、と判示した。しかし、*Breakspear v. Ackland* (2008)²⁷ では、イングランド高等法院は、要望書は受託者が秘密の中で判断を行うのを可能にする

ため、基本的に開示の対象外だと暗示した。イギリスやコモンウェルスの裁判所は、受託者の責任を確保する必要性と、秘密保持のニーズとの微妙なバランスを見極めようとしている。

現代のインターナショナル信託は、委託者—受託者関係の合意の様相を強め、委託者が本人で受託者が代理人という代理関係に近づいてくる。伝統的な信託では物権が受託者に帰属し、受託者と受益者の関係が焦点となるところ、こうした変化は、信託概念の清廉さ integrity を問い直すものにもなっている。

こうした状況で、信託が受益者のためのものだという原則を維持するには、委託者 / 信託監督人の権限をチェックする必要がある。委託者または信託監督人が受益者に信託義務を負うかという問題にもなりうるが、委託者に利益相反禁止など厳格な義務を負わせるのはなじまない。受託者の義務について伝統的な信託法理は実情に合わなくなっている一方で、委託者のコントロールや秘密性が重視されるあまり、受託者の自律的な裁量権行使、責任の確保が損なわれることにもなっている。このように、信託のコアを変容させると、信託概念の清廉さが脅かされることになる。

5 結語（V）とコメント

Lee 論文は、今日のグローバルな信託利用の展開と変容のメカニズムを明らかにしている。これによると、中国資産家のニーズに応じてオフショア信託において信託理念の変容が進み、これをシンガポールや香港といったウェルス・マネジメント・センターが媒介する構造が見えてくる。シンガポールと香港は、オフショア信託を活用したウェルス・マネジメント・センターの地位を巡って競争関係にもある。

柔軟な資産承継手段としてのインターナショナル信託の魅力を認める Lee ではあるが、これが信託の概念に対する脅威となりうるとして、慎重な姿勢を崩さない。その論調は、上に紹介した Tang 論文と比べて、相対的にオンショアよりの立場が強い。Lee 論文に香港を代表させ、Tang 論文にシンガポールを代表させるのは、やや強引だが、二つの論文からは、香港の方が相対的にイギリス法との関係に神経を使う傾向にあることも推察できる。

信託の遺言代替としての利用は、今日英米や世界各国で広くみられる。そうした中で、

Lee 論文は、香港が日本やアメリカと異なり、委託者支配に対し警戒的な態度をとっていることを示唆している²⁸。この態度は、日本の信託関係者からすると、やや分かりにくいかもしれない。委託者による権限留保、信託監督人の選任、目的信託、といった要素は日本の信託法にもあるが、これが信託の清廉さに関わる問題だという意識は、日本ではあまりない。逆に、香港やコモンウェルスから見ると、日本の信託法は、意図せずオフショア並みの前衛性を備えている。委託者による信託支配をめぐる感覚の違いは、国際的な意識のずれ違いにもつながり得るため、注意を要する。

III オンショアから見たオフショア

最後に、カナダのマギル大学の Lionel Smith 教授による「人々が欲しがるものを与えてよいのか？：オフショアのオンショア化」と題された論文を取り上げる²⁹。

Smith は、カナダでもフランス法の影響の強いケベック州をベースに活躍していることもあり、コモン・ロー諸国だけでなく大陸法諸国も含め、世界の多様な信託に関心を有する研究者である。本論文は、その Smith がオフショアの信託について検討を加えたものである。

Smith は、信託と選択の自由というテーマから説き起こし、その選択の自由を無限に認めることに対して注意を喚起する。信託は柔軟だが、信託のロジックというものもあり、選択の自由には限界がある。そして、オフショア諸国、さらにはオンショアでもアメリカのアラスカやデラウェア州などで、人々のニーズに応ずることをビジネスとする動きがあり、これに対して注意を喚起しよう、というのである。

1 これ以上縮小できない信託のコア（II）

Smith 論文が理論的な出発点とするのが、Lee 論文も触れた「これ以上縮小できない信託のコア」の論点である³⁰。アメリカでこれに対応する議論として、ラングバインの契約的信託理解が参照される。しかし Smith はラングバインの論文を参照しつつ³¹、信託法の強行規定や委託者の権限の限界を無視した、契約の自由の強調に疑義を呈する。すなわち、

受益者を受益しないものは信託ではないのであり、受益者のない信託、受益者が信託情報を得られない信託は、やはり信託ではない、というのである。

2 オフショア・ストーリー（Ⅲ）

1960年代・70年代以降、いわゆるオフショア諸国でミステリアスな信託立法が相次いでなされた。オフショア諸国は、外国からの投資家に税制優遇する「タックス・ヘイブン」として機能し、このための高度な金融制度も導入している。そこでの信託立法も、遠くから金を送りたくなるようなしかけになっている。

有名なオフショア信託としては、ケイマン諸島の STAR trust³² や英領バージン諸島の VISTA trust が知られる³³。オフショア信託は、信託監督人、委託者の権限留保、永久拘束禁止則の撤廃ないし緩和、非公益目的信託、信託管理人 enforcer、信託をエンフォースできない受益者、といった特徴を備えている。

3 オンショア裁判官によるオフショア信託の判断（Ⅳ A）

今日、そのオフショア信託とオンショア法制がせめぎあいを演じている。せめぎあいの場は2か所ある。その一つが、オンショア出身の裁判官がオフショアの信託について判断を求められる場面である。典型例が、コモンウェルスに属するオフショアの裁判所からイギリスの枢密院へ上訴された事件で、Smith もそうした事例を検討している³⁴。しかしここでは、より興味深い具体例としてクック諸島の *515 S. Orange Grove Owners Ass'n v. Orange Grove Partners* 事件（1995）³⁵ をみてみよう。

背景を押さえると、クック諸島は南太平洋に浮かぶタックス・ヘイブンで、資産防衛信託を有する。クック諸島の特徴は、アメリカ人に人気のオフショアでありながら、旧植民地宗主国のニュージーランドと密接な関係を有している点である。信託立法を起草したのはアメリカ・コロラド州デンバーの弁護士だが、クック諸島の裁判所で裁判を行うのはニュージーランド出身の裁判官である。

Orange Grove 事件では、クック諸島に資産防衛信託を有する委託者に対し、カリフォルニア裁判所の判決をもった債権者が資産凍結命令を求めて訴えた。問題となったのは、

クック諸島信託法の詐欺行為取消規定で、訴訟原因が生じて2年以上たった後に設定された信託は、詐欺行為ではないとみなすものだった。2年の起算点が争いの焦点となり、信託側は紛争そのものが発生した1980年代だとして、1990年代に設定された信託の詐欺行為性は争えないと主張したが、裁判所はカリフォルニア州裁判所の判決が下された1994年だとして、訴訟の追行を認めた。

このクック諸島裁判所の判決の後、原告は、被告の資産に関わる新たな資産防衛信託を見つけた。ところがこの信託は、カリフォルニア州裁判所の判決が下される前に設定されていた。クック諸島信託法の詐欺行為取消規定は、訴訟原因が「発生または生ずる accrued or had arisen」前に設定された信託の資産には委託者の債権者はかかってゆけない、と定めていた。ところがクック諸島控訴院は、*515 S. Orange Grove Owners Ass'n v. Orange Grove Partners (No. 2)* 事件（1996）において³⁶、訴訟原因が発生した accrue のはカリフォルニアの判決時（1995年で信託設定後）だが、信託原因が生じた arisen のは不動産売買時（信託設定前）である、として再び訴えの追行を認めた。

いずれの判決も、ニュージーランド人裁判官が、オフショア信託を用いた債権者詐欺を防ぐべく、かなり強引な制定法の文言解釈を行っている。カナダ人の Smith も、これを肯定的に引用している。しかし、クック諸島の立法者も黙ってはおらず、判決後も法律改正を重ねている。よく言えば迅速な対応ではあるが、Smith にとっては、クライアントが望むなら何でもやる輩ども、と苦々しく思われることだろう。

4 外国信託の承認と準拠法選択（IV B）

オンショアとオフショアがせめぎあうもう一つの場合、外国信託の承認の場面である。かつては、承認する国も承認される国もコモン・ロー諸国であり、コモン・ロー諸国の間で信託法に違いはなかったので、この問題が表面化することは少なかった。判例も少ない。しかし今日、コモン・ローに属していてもオフショアの信託立法を持つ国で設定される信託は、イングランドではありえないシロモノになっている。

1985年にハーグ信託条約が成立した時、イギリスは最初に批准した国の一つだった。この条約は、大陸法諸国にコモン・ロー信託を呑ませる仕掛けと考えられたから、当時においてこの選択は当然のことと思われた。

しかし、オフショアでイギリスでは想定されないような信託が認められるようになると、状況は変わる。イギリスがコモンロー・オフショア信託を呑まされるか？それとも、公序に反すると拒めるか？ハーグ条約の下では、委託者が信託の準拠法を自由に選択できるとされているが、第三者がかかわる信託でそれでよいか？こうした問題が浮上する。

よりテクニカルな問題としては、ハーグ信託条約 13 条がある。これは、委託者による準拠法選択の自由を原則としつつ、信託と関係が薄い法域の法が選択された場合に、裁判所が準拠法選択を無視できるとする規定である。この規定によれば、例えば、受託者・財産・受益者がすべてフランスにいるにもかかわらず、委託者がイングランド法を適用法とした場合に、フランスの裁判所はこの準拠法の選択を無視できる。

同様に、受託者・財産・受益者が全員イギリスに所在するにもかかわらず、委託者がケイマンを適用法とするとした場合に、イギリスは無視できるだろうか。この点、イギリス議会は、こうした事態を想定せずにハーグ条約を批准したため、深い考慮もなく 13 条を省略した国内法を制定してしまった。イタリアとスイスも 13 条を省略しているが、これは意図的な政策判断で、イギリスが今日のような事態が生ずることを想定しなかったのは事情が異なる。

実はアメリカでも UTC 107 条が準拠法選択自由を定めている。ハーグ信託条約と UTC は、オフショア信託の英米オンショアへの上陸ルートとなっているのである。

5 オンショア立法 (IV C)

実際に、オフショア信託のオンショア化は着実に進んでいる。

英米を含め、永久拘束禁止則の緩和が多くのコモン・ロー諸国で進められている。またアメリカでは、オンショア版の資産防衛信託を認める動きが進んでいる。1997 年にアラスカがクック諸島に倣ったのを皮切りに、現在 16 州が資産防衛信託を認めている。さらに、非公益目的信託も当初はオフショア立法にしか認められなかったものの、今日はアメリカの統一信託法典でも、墳墓信託・ペット信託などの徳義信託を一般化する形で認めており、5 州がこれを採用している。

なお、Smith 論文ではアメリカで資産防衛信託や非公益目的信託が広く認められつつあるように叙述されているが、これはやや誇張があるように思われる。少なくとも、リステ

イトメントや統一信託法典は資産防衛信託を認めていないし、徳義信託についても起草者は懐疑的な立場をとっていた。ただし、州レベルで資産防衛信託立法が増えるとともに、そうした立法を持つ州に信託の財産が移転する傾向もある以上、あながち杞憂ということもできない。

6 人々に欲しいものを与えていいのか？（V）

以上の現状認識を踏まえ、Smith はオフショア信託のオンショア化に警鐘をならす。永久拘束禁止則のような古い法理は、ロースクール1年生にとって最初の試練だが、それ以上の意味を持っている。

非公益目的信託について、受益者が存在しなくても信託が維持できると考える性善説は、維持できない。公益信託のテクニカルなルールは満たせなくとも、信託として認めていいのではないか、という向きもあるかもしれないが、それではエンフォースする権利をもつ受益者がおらず、実質的に受託者の義務が観念できなくなる。こうした批判に対応して、オフショアの信託立法では、信託管理人 enforcer をおいているが、問題の解決にはなっていない。信託管理人は、受託者の義務をエンフォースする権限が与えられているが、この権限に基づきエンフォース活動をしたとしても、得るものは何もないし、サボって損もしない。受託者の義務が観念できても、今度は信託管理人の義務が観念できないからである。

非公益目的信託は、信託の本質にかかわる、さらに重大な問題をはらんでいる。一般論として、財産の所有者はその財産を煮ても焼いてもよい。しかし、委託者が信託を設定すれば、信託財産はもはや委託者のものではないから、委託者は信託財産を煮ても焼いてもいいわけではない。委託者は、信託行為でレンブラントを焼けと指示しても、これには法的効果を与えることはできないが、これは財産が受益者のものである以上当然のことである。目的信託とは、すなわち委託者が受益者の利益を考慮しなくてもよい信託であり、まさに委託者が信託財産を処分できないことと相反する状況を作り出す。目的信託は、所有者のない財産を作り出すもので、これを認めれば、委託者は財産の利益を享受できるが、委託者の債権者は財産にかかってゆくことができない。このような信託は、財産法の本質と齟齬する。

オフショア信託・資産防衛信託についても同じ問題がある。受益者がエンフォースでき

ない信託は、信託のこれ以上縮小できないコアに反する。金銭を所有できるが支払わなくてもよいというのは、法的価値の自己破壊にほかならない。

以上をふまえ、Smith は、スカンクと屁こき合戦をするな、という強い表現で、オフショアで加速する信託立法の競争に巻き込まれるべきでないことを主張する。競争は、奈落への競争であり、奈落はどこまでも深い。そして、バハマで「執行主体 Executive Entity」なる所有者も責任財産もない法主体の立法が検討されることを例に引き、そこまで堕ちてはならない、と戒めている。

7 結語とコメント (VI)

結論として Smith は、「法は以下のことを命ずる：誇り高く生きよ、誰をも傷つけるな、あらゆる人を公平に扱え〔支払うべきものは支払え〕」というユスティニアヌス法学提要 1.1.3 を引用しつつ、資産防衛信託と非公益目的信託という信託の逸脱系に対する厳しい対処の必要性を訴えている。

Smith がカナダというオンショアから世界の信託を見ている以上、その考察が宗主国側から植民地をみる「上から目線」となることは否めない。これと比較すると、すでにみた 2 論文の立場は、興味深い。シンガポールと香港は、いわばオフショアとオンショアの中間に位置するからである。そうした中で、シンガポールの Hang Wu は、リアリストはクライアントを無視しないと述べ、Smith の立場から明示的に距離を取っている。これに対し、Smith に近い立場を取る香港の Lee は、オンショアにも香港・中国のクライアントにも目配りをする姿勢をとっている。

同時に、Smith 論文が、Tang・Lee 論文とともにイングランドの信託法理に忠実なコモンウェルスの信託法理念を出発点としていることは注意したい。カナダの研究者である Smith は、コモンウェルスの中では、比較的アメリカの展開にも目配りする研究者ではある。しかし、アメリカの信託に対する診断は、Langbein の主張に対する批判も含め、やや過剰反応の印象を与える。確かにアメリカの資産防衛信託は、本来あるべき信託の本質を逸脱し、債権者らを害する。その点でアメリカでも信託法にかかわる人々の主流派からは批判的にみられている。しかし、これを超えて、委託者による信託支配が本質的に信託を不健全にするという観念は、むしろコモンウェルスの信託理念を前提としており、アメ

リカの信託の文脈には必ずしも響かないように思われる。

この点は、信託を契約ととらえる日本にとっても注意が必要である。コモンウェルスの法律家は、日本の信託契約を懐疑的にみる傾向がある。しかもこの態度は、委託者の信託支配が信託の健全性 integrity に対する懸念を生じさせる、と信託の本質論にも関わる³⁷。このことは、信託の委託者支配の観点でイギリスと立場を分かったアメリカや、信託を契約とみる大陸法にも目配りしながら、世界的な信託理念の多様性について問題提起をする必要があることを示している。

IV 結語——日本信託法の位置づけ

以上の3論文をふまえて、信託の世界的な展開の中で日本の信託法をどう位置づけるかを検討し、本稿の結語としたい。

まず、前提として信託の多様性を確認したい。信託は、17世紀以降イギリスから大英帝国とともに世界的な広がりつつ、伝播した先々の植民地の事情、人口動態、金融政策、国と地域間の競争、などさまざまな要素に左右されつつ変容を遂げていった。日本の比較信託法では、コモンロー・大陸法・混合法といったカテゴリーで整理することが多いが、本稿で紹介した3論文からは、そうした整理ではすくいきれない、多様な変容と混合のありかたが世界中に展開していることが分かる。特に、オフショアの信託や資産保全信託に顕著なように、信託には「託す」と「騙す」の混在が存在する。信託ビジネスの各国国内・国際的な展開のなかで、その評価は依然として争いがある。

その中で、日本はどのように位置づけられるだろうか。大陸法の油にコモン・ローの水滴という意識は、コモンウェルスの視点にはなく、逆にその異質性が際立つ可能性もある。しかし、日本の信託には、20世紀の変容と普遍性という側面もある。むしろ、日本の信託が金融・投資手段と資産承継手段の両面で活用されるようになったことは、21世紀までの世界的な信託の変容をふまえた普遍性を備えるものとさえいえるかもしれない。

他方で、コモンウェルスから見た日本を考えたときに、委託者による信託支配が、信託の清廉性への懸念を生じさせていたことを想起されたい。委託者支配は一般にアメリカや大陸法系のアジア諸国で一般に認められるが、目的信託や信託監督人/管理人は、やはり

オフショア由来の警戒すべき特徴とみられる可能性がある。2006年の信託法改正にあたって目的信託が導入されるにあたって、こうした海外での目的信託理解について必ずしも深い認識がなかったように思われるので、今後注意が必要である。

日本は、香港やシンガポールのように、富裕層向けグローバル／インターナショナル信託のようなキワドイ信託を推進しているわけではない。しかし、外からそのようにみてもらえるかは別問題である。これを示唆するのが、G7を含む36以上の国や地域が加盟し、各国のマネー・ロンダリング対策状況を審査する金融活動作業部会（FATF）の態度である。日本は、2008年公表の第3次審査において、27か国中18位という評価を受け、2014年にはマネー・ロンダリングとテロリズム資金対策について十分な立法を行うよう勧告を受けた³⁸。日本にとって、こうした審査の大きな課題の一つが、企業の実質的支配者の捕捉についてのデューディリジェンスである。2008年の報告書には、「顧客に対する実質的支配者を捕捉するデューディリジェンス義務について重大な欠陥があり、これは信託の実質的所有者及び支配者についての透明性につき重大な問題があることを示している³⁹」との記載もある。

2008年報告書は2006年信託法改正から間もない時期であったし、2014年勧告は2010年代に民事信託が普及し始める時期に重なる。信託の問題がFATFの低評価にどこまで響いたかは必ずしも明らかではないが、こうしたことは、日本の信託について考えるにあたって、世界における信託を巡る議論について視野を広く持つておくことの必要性を示唆している。同時に、マネー・ロンダリングや租税回避対策など、国際的な議論の動向を踏まえつつ、日本法の変容についてリアルタイムで発信してゆくことも、信託に限らず重要ではないだろうか⁴⁰。

[注]

- 1 Masayuki Tamaruya, *Japanese Law and the Global Diffusion of Trust and Fiduciary Law*, 103 Iowa Law Review 2229 (2018).
- 2 Guardian, *Guardian graphic: Data obtained by Suddeutsche Zeitung and distributed by the ICIJ, available at <https://www.theguardian.com/news/2016/apr/03/what-you-need-to-know-about-the-panama-papers>*
- 3 Tang Hang Wu, *From Waqf, Ancestor Worship to the Rise of the Global Trust: A History of the Use of the Trust as a Vehicle for Wealth Transfer in Singapore*, 103 Iowa L. Rev. 2263 (2018).
- 4 (1869) 1 Kyshe 216 (Sing.).
- 5 (1933) 2 MLJ 119 (Sing.).
- 6 (1948) supp. MLJ 66 (Sing.).
- 7 (1918) SSLR 103 (Sing.).
- 8 (1923) 2 MC 38 (Sing.).
- 9 (1911) 12 SSLR 74 (Sing.).
- 10 (1998) 3 SLR (R) 938 (Sing.).
- 11 *Re Manisty's Settlement* [1973] 2 All ER 1203 (Eng.) : 受益者を自由に加える裁量権。
- 12 Lionel Smith, *Massively Discretionary Trusts*, 70 Current Legal Probs. 17 (2017).
- 13 *Charman v Charman* [2007] EWCA 503 (Eng.).
- 14 Rebecca Lee, *The Evolution of the Modern International Trust: Developments and Challenges*, 103 Iowa L. Rev. 2069 (2018).
- 15 [2005] 8 H.K.C.F.A.R. 387.
- 16 [2014] 17 H.K.C.F.A.R. 414, [16] (C.F.A.) (H.K.).
- 17 前掲注 13 参照。
- 18 [1967] 2 QB 786, 802 (Eng.).
- 19 [1991] 1991 JLR 103 (Royal Ct.) (Jersey).
- 20 [2003] 2003 JLR 188 (Royal Ct.) (Jersey).
- 21 [2004] EWHC (Fam.) 2823 (Eng.).
- 22 [2007] EWHC (Fam.) 99, [72] (Eng.).
- 23 David Hayton, *The Irreducible Core Content of Trusteeship*, in *TRENDS IN CONTEMPORARY TRUST LAW* 47, 52–53 (A.J. Oakley ed., 1996).
- 24 [1998] EWCA (Civ) 241, 241 (Eng.).
- 25 [2011] 14 H.K.C.F.A.R. 512, 512 (H.K.).
- 26 [2003] Pens. L.R. 145, 145–47 (Eng.).
- 27 [2008] EWHC 220, [32] (Eng.).
- 28 溜箭将之「委託者による信託支配——英米比較」樋口範雄・神作裕之編『現代の信託法』1頁所収、39-42頁参照。

- 29 Lionel Smith, *Give the People What They Want? The Onshoring of the Offshore*, 103 Iowa L. Rev. 2156 (2018).
- 30 David Hayton, *The Irreducible Core Content of Trusteeship*, in TRENDS IN CONTEMPORARY TRUST LAW 47, 47–49 (A.J. Oakley ed., 1996).
- 31 John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 Yale L.J. 625 (1995); John H. Langbein, *Mandatory Rules in the Law of Trusts*, 98 NW. U.L. Rev. 1105 (2004); John H. Langbein, *Burn the Rembrandt? Trust Law's Limits on the Settlor's Power to Direct Investments*, 90 B.U. L. Rev. 375 (2010).
- 32 Special Trusts (Alternative Regime) Law of 1997.
- 33 Virgin Island Special Trusts Act of 2003.
- 34 *Fonu v. Merrill Lynch Bank & Tr. Co. (Cayman) Ltd.* [2011] UKPC 17, [2012] 1 WLR 1721. ケイマン諸島から枢密院へ上訴された事件である。
- 35 *515 South Orange Grove Owners Association v Orange Grove Partners* [1995] CKHC 1; 208:1994 (Cook Islands).
- 36 *515 South Orange Grove Owners Association v Orange Grove Partners (No. 2)* [1996] CKCA 2; 1 OFLR 003.
- 37 Lusina Ho and Rebecca Lee, 'Reception of the trust in Asia: an historical perspective', in Lusina Ho and Rebecca Lee (eds), *Trust Law in Asian Civil Law Jurisdictions* (Cambridge UP, 2013), at 22.
- 38 Financial Action Task Force calls on Japan to enact adequate anti-money laundering and counter terrorist financing legislation (2014).
<http://www.fatf-gafi.org/documents/documents/japan-aml-cft-deficiencies.html>
- 39 FATF GAFI Financial Action Task Force Third Mutual Evaluation Report Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism Japan 190 (17 October 2008).
- 40 Masayuki Tamaruya, *Japanese Wealth Management and the Transformation of the Law of Trusts and Succession*, 33 TRUST LAW INTERNATIONAL 147 (2019).

受認者の注意義務についての覚書
——アメリカにおける会社と信託の比較——

行 岡 睦 彦

目次

- I はじめに
- II 会社の取締役
 - 1 注意義務
 - 2 経営判断原則
 - 3 免責条項
 - 4 小括
- III 信託の受託者
 - 1 注意義務
 - 2 経営判断原則の不在
 - 3 信託証書による免除・軽減とその限界
 - 4 小括
- IV 若干の検討
 - 1 会社と信託の比較
 - 2 会社における注意義務の存在意義

I はじめに

受託者（fiduciary）は、受益者の利益のために注意を尽くす義務を負う。一般的な命題であるが、一見するほど単純ではない。デラウェア州会社法において、取締役は信託義務として注意義務（duty of care）を負い、その違反について損害賠償責任を負うが、そのハードルは高く、注意義務違反に基づく責任が実際に認められることは稀である。会社法においては、判例も立法も、注意義務違反に基づく損害賠償責任を制限する方向で発展してきたのである。他方、同じく信託関係を規律する信託においては、信託義務こそが受託者の規律づけの核心であると考えられており、会社における経営判断原則のような考え方は信託には妥当しないとされる。しかしながら、信託法上の規範も基本的に任意法規とされており、信託条項において注意義務を軽減したり、受託者を免責したりといった合意をすることは可能であるし、実際よくなされているようである。

このように見ても、信託関係（fiduciary relationship）において、そもそも注意義務はどのような役割を果たすのか、そして、損害賠償責任によるエンフォースメントを緩める立法・判例はどのように評価されるべきなのか、という疑問が生ずる。これらを実地評価する上で、会社と信託という法形式の相異はいかなる意味を持つのか、という疑問も生ずる。

本稿では、アメリカ法を素材として、これら2つの異なる制度において受託者が負う注意義務の内容とエンフォースメントのあり方を検討する¹。なお、注意義務違反に基づく責任に関しては、補償（indemnification）および保険（insurance）も重要であるが、本稿では検討対象から除外する。また、本稿では、その射程をアメリカ法の調査・検討にとどめることとし、日本法との比較や日本法への示唆獲得については別稿を期することにした。

II 会社の取締役

1 注意義務

会社法上、取締役は、信認義務として注意義務と忠実義務を負う。本稿が検討するのはこのうち注意義務である²。以下では、主としてデラウェア州一般会社法（Delaware General Corporate Law. 以下「GDCL」と略記する）における会社（corporation）の規律を取り上げる。なお、会社の受認者として執行役員（officer）も重要であるが、本稿では立ち入らない³。

取締役は、注意義務として、その地位に応じた通常の注意と思慮深さが要求される。デラウェア州最高裁いわく、「会社の取締役は、会社の業務（corporate affairs）を運営するにあたって、通常の注意深く思慮深い者（ordinarily careful and prudent men）が同様の状況下で用いるであろう注意を用いなければならない」⁴。モデル事業会社法（Model Business Corporation Act. 以下「MBCA」と略記する）や、アメリカ法律協会（The American Law Institute: ALI）が定めるコーポレートガバナンス原理（Principles of Corporate Governance）においても、概ね同様の理解が示されている⁵。

しかしながら、以下で見るとおり、判例上の経営判断原則や定款上の免責条項により、取締役が現実には注意義務違反に基づく損害賠償責任を認められうる範囲は、相当狭く限定されている。

2 経営判断原則

(1) 経営判断原則の概要

上記のとおり、注意義務は「思慮深さ（prudence）」や「合理性（reasonableness）」を求めるものであり、その要求水準は相当高いものであるといえる。しかしながら、かかる義務は必ずしも厳格にエンフォースされているわけではない。むしろ、判例上、取締役の責任を狭く限定する経営判断原則（business judgment rule）が定着している。

経営判断原則には、手続的な側面と実体的な側面がある。手続的には、経営判断原則は反証可能な推定（rebuttable presumption）であるとされる。デラウェア州最高裁いわく、

経営判断原則とは、「会社の取締役が、経営上の判断をするにあたって、情報に基づき、誠実に (in good faith)、かつ当該行為が会社の最善の利益になると正直に (honest) 信じて行動したという推定 (presumption)」である⁶。「〔経営判断〕原則を反証 (rebut) するためには、株主たる原告は、取締役が当該判断に至る際に、信認義務のトライアド——誠実、忠実または注意 (good faith, loyalty or due care) ——のいずれかに違反したという証拠を提出する責任 (burden) を負う」⁷。原告がかかる立証に成功すると、被告取締役において、当該行為または取引が会社および株主にとって完全に公正 (entirely fair) であったことを立証する責任を負う⁸。

実体的には、経営判断原則は、取締役の責任を認める範囲を限定するものである、ということが出来る。デラウェア州最高裁いわく、「経営判断原則の下では、取締役の責任は、重過失 (gross negligence) の概念に懸からしめられる」⁹。そして、「取締役が当該判断について利害関係を有し、もしくは独立性を欠く場合、誠実に (in good faith) 行動しない場合、理に適った (rational) 事業目的に帰することのできない態様で行動した場合、または、合理的に利用可能なすべての重要な事実を考慮しない重過失ある手続 (grossly negligent process) をもって判断に至った場合でなければ、取締役の判断は、裁判所によって尊重される」¹⁰、という。ある衡平法裁判所判決によれば、「取締役が誠実なりスクの引受けを不当に妨げられることがないように、我々の法は、単純な過失基準 (negligence standard) の使用を避けてきた。たとえ取締役が注意義務に違反したといえる場合であっても、デラウェア州法は、取締役が重過失で行動したことを〔責任を肯定するための要件として〕要求しているのである」¹¹。このように、取締役の経営判断に何らかの過失が認められたとしても、それが重過失に該当しない限り、責任は認められないのである。

留意すべきは、ここで重過失とは、もっぱら経営判断を下すにあたっての意思決定プロセスについて問題とされる、ということである。取締役の判断内容それ自体によって責任が基礎づけられるケースは、ごくごく例外的で極端な場合——当該判断が「浪費 (waste)」¹²であるとか「説明がつかない (irrational)」¹³などといった例外的な場合——に限定される。デラウェア州最高裁いわく、「裁判所は、取締役の判断をいかなる意味でも評価しない (not measure, weigh or quantify)。我々は、この文脈においてそれが合理的 (reasonable) であったかさえも判断しない。意思決定において求められる注意 (due care) は、プロセスに係る注意 (process due care) だけである。経営判断原則の外延を画するのは、説明がつか

ない場合 (irrationality) である」¹⁴。つまり、経営判断原則は、当該判断内容が「理に適ったもの (rational)」であればこれを咎めない基準であるということができ¹⁵、その限りにおいて、裁判所が経営判断の合理性に対する審査を差し控える原則であるともいえる¹⁶。

(2) 行為基準と審査基準の分離

経営判断原則は、行為基準 (a standard of conduct) と審査基準 (a standard of review) を分離するものであるとも評される¹⁷。行為基準とは、行為者 (たとえば取締役) に対してその遵守すべき義務を明らかにするものであり、審査基準とは、裁判所に対して、行為者に責任を課する際の判断基準を明らかにするものである。一般的には、これら二つの基準は一致することが多い。たとえば、不法行為 (tort) では、行為基準は通常の注意 (ordinary care) であり、審査基準は過失 (negligence) すなわち通常の注意の欠如であって、両者は一致する¹⁸。これに対し、会社法ではこれらが分離している。前述のとおり、デラウェア州の経営判断原則においては、行為基準は通常の注意であるのに対し、審査基準は重過失である¹⁹。このように、行為基準よりも緩やかな審査基準を採用し、注意義務違反に係る取締役の個人責任が認められる範囲を狭めている点に経営判断原則の意義がある。

(3) 経営判断原則の理論的基礎

経営判断原則の基礎にある考え方は、一般的に次のように説明されている²⁰。まず、前提として、株主は個々の会社に対する投資のリスクを分散できるので、個々の会社の取締役にはリスクを回避してほしくない (とるべきリスクをとってほしい) と望むことが想定される²¹。しかし、もし、リスクな経営判断の結果生じた会社の損失について取締役が責任を問われうるとすると、取締役は、アップサイドの利得はごく僅かの割合しか享受できないのに、損失についてはその全部について責任を問われるという、リスクとリターンの非対称性に直面する²²。その結果、取締役は過度に慎重になり、株主から見て望ましいリスクを避けたり、過度な調査コストをかけたりするおそれがある。これは株主の利益にとって望ましくない。経営判断原則は、裁判所による審査基準を緩めることで、取締役が過度に萎縮することなく経営判断をなしうるよう促す仕組みであるといえる。このように、経営判断原則は、株主の利益の観点から客観的に望ましいと考えられる行動 (リスク・テ

イキング)を取締役に促すためのものとして位置づけられるのである²³。

なお、仮に裁判所が、まずい意思決定であるがゆえに残念な結果に終わった経営判断と、健全な意思決定であるが不運にも残念な結果に終わった経営判断とを正確に区別できるのであれば、経営判断原則の必要性は大きく減殺されるであろう(取締役は健全な意思決定さえしていれば責任を免れることができるため)。しかし、現実には裁判所が誤って後知恵的な判断をする確率はゼロではないので、取締役は、責任の可能性を恐れて、リスク・テイキングを控えるよう動機づけられる懸念が残る²⁴。このような懸念は、とりわけ、裁判所が後知恵バイアス(hindsight bias)に陥り、効率的なリスク・テイキングに対して過剰に責任を認める傾向を示す場合に特に強く妥当する²⁵。

そのほか、経営判断原則を基礎づける論拠として、①会社には様々な規律づけのメカニズムが取り入れられているため、利益相反がない限り、経営者と株主の利害は基本的に一致すると考えられること²⁶、②裁判所は事業の専門家ではなく、必ずしも適切な判断を下す能力があるとは限らないこと²⁷、がしばしば挙げられる。このうち、②の裁判所の判断能力という観点は、経営判断原則において裁判所が経営判断のプロセスに焦点を当てた審査をすることとも関連する。裁判所がもっぱら経営判断のプロセスについて審査を行うことの背後には、裁判所は(経営判断の内容についてはともかく)判断プロセスについては一定の審査能力があるという理解があると考えられるのである²⁸。

3 免責条項

(1) 立法の背景——Van Gorkom 事件の衝撃

本項で述べるように、アメリカ各州では、取締役の注意義務違反に対して広範な免責を認める免責条項が制定法によって承認されている。その嚆矢となったのがデラウェア州であり、他の州もこれに追随する形で瞬く間に広まった。

デラウェア州で免責条項を承認する立法がなされる契機となったのが、著名な1985年のVan Gorkom事件²⁹である。これは、買収提案を受けたTrans Union社の取締役らの注意義務違反が争われた事案である。取締役らは買収提案を受け入れ、同社の株価に相当なプレミアムを付した合併対価に合意した。しかし、デラウェア州最高裁は、取締役らの情報収集が不十分だったとして、重過失による注意義務違反を認め、原判決を破棄し、同

社株式の「公正な価値」を決定して損害賠償命令を下すために原審へと差し戻した³⁰。

この判決は、デラウェア州の会社実務に大きな衝撃を与えた。D&O 保険の保険料が急激に上昇し、会社は有能な取締役を確保することに懸念を抱くようになった。かかる危機的状況に対処するため、デラウェア州議会 (the Delaware General Assembly) は、Van Gorkom 事件の翌年である 1986 年、デラウェア州一般会社法を改正し、下記(2)で詳述する新たな条文 (DGCL § 102(b)(7)) を導入するに至った³¹。

なぜ、Van Gorkom 事件はそこまで大きな衝撃をもって受け止められたのか。二つの可能性が考えられる³²。第一は、取締役に注意義務違反の責任が認められたこと自体が衝撃だったという可能性である。Van Gorkom 事件以前は、取締役がもっぱら注意義務違反だけを理由として (つまり忠実義務違反なしに) 損害賠償責任を負わされることはないと一般に考えられていたようである³³。仮に、取締役が注意義務違反によって責任を認められることは現実には起り得ないと一般に考えられていたとすると、Van Gorkom 事件判決が取締役の個人責任を認めたこと自体が大きな衝撃として受け止められたとしても不思議ではない。第二は、Van Gorkom 事件が、多くの論者にとって重過失ありとは認めがたい事案だったという可能性である。いかなる場合に重過失が認められるかは実際のところ必ずしも明確でないが³⁴、少なくとも、Van Gorkom 事件の事案において裁判所が取締役の責任を認めたことについては批判的な見解が少なくない³⁵。つまり、Van Gorkom 事件は、従来多くの論者が理解してきたよりも厳しい基準を裁判所が採用した事例として受け止められた可能性があるのである。

(2) 免責条項の概要

Van Gorkom 事件を受けて、1986 年改正で新設されたのは、次のような条文である (DGCL § 102(b)(7))。

§ 102. 定款の内容

(b) 本条(a)項に基づき定款 (the certificate of incorporation) に規定する必要がある事項に加えて、定款には、次の事項のいずれかまたはすべてを含めることができる：

(7) 取締役としての信認義務違反に対する金銭的損害賠償に係る取締役の会社または株主に対する個人責任を排除または制限する条項。ただし、かかる条項は、(i) 取締役の会社または株主に対する忠実義務違反、(ii) 誠実でない (not in good faith) 行為もしくは不作為、または意図的な不正行為もしくは故意の法令違反を含む行為もしくは不作為、(iii) 本篇 174 条 [引用者注：違法な配当や自己株式取得に関するもの]、または(iv) 当該取締役が不正な個人的便益を受受したあらゆる取引、に係る取締役の責任を排除または制限してはならない。

これは、上記条文中の(i)~(iv)に該当しない場合における取締役の免責を認めるものであり、その適用範囲は広範に及ぶ。この規定に基づく免責条項は、大半の上場会社で採用されているようである。また、デラウェア州がこれを制定して以降、デラウェア州以外の州も同様の免責条項を認めるようになった³⁶。

この規定に関して4点補足しておきたい。第一に、免責条項は、取締役の注意義務それ自体を免除するものではない。免責条項が免除するのは、あくまで注意義務違反に基づく責任である。したがって、取締役は依然として上記1で述べた注意義務を負うのであり、それゆえ、たとえば注意義務違反を理由とする差止請求 (injunctive relief) は免責条項によっても妨げられない³⁷。

第二に、免責条項に係る制定法上の規定は、前述のように Van Gorkom 判決を立法によって克服する試みであり、それゆえ、重過失による取締役の責任をも免除する建付けとなっている。その結果、取締役は、たとえ重過失による経営判断の結果として会社に損害が生じたとしても、上記(i)~(iv)のいずれか (たとえば忠実義務違反や誠実義務違反) に該当しない限り、責任を問われないこととなる。

第三に、注意義務違反については責任を免れても、不誠実な行為については免責が認められない。そこで、免責条項によっても免責することのできない「不誠実 (bad faith)」とは何かが問題となる。この点については下記(3)で検討する。

第四に、デラウェア州一般会社法上の免責条項は、あくまで取締役を対象とするものであり、取締役会から業務執行の委任を受けた執行役員（officer）はその対象に含まれない。執行役員の注意義務も興味深い論点であるが、本稿では取り上げない。

(3) 誠実義務 (the duty of good faith)

ここまで述べてきたように、免責条項は、取締役の注意義務違反（重過失を含む）に基づく責任を免除するものであるが、不誠実な振舞いについての責任を免除することはできない。したがって、注意義務違反と誠実義務違反の線引きが重要となる。

デラウェア州最高裁によって「不誠実 (bad faith)」の意義が明らかとされたのは、2000年代に入ってからのことである。デラウェア州最高裁によると、誠実義務違反は、注意義務違反と同じではなく、重過失があるからといって「不誠実」と評価されるわけではない³⁸。誠実義務違反となるためには、重過失以上のものが要求されると解されている。具体的には、「受託者 (fiduciary) が会社の最善の利益を図る以外の目的で意図的に行動した場合、適用される実定法 (positive law) に違反する意図で行動した場合、または、受託者が行動すべき義務を知らながら意図的に行動せず、その義務の意識的な無視 (a conscious disregard) を示した場合」³⁹がこれに該当すると解されている。そして「責任を課するためには、取締役がみずから信託義務を履行していないことを知っていたと示すことを要する」⁴⁰とされる。これらの基準を満たすことは容易ではなく、取締役が誠実義務違反による個人責任を認められる可能性は相当低いものとなっている。

4 小括

以上を簡単にまとめると次のとおりである。会社法上、取締役には信託義務の一環として注意義務が課されている。しかし、判例上、いわゆる経営判断原則が認められており、経営判断の結果として会社に損失が生じたとしても、判断のプロセスに重過失がない限り、取締役は責任を問われないという建付けが採用されている。また、1980年代以降、デラウェア州を含む多くの州で、立法により、定款に取締役の個人責任を狭い範囲に限定する免責条項を定めることが認められるに至った。これらはいずれも、注意義務違反による取締役の責任を狭く限定することを志向するものである。その背後には、取締役に厳格な個人責

任を課すことは株主利益の観点から却って有害であり、むしろこれを制限することが望ましい、という考え方が存在する。そして、その理論的な基礎をなすのは、株主は分散投資によって個々の会社に固有のリスクを打ち消すことができるので、株主利益の観点からは取締役のリスク・テイキングを促進することが望ましい、という考え方である。

このように、会社法においては、注意義務を課しつつもこれに基づく取締役の責任を制限する方向で判例・立法が発展してきた。かかる建付けは、分散投資できる株主の利益という観点から正当化されてきた。それでは、信託においてはどのように考えられているのだろうか。次のⅢでは、信託の受託者の注意義務を取り上げる。

Ⅲ 信託の受託者

1 注意義務

信託の受託者も、取締役と同様、信認義務として注意義務および忠実義務を負う。統一信託法典（Uniform Trust Code. 以下「UTC」と略記する）によれば、「受託者は、信託の目的、条項、分配要件その他の事情を考慮して、思慮ある者（prudent person）がするように信託を管理しなければならない。この基準を満たすに際しては、受託者は、合理的な注意、技能および用心（reasonable care, skill, and caution）を尽くさなければならない」⁴¹。第三次リステイトメントでも同様の考え方がとられている⁴²。

2 経営判断原則の不在

(1) 経営判断原則の不在

受託者の注意義務違反に係る責任については、会社の取締役に適用されるような経営判断原則は認められてこなかった。すなわち、受託者による通常の運用上の判断は、不法行為と同じく、客観的な合理性の基準（objective reasonable person standard）で審査される⁴³。つまり、信託では、会社法とは異なり、行為基準と審査基準が一致する。実際、受託者の注意義務違反による責任を認めた事例は、取締役のそれがほぼ皆無であることと比較すると、それなりに多数存在する状況にあると指摘されている⁴⁴。

なお、ここで注意を要するのは、経営判断原則が適用されないからといって、受託者の行動が後知恵で評価されるわけではない、という点である。受託者が注意義務に違反したかどうかは、あくまで当該行動が行われた当時の事情に照らして判断される⁴⁵。経営判断原則が不在であるということの意味は、あくまで、上記Ⅱで述べたような形で審査基準が緩められるわけではない、ということである。

(2) 理論的な正当化根拠

受託者に経営判断原則のような考え方を適用しない建付けを正当化する根拠については、いくつかの説明が可能である。

第一に、信託の受益者は、会社の株主とは異なり、分散投資をしているわけではない、という点が挙げられる。これは次のようなロジックであり、前述の会社の経営判断原則の根拠論のいわば裏返しの説明である。信託の受益者は、複数の信託に対して分散投資をしていないのが通常であるところ、分散投資をしていない場合における標準的な経済学的想定は、リスク回避性（risk averseness）である⁴⁶。これに対して、専門家の受託者は、受益者と比べるとリスク回避の度合いが小さくなりがちである。つまり、信託では、——前述した会社の状況とは対照的に、——受託者が、受益者からみて過大なリスクをとるおそれがある。信託法が、受託者の注意義務について、不法行為と同様の客観的合理性の基準を適用するのは、受託者の過大なリスク・テイキングを抑えるものとして理解することができる⁴⁷。換言すれば、標準的な信託においては、経営判断原則を適用してまで受託者にリスクをとらせる必要性が乏しいということである⁴⁸。

第二に、補強的な議論として、受託者の役割は比較的シンプルであり、評価しやすいという点も指摘される⁴⁹。すなわち、事業会社では、経営陣のパフォーマンスとは無関係の要因によって利益が変動しうるため、観察可能な指標からパフォーマンスそれ自体を評価することは困難となりやすい。これに対し、信託で典型的な金融資産の運用においては、受託者の運用成績について、市場インデックス等をベンチマークとして評価することが可能である。そのため、注意義務違反の有無を判断することが比較的容易である（裁判所による判断コストや過誤のコストが相対的に小さい）、と考えられるのである。

第三に、会社と異なり、信託では受託者に対する規律のメカニズムが弱いという点を指摘する見解もある⁵⁰。信託においては、委託者や受益者が受託者を実効的に監視すること

は難しい。また、敵対的買収市場も存在しない。資金調達や株価の心配をする必要もない。つまり、取締役が直面するような規律作用が受託者には働かない。そのため、委託者の意思や受益者の利益に反する受託者の行動を抑止するためには、会社と比べて厳格な信認義務が必要になる、というロジックである。厳格な信認義務によって、市場による規律の代わりを果たすことを期待する考え方であるといえる。

第四に、信託の受益者は信託関係から退出 (exit) することが相対的に困難である、ということを厳格な信認義務 (注意義務・忠実義務) の論拠として挙げる見解もある⁵¹。会社では、取締役のパフォーマンスに不満のある株主は株式を市場で売却することができる。これに対し、信託 (典型的な贈与型の信託) では、受益権の流通市場は存在せず、受託者の解任にも原則として正当な理由が必要とされる。退出による保護が与えられない分、注意義務・忠実義務による保護が強化されている、というロジックである。

以上をまとめると、信託においては、会社と異なり、①経営判断原則によって受託者 (受託者) のリスク・テイキングを促進する必要性が乏しく (上記第一の理由)、②受託者の任務内容に照らして、裁判所が事後的にその義務違反を審査することもさほど困難であるとはいえず (上記第二の理由)、③他の保護メカニズムの不存在により、裁判所による義務違反のエンフォースメントを厳格に行う必要性が高い (上記第三・第四の理由)、ということになる。このように考えると、少なくとも典型的な贈与型の信託においては、経営判断原則を適用しないことには合理性があると考えられる。

3 信託証書による免除・軽減とその限界

しかしながら、受託者の信認義務は基本的に任意規定であるとされており、信託証書の中で別段の定めをすることが可能である。具体的には、注意義務の内容および水準を定めたり、一定の場合に受託者を免責したりすることが認められる。もっとも、これらも無制限に認められるわけではなく、一定の強行法規に服するとされている。以下、任意規定として信託証書による別段の定めが可能とされる部分と、強行法規によって規制されている部分を、それぞれ順に検討する。

(1) 任意規定としての信認義務

現代の信託法においては、受託者の義務は基本的に任意規定であると解されている。まず、受託者の基本的な義務である忠実義務、公平義務、注意義務は、いずれも任意規定であり、委託者の意思によって変更することが可能である⁵²。注意義務に関していえば、信託証書の定めによって、注意義務の内容および水準を定めることが可能である。また、受託者の信認義務違反による責任を免除する旨の条項（免責条項）を信託証書に定めることも可能である。このように、受託者の信認義務は、基本的に任意規定であり、委託者の意思によって免除・軽減することが可能とされている（もっとも、一定の限界がある。下記(2)で検討する）。

なぜ、信認義務は任意規定と解されるのか。次の3点を正当化根拠として挙げることができる。第一に、理論的には、信認義務は、当事者が将来の不確定事象に関する情報を知った上で交渉したならば合意したであろう仮定的な契約内容を定めるものであると考えるところ、このような理論モデルからすれば、当事者が実際に交渉して別段の合意をしたのであれば当該合意を尊重するのが自然な帰結となる⁵³。第二に、より実質的な根拠として、どのような信認義務を課すことが望ましいかは信託の目的との関係で決まる事柄であり、これは基本的に委託者の判断に委ねるべき事柄であると考えられる。当該信託の目的に照らして、信託法が定める信認義務が過剰であり、むしろこれを軽減することがその目的に資する、と委託者が考えるならば、それを認めることが合理的である（たとえば、友人に受託者を依頼する際に責任制限を設ける方が好ましい場合や、専門家受託者に依頼する際に責任を制限して信託報酬を低く抑える方が好ましい場合など）⁵⁴。第三に、現実に行われる信託の多くが贈与的信託である、という点も論拠の一つとなりうる。委託者は、受益者に対して何も贈与しないという選択もできるのだから、信託を通じて受益者に贈与をするにあたって、信認義務という保護を弱めた形で贈与するのを禁止する理由はない、というロジックである⁵⁵。

いずれの根拠も、信託を設定する本人である委託者がその意思に基づいて受託者の義務・責任を軽減するならばそれを禁止する理由はない、というものである。会社法とは異なり、受託者の責任を軽減することが受益者の利益の観点から（客観的にみて）望ましい、という理由づけではないことに留意する必要がある。ここで受託者の義務・責任を軽減することを認める論拠として重視されているのは、あくまで委託者の意思である。その根底には、

委託者がその財産をどのような方法で処分するのも基本的には自由であるべきだ、との考え方があるものと推測される。なお、このように、委託者意思に着目して義務や責任の軽減を認める考え方からすれば、一般論として義務や責任の免除条項の有効性を認めるとしても、信託証書の具体的な作成経緯等に照らして委託者意思の認定を慎重に行うべき場合もありうるものと考えられる⁵⁶。

(2) 強行法規としての核心的部分

かかる任意規定としての柔軟性にも、限界がないわけではない。信託義務には、信託証書によるアレンジメントの限界を画する、強行法規的な核心的部分 (mandatory core) があると考えられている。以下、いくつかの類型に分けて検討する。

(a) 義務の完全な排除

まず、受託者の義務を完全になくしてしまうことはできない。この考え方は、統一信託法典の「信託は、受託者が果たすべき義務があるときに限って成立する」という規定に表れている (UTC § 402(a) (4))。また、第三次リステイメントでも同様の考え方が示されている⁵⁷。判例として、デラウェア州最高裁の *McNeil v. McNeil* 判決がよく知られている。同判決は、受託者の判断が「いかなる裁判所の審査にも服さない」との条項の有効性について、次のように述べた。「受託者になんらの法的拘束力ある義務を課さない信託は、名ばかりの信託であり、絶対的不動産権 (absolute estate) ないし財産の単純不動産権 (fee simple) の付与たる性質というべきものである」⁵⁸。

(b) 核心的な義務の排除

次に、受託者の義務のうち一定の部分は強行法規であるとされている。たとえば、統一信託法典 105 条(b)項は、同法典のうち強行法規を列挙した条文であるが、その中で、受託者の義務について次のように規定している。すなわち、「誠実に (in good faith)、かつ、信託の条項および目的ならびに受益者の利益にしたがって」行動する義務は、信託条項によって排除することができない⁵⁹。第三次リステイメントでもこれと同様の考え方が示されている。すなわち、「管理に関する通常の思慮深さの義務 (the normal duty of prudence) は、任意規定であるため、信託条項によって、その要請 [...] とりわけ注意 (caution) という要素に関するそれを、変更したり緩和したりすることができる。[...] いずれにせよ、信託条項は、受託者が、無謀に (recklessly) 振舞ってはならず、適切な

水準の注意をもって、かつ信託の条項・目的および受益者の利益と整合的な方法で、誠実に (in good faith) 行動しなければならない、という基底的な要請 (the fundamental requirement) を完全に放棄することはできない」⁶⁰。

もう少し具体的に敷衍すると、信託条項の定めによっても排除することのできない受託者の誠実義務として、次のものを挙げることができる⁶¹。①承認された利益相反状況においても、受託者は、不誠実または不公正に振舞えば受益者に対する忠実義務違反となる⁶²。②受託者に「専一の」「絶対的な」「統制されない」裁量を与えたとしても、それは文字どおりには解釈されない。「たとえ最大限の信託裁量 (fiduciary discretion) が与えられたとしても、受託者は正直に (honestly)、かつ委託者が企図したところの主観的状态 (state of mind) で行動しなければならない。裁判所は、受託者が、不誠実に、または裁量権限の目的達成以外の目的ないし動機により行動することを許さない」⁶³。③受託者は、信託条項に従って信託を管理する義務を負うが、そうすることが信託および受益者に実質的な害を及ぼす場合には、裁判所に信託の変更等を申し立てなければならない⁶⁴。④信託条項の定めにかかわらず、受益者は、その信託上の権利をエンフォースするために合理的に必要な情報を得る権利を有する⁶⁵。

(c) 不合理な義務の定め

さらに、学説上、客観的にみてあまりに受益者の利益を損なう義務内容を定める条項も、受益者利益の原則 (the benefit-the-beneficiaries rule) に反するものとしてエンフォースできない、と解する見解が有力である。

提唱者である Langbein 教授は、ふたつの仮想事例を提示する。第一の仮想事例は、倒産手続中の Enron 社の株式に集中投資することを受託者に義務付ける条項である。かかる条項は、「分散投資の欠如 (under-diversification) およびリスクの大きさ (volatility level) に照らして、受益者のリスク・リターン・プロフィールからかけ離れすぎているため、かような指図は、受益者利益の原則のもとの客観的な利益基準を充足しない」、と説く⁶⁶。第二の仮想事例は、信託財産のほぼすべてを占める IBM 株式を売却しないことを受託者に義務付ける条項である。これは、先ほどの Enron 社の事例と比べると比較的まともに見える。しかし、Langbein は、分散投資をしないということは、分散投資によって実質的なコストを伴うことなく回避できたはずのリスクを何らの見返りなく引き受けることであり、これは客観的にみて愚かな行為 (folly) であるから、このような条項を定め

ることは受益者利益の原則に反して許されないと説く⁶⁷。

このような見解に従うならば、こうした不合理な義務を定める条項も、強行法規に反するものとして認められないこととなる。

(d) 一定の免責条項

以上は義務それ自体の免除に関する強行法規であるが、受託者の義務違反に対する責任を免除する免責条項についても、無制限に認められるわけではなく、一定の強行法的な規制に服するべきものと考えられている。統一信託法典では、受託者の免責条項について次のように規定されている。

§ 1008 受託者の免責

- (a) 受託者の信託違反に基づく責任 (liability) を免除する信託条項は、次の場合にはエンフォースできない。(1)不誠実に (in bad faith)、もしくは信託の目的もしくは受益者の利益をいささかたりとも顧慮することなく (with reckless indifference)、信託に違反した受託者の責任を免除する場合、または、(2)受託者が、委託者との信認関係もしくは信頼関係を濫用した結果として、当該信託条項を挿入した場合。
- (b) 受託者が免責条項を起草し、または起草させた場合には、当該免責条項がその状況のもとで公正な内容であり、かつ、その存在と内容が委託者に適切に伝えられたことを受託者が証明できなければ、信認関係または信頼関係の濫用として当該免責条項は無効となる。

このうち(a)項(2)号および(b)項は信託条項の合意プロセスに対する規制である。一般的な贈与的信託で、専門家の受託者を利用する場合など、委託者と受託者の間に情報の非対称がある場合には、委託者が明確に認識しないままに、標準書式(約款)として受託者の免責条項が挿入されるおそれが大きい。このような事態を避け、免責条項が委託者の真意に基づくことを確保するために、免責条項の効力を認めるための条件として、委託者が積極的に免責条項の存在とその内容を認識していたことを要求する規制であるとされる⁶⁸。

これに対し、(a)項(1)号の規制は、免責条項の実体面に着目した規制である。ここでは、

不誠実な行為や、受益者利益に対する無顧慮に係る受託者の責任を免除する条項が無効とされている⁶⁹。他方、これらに至らない重過失に基づく責任は免責できると解されている（もっとも、すぐ後で触れるとおり、この点の是非については考え方が分かれ得るところである）⁷⁰。

免責条項について、第三次リステイトメントは次のように説明している。「信託違反の責任から受託者を免れさせる信託条項がいかに広範な文言であるかにかかわらず、政策的な理由から、信託の信認法は、受託者が責任を免れることのできる不正行為（misconduct）の種類と程度に制限を設けている。つまり、免責条項は、不誠実に（in bad faith）なされた信託違反について受託者を免責することはできない。また、受託者は、受益者の利益や、信託の条項・目的を顧慮することなく（with indifference）⁷¹ なされた違反——つまり、適用される信認義務を理解し、遵守しようという合理的な努力なしになされた違反——についても免責されない」⁷²。

このように、一定の限界はあるものの、統一信託法典およびリステイトメントは、いずれも、かなり広範な免責条項を認める立場をとっている。各州の立法も信認義務違反を免責する条項を認める傾向にあるが、具体的にどのような範囲で免責条項を認めるかについては立場が分かれている。とりわけ、重過失免責を認めるかどうかは、立法例がかなり分かれるポイントである⁷³。たとえば、デラウェア州では、かつては重過失責任の免責を定める免責条項の効力を認めないことを示唆する判例も見られたが⁷⁴、デラウェア州議会が2003年に信託法を改正し、「意図的な不正行為（willful misconduct）」⁷⁵以外のいかなる責任も免除しうる建付けを採用するに至った（Delaware Trust Act § 3303(a)）。かかる制定法のもと、デラウェア州では、重過失を免責する条項も有効と解されている⁷⁶。

このように、州によって具体的な範囲については立場が分かれるものの、基本的な方向性として、受託者の注意義務違反につき一定範囲で免責する条項は容認されており、委託者の意思によって受託者の個人責任を緩めることが可能となっている。なお、免責条項の効果は、受託者が個人責任を負うのを制限するというだけであって、解任など他の救済手段までもが制限されるわけではない⁷⁷。

(3) 強行法規の実質的な正当化根拠

以上のような強行法規は、どのような根拠によって正当化されるのか。法の経済分析が

隆盛を極めた初期の頃には、受託者の信認義務はすべて任意規定であり、契約によって自由に変更できると論じる者もあった⁷⁸。しかし、そのような見解はその後あまり支持されておらず、受託者の信認義務には排除することのできない核心部分があるとの考え方が支持を集めている（上記(2)の強行法規は、そのような考え方を基礎とするものといえる）。では、それはどのような根拠によるものか。ここでは、信認義務の強行法規性について論じた代表的な論客として Langbein 教授と Sitkoff 教授の議論を取り上げる。

(a) Langbein 教授の説明

Langbein 教授は、信託法上の強行法規を、①受益者利益の観点から委託者の意思を覆すもの（意思を覆すルール（intent-defeating rules））と、②委託者の真の意思を実現するもの（意思に仕えるルール（intent-serving rules））とに分類する。そして、受託者の義務の軽減や責任の免除といった条項は、②に分類されている。

まず、受託者の義務を完全に排除することができないという強行法規については、受託者ではなく受益者に当該信託からの利益を得させるといふ委託者の意思を実現するものであると説明される⁷⁹。次に、不誠実を免責する条項の禁止については、受益者の利益を追求する委託者が不誠実な信託事務処理という危険に受益者をさらすことは考えられないので、かかる免責条項は、委託者から不当に隠されていたか、委託者がそれを誤解していたかのどちらかであると推定されるのだと説明する⁸⁰。

これらは、信託を設定する委託者が通常有するであろう推定的な意思によって強行法規を基礎づけようとする試みである。およそ信託を設定する以上、受託者の義務を完全に排除したり、受託者の不誠実な信託事務処理を許容したりすることは、委託者の意思として考えられない、という認識が根底にあると考えられる。しかし、理屈からいうと、かかる説明は、委託者が、真意として、受託者の義務を完全に排除したり、受託者の不誠実な信託事務処理を許容したりする意思を有していたという（例外的な）場合には当てはまらないように思われる。そのため、Langbein の説明は、委託者が真意としてこれらの意思を有していてもなおこれを認めない、という意味での強行法規を正当化する論拠としてはやや弱いように見受けられる⁸¹。

(b) Sitkoff 教授の説明

これに対し、Sitkoff 教授は、信認義務に契約によって排除できない核心部分があることについて、大きく次の2つの機能によって説明している⁸²。

第一は、十分な情報をもたず、また洗練されていない当事者に対する保護的・注意喚起的機能（the internal protective and cautionary function）である。確かに、十分な情報に基づいて核心的義務すら放棄することを欲する洗練された当事者も存在するかもしれないが、それは非常に稀なケースなので、たとえパターンリスティックであるとしても、予防的にそのような条項を一律に禁止することが正当化されるという（少なくとも、本人が一般的にあまり洗練されておらず、また情報も持っていないと想定される種類の取引においては）。これは、Langbein の議論に対する前述の疑問に答える巧みな説明であるといえる。もっとも、このような機能であれば、受託者側に情報の開示を促すような制度（たとえばペナルティ・デフォルト）を定めることでも実現可能ではないかとの疑問が残る⁸³。

第二は、信託とそれ以外の取引類型との区別を明らかにし、当該取引に係る第三者の情報コストを最小化する機能（the external categorization function）である。先に引用した McNeil v. McNeil 判決で述べられていたように、受託者にまったく義務を課さない信託は、受託者に対する信託財産の完全な贈与と区別できない。そこで行われている取引が信託なのかそれ以外なのかを区別してカテゴリー分けするために、受託者の核心的義務が必要になる、という議論である。Sitkoff 教授いわく、「信託条項は、受託者たる地位の受託者たる性質を無視することができないので、かかる条項は、誠実に受益者の利益のために行動する受託者の義務を否定することができないのである」⁸⁴。これも委託者の（推定的）意思に依拠せずに強行法規性を基礎づける巧みな説明であるが、突き詰めると、いやしくも信託を設定する以上、信託としての最低限の核心部分は残しておかなければならない、という説明であり、いささかトートロジカルであることは否めない。

4 小括

信託の受託者は、信認義務として注意義務を負う。そして、会社の取締役と異なり、受託者には経営判断原則が適用されないと解されている。その根拠は、会社の取締役について経営判断原則を正当化する根拠として挙げられてきた諸要素の裏返しとして理解することができる。会社の株主と信託の受益者とは典型的に想定される状況が異なるため、会社において望ましいとされる仕組みも、信託においては望ましいとは考えられていないのである。

もっとも、信託においては、信託条項において受託者の義務や責任を軽減することが一定範囲で認められている。かように柔軟なアレンジメントを認める根拠として、委託者の意思が重視されている。その基礎には、委託者が自らの財産をどのような方法で処分するのも基本的には自由だ、との考え方があるものと推測される。ただし、かかる自由も無制限ではなく、受託者の義務・責任には一定の強行法規が設けられている（しかしながら、かかる強行法規を正当化するロジックはさほど明快ではないようにも見受けられる）。

IV 若干の検討

1 会社と信託の比較

本稿でこれまで概観してきたとおり、会社でも信託でも、受託者（取締役と受託者）は思慮深い者としての注意を尽くすことが求められるのが原則である。しかしながら、会社法では、判例上、行為基準と審査基準が分離しており、行為基準としては注意義務を尽くすことを求めつつ、審査基準としては経営判断原則により注意義務違反に基づく責任を緩和するというダブルスタンダードが採用されてきた。この点に関して Rock 教授と Wachter 教授は、会社法の注意義務はもともと信託法・代理法から移植（transplant）されたものであるところ、これを会社法でそのまま適用し、受託者や代理人と同程度の責任を取締役に課することは適切でないため、判例は、移植に対するいわば「適応反応（adaptive response）」として経営判断原則を形成してきた、と分析している⁸⁵。

経営判断原則のポイントは、株主利益の観点から見て、取締役の注意義務違反について過失基準で責任を認めることは望ましくない、という価値判断である。その基礎にあるのは、会社においては、取締役が萎縮することなく最適ナリスク・テイキングをすることができるように、その責任を一定程度制限することが必要だ、との考え方である。

このような価値判断は、理論家のみならず実務においても広く支持されているように見受けられる。実際に、1985年の Van Gorkom 事件で取締役の個人責任が認められたのを受けて、定款上の免責条項を承認する立法が素早く制定されたという事実、多くの上場会社で（株主自身の承認のもと）かかる免責条項が実際に導入されてきたという事実は、このような価値判断が広く受け入れられていることを示唆する現象であるといえる⁸⁶（なお、

そうすると、そもそも会社においてなぜ注意義務を課すのか、という疑問が生じるが、この点は下記2で検討する)。

これに対し、信託法では状況がかなり異なる。伝統的に、経営判断原則の考え方は信託には妥当しないと考えられてきた。そのひとつの説明として、一般的な贈与型の信託においては、受益者の利益の観点から受託者に積極的なリスク・テイキングを促すべきだという政策的な考慮は働かない、というものがある。これは、受益者の利益に照らして、受託者の注意義務違反に対する責任を緩和する必要性は乏しいという価値判断である。また、別の理由づけとして、会社と比べると信託では受託者に対する他の規律メカニズムが弱いため信託義務による規律づけが重要になる、という説明がなされることもある。これは、受益者の利益の観点からは、受託者の注意義務違反に対する責任を緩和することはむしろ望ましくない、という評価にも繋がりうる。これらの理由により、受託者の注意義務違反について経営判断原則を適用しないことが正当化されてきた。

その一方で、信託では、委託者の意思により、受託者の注意義務を軽減したり、注意義務違反の責任を免除したりする条項が広く認められてきた。ここでは、受益者の利益よりも委託者の意思が重視されている。受益者は、あくまで委託者がその意思で設定した信託の枠内で利益を享受するに過ぎない⁸⁷。贈与的な信託を行う委託者が、その意思に基づいて受託者との間で信託義務を軽減・緩和することに合意したならば、その効力を妨げる理由は基本的にはないと考えられている。ここでは、委託者が真意として免責条項に合意したかどうか（当該条項の意味を理解していたか、また、当該条項がもたらす帰結を正しく認識していたか等）が主として問題となるのであって、それが受益者の利益の観点から妥当かどうかは問題にならない⁸⁸。信託においては経営判断原則が適用されず、その意味で受託者の責任が（取締役のそれと比べて）厳格だとしばしば言われるが、それはあくまで委託者の意思によって変更可能なデフォルト・ルールとしての規律にとどまるのである⁸⁹。

このように、会社と信託という法形式の差異から、受託者の注意義務違反責任について考え方が大きく分岐してきた。その背後には、それぞれが典型的に想定している状況の相違がある。すなわち、会社については、株主が分散投資をすることが可能な上場会社が主に念頭に置かれてきたのに対し、信託については、委託者が受益者に財産を贈与するタイプの贈与的な信託が主に想定されてきた。そして、このような差異を反映して、議論の着眼点にも相違が生じてきた。すなわち、会社については、主として（客観的な）株主利益

の観点から、取締役の注意義務違反について、どの範囲で損害賠償責任を認めることが株主の利益に資するかが問題とされてきたのに対し、信託については、主として（主観的な）委託者の意思の観点から、注意義務の軽減・免除の可否およびその限界が論じられてきたのである。やや俯瞰的にみると、前者は株式投資の促進、後者は財産処分促進という政策的価値とそれぞれ結びつくであろう。すなわち、会社と信託の注意義務に係る規律の差異は、それぞれの法形式が歴史的に担ってきた役割の相違およびそれを前提とする政策的な価値の違いを反映するものとして理解することができるように思われる。

2 会社における注意義務の存在意義

会社法上、注意義務違反に基づく損害賠償責任は、経営判断原則および免責条項の存在により、現実には殆ど認められていない状況にある。そして、その背後には、注意義務違反を厳しく問うことが株主の利益にならないという実質的な価値判断がある。しかし、それでもなお、取締役は会社および株主に対して注意義務を負うという命題は頑なに堅持されている⁹⁰。ここで、次のような疑問が生ずる。額面どおりにはエンフォースされないにもかかわらず、取締役が注意義務を負うということに一体いかなる意味があるのだろうか。緩やかな審査基準（経営判断原則）から乖離した厳格な行為基準（注意義務）を堅持することに、一体どのような積極的な意味があるのか。

極論として、もはや伝統的な注意義務を維持することに意味はない、と考えることもできないわけではない。実際、アメリカでは、注意義務の存在意義を疑問視する見解も存在する⁹¹。しかし、そのような状況でも、注意義務を堅持することに意味を見出すとすれば、次の2つの機能を挙げることができるだろう。ひとつは抑止力の機能であり、もうひとつは規範形成の機能である⁹²。

まず、抑止力について。会社法上、注意義務違反の責任については、過剰な抑止（over-deterrence）が主に懸念されてきた。判例が経営判断原則を発展させ、制定法が免責条項を認めてきたのは、健全なリスクテイキングを促進するためであった。このように、注意義務は、取締役に対する過剰な抑止とならないように制度が構築されてきたのであるが、まったく抑止力を欠くほどまでに徹底されてきたわけではない。経営判断原則については、意思決定プロセスに重過失があれば責任が認められうる⁹³。免責条項についても、取締役

の不誠実な行動が認定されれば、やはり責任が認められうる⁹⁴。このように、注意義務違反の大部分について責任が問われないとしても、違反の程度が甚だしい場合にはなおも責任が問われうるものであり、この限りで一定の抑止力は保持しているものと考えられる。

次に、規範形成について⁹⁵。社会規範に基礎を置く法的なルールを採用することは、当該コミュニティがその規範を特に重要であるとみなしていることのメッセージとなる。そして、かかるメッセージにより、規範が内面化されたり、規範への違反に対する評判の制裁が働いたりする可能性が増加することとなる⁹⁶。法が、取締役に対してその尽くすべき義務を示すことそれ自体によって、倫理的な規範が内面化され、取締役を勤勉たらしめる効果を期待することができる。逆にいうと、注意義務それ自体を排除することは、勤勉さが重要ではないというシグナルとなり、取締役の勤勉さを減殺することにつながりうる⁹⁷。このような観点からすると、行為基準として厳格な注意義務を定め、審査基準として緩やかな基準をとるアプローチは、社会規範の形成・維持と過度なリスク回避の防止という二つの目的を両立させるためのひとつの知恵であると評価することも可能であるように思われる。

[注]

- 1 アメリカの会社法・信託法についてはわが国でも相当の研究の蓄積があるが、本稿執筆時点で筆者は在外研究中であり、わが国の文献を十分に参照・引用しえなかったことをお断りしておく。
- 2 本稿では立ち入らないが、忠実義務についても、会社と信託とは違いがある。すなわち、信託ではデフォルト・ルールとして「sole interest rule (no further inquiry rule)」がとられているのに対し、会社ではより柔軟に利益相反取引を認める仕組みがとられている。会社と信託の忠実義務の比較として、John H. Langbein, Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest, 114 Yale L.J. 929, 958-962 (2005)参照。
- 3 執行役員は、取締役から委任を受けて会社の業務執行を担うものであり、取締役と同様、会社および株主に対して信認義務を負うと解されている。もっとも、執行役員の注意義務違反の責任のあり方は、取締役のそれと同じではない。最も明確な違いは、後述の免責条項 (DGCL § 102(b)(7)) が執行役員を対象としていないことである。それゆえ、執行役員には、免責条項に基づく責任の免除が認められない (Gantler v. Stephens, 965 A.2d 695, 709 n.37 (Del. 2009) (「現在のところ、会社の執行役員に同様の免責を認める制定法上の規定は存在しない」))。それでは、執行役員の注意義務違反が認められた事例が多いかという、実は非常に少ない。なぜかという、株主代表訴訟 (派生訴訟) における提訴請求不要 (demand futility) の要件を満たさず、本案審理まで進むこと自体が珍しいからである (Julian Velasco, A Defense of the Corporate Law Duty of Care, 40 J. Corp. L. 647, 657 n.48 (2015))。それゆえ、執行役員の責任については判例の蓄積が乏しく、ルールが明確でない。たとえば、執行役員に経営判断原則が認められるかどうかという基本的な論点についてすら、意見が分かれる状況にある。
- 4 Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963).
- 5 モデル事業会社法では、取締役は「同様の状況下で、同様の地位にある者が、合理的に (reasonably) 適切であると信ずるであろう注意をもって、義務を履行しなければならない」とされる (MBCA § 8.30 (b))。コーポレートガバナンス原理では、「取締役または執行役員 (officer) は、誠実に (in good faith)、会社の最善の利益になると合理的に (reasonably) 信ずる方法で、同様の地位で同様の状況下にある通常の思慮深い人 (an ordinarily prudent person) が尽くすであろうと合理的に (reasonably) 期待される注意を尽くして、取締役または執行役員の機能を果たす義務を会社に対して負う」とされる (Principles of Corporate Governance § 4.01 (a))。
- 6 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).
- 7 Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993). See also In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A.2d 27, 52 (Del. 2006). もっとも、のちのデラウェア州最高裁判例により、誠実義務 (duty of good faith) は忠実義務 (duty of loyalty) のサブカテゴリとして分類された。Stone v. Ritter, 911 A.2d 362 (Del. 2006).
- 8 Technicolor, 634 A.2d at 371; In re Walt Disney, 906 A.2d at 52.
- 9 Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812.
- 10 Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 264 n.66 (Del. 2000).

- 11 In re Lear Corp. S'holder Litig., 967 A.2d 640, 651-652 (Del. Ch. 2008).
- 12 Grobow v. Perot, 539 A.2d 180, 189 (Del. 1988) (浪費であるとの主張を排斥).
- 13 Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 263-264 (Del. 2000).
- 14 Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244, 264 (Del. 2000) (原文では「process」がイタリックで強調).
- 15 Melvin Aron Eisenberg, The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law, 62 Fordham L. Rev. 437, 442-443 (1993). Eisenberg 教授によれば、経営判断原則における rationality の基準は、prudence や reasonability の基準よりもずっと充足しやすいという。日常用語としても、ある人の行動を「思慮に欠ける (imprudent)」とか「合理性を欠く (unreasonable)」と評価することはあっても、「説明が見つからない (irrational)」と評価することは稀であるという (Id.).
- 16 Velasco, supra note 3, at 651. 経営判断原則は「審査しない (non-review)」原則であると評するものとして、たとえば Stephen M. Bainbridge, The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine, 57 Vand. L. Rev. 83, 88-102 (2004) (経営判断原則は「差し控えの法理 (abstention doctrine)」であると評する)、William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine Jr., Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law, 56 Bus. Law. 1287, 1297 (2001) (経営判断原則は「審査しないという政策 (policy of non-review)」であると評する) を参照。
- 17 Eisenberg, supra note 15, at 439-445.
- 18 Eisenberg, supra note 15, at 437.
- 19 審査基準を緩めて責任を重過失に限定することで、客観的には行為基準をクリアしている (注意義務を尽くしている) のに裁判所によって責任が認められてしまうという過誤 (error) を可及的に防ぐことができる、と分析する見解がある (Velasco, supra note 3, at 665)。
- 20 以下の議論につき、Velasco, supra note 3, at 655; William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine Jr., Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem, 96 Nw. U. L. Rev. 449, 455 (2002); Robert H. Sitkoff, Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency, 28 J. Corp. L. 565, 574-575 (2003) を参照。 See also Gagliardi v. Trifoods Int'l Inc., 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch. 1996).
- 21 より厳密には、次のように説明される。一般に、株式投資のリスクは、個々の会社に固有のリスク (firm-specific risk / unsystematic risk) と市場全体に共通のリスク (market risk / systematic risk) に分けることができる。株主は、多数の銘柄に分散投資することで個々の会社に固有のリスクを打ち消すことができるので、個々の会社の経営陣に対しては、当該会社に損失が生ずるリスクを冒してでも、より高いリターン (厳密には市場リスクに対するリターン——いわゆる β) を狙うことを望むこととなる。
- 22 なお、取締役は、(人的資本という形で) 当該会社に固有の (分散できない) 投資をしており、この点においても、当該会社に固有のリスクを取ることに謙抑的になりやすいといえる。Bainbridge, supra note 16, at 112-113.
- 23 Velasco, supra note 3, at 655. Allen et al., supra note 20, at 449-450.

- 24 Holger Spamann, *Monetary Liability for Breach of the Duty of Care*, 8 J. Legal Analysis 337, 350 n.16 (2016).
- 25 たとえ裁判所の過誤がランダムに（バイアスなく）生じるとしても、取締役にとってのペイオフは非対称的になるので（裁判所の過誤により取締役が金銭を受け取ることは制度上あり得ないので、裁判所の過誤は常に取締役に金銭的負担を課す方向でのみ作用する）、取締役のリスク・テイキングを抑止する方向に作用することには変わりはない。Spamann, *supra* note 24, at 351.
- 26 Daniel R. Fischel & John H. Langbein, *ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule*, 55 U. Chi. L. Rev. 1105, 1116 (1988); Allen et al., *supra* note 20, at 1302; Velasco, *supra* note 3, at 654. また、Rock 教授と Wachter 教授は、企業と市場のガバナンス・メカニズムの差異に着目し、信託や代理のような市場取引においては裁判所によるエンフォースメントが必要とされるが、企業においては、企業内でのプレイヤーの相互の牽制作用によるエンフォースメントが機能するため、裁判所によるエンフォースメントが不要となると分析する（Edward Rock & Michael Wachter, *Dangerous Liaison: Corporate Law, Trust Law, and Interdoctrinal Legal Transplants*, 96 Nw. U. L. Rev. 651, 663-668 (2002)）。
- 27 なお、裁判所が専門家でないのは医療訴訟などでも同様であるが、経営判断についてことにこの点が強調される理由は、経営判断が、他の専門的判断と比べて個々の案件ごとの特異性が高く、標準化の程度が低いためであると考えられる（そのため、ある局面においてどのような経営判断を下すべきかに対する経営専門家の判断は、ある局面においてどのような医療判断を下すべきかに対する医療専門家の判断に比べると、意見のばらつきが大きくなりやすい）。See Spamann, *supra* note 24, at 357.
- 28 もっとも、裁判所にプロセスについての判断能力があるかは自明ではない。たとえば、情報収集について考えると、どこまで既知の情報に基づいて判断すべきで、どこから新たな情報を収集すべきであるか、などといったことは、同時にこなさなければならない他の多数のタスクとの兼ね合いで決まる。このような判断について裁判所が適切に審査しうるかどうかは必ずしも明らかではない。See Spamann, *supra* note 24, at 360-361.
- 29 *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).
- 30 この事件における損害をどのように考えればよいかは興味深い論点であるが、その後和解で事件が終結したため、裁判所が損害についての判断を示すことはなかった。
- 31 See e.g. Rock & Wachter, *supra* note 26, at 659; Sitkoff, *supra* note 20, at 576; Christopher M. Bruner, *Is the Corporate Director's Duty of Care a Fiduciary Duty: Does it Matter*, 48 Wake Forest L. Rev. 1027, 1030-1031 (2013).
- 32 Velasco, *supra* note 3, at 658.
- 33 Bruner, *supra* note 31, at 1039（「1980年代まで、経営判断における取締役の注意義務違反は金銭賠償を基礎づけないと広く考えられていた」）。See also Rock & Wachter, *supra* note 26, at 651（「少なくとも金融機関の文脈を除くと、忠実義務違反なしに注意義務違反によってデラウェアの取締役が責任を認められたことは全くなかった」）参照。

- 34 See Velasco, *supra* note 3, at 701. 学説上、「重過失とは、後は野となれ山となれという態度 (devil-may-care attitude) や、無謀 (recklessness) といいうるほどの義務に対する無関心である」と述べるのは Allen et al., *supra* note 16, at 1300 (Allen et al., *supra* note 20, at 458 も同旨) であるが、この基準は後述のデラウェア州最高裁による「不誠実」の基準と相当接近するように思われる。
- 35 See e.g. Eisenberg, *supra* note 15, at 448, Allen et al., *supra* note 16, at 1300; Allen et al. *supra* note 20, at 458.
- 36 州によって建付けに差異があるのだが、本稿では立ち入らない。なお、モデル事業会社法も同様の免責条項を定款に定めることを認めている (MBCA § 2.02(b)(4))。
- 37 *Malpiede v. Townson*, 780 A.2d 1075, 1093 (Del. 2001) (「そのような定款条項は、採択されたとしても、重過失を理由とする差止手続には影響しない」)。See also Hilary A. Sale, *Delaware's Good Faith*, 89 *Cornell L. Rev.* 456, 462 (2004); Velasco, *supra* note 3, at 656.
- 38 *In re the Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27, 65 (Del. 2006) (「注意義務違反が自動的に「誠実でない」行為または不作為になるように不誠実を定義することは、議会の 102 条(b)項(7)号の採択によって取締役に与えられた保護を骨抜きにすることになる」として両者を区別することを明らかにする)。
- 39 *In re the Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27, 67 (Del. 2006)。
- 40 *Stone v. Ritter*, 911 A.2d at 370.
- 41 UTC § 804.
- 42 *Restatement (Third) of Trusts* § 77(1)-(2)。
- 43 Melanie B. Leslie, *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, 94 *Geo. L.J.* 67, 96 (2005) ; Sitkoff, *supra* note 20, at 575; John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 *Yale L.J.* 625, 656 (1995)。
- 44 See Sitkoff, *supra* note 20, at 575 n.51; Robert Sitkoff, *An Agency Costs Theory of Trust Law*, 89 *Cornell L. Rev.* 621, 656 n.179 (2004)。
- 45 *Restatement (Third) of Trusts* § 77 cmt. a.
- 46 Sitkoff, *supra* note 20, at 574; Sitkoff, *supra* note 44, at 654. 若干敷衍すると、分散投資することで個々の会社に固有のリスクを打ち消すことのできる株主とは異なり、受益者は、一般に、分散投資によって個々の信託に固有のリスクを打ち消すことのできる立場にないので、当該信託が固有のリスクをとることを望まない (むしろ信託財産を分散投資することでリスクをヘッジすることを望む) ものと考えられる。
- 47 なお、信託において受託者にプルーデントインベスタールール (the prudent investor rule) が適用されるのも、同様の観点から説明できる。贈与的信託における典型的な受益者は、受益権について分散投資をしているわけではなく、むしろ、信託の内部での分散投資を求めるのが通常であるため、受託者には、分散投資によって受益者が求めるリスク・リターンを実現することが義務付けられる、というわけである (Sitkoff, *supra* note 44, at 657 n.183)。もちろん、受益者の中には信託内で分散投資する必要がないという者もありうるので、受託者には、個々の受益者のリスク許容度を考慮し

て運用することが求められている (Id. at 657)。

48 Leslie, *supra* note 43, at 99.

49 See e.g. Sitkoff, *supra* note 20, at 577; Sitkoff, *supra* note 44, at 657 n.182; Leslie, *supra* note 43, at 99-100.

50 Fischel & Langbein, *supra* note 26, at 1116; Leslie, *supra* note 43, at 99.

51 Langbein, *supra* note 2, at 961-962.

52 John H. Langbein, Mandatory Rules in the Law of Trusts, 98 Nw. U. L. Rev. 1105, 1122 (2004).

53 Tamar Frankel, Fiduciary Duties as Default Rules, 74 Or. L. Rev. 1209, 1231-1232 (1995); Robert H. Sitkoff, The Economic Structure of Fiduciary Law, 91 B.U.L. Rev. 1039, 1045-1046 (2011).

54 Langbein, *supra* note 52, at 1122; Leslie, *supra* note 43, at 101-102. なお、義務の軽減や免責を定めるかどうかを判断する際には、信託報酬や保険料等のコスト、受託者が責任追及をおそれて慎重になることに伴う機会費用や調査費用、受託者の担い手の減少といった要素が考慮されよう。

55 See Bogert's *The Law of Trusts and Trustees* § 542.

56 しばしば提起される問題は、専門家たる受託者の免責条項の是非である。情報や交渉力に劣る委託者が過剰な免責条項への合意を余儀なくされる事態が懸念されるためである。また、抽象的ないし長期的な義務軽減・責任免除を定める条項については、委託者が、当該条項がもたらす帰結を具体的に予見した上で合意したかどうか疑義が生じうる。実務上、専門家受託者に対する信託においては、免責条項は厳格に解釈される傾向にあるとされる。Leslie, *supra* note 43, at 100-104 参照。

57 Restatement (Third) of Trust § 2.

58 McNeil v. McNeil, 798 A.2d 503, 509 (Del. 2002). なお、これと同趣旨の判断はイングランドでもなされている。Millet 卿による Armitage 事件が有名である。いわく「受託者が受益者に対して負い、受益者によってエンフォースされうる義務には欠くべからざる核心があり、これは信託の概念の基底をなすものである。もし受益者が受託者に対してエンフォース可能な権利を全く持たないとすれば、それは信託ではない」。Armitage v. Nurse [1998] Ch. 241 at 253.

59 UTC § 105(b)(2).

60 Restatement (Third) of Trust § 77(2) cmt. d.

61 Robert H. Sitkoff, Fiduciary Principles in Trust Law, in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law* 41, 56 (Evan J. Criddle et al. ed., 2019).

62 Restatement (Third) of Trust § 78 cmt. c(2).

63 Restatement (Third) of Trust § 50 cmt. c. See also UTC § 814(a).

64 Restatement (Third) of Trust § 66(2).

65 Restatement (Third) of Trust § 82 cmt. e.

66 Langbein, *supra* note 52, at 1112.

67 Id. at 1112-1115. より詳細な議論として、John H. Langbein, Burn the Rembrandt: Trust Law's Limits on the Settlor's Power to Direct Investment, 90 B.U.L. Rev. 375, 387-392 (2010) 参照。反対説も含む議論状況の簡潔な概観として Sitkoff, *supra* note 61, at 49-50 も参照。

- 68 Sitkoff, *supra* note 44, at 644-645.
- 69 逆にいうと、かかる実体的規制に抵触しない限りで、受託者を免責することは禁止されていないということである（もっとも、裁判所は、受託者が免責される範囲について慎重に限定的な解釈をしてきたと指摘されている。Leslie, *supra* note 43, at 74-75）。
- 70 E.g. Alan Newman, *Trust Law in the Twenty-First Century: Challenges to Fiduciary Accountability*, 29 *Quinnipiac Prob. L.J.* 261, 264 (2016).
- 71 ここでは、統一信託法典とは異なり、「reckless」という修飾語がない。
- 72 *Restatement (Third) of Trust* §96 cmt. c.
- 73 See Newman, *supra* note 70, at 264 n.16. なお、アメリカ以外のコモンロー諸国をみても、重過失免責を認めるかどうかは国によって異なる。たとえば、英国では、判例上、重過失免責を認める立場がとられてきたが、ジャージーやガンジーといったオフショア諸国では重過失免責を否定する立場がとられている。
- 74 *McNeil v. McNeil*, 798 A.2d 503 (Del. 2002).
- 75 信託法上、「意図的な不正行為（willful misconduct）」とは、「単なる過失、重過失または無謀（mere negligence, gross negligence or recklessness）ではなく、意図的な非行（intentional wrongdoing）をいう。『非行（wrongdoing）』とは、悪意ある行動（malicious conduct）または欺罔（defraud）もしくは不当な利益（unconscionable advantage）の追求のための行動をいう」とされている（*Delaware Trust Act* § 3301 (g)）。
- 76 *Mennen v. Wilmington Tr. Co.*, WL 1914599 (Del. Ch. Apr. 24, 2015).
- 77 Sitkoff, *supra* note 61, at 56.
- 78 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 *J.L.&Econ.* 425, 432 (1993).
- 79 Langbein, *supra* note 52, at 1122-1123.
- 80 Langbein, *supra* note 52, at 1124.
- 81 そこで、補強的な説明として、①一部の不注意な委託者が軽率にそのような条項に同意する事態を防止するために、一律にこれを禁止することが合理的であるとか、②もし委託者が真意としてそのような意思を有するならば、かかる意思を実現する手段としては信託以外の法形式を用いるべきである、などと主張することも考えられる。これらは、次のSitkoff教授の説明に近いものとなる。
- 82 Sitkoff, *supra* note 44, at 642-643; Sitkoff, *supra* note 53, at 1046-1048.
- 83 Sitkoff, *supra* note 44, at 642.
- 84 Sitkoff, *supra* note 61, at 55.
- 85 Rock & Wachter, *supra* note 26, at 663.
- 86 とりわけ示唆的なのは、株主構成に機関投資家が占める割合が増加し、株主アクティビズムが隆盛を迎えた時代においても、免責条項は株主によって支持されており、その廃止を求める動きは見られないということである（Rock & Wachter, *supra* note 26, at 659-660）。つまり、免責条項は、株主の利益に照らして、株主自身によって望ましいものとして受け止められているものと推測すること

ができる。もっとも、Velasco, supra note 3, at 659 は、定款変更には取締役会の提案が必要で (DGCL § 242(b)(1))、それはハードルが高いので、わざわざコストをかけて行動しないだけの可能性もあると指摘する。また、Spamann, supra note 24, at 354-355 は、免責条項は最適契約というよりも経営者のレント・シーキングによって形成されている可能性があることを指摘する。

- 87 Sitkoff, supra note 44, at 648-649 は、信託法の構造を、委託者意思という制約条件付きで受益者の利益を最大化するものとして分析している。
- 88 このように考えると、受託者の義務・責任に委託者の意思によっても排除することのできない核心部分があるのはなぜか、という疑問が生ずる。前述のように、いくつかの説明が試みられているが、さほど単純なものではない。
- 89 なお、信託における注意義務は、受益者の利益の観点から、多くの受託者がそのようなルールを望むであろう、という意味でのデフォルト・ルール (majoritarian rule) と考えることができる。この意味で、信託法上の注意義務は、信託証書によって個別的なアレンジメントが明確になされない場合のルールを定めることで、取引費用の最小化に資するものであると評価できる。
- 90 Lawrence A. Hamermesh & Leo E. Strine, Jr., Delaware Corporate Fiduciary Law: Searching for the Optimal Balance, in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law* 871, 873 (Evan J. Criddle et al. ed., 2019).
- 91 取締役の注意義務の存在意義を否定的に論ずる諸見解と、それに対する批判的な応答として、Velasco, supra note 3 を参照。
- 92 これらの点について、Velasco, supra note 3, at 683-695 参照。
- 93 重過失ありとして実際に責任を認め、多くの者を驚かせたのが、Van Gorkom 事件であった。
- 94 本稿では対象外であるが、執行役員には免責条項が適用されないことにも留意すべきである。
- 95 社会規範と会社法の関係一般について、Melvin A. Eisenberg, *Corporate Law and Social Norms*, 99 *Colum. L. Rev.* 1253, 1264-1291 (1999) 参照。
- 96 Eisenberg, supra note 15, at 1269-1270.
- 97 Velasco, supra note 3, at 691-692.

ESG 投資と fiduciary duty

樋口 範 雄

目次

- I はじめに
- II PRI と UNEP FI による 2019 年最終報告書
- III 2 人のアメリカの教授による共同論文——要旨部分
- IV 2 人のアメリカの教授による共同論文——本文
 - 1 序論
 - 1 本論の 1
 - 3 本論の 2
 - 4 本論の 3
 - 5 結論
- V 結び

I はじめに

Fiduciary duty（信認義務、またはフィデューシャリー・デューティ、本稿では英語表記する）という言葉が、わが国でもこれまでより広く知られるようになってきた。20世紀末において、この言葉は、信託銀行など信託を業とする事業者を別とすれば、年金関係者で話題となった。当時、厚生年金基金などの年金運用のあり方について受託者責任とは何かが問われたからである¹。その後21世紀に入って、年金関係者だけではなく、金融庁によって、広く金融機関に対し「顧客本位の業務運営」が求められるようになり、その際、fiduciary duty とは「顧客の最善の利益の追求」を指すとされた。

たとえば、2016年6月2日に閣議決定された「日本再興戦略2016—第4次産業革命に向けて—」の中で、「顧客本位の業務運営」が盛り込まれ、今や政府の方針としてfiduciary duty が取り上げられるに至った²。そこでは次のような表現がなされた。

「商品開発・販売・運用・資産管理といった顧客の資産形成に携わる全ての業者においてフィデューシャリー・デューティー（顧客本位の業務運営）の徹底が図られるよう、必要な対応について、金融審議会において検討を行う」³。

かつて1999年にfiduciary duty について一書を著した際に、英米の世界において、この概念がきわめて広い範囲で利用されると述べたことがある⁴。現在のわが国では、そこまで多くの場面で論じられるには至っていないものの、かつてより相当広い範囲で議論されるようになったわけである。

目を転じて英米の世界を見ると、fiduciary の概念や法理がさまざまな場面でいっそう拡大して適用されていることがわかる。典型例は、オックスフォード大学出版会からその名も「Fiduciary law ハンドブック」なる書物（論文集）が刊行されたことである⁵。そこに集められた論文は、公法・私法のさまざまな領域に及んでおり、fiduciary duty の概念の広がりを感じさせる⁶。

さて、このように国の内外でfiduciary duty に対する関心が増加する中で、年金や投資資金の運用について、fiduciary duty と ESG 投資の関係という問題が注目を集めている。

ESG とは environmental, social and governance（環境問題、社会問題、組織のガバナンスのあり方に留意するという意味）の略語であり、単に、会社の取締役であれば株主の利益の最大化だけを考えるのではなく、それに伴い、会社の活動や投資が環境や社会問題やガバナンスのあり方にどのような影響を与えるかにも留意する考え方を指す。

このような新たな動向は、すでにわが国の少なくとも一部ではよく知られていることだと思われる。しかし、私個人にとっては必ずしもそうでなかった。本稿では、その契機となった 2015 年の報告書が 2019 年に改訂されたことにふれた上で、アメリカの論文を紹介し、ESG 投資と fiduciary duty の関係に関する最新の動向を見ることにする。

II PRI と UNEP FI による 2019 年最終報告書

21 世紀において、他人の財産を預かる者が fiduciary duty を果たす際に、年金運用者など機関投資家は、ESG 投資を考慮に入れるべきだとする議論が世界的に注目を集めている。その中心に、PRI（Principles for Responsible Investment, 国連責任投資原則）と UNEP FI（United Nations Environment Programme Finance Initiative, 国連環境計画金融イニシアチブ）がある⁷。

これらの国連関係機関は、2015 年に Fiduciary Duty in the 21st Century（邦訳「21 世紀の受託者責任」）を公表した⁸。2019 年にはそのフォローアップが作成された⁹。そこには、次のような記述がある（下線は筆者による）。

「本報告書は、このプロジェクトの最終報告書である。2015 年の報告書では、『投資によるすべての長期的な価値は ESG の配慮を含むものであり、それを考慮しないことは fiduciary duty を遵守するとはいえない』と述べたが、それを新たにしたものである。この点についてはその後相当な改善がなされたものの、多くの機関投資家はその投資決定に際し、いまだ ESG の配慮を十分にしない状況にあり、規制による明確化が必要となった。このような新たな fiduciary duty の解釈は、画期的とされる 2005 年の Freshfields Report に遡る¹⁰。この 2005 年の報告書は UNEP FI の資産管理ワーキンググループの委嘱による。

2005 年から 2015 年の期間には、fiduciary duty について目立った法の変化はなかった。

だが、過去数年の間には多くの発展があった。本報告書は、ESG への配慮が、いかにして投資運用の実務に含まれるようになってきたか、そして機関投資家にとってそれが規制や法的な要件として標準的なものとされることがいかに増加しているかを記述する。同時に、機関投資家にとって、依頼者や受益者のために、持続可能性を重視した運用が要求されるようになったこと、さらにそのような義務の履行がいかにして実現してきたかも述べる。最後に、まだこのような努力が必要な分野について指摘し、投資運用者の義務が時とともにどのようにしてさらに進化していくのかも述べることにする」¹¹。

要するに、2019 年の最終報告書では、各国の間で、ESG 投資の要件が標準化し、当然のこととなり、さらに法的な義務となることが増加しているというのである。

以上のような動向に関し、アメリカでは、伝統的な fiduciary duty は受益者だけの利益を優先するという原則であるとして、環境など社会的な配慮を考慮することが fiduciary の忠実義務に反しないかを議論してきた。次項で紹介する論文はその一例である。

Ⅲ 2 人のアメリカの教授による共同論文——要旨部分

ここで紹介するのは、ESG 投資と fiduciary duty との関係を論ずる Max M. Schanzenbach 教授（ノースウェスタン大学ロー・スクール教授）と Robert H. Sitkoff 教授（ハーバード大学ロー・スクール教授）の共著論文である¹²。その主張は、最初の論文要旨で明快に表現されている。まず、要旨を紹介し、さらに本文の内容について掘り下げて述べる。

【要旨】

「アメリカにおいて、年金や公益団体、さらに家族信託の受託者は、何兆ドルもの資産を運用し、その際に、信託法上、fiduciary duty に服する。近年、これら受託者に対し、投資運用の判断にあたり、ESG の要素を考慮すべきだとする圧力が増加している。ESG 投資は今や普通に見られるものになっているが、それでも相当数の受託者は、それが忠実義務に反するとして抵抗している。信託と信託法の下では、sole interest rule、すなわち受

益者の利益だけを唯一考慮すべきだとするルールがあり、受託者が自らの倫理観や第三者の利益を考慮して ESG の要素に配慮することは、忠実義務違反になるというのである。だが、逆に、一部の学者や投資専門家は、ESG 投資によって、リスクを調整したうえでの利益として、より優れた利益を受益者のために確保することが可能だと説く。さらに、ESG 投資は、受託者の注意義務¹³によって当然に義務づけられるとすら論ずる者もいる。

本論文は、このようにアメリカにおいて議論の分かれる現状のもとで、法と経済学によればこの問題がいかに分析できるかを論ずる。まず、collateral benefits ESG（受益者の利益以外の副次的利益に配慮する ESG）と risk-return ESG（受益者にとってのリスクとリターンを考慮する ESG）¹⁴という区分を設定して、後者の意味での ESG なら是認できるとし、それが可能となる条件は、次の2つの条件が満たされる場合だけだと主張する。

- ① ESG 投資が、リスクを調整したうえでのリターンを改善することにより、受益者に直接的な利益を与えると、受託者が合理的に判断すること
- ② ESG 投資の目的が、まさにこの直接的な受益者の利益を得ることだけにあること

本論文は続けて、何らかの法規制で、特定の投資戦略をとるよう強制することには明確に反対する。ESG 投資は、信託条項または受益者の許可の下で行われるべきであり、公益団体の場合にも、その公益目的において許される範囲でなされるべきである。

現在の理論と得られる証拠によれば、これら2つの条件を適切な状況では満たすことができるという点は承認せざるを得ない。だが、受託者に求められる注意義務が、ESG の要素を考慮することを受託者に義務づけるとか義務づけるべきだとする議論には反対する。また、ESG 投資と忠実義務の関係については、信託条項もしくは受益者によって ESG 投資が許可されている場合、または公益団体の目的と整合的であって、類推すればそのような収益配分が許される場合には忠実義務違反にならない。結論として、信託条項や受益者の許可や公益目的を踏まえた上で、ESG 投資と sole interest rule の調整を図ることは、規範的にも適切だといえる」。

この要旨には、2018年9月に公表されたドラフトと比べ¹⁵、変更された部分がある。たとえば、ESG 投資が認められる第1の条件として、ESG 投資により、受益者に直接的な利益があると受託者が「合理的に判断すること」とあるが、第1草稿では、「誠実に信

ずること」(believe in good faith)と表現されていた。受託者には、主観的な誠実さではなく、客観的に合理的な判断が求められるという趣旨の変更であろう。

ともかく、この要旨だけを見ても、アメリカでも注目されている2人の学者が、ESG投資の単純な支持者でないことがわかる。

第1に、前項で紹介した報告書が、ESG投資の義務づけが、規制上または法制上、増加する傾向にあると述べていたのに対し、本論文は、アメリカの受託者(受認者、信認義務を負う者)にとって、ESG投資は義務づけられるものではなく、一定の限られた条件の下でのみ許されるにすぎない。

第2に、それは何よりもアメリカの受託者がfiduciary dutyを負うためであり、その中核にあるsole interest rule(受益者の利益だけを唯一考慮すべきだとするルール)との調整が困難だからである。Fiduciary dutyには、大きく分けて、忠実義務と注意義務があり¹⁶、前者は、まさに受益者の利益を最優先させる義務であり、その結果、環境であれ、社会的な利益であれ何であれ、受益者以外の利益を考慮することを禁止する。後者は、委ねられた権限や財産の管理運用にあたり、合理的な注意を払うよう義務づける。

投資運用の局面では、前者は、受益者以外のものの利益を図ることを禁止する。後者は、実際の投資運用が適切に行われるよう十分な注意を払うことを義務づける。

本論文では、ESG投資が、受益者に直接的な利益を与える目的にあり、かつそれが合理的に見て可能だと判断される場合だけ、sole interest ruleに違反しないと説き、決して受託者に強制される(義務づけられる)ものではない点を強調する。

さらに、ESG投資が許されるのは、信託条項もしくは受益者が許可する場合か、公益団体であれば、その公益目的の範囲内として許される場合だという。

それでも「結論として、信託条項や受益者の許可や公益目的を踏まえた上で、ESG投資とsole interest ruleの調整を図ることは、規範的にも適切だといえる」と述べているのは、やはりアメリカでも、ESG投資への社会的圧力がいかに強いかを感じさせる。

ともかく、この論文の主張を次項以下でより丁寧に見る。

IV 2人のアメリカの教授による共同論文——本文

この論文は、序論、本論(3部に分かれる)、結論という構成になっている。以下、そ

それぞれの要点を記す。

1 序論

序論では、論文の課題が提示され、すでに要旨で紹介したように、課題に関する著者たちの解決案が述べられ、それを裏付けるための本文の構成が明らかにされる。

具体的には、次のように現状の問題点が指摘される。

①アメリカでは受託者が何兆ドルもの他人の資産を運用している¹⁷。彼らは受託者として fiduciary duty を負う。投資運用に関する fiduciary duty は、受益者のためにだけ行動するという忠実義務（duty of loyalty, sole interest rule）と、資産に対するリスクとリターンに配慮して分散投資を行ったポートフォリオを作り、信託の目的に照らして合理的に適切な運用を行う注意義務（duty of prudence）に分かれる。

②過去 10 年ほどの間、受託者の投資運用に際し、ESG への配慮をするよう求める動きが強まった。石炭など化石燃料関連の事業者、たばこ会社、武器製造会社などへの投資を控えるよう求める動きがその代表である。また、すでに述べたように、国連の下で PRI（国連責任投資原則）が定められ、それに賛同する学者や実務家は、むしろ fiduciary duty の一環として ESG への配慮が求められると論じた。

③しかしながら、相当数のアメリカの受託者は、あからさまに ESG への配慮することに抵抗している¹⁸。第三者への副次的利益を考慮することになって、受益者の利益だけを考えるという sole interest rule に反し、忠実義務違反になると恐れていることである。

このように議論が錯綜する中で、本論文は、両者の間で、法と経済学の立場からバランスのとれた主張（と自ら信ずるもの）を展開する。すでに述べたように、2つの条件を満たす限り、ESG 投資は fiduciary duty 違反にならないとする。2つの条件とは、第1に、ESG 投資が、リスクを調整したうえでのリターンを改善することになって、受益者に直接的な利益を与えると、受託者が合理的に判断すること、および第2に、ESG 投資の目的が、まさにこの直接的な受益者の利益を得ることだけにあること、である。これらの条件はいずれも受益者の利益を最優先するという条件づけをしているわけであるから、当然、両者に矛盾はなくなる。

ESG 投資に関する現在の理論や証拠によれば、適切な状況の下では、これら 2 つの条件を満たすことは十分可能である。ただし、ESG 投資がこれらの条件を満たさない場合でも、例外的にそのような投資が許される場合もある。この場合、その後定期的に投資戦略を見直し、状況の変化に応じて変更しなければならない。

さらに、PRI やその他の ESG 投資積極論者の意見には反対である。すなわち、受託者は ESG の要素を考慮に入れるのを義務づけられない。つまり、本論文は、ESG 投資を推進する現代の傾向¹⁹にも疑問を呈し、他方で、ESG 投資が必然的に忠実義務に反し fiduciary duty 違反になるとするワン・パターンへの反応にも与しないものである。

要するに、一定の条件づけをすれば、ESG 投資も fiduciary duty 違反にならないとする一方で、受託者に対し ESG 投資を義務づけることに反対する本論文の主張が、適切なバランスをとったものだというわけである。この後、本論文が提唱する解決策が必要とされる状況が、具体的に説明される。以下、列挙する。

イ) 29 兆ドルにもものぼる年金の運用を行う受託者が、連邦法上²⁰、ESG 投資をすることが認められるかについて、アメリカ労働省は、2015 年以降 3 度にわたって指針を示した。だが、アメリカ会計検査院 (GAO, Government Accountability Office) は、2018 年、さらに指針が必要だと述べた。2019 年にはトランプ大統領が、大統領令で労働省に対しこれまでの指針を再検討するよう命じた。つまりは、明確な指針が示されていない。

ロ) 2018 年、デラウェア州は、信託法を改正し、ESG 投資を明記した。これは 50 州で初めてのことだが、今のところ、唯一の州にとどまっている。

ハ) アメリカ以外に目を向けると、イギリスや EU でも、ESG 投資の問題を取り上げており、アメリカの規制当局とは異なる結論を示している。イギリスでは、年金規制当局が、法は ESG 投資を認めるに十分柔軟だと明言し、EU 当局は、さらに進んで ESG 投資を推奨する立場を示した。

ニ) PRI (国連責任投資原則) に賛同し、署名する世界の企業も増加している。本論文ではほぼ 2000 社と記しているが、2020 年 1 月 3 日時点で検索すると 2600 社を越える²¹。日本の企業も多数含まれる。しかも、ESG 投資に熱心な企業の格付けが公表されるようになり、S&P 500 ESG index も準備中である。Vanguard や BlackRock というような最も有名な投資会社も、企業の役員報酬から環境問題まで、ESG の要素を重視するように

なった²²。要するに現実の投資の世界では、ESG 投資はメイン・ストリーム（主流）となりつつある。

ホ）そもそも ESG 投資とは何か。厳密な定義はないが、投資先企業のガバナンス（企業統治）のあり方に着目すると同時に、当該企業の製品や行動の社会的影響や環境への影響に注目する投資を指す。その起源は 1980 年代の SRI（socially responsible investing）運動（特に南アフリカのアパルトヘイトへの反対運動）に遡り、その後の典型例が、化石燃料関連企業やたばこ会社をターゲットとする運動だった。

しかし、その当時から、sole interest rule を基本とする受託者の投資義務との理論的調整が課題だった。その後、当該企業のガバナンスにも着目し、risk-adjusted return（長期的なリスクを考慮に入れてリターンを改善を考える）という要素を加えて、この問題を解決するよう議論が発展した。化石燃料事業者に投資することが、訴訟リスクや規制リスクを過小評価しており、これらの企業への投資を控えることが投資家や受益者にとって直接の利益になると論じたのである。

以上のような認識の下で、本論文は、次のような解決案を提示する。

第 1 に、ESG 投資という概念を分析し、SRI からの系列のもの、すなわち道徳的・倫理的な配慮を優先し、第三者の利益を図るような ESG 投資を collateral benefits ESG（受益者以外の副次的利益を配慮する ESG 投資）と呼び、それに対し、受益者にとってのリスクとリターンを考慮するものを risk-return ESG とする区分を提唱した。後者だけが fiduciary duty に反しないとして、受託者が採用できる。

第 2 に、risk-return ESG については、理論的にも実証的な証拠によっても、より優れたリターンを受益者にもたらす場合があるとして推奨できる。ただし、このような ESG が常にそのような結果をもたらすとは必ずしもいえない。したがって、受託者としては、このような投資方針を採用して予想されるリターンが必要なコストを上回ると判断した分析を記録すると同時に、その後も定期的に投資結果についてレビューする必要がある。

第 3 に、実証的な根拠と規範的な理由の両方により、PRI やそれを支持する論者の説くような見解、すなわち risk-return ESG が受託者に義務づけられるとする見解には反対する。逆に、risk-return ESG を採用しないパッシブな投資を採用することが受託者には許される。それは十分に理論的・実証的な支持を得ている。皮肉なことに risk-return ESG

を正当化する理屈が、まったく同様にアンチ risk- return ESG を推奨することもあり得る。すなわち、risk- return ESG が盛んになって、高い ESG 企業が過大評価され、低い ESG 企業が過小評価されるようになると、低い ESG 企業への投資が合理的とされかねないからである。

最後に第 4 点として、collateral benefits ESG が許される例外もある。それは、公益信託や家族信託の受託者の場合であり、年金信託の受託者では例外は認められない。年金信託については、アメリカでは連邦法（ERISA）によって規制されており、そこでは sole interest rule が義務づけられている（強行規定である）。しかし、家族信託の場合、委託者が定めた信託条項での指示や受益者の同意があるなら、受益者以外の第三者の利益を図る投資方針をとることも当然許される。公益信託の受託者の場合は、公益目的の解釈の範囲内であれば、そもそも ESG 投資は第三者の利益を図ることにならない。さらに公益法人の場合は、より柔軟に解釈された忠実義務（a more liberal “best” interest loyalty rule）に服するとされており、第三者の利益を図ることが許される場合がより広い。

本論文の結論としては、fiduciary duty を尊重して、それを、ある場合は強行法規とし、ある場合には原則的ルールとするアメリカ法の伝統は、健全な法政策に基づいている。ESG 投資を、fiduciary duty の伝統に対する特別な例外とすることは安易にはできない。

2 本論の 1

本論は 3 つの部分に分かれる。最初の部分は、SRI から ESG 投資への変化の歴史を簡単にたどるとともに、collateral benefits ESG（受益者の利益以外の副次的利益に配慮する ESG）と risk-return ESG（受益者にとってのリスクとリターンを考慮する ESG）とを明確に区分する必要があると強調する。

アメリカでは、18 世紀から、事業者が他者を害するような形で利益を追求することに対し異論が唱えられた。当時問題とされたのは、酒と奴隷制である。1928 年には、SRI ファンド（社会的責任投資ファンド）としてパイオニア・ファンドも設定された。その後大きな社会的関心を呼んだのは、1970 年代のベトナム戦争後、南アフリカ共和国でのアパルトヘイト（人種差別）が国際問題となり、アメリカでは、南アフリカの事業への投資を引き上げるべきだとの議論が盛んになった。その際、ラングバインとボズナーというアメリカ

カを代表する学者が、共同論文で、南アフリカの事業から投資を引き上げるのは、fiduciary duty 違反になると主張した²³。すでに何度も述べているように、fiduciary duty は、注意義務と忠実義務に大別される。南アフリカ問題では、まず、南アフリカ共和国の事業者を完全に排除して投資することが、経済的には合理的な分散投資を困難にし、投資に関する注意義務に反するという議論がなされた。そこで、完全に投資を引き上げるのではなく、人種差別をしていない企業を選別して投資するなどの対応をする投資家もあった。その後、20世紀末には、はっきりと SRI ファンドと銘柄打つファンドが増加した。

21世紀になって、ワールドコムやエンロンが破綻し、さらにリーマン・ショックが起る中で、投資先企業の G（ガバナンス）のあり方にこれまで以上に注目しなければならないとする考えを投資家をもつようになった。これにより SRI から ESG への変化が生じた。同時に、投資先企業のガバナンスに着目することは、事業のあり方を検討することであり、社会的責任を果たさないような企業は、今後十分起りうる訴訟や規制のリスクを抱えており、それを含めて、リスクとリターンを考慮することが、投資家（受益者）の利益を図ることになるとの議論に発展した。要するに、受益者の利益を図るための fiduciary duty と、ESG 投資が、相反するものではなく、両者をウィン・ウィンでつなげることができるという議論が生まれた。

ただし、本論文では、それが曖昧な要素を含むと明言し、あくまでも受益者本位の ESG（risk-return ESG）と SRI の流れをくむ collateral benefits ESG とを明確に区別すべきだという点を提唱する。

3 本論の 2

本論の第 2 の部分は、現代の ESG 投資が、fiduciary duty のうち、忠実義務に反しないかを論ずる。

アメリカでは、fiduciary とされる者の対象が広く、たとえば会社の取締役も信託の受託者も fiduciary である。だが、同様に忠実義務に服するといっても、後者には厳格な sole interest rule（受益者の利益だけを考慮する義務）が適用されるのに対し、前者には best interest rule が適用される。Sole interest rule の下では、原則として自己取引は禁止されるから、当該取引が信託にとって有利な場合ですら、受託者はそのような取引をして

はならない。しかし、best interest rule の下では、公正な価格と公正な取引であれば、利益相反取引でも認められる。したがって、公益団体が法人形態をとる場合、公益法人の理事には、通常の子会社の取締役と同様に、後者のルールが適用される²⁴。

このような違いは、それぞれの信認関係の性格や当事者の関係による。Sole interest rule が適用されるのは、利益相反取引が受益者にとって有利な内容になることが通常ありそうもない関係であり、しかも受益者による監視が難しいケースである。このような場合の典型が信託であるとして、信託法リステイトメントは、原則禁止のルールで対処すると明記している²⁵。

これに対し、best interest rule が適用されるのは、利益相反取引であっても、禁止するのではなく、一定の規制の下で認めた方が受益者のためにもなることが少なくない関係である。これは、専門家であると同時にその個人的利益も追求するような立場にあることがわかっていてなお資産や権限を委ねる場合であり、その場合には、禁止ルールではなく、公正な取引であるか否かを事後的に裁判所で判断するスキームが適切だとされる。

さらに sole interest rule が何らかの正当化理由によって適用されない場合でも、その場合は best interest rule が適用される。受託者が行う取引は、公正な取引であるべきであり、受益者にとって少なくとも best interest を追求すべきことは当然だからである。

本論文は、以上の点を前提に、年金信託、家族信託、公益信託（公益法人）のそれぞれの場面で、ESG 投資がそれぞれの受託者の忠実義務に反するか否かを検討する。

【年金受託者の場合】

第1に、年金信託については、既述のように、アメリカでは1974年にERISAという連邦法が制定された。しかも、この法律では、受託者ばかりでなく年金の運用に関わる広い範囲の当事者を fiduciary としたうえで、fiduciary duty も強行規定として、年金加入者や退職者（労働者）の保護を図った。したがって、本論文も、年金の fiduciary については、忠実義務として、受益者の経済的利益だけを考慮せよとする sole interest rule が厳格に適用されるとし、連邦最高裁もその立場をとる²⁶。

したがって、collateral benefits ESG という意味での ESG 投資は許されない²⁷。ただし、risk-return ESG は、ERISA 法の下でも認めることができる。あくまでも受益者（この場合、主として退職労働者）の経済的利益を追求した結果、社会や環境に悪影響を及ぼす事業者

への投資運用を控えたとしても、それは許されるということである。

この場合、年金受託者の動機が問題となる。2つの ESG に区別がつけられるかという疑問または反論に対して本論文は、受託者には、当該投資運用による risk-return の分析を示す必要があり、さらにその後も運用の成果を示さなければならないので、risk-return ESG であることの立証は可能だとする。

最後に、仮に2つの投資運用案があり、いずれも同じリターンが見込める場合、ESG の要素を tie-breaker (引き分けの場合にどちらを選択するかを決めるルール) として利用することができるか否かという問題については、受益者以外の他の利益を考えることはできないという原則を遵守すべきであり、その場合にも ESG 要素は考慮すべきでないとする。

これらの議論の下で、現在までのアメリカ労働省のガイダンスを評価すると、概ね適切な指針だとするが、一点だけ、tie-breaker としての利用を認める点で誤りだとする。

【家族信託の受託者の場合】

アメリカでは、この半世紀の間に、estate planning (相続による財産承継のためのプランニング) の中心が遺言から信託に変わった²⁸。生前撤回信託または家族信託と呼ばれる信託を適切に設定すれば、後見制度の代替方法になるとともに、相続の際にも相続紛争を恐れることなく、被相続人が思うように遺産の配分方法を定めることができるようになる。そこで近年、家族信託を設定する例が増加した。それとともに家族信託の受託者が、どのようにして信託財産の管理運用をするかという問題の重要性も増した。信託法リステイトメントにいう prudent investor rule (合理的な投資家のルール) は²⁹、本来、家族信託 (日本でいう民事信託) のためのルールであり、家族信託の受託者が銀行の信託部門であれ、家族の一員であれ共通して適用される原則である。

本論文は、このような背景の下で、家族信託の受託者が、ESG 投資を考慮してよいか否かを論じている。

まず大原則である sole interest rule は、家族信託の受託者にも当然適用される。本論文では、アメリカでは有名な 1977 年のロスコ事件を紹介する³⁰。マーク・ロスコ (Mark Rothko) という著名な現代絵画の画家が死亡し、遺産の管理処分が行われた。被相続人の指名による 3 人の遺言執行者が残された絵画をあるギャラリーに売却した。ところが、

後に、これら遺言執行者の1名は、このギャラリーの関係者（役員）であり、別の遺言執行者も、画家としてギャラリーの歓心を買う動機のあることがわかった。裁判所は、忠実義務違反を認定し、絵画の将来の価値上昇分を含めて大きな金額の損害賠償を命じた。本件での fiduciary は、自己の利益を追求しているものだ、この理屈は、それが他者の利益であり、しかも善意でかつ賞賛すべき動機である場合であっても同様だと、本論文は強調する³¹。

ただし、家族信託については、ERISA の適用される年金受託者とは異なる点がある。先に述べたように、年金受託者に適用される fiduciary duty は強行規定であって、collateral benefits ESG は絶対に許されない。わずかにそれが risk-return ESG だとして正当化される場合だけ許される。

それに対し、家族信託の場合は、fiduciary duty も原則規定（任意規定）であり、委託者の指示がある場合と、受益者が同意している場合には、例外が認められる。ただし、本論文は、このような例外が簡単に認められるかといえそうではないとする。

第1に、年金受託者が受益者の「経済的利益」の最大化を追求するという意味での忠実義務を負うのに対し、家族信託では、受益者の経済的利益だけでなく、信託条項によって、受益者の「非経済的利益」を追求することも認められていれば、それによって collateral benefits ESG が可能になりそうである。たとえば、E（環境）に配慮した投資運用をすることは、受益者も地球に生きている限り、受益者の利益ともいえそうである。しかし、本論文は、そのような理屈で ESG 投資を行う道は狭いと論ずる。まず、受益者の利益だけを考えるという忠実義務を受託者がこのような言い訳で簡単に潜脱するのは権限乱用であること。次に、環境への配慮といっても、通常、家族信託の投資運用程度では、投資先に大きな影響を及ぼすことはないので、結局、受益者の直接的利益になるとはいえない³²。

第2に、委託者の指示、すなわち信託条項による忠実義務の緩和には、受託者に対し、他者の利益（すなわち本稿の文脈では ESG の考慮）も許されるとするものと、それを考慮しなければならないと明確に指示するものがある。

前者について、これまでの判例法では、たとえそれが許されるとされていても、受託者には、適切な分散投資を行う注意義務があり、それが ESG 投資の結果、それが不十分で受益者の利益に重大な悪影響を及ぼすようだと、受託者は責任を問われる³³。

後者については、これまでの判例では、分散投資を否定する信託条項によって受益者の

利益が大きく阻害される場合、受託者は、裁判所に申し立てを行い、信託条項からの逸脱（deviation）を求める責任があるとする。同じことが、ESG 投資についてもいえるはずだと本論文は指摘する。

ただし、これまでの判例法ではなく、デラウェア州のように、立法で受託者に対し ESG 投資を許すと明記した場合、その条文を字義通りに受け取れば、受託者は、自らへの責任追及を恐れることなく ESG 投資を組み入れることができる。

第3に、信託条項（委託者）ではなく、受益者が許した場合も、例外的に ESG 投資が認められる。家族信託が受益者のためのものである以上、その受益者が認めるなら、問題はないはずである。信託法リステイトメントもそれを認める³⁴。

しかしながら、この例外も、実際にそれが適用されるのは容易でないと、本論文はいう。

まず、受益者の同意は、インフォームド・コンセントでなければならないから、十分な情報を得て、受益者が十分理解した上での同意である必要がある。次に、アメリカの家族信託では、通常、受益者は複数であり、かつ世代を超えた受益者（場合によっては未成年やまだ生まれていない受益者もありうる）が存在する。受益者の同意とは、これら全員の同意でなければならない。さらにいえば、いったん同意が得られても、それが未来永劫続くわけではない。一定の長期間、ESG 投資が続いた場合に、その間ずっと受益者の許可ありといえるかには不確定性が伴う。

このように述べて、本論文は、確かに家族信託の場合、忠実義務を含む fiduciary duty は任意規定であり、委託者または受益者によって、別個の定めが可能であり、それによって ESG 投資も可能だとする原則論は述べながらも、受託者は、それにも一定の限界があり、かつ実際上の困難を考える必要があるとする。

【公益団体の場合】

最後に本論文は、公益団体による投資運用と忠実義務の問題を検討する。そして、結論からいえば、このケースでは ESG 投資をするのが比較的容易だとする。

その理由の第1は、公益法人にせよ公益信託にせよ、特定の受益者はおらず、むしろ特定の公益目的のために行動することが求められていること、そのため、sole interest rule のように受益者の経済的利益だけを追求せよという要求がないこと、さらに定められた公益の範囲に ESG 投資が入るようであれば、受託者は collateral benefits ではなく、まさに

charitable purpose（公益目的）のために ESG 投資をすることが可能になるからである³⁵。

第2の理由は、アメリカでも公益団体のスキームとして、法人形式（公益法人）をとる場合が多く、法人については、そもそも sole interest rule ではなく、best interest rule が適用されるからである。このルールの下では、「混合した動機」（mixed motives）に基づいて受託者が行動することが許され、その投資や配分が、当該法人の公益目的に照らして公正に行われていることが確保される限り、適切だと認められる。

したがって、シエラ・クラブが環境に配慮する活動を行うのは当然であることはもちろんとして、スタンフォード大学が、その資産の投資運用として、化石燃料関連会社への投資はしないと宣言しても、すぐ後に取り上げる適切な分散投資義務（注意義務）に明確に違反しない限り、正当な行動だとされる。

4 本論の3

本論の第3の部分は、現代の ESG 投資が、fiduciary duty のうちの注意義務に反しないかを論ずる。

本論の2で述べたように、忠実義務によって collateral benefits ESG は禁止されるが、risk-return ESG は許される。しかし、受託者の行動には、もう1つの注意義務がかかる。しかも、この点では、年金信託であれ家族信託であれ、さらに公益団体の管理者にも同様の注意義務が適用される。注意義務の基準は、同様の状況にある合理的な人が、どのように行動するかであり、客観基準で評価される。これは不法行為責任を問う場合と同様である。ただ不法行為では「注意義務」（duty of care）と呼ぶのが普通だが、信託では duty of prudence と呼ぶことが多い。しかし、両者に違いはないので、ここではこれも注意義務とする。

会社法では、business judgment rule（経営判断の原則）と呼ばれるルールがあり、取締役会の判断について裁判所は介入するのを控えるが、信託については、受託者の行動について裁判所は積極的に介入する。投資判断についても、このような介入を行う際の注意義務の基準を定めるのが、いわゆる prudent investor rule（合理的な投資家のルール）である。prudent という言葉は、かつては「慎重な」と訳されてきたが、先に述べたように、その意味は「合理的な」（reasonable）と同じ意味であるので、「合理的な」と訳するのが適

切になった³⁶。このような意味での注意義務と、ESG投資の関係が問題となる。

本論文は、まず prudent investor rule の意義を確認し、次に、ESG投資が主観的判断を伴わざるを得ない点を指摘し、さらに ESG投資が対象となる企業価値にどのような影響を及ぼすかを検討し、active investing や active shareholding というようないわゆるアクティブ運用を評価する。結論としては、risk-return ESG と投資運用に関する注意義務の関係において、risk-return ESG は注意義務を満たす場合もあるが、必ずしも常にそうだとはいえず注意義務違反になる場合もあるということである。したがって、PRI など国連が提唱するように ESG投資が常に受託者の義務となるということは決してない。

【Prudent investor rule とは】

Prudent investor rule とは、アメリカでそれまでの受託者による信託財産の投資運用に不合理な縛りをかけてきたことを批判し、現代の投資経済学に基づく modern portfolio theory（現代ポートフォリオ理論）によって、当該信託の目的に従い、合理的なリスクとリターンを考慮して運用を図ることを可能にしたルールである。したがって、受益者にとってのリスクとリターンを考慮する risk-return ESG とは方向性を一にする。問題は、prudent investor rule が有する以下のような特色を、risk-return ESG が満たすことができるか否かである。

① Prudent investor rule では、投資運用による総合的なリターンが重視されるのであり、個別の部分的投資がリスクの高いものであっても、全体的な投資としての合理性があればよしとする。

② 分散投資が原則となる。そのうえでアクティブ運用が可能とされる。

③ その戦略を立てるには、調査研究など一定のコストがかかるから、受託者はそのコストに見合うリターンを生み出すよう努めねばならない。

これらの要素に対し、risk-return ESG投資は、投資先の選択の幅を狭める効果を伴うこと、ESG投資の効果を見極めるためのコストが大きくかかるようだと、それにリターンが見合わない可能性があること、さらに、prudent investor rule は、継続的に投資のリスクとリターンの評価や再評価を求めるので、ESG投資がそれに耐えられるかなどの問

題がある。

【ESG 投資判断の困難】

ESG 投資の側にも、それが適切な投資であることを求める prudent investor rule を遵守する点で、困難な要素がある。

まず、ESG 投資とは何かについて、おおざっぱな意味でコンセンサス（共通理解）はあると思われるが、実践の場で具体的な問題になるといくつも問題が出てくる。

たとえば、E と S と G という要素のどこを重視するか、ある企業（投資先の対象）が環境に配慮した製品を作っている、労働者を搾取していることもありうる。同様に、会社のガバナンスはきわめて脆弱ということも。さらに ESG に優れた企業であるという評価も、いくつかの評価機関でばらばらであり、どれに依拠すべきかが問題となる。

要するに、ESG 投資の中味を評価することは、相当に強い主観的判断という要素を伴わざるを得ず、それが客観的な基準でのルールであるとする prudent investor rule に抵触する可能性もあるということである。

【ESG 投資と企業価値】

ESG 投資は、ESG 要素を重視する企業の企業価値が高いことを前提にする。果たしてそうか。

まず、G（ガバナンスのあり方）が企業価値との間で有意な関連性をもつとする研究や調査は数多く存在する。ただし、実際には、画一的に1つのGがすべての企業に効果的だということではなく、さまざまな文脈によって、適切なGのあり方が決まるとされる。容易に客観的な基準が定まるとはいえない。

E（環境）とS（社会的要因）は、Gに比べて企業価値に直結するとは言い難いが、それでも2つの点で、企業価値に影響を与えらる。とはいえる。

第1に、これらの要素を考慮することは、これらの側面での規制や訴訟のリスクを顕在化させ、より正確な企業価値の判断をもたらす可能性がある。第2に、EやSの考慮をすることが当該企業のG（ガバナンス）のよしあしを判定する代理の指標となる場合がある。実証研究において、EやSを重視する企業の方が、軽視する企業より収益が大きいとするものもある。企業の評判（goodwill）も高まる。

しかし、このような結果がすべてに受け入れられているわけではない。ESG を重視する企業は実は株主の利益を犠牲にしているという反論があり、規制のリスクはこれらの企業にも同様にあるはずだと論ずるものがある。

【ESG 投資のあり方—アクティブ運用】

ESG 投資において、ESG を重視する企業を中心に投資運用する方法がある。これは、ESG 重視企業が、市場において過小評価されており、それに投資することで十分な収益が見込めるという前提に立つ。さらに、ESG に反する企業には重大な tail-risk（たとえば、原子力発電所のメルトダウンや大規模な油濁汚染など）があり、ESG 重視の投資は比較的その点でも安全だとする。

具体的な ESG 要素を考慮したアクティブ運用としては、screens（ESG 要素を勘案して、それが低い企業を遮断する negative screen と、それが高い企業を選別する positive screen）と、stock picking（特定の株式に集中投資するもの）がある。

このうちスクリーン（遮断戦略）には、それが当初成功しても、市場においてその戦略が広まれば、結局、対象企業の市場価値が変化して想定したような収益が上げられなくなるという問題がある。ESG を重視して市場で過小評価されている特定の企業に集中投資することで収益を上げる戦略には、いくつもの注意点がある。まず、公開市場でこのようなアクティブ運用によって収益を上げ続けるのは至難の業であること、リスクを調整した運用も厳密な科学ではありえないこと、アクティブ運用にはそれに伴うコストが高くなりがちであること、たとえ当初はうまくいっても市場では他の競合者が現れて高い収益を得ることが難しくなるはずであること、などの問題点がある。

しかも、このようなアクティブ運用によって収益を上げようとする議論は、場合によっては、ESG 要素を軽視する企業への投資にも、まったく同様に当てはまる。すなわち、それらの企業の価値が多く投資家によって低く評価され、過小評価の状況になれば、それらの企業へのアクティブ運用が大きな収益を生むことも考えられる。

【ESG 投資のあり方—アクティブな株式保有³⁷⁾】

ESG 投資のあり方として、対象企業に有力株主として影響力を発揮しようとする手段がある。特に、有力な機関投資家が、G（ガバナンス）の側面で、会社組織のあり方に注

文を付けたり、役員報酬に疑問を呈するなどして、経営のあり方に提言することが増えた。その際に、E（環境）やS（社会問題）の要素について注文を付けることも十分に考えられる。

ただこの方法にも問題がないわけではない。まず、このような手法を取ることに一定のコストがかかるのに、それによる利益は、何もしない株主にも及ぶ。いわゆるフリーライド問題が生ずる。さらに、もっと基本的なこととしては、会社の原則は「所有と経営の分離」であるが、それに真っ向から抵触する話にもなる。株主の方が経営に優れているなら、所有と経営の分離は不要である。株主による経営参加が、常に会社の価値を上昇させるとは限らない。

以上のように考察すると、受託者の注意義務からしても、必ず ESG 投資を義務付けるような議論には賛成できないことになる。ESG 投資と fiduciary duty の関係は、あくまでもそれが受益者に適切なリターンを生むという条件の下で、受託者の判断により採用するものであって、採用の際には、受託者には fiduciary duty を遵守する点で慎重さが求められるというものである。

5 結論

以上のような議論を積み重ねたうえで、本論文は、すでに何度か繰り返した結論に至る。すなわち、年金信託、家族信託、公益団体の受託者について、第1に、ESG 投資は、他のアクティブ運用を行う機関投資家と同様に、その採用を認めることができる。第2に、collateral ESG については、年金の場合は ERISA という連邦法により、忠実義務に反するとして強行法的に禁止され、公益信託や家族信託についても原則としては禁止される。

V 結び

本論稿では、有力なアメリカの2人の法学者による共同論文を紹介した。その内容は、現在、大きな流れとなっている ESG 投資への動き³⁸に、一定の歯止めをかけるものだった。しかも、それがこれまで受託者責任と呼ばれて称揚されてきた受託者の義務、fiduciary

duty に基本的に反するというものだった。忠実義務はもちろんだが、投資に関する注意義務からしても、受託者にとって、ESG 投資を奨励する現在の動向に警戒すべしという議論である。

その調整を図る道具が、risk-return ESG という考え方であるが、これについてもその活用が必ずしも容易ではないことをこの論文は示している。

おそらく、この課題は、各人が各人の利益だけを追求すると、全体としては利益にならず、結果的に各人にもそのつけが回るというパラドックスの一例である。ここでは受託者が受益者の利益だけを追求するということで、受託者自身の利益となっていないものの、ESG の要素への対処を他者に委ねれば、その改善についてフリー・ライド（ただ乗り）となる。すべての受託者がそう考えると、誰も ESG 投資を行わず、ESG の改善がなくなりすべての人の不利益となる。

たとえば、異常気象による被害が世界中に顕在化している現在、E（環境）という要素についても、本当に個々の利益を追求しているだけで大丈夫なのかと不安になるのは私だけではあるまい。社会の基盤がなくなれば、資本主義も社会主義もない。資本主義を代表するアメリカにおいても、その資本主義が存立する基盤の問題として、これまでの考え方に囚われていていいのかという疑問が生ずる。

[注]

- 1 たとえば参照。厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて(通知)(平成9年4月2日)(年発第2548号)(都道府県知事あて厚生省年金局長通知)。そこでは、「英米における「受託者責任」に関するルールのように、資産運用関係者の役割及び責任を明確化、具体化したルールの確立を図る必要がある」と明記された。ここでいう受託者責任とは、fiduciary dutyを指す。
- 2 「日本再興戦略 2016」https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/2016_zentaihombun.pdf
- 3 「日本再興戦略 2016」154頁。なお、二上季代司「顧客本位の業務運営に関する原則」証研レポート1701号(2017年4月)も参照されたい。
- 4 特にアメリカでは、財産や権限を委ねられる人はすべて fiduciary であるから、信託の受託者から始まり、代理人、後見人、弁護士、医師、会社の取締役、会社の従業員、破産管財人、相続の遺言執行者、公務員など、あなたも私も誰もが何らかの意味で fiduciary といえる。樋口範雄『フィデューシャリー [信託] の時代』(有斐閣・1999)。なおこの本は絶版となっていたが、トラスト未来フォーラムのご厚意により、<http://trust-mf.or.jp/books/indexBooks.html> に載せていただくことになった。深く感謝する。
- 5 Evan J. Criddle, Paul B. Miller & Robert H. Sitkoff eds., *The Oxford Handbook of Fiduciary Law* (Oxford U. Press, 2019).
- 6 たとえばAI事業者や情報事業者の責任の基礎づけとして fiduciary duty が利用される。樋口範雄「AI、ロボット、医療、そして法」武蔵野法学第11号81-120頁(2019)。
- 7 たとえば参照、伊藤正晴「受託者責任を満たすには ESG 要因の考慮が必須か～ ESG 投資と 21 世紀の受託者責任～」(大和総研レポート、https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20171201_012495.pdf)、森恵美「ESG 投資についての一考察」中央大学法学研究年報47号3頁(2018)。
- 8 https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century.pdf で見るができる。邦訳は https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century_jp.pdf
- 9 参照、<https://www.unepfi.org/publications/investment-publications/fiduciary-duty-in-the-21st-century-final-report/>
- 10 UNEP Finance Initiative, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment* 13 (2005) (“Freshfields Report”).
- 11 Id. at 2.
- 12 Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, Draft of April 16, 2019 72 *Stanford Law Review* 381 (2020). なおこの2人は、*The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis*, 14 *Journal of Empirical Legal Studies* 129 (2017) という共同論文も公表している。
- 13 わが国では、注意義務よりも善管注意義務と訳す方がわかりやすいかもしれない。英語では、通常、duty of care が注意義務だが、本論文では duty of prudence とあるので、いっそう善管注意義務と

するのが適訳にも見える（もっとも、両者は英語では同じ意味である）。しかし、日本でも2006年改正後の現行信託法では、29条が注意義務を規定し、30条以下で忠実義務を定めて、アメリカにおけるようにこの2つの義務を明確に区別した。ただ日本の民法では、民法644条「受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う」による受任者の義務を善管注意義務と呼んで、これに忠実義務を含ませている。644条は「注意義務」と題されているにもかかわらず。

- 14 リスクとリターンを考慮するのは投資判断では当然のことであるが、ここでの意味は、ESG要素を考慮することで、投資の対象となる企業が、たとえば環境被害をもたらして将来大きな訴訟の対象となるようなリスクを含めて考えることを意味する。それによって、ESG投資は、受益者にとっての真の利益を考えることになる。「リスクを調整した」という意味も、ESG要素を考慮してリスクを調整するという意味である。
- 15 2018年9月の第1草稿は、次のような形で公表された。THE LAW AND ECONOMICS OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE INVESTING BY A FIDUCIARY, Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, Discussion Paper No. 971 09/2018, [http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/The Social Science Research Network Electronic Paper Collection](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/The_Social_Science_Research_Network_Electronic_Paper_Collection): <https://ssrn.com/abstract=3244665> アメリカでは、従来から、論文の草稿をしかるべき研究者に送ってあらかじめ批判を仰ぎ、改善して最終版を公表することが行われてきたが、現在では、このSSRNによって、より容易にかつ広範にそのようなことが行われる。
- 16 Fiduciary duty の意義については、たとえば樋口範雄『入門 信託と信託法』第6章以下（第2版・弘文堂・2014）参照。
- 17 このうち年金ファンドが預かる資産は2018年時点で29.2兆ドル（1ドル100円として日本円で約3000兆円）にもものぼる。本論文の注1参照。日本の公的年金の積立金は160兆円あまりとされているので、はるかに大きな数字である。なお、アメリカの数字には個人年金勘定も含まれると思われるが、大半を占める年金とは企業年金であり、しかも私的年金である（日本のように厚生年金と呼ばれて公的年金とはされていない）。これについては、樋口範雄『アメリカ高齢者法』168頁（弘文堂・2019）。
- 18 論文注4では、アメリカの22%の専門的投資家が、ESGに配慮することがfiduciary duty違反になるおそれがあり、ESG投資に躊躇しているという調査結果が引用されている。なお、原文ではmanyとあるが、このように英語でのmanyは日本語で「多くの」という語感とはやや異なり、「相当数の」という意味である。はっきり過半数という意味では、mostが用いられる。研究会席上での溜箭教授の教示による。Manyといえは「多くの」と単純に考えてきた点を反省した。
- 19 zeitgeist（時代精神）というドイツ語がわざわざ使われている。
- 20 アメリカでは、企業年金の適切な運用を確保するため、ERISA（Employee Retirement Income Security Act）という連邦法が1974年に制定された。この法律に基づく連邦政府の規制は、Department of Labor（DOL、労働省）が行っている。参照、高橋脩一・松井孝太・樋口範雄「ERISAをめぐる最近の状況」信託法研究41号119頁（2016）。

- 21 <https://www.unpri.org/signatories/signatory-directory> 参照。
- 22 たとえば「ブラックロック、気候変動問題を7兆ドル投資戦略の中心に位置付け」2020/1/15(水) 1:49 配信 Bloomberg。 <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2020-01-14/Q43OWNDWX2PT01>
- 23 John H. Langbein & Richard A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 Mich. L. Rev. 72 (1980).
- 24 Julian Velasco, Fiduciary Principles in Corporate Law, in The Oxford Handbook of Fiduciary, 前掲注5の書物が参照文献として示されている。
- 25 Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. b (Am. Law Inst. 2007).
- 26 Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer, 134 S.Ct. 2459 (2014).
- 27 もっともイギリスでは、年金受託者が受益者の経済的利益以外を考慮して投資運用することも許されるとして、アメリカとは異なる立場がとられているという。Melanie L. Fein, Social Investing in the United Kingdom (ESG), at 2, <https://ssrn.com/abstract=3091922> (quoting The Pensions Regulator, A Guide to Investment Governance (U.K.), July 2016).
- 28 アメリカの相続のあり方については、樋口範雄『アメリカ高齢者法』208頁(弘文堂・2019)。
- 29 Prudent investor ruleの意義については、前掲注2、樋口範雄『フィデューシャリー [信託] の時代』(有斐閣・1999)、樋口『入門 信託と信託法』(第2版・弘文堂・2014)、樋口範雄・神作裕之編著『現代の信託法—アメリカと日本』(弘文堂・2018)参照。
- 30 In re Rothko, 372 N.E.2d 291 (N.Y. 1977)。ただし、この事件は、受託者ではなく遺言執行者の忠実義務違反行為が問題となった。もっとも、遺言執行者も fiduciary であることはアメリカでは当然視されており、fiduciary dutyを負う者である点に違いはない。
- 31 最新の信託法リステイトメントも同旨である。Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt. c (Am. Law Inst. 2007)。
- 32 このような議論には、「千里の道も一歩から」とか、1つ1つの家族信託がこのような配慮をすることで、大きな力になるという反論もできる。さらに信託条項で受益者の「非経済的利益」の追求も許すと抽象的に書かれることは少ないと思われる。たとえば、より明確に「化石燃料関連企業への投資は禁ずる。それが受益者のためになると信ずる」と書かれていれば、受託者としては、その指示に従うことに問題ないように見える。もっとも、本論文はこのような反論にも問題があるとする。この後の記述を参照されたい。
- 33 参照、樋口範雄「信託法の任意性の意義——米国のプルードント・インヴェスター・ルールの実際の機能」前田庸先生喜寿記念論文集『企業法の変遷』375頁(有斐閣・2009)(特定の株式を保有するよう指示する信託条項の下でも、それが受益者の利益にならない場合、受託者は分散投資義務を負うとする判例の傾向を紹介している)。
- 34 Restatement (Third) of Trusts § 97 cmt. b (Am. Law Inst. 2012)。
- 35 さらに、公益目的の解釈原理として有名な cy pres 法理でも、近年は公益目的を柔軟に解釈する傾向が認められ、できるだけ広く公益信託を存続させようとしている。これについては、樋口範雄『アメリカ信託法ノート I』(弘文堂・2000)。

- 36 かつての prudent man rule では、受託者は、信託財産の安全だけを旨として、投機的な運用はできないと観念されていた。その時代は「慎重な」と訳するのが適切だったかもしれないが、現在の prudent investor rule は、「合理的な投資家のルール」と訳すべきである。
- 37 この手法を stewardship と呼ぶ者もいる、と本論文は述べる。
- 38 たとえば、参照「21 世紀の受託者責任を語ろう（シグナル）」編集委員 小平龍四郎 2020/1/26 6:00 日本経済新聞 電子版。そこには「(2020 年 1 月に開催された) 世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）の様々な討論会では ESG（環境、社会、ガバナンス）が折にふれ言及された。ある日本の公的年金の投資責任者によると「8 回の登壇要請はすべて ESG とスチュワードシップがテーマだった」そうだ」とある。

米国証券法における「有価証券」及び
EU 資本市場法における「流通証券」
——信託受益権の金商法上の取扱いの
検討に向けた準備作業——

神 作 裕 之

目 次

- I はじめに
- II 日本法の状況
 - 1 仮想通貨の定義と仮想通貨交換業規制の導入
 - 2 ICO の規制
- III 暗号資産と ICO
 - 1 ビットコインの仕組みと特徴
 - 2 トークン
 - 3 ICO
- IV 米国における ICO トークンの有価証券該当性
 - 1 ハウイ・テスト
 - 2 SEC によるハウイ・テストの ICO トークンへの適用
- V EU における ICO トークンの「流通証券」該当性
 - 1 規制の枠組み
 - 2 流通証券の意義と ICO トークンの流通証券該当性
- VI 日本法への示唆

I はじめに

本稿は、証券規制の適用範囲を画する重要な概念である「有価証券」概念について検討する準備作業として、米国証券法における「有価証券 (securities)」及び EU 資本市場法における「流通証券 (transferable securities)」の意義について概観する。

日本では、平成 18 年改正証券取引法（法律の名称も金融商品取引法に改められた。以下「平成 18 年金商法」という）により、信託受益権一般が第二項有価証券として、株券・社債券・投資信託受益証券・国債券などの第一項有価証券に比して緩やかな規制ではあるものの、金商法の適用を受けることになった。他方、信託の引受けを業とする者に対しては信託業法が適用される。そのため、日本では、機能的な視点から規制を横断化するために金融商品取引業者に係る金商法上の規定の一部を信託業法において特定信託契約の締結について準用するなどしているが、両者の適用範囲について未調整であると考えられる部分が残っている。そもそも、信託受益権一般を第二項有価証券とする平成 18 年金商法の取扱い自身を見直すべきであるとする立法論的な主張もなされている。

そこで本稿は、現在、その法的取扱いをめぐる活発に議論されている ICO トークンを例にとり、それらが米国法においては「有価証券」に、EU 法において「流通証券」に該当するかどうかに係る議論と実務を概観し、どのような類型化がなされどのような要素が考慮されているかを通じて、日本法における「有価証券」のあり方への示唆を得ようとするものである。日本では、ICO トークンに対して金商法を適用するのは解釈論としては困難であるという前提の下、令和元年の金商法改正により、ICO トークンについて立法措置を講じた。ところが、米国も EU も、いまだ ICO について包括的な立法を行っておらず、むしろ、既存の証券規制又は資本市場法規制の適用が模索されている。

本稿は、ICO トークンに対する規制のあり方や令和元年金商法改正により新たに導入された ICO 規制についての検討を行うものではない。ICO トークンが米国証券法上の「有価証券」に、EU 資本市場法上の「流通証券」に該当するかどうかに関する議論を通じて、「有価証券」及び「流通証券」の意義を明らかにし、金商法における信託受益権の取扱いについて立法論的・解釈論的検討を行う際に役立つ視座を得ようとするものである。

日本法における信託受益権一般の金商法上の取扱いのあり方を検討するために、ICO

トークンが「有価証券」に該当するかどうかに関する米国と EU の議論を検討するのは、次のように考えるからである。すなわち第 1 に、ICO トークンが現行の証券法における「有価証券」又は資本市場法における「流通証券」に該当するかどうかをめぐり、米国と EU において活発な議論がなされており、その際、「有価証券」及び「流通証券」の意義について、規制の趣旨・目的にさかのぼった基本的・本質的な検討がなされているからである。第 2 に、ICO トークンは、後述するように、投資型のものであれば、商品や役務を購入するために利用されるユーティリティ型のものであれば、支払手段として利用されているものまで、様々な機能を営んでいる。信託受益権も同様であり、営利目的のものであれば、非営利目的のものあり、また、共益的な利用も可能であって、さらに信託の組成の仕方によっては支払手段として機能させることも不可能ではない。このように、多様な機能を営む点で信託受益権と類似性をもつ ICO トークンの米国証券法及び EU 資本市場法における取扱いは、日本における信託受益権の金商法上の取扱いについて検討する際に参考になる部分が少なくないと考えられるからである。

II 日本法の状況

1 仮想通貨の定義と仮想通貨交換業規制の導入

平成 28 年の資金決済に関する法律（以下「資金決済法」という）の改正により、仮想通貨の定義規定が置かれ、仮想通貨交換業者に対する監督法上の規制が導入された¹。改正資金決済法は、以下の 2 つのいずれかに該当するものを仮想通貨と定義した。すなわち、資金決済法 2 条 5 項 1 号は、仮想通貨を「物品を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨及び外国通貨並びに通貨建資産を除く。次号において同じ。）であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」と定義し、同条同項 2 号は、「不特定の者を相手方として前号に掲げるものと相互に交換を行うことができる財産的価値であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」と定義する。

資金決済法2条5項1号に定める仮想通貨とは、①不特定の者に対して代価の弁済に使用でき、かつ、不特定の者を相手に法定通貨と相互に交換できること、②電子的に記録され移転できること、及び③法定通貨または法定通貨建ての資産ではないことのすべてを満たす財産的価値をいう。同条同項2号に定める仮想通貨とは、不特定の者を相手に第1号の定める仮想通貨と相互に交換できる財産的価値であり、かつ、上記②及び③を満たすものである。

さらに、平成28年改正資金決済法は、不特定の者に対し決済のために使用でき、かつ、不特定の者を相手方として売買を行うことができる財産的価値であり電子的方法により記録されている仮想通貨につき、①その売買又は他の仮想通貨との交換、②①に掲げる行為の媒介、取次ぎ又は代理、③自らが行う①及び②に掲げる行為に関して利用者の金銭又は仮想通貨を管理することを仮想通貨交換業と定義し、仮想通貨の交換所等を含む仮想通貨交換業者を対象にした規制の枠組みを整備した。具体的には、仮想通貨交換業者に対し、(i)最低資本金・純資産に係るルール、(ii)利用者が預託した金銭・仮想通貨の分別管理義務、(iii)利用者に対する情報提供義務、(iv)情報の安全管理義務、(v)分別管理と財務諸表の外部監査義務等について定めるとともに、(vi)監督当局の報告徴求権や検査権などを規定した。

なお、マネーロンダリングやテロ資金供与への対応のため、犯罪収益移転防止法が改正され、仮想通貨交換業者を同法の適用を受ける特定事業者に追加し、仮想通貨交換業者に取引時確認義務等の同法に基づく義務を課すことにした。

ところが、平成28年改正法の施行後も、仮想通貨交換業者に預託した仮想通貨が流出する事件が生じ、また、多くの仮想通貨交換業者に内部統制体制の不備が発覚したため、仮想通貨に係る監督法上の規制を見直すとともに、ICOについても投資者保護の観点から規制する必要があると考えられたことから、金融審議会において仮想通貨交換業等に関する研究会が設置され、検討がなされた。同研究会は、2018年12月に報告書を公表し、仮想通貨という用語に代わり暗号資産という呼称を用いることとした上で、資金決済法改正により暗号資産のカストディ業務を規制対象に追加し、利益相反規制を中心に暗号資産交換業に係る規制を見直すとともに、金融商品取引法の改正により暗号資産を原資産とするデリバティブ取引やICOトークンについて規制する方向を打ち出した²。

2 ICO の規制

令和元年の資金決済法改正により、仮想通貨という言葉が暗号資産に置き換えられるとともに、金融商品取引法改正により、暗号資産デリバティブと ICO 規制が導入されることとなった³。それに伴い、資金決済法上の暗号資産の定義が修正され、1 に述べた定義から、金商法 2 条 3 項に規定する電子記録移転権利を表示するものが除かれることになった（資金決済法 2 条 5 項ただし書き）。

金商法改正により、新たに導入された電子記録移転権利は、金商法 1 条 2 項各号に掲げる権利であって、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示されるものと定義されている。ただし、流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合は除かれる（金商法 2 条 3 項）。電子記録移転権利は、第 1 項有価証券と同様の公衆縦覧型の開示規制に服し、内閣府令で除外されたものは第 2 項有価証券として原則として公衆縦覧型の開示規制の適用を受けない（3 条 3 号）。電子情報処理組織を用いて移転するとは、典型的にはブロックチェーン技術の利用が想定されている。

ICO トークンには、①元本喪失のリスク、②価格変動リスク、③秘密鍵の管理等に伴うリスク、④ハッキングその他の濫用的行為のおそれ、⑤仕組みに対する理解が容易でないことなどが指摘され、投資者保護の観点から問題が多いことから、投資型の ICO トークンについては、令和元年の金商法改正により、電子記録移転権利として、基本的に第 1 項有価証券、流通性が低いとして省令で認められた場合には第 2 項有価証券として、開示規制に服することになったのである。

なお、ユーティリティ型の ICO トークンについては、令和元年資金決済法改正による対応がなされた。すなわち、①暗号資産交換業者に対し、発行者に関する情報、発行者が暗号資産の保有者に対して負う債務の有無・内容、発行価格の算定根拠等を顧客に提供する義務を課すとともに（資金決済法 63 条の 10、暗号資産交換業者府令 21 条 1 項・2 項（とくに 4 号・5 号））、②発行者が作成した事業計画書、事業の実現可能性、事業の進捗等の情報についても、その客観性・適切性に留意しつつ、顧客に提供する義務を課した（資金決済法 63 条の 10 第 1 項、暗号資産交換業者府令 22 条 1 項 4 号）。

これに対し、決済型の ICO トークンについては、令和元年資金決済法改正により、暗号資産交換業者は、問題がないと判断したもの以外は取り扱ってはならないものとし、何

ら権利や決済機能を提供しない暗号資産の取扱いを禁止されたのである（資金決済法 63 条の 10 第 1 項、暗号資産交換業者府令 23 条 1 項 5 号）⁴。

Ⅲ 暗号資産と ICO

1 ビットコインの仕組みと特徴

(1) 仕組み

ビットコインの基本的な仕組みは、つぎのとおりである。ビットコイン利用者は、ハードウェア上のデバイス又は第三者が提供するインターネット上のインターフェイスであるウォレットを利用し、そこには当該利用者だけが知っている秘密鍵が含まれる。ビットコインにおいては、公開鍵のハッシュ値がアドレスになり、秘密鍵は、アドレスからビットコインを移転する際に必要なパスワードとして機能する。

(イ) A は、ビットコインにかかる秘密鍵による署名済みの取引記録と公開鍵を元の取引記録に組み込んで、B に対してビットコインを移転する旨をすべてのビットコイン・ネットワークに向けて送信する。

(ロ) B は、A と同じハッシュ関数を用いて元のファイルのハッシュ値を自ら生成し、A の署名を A の公開鍵で復号して得られるハッシュ値と照合することで、A の署名が正しいものであることを確認し、取引の承諾をネットワークに送信する。

(ハ) ネットワーク参加者は、自己に送信された取引記録の集合に、ナンス（任意の値）を加えてハッシュ値を計算する。「特定の値より小さい値を求める」という条件が与えられており、正当値が得られるまで、ナンスの値を変えながら計算を続ける。誰かが正当値を得たら、それが正しいことをネットワーク参加者同士が相互に確認した上で、計算に用いられた取引記録の集合を新たな「ブロック」として、正式な取引結果として承認する。有効なブロックヘッダーのハッシュを求め取引を承認することをプルーフ・オブ・ワーク（proof of work）という。新たなブロックはこれまでのブロックに連鎖される。

(ニ) 計算に成功した者に対して、報酬としてビットコインが付与される。

(2) 特徴

ビットコインの特徴として、次の5点が指摘される。

第1に、発行者及び中央管理者が存在せず、また発行見合資産も存在しないという特徴がある。peer-to-peer (P2P) 型ネットワークが採用されており、ネットワークのみならずソフトウェア開発プロセスも分散的に行われる。すなわち、公式にソフトウェアを管理・修復する義務のある中央組織は存在しない。

第2に、ビットコインの保有と取引は、分散型台帳と呼ばれる公開され分散して所在する台帳に記録される。すなわち、一定の期間に行われたビットコインの取引は情報ブロックとしてブロックに格納されるが、各ブロックに前のブロックの要約情報を含むハッシュ値と呼ばれるデータを含めることで、ブロックを「チェーン」状に連ねた形式で記録される。偽造をするとハッシュ値が変わり、正当値を見つけるためには多大の計算と費用を要することから、偽造は事実上困難であり、また、使用済みのビットコインを別の取引に使用することも事実上困難であるため、いわゆる二重使用の問題も生じないとされる。

第3に、法定通貨と異なる独自の単位、すなわち bitcoin (BTC) という単位を有する。

第4に、「マイニング (採掘)」により発行される。すなわち、最初に「正答値」を見つけ、新ブロックを生成した者に対し、報酬として、一定額 (現在 25BTC) が付与される。これは、ブロックの作成・確認作業に参加し、正当値を発見するためのインセンティブを付与する仕組みであると考えられる。

第5に、あらかじめ発行量の上限等が設定され、ビットコインの場合は 2100 万 BTC が上限となり、一定額 (ブロックの生成で 5BTC) は、4 年ごとに半減し、最終的にゼロになる。2040 年ころ新規発行はゼロになるといわれている。

2 トークン

トークンには、何らかの価値単位が表章される。トークンは、暗号資産を含むより広い概念であり、通貨と異なりそれ自身は価値を有しないけれども、当該トークンの発行者など他者に対する特定の権利や権能を付与したり、資産に対する所有権を記録したりする。これらの権利がブロックチェーン上で暗号化されるのである。ICO トークンにおいては、イーサリアムのような既存のブロックチェーンが提供するテンプレートが利用されること

が多い。

トークンの機能は様々であるが、支払手段型トークン、ユーティリティ型トークン及び投資型トークンの3つに類型化されることが多い⁵。実際には、複数の機能を果たすハイブリット型トークンも少なくない。支払手段型トークンの例が、1に述べたビットコインである。投資型トークンは、保有者が発行者の将来の収益に与る権利をもつものであり、場合によっては意思決定権を有する場合もある。証券規制における「有価証券」に類似する。ユーティリティ型トークンとは、発行者等が提供する所定のサービスを利用できる権能を付与するトークンである。ユーティリティ型トークンが、同時に支払手段型トークンとして支払に利用できたり、二次的に市場で売買できることにより投資型トークンとして機能したりすることもある。

3 ICO

2に述べたトークンを組成して、インターネット上のプラットフォームを通じてトークンを売り出すことをICO（Initial Coin Offering）という⁶。イーサリアムのようなプラットフォームが利用されることが多く、スマートコントラクトを用いて、投資者は、イーサなどの暗号資産と引換えに新たにICOトークンを取得する。広告宣伝は、もっぱらソーシャルメディアにより行われ、発行者とその事業、トークンの内容及び計画されている投資事業について記載したホワイトペーパーと呼ばれる文書がウェブサイトに掲載される。

ICOには、①金融商品取引業者などの仲介業者を介さずに投資者から直接資金を迅速かつ簡便に調達できる、②スマートコントラクトの標準化されたプラットフォームであるイーサリアムが提供しているERC20 Tokenなどを利用することにより、発行者は簡単かつ容易に資金調達を行うことができる、③クラウドファンディングなど他のFinTechによる資金調達よりも多額の資金を調達し得ることなどから、資本コストの大幅な低減を可能にするというメリットがある⁷。

これに加えて、④証券法や金融規制などの諸規制とりわけ開示規制を受けないことがメリットとして指摘されることがある。他方、④については、確かに規制を受けなければコストの低減に結びつくけれども、規制の回避又は規制の欠缺があるとの指摘がある⁸。ICOが証券法・資本市場法や金融規制などの諸規制とりわけ開示規制を受けることがな

いというのは、本当にそうなのであろうか、規制を受けることがないと一部の者が信じているだけなのではないかという疑問が生じる。

以下では、ICO について立法的対応をしていない米国と EU において、ICO が証券法・資本市場法の観点からどのように取り扱われているか、現状を概観し、日本法に対する示唆を得たい。

IV 米国における ICO トークンの有価証券該当性

1 ハウイ・テスト

米国では、ICO トークンに証券規制が適用されるかどうかは、証券法の規制対象を画する「有価証券」概念の下位概念であり包括規定である「投資契約 (investment contract)」に該当するかどうかという観点から論じられている。投資契約かどうかを判断するに際しては、判例法理であるハウイ・テストが重要な役割を担っており、このテストは米国証券取引委員会 (SEC) によっても適用されてきた。それゆえ、ICO トークンが有価証券に該当するかどうかは、ハウイ・テストによって吟味されることになる。

ハウイ・テストとは、米国最高裁判所が 1946 年の判例で確立したテストであり⁹、次の 3 つの要件のすべてに当てはまる場合には投資契約に当たるとする。第 1 は金銭の投資、第 2 は共同企業、第 3 は経営陣である他者による経営上の業務執行に基づき生じる利益に対する合理的な期待の存在である。ハウイ・テストを含む米国証券法における有価証券概念については、日本においてもすでに多くの優れた研究があるので¹⁰、本稿では省略するが、連邦証券法の趣旨すなわち投資者保護と証券市場の効率性の確保という観点から、有価証券該当性を柔軟にとらえる一般条項である「投資契約」の解釈に当たり、法的形式を超えて経済実体・経済実質をとらえるための判断基準を示した点に、ハウイ・テストの意義と特徴があることだけを指摘しておく。SEC もこの基準に準拠しており、ハウイ・ルールはきわめて重要な法的フレームワークとして機能している。

2 SECによるハウイ・テストのICOトークンへの適用

(1) SEC ガイダンス

(a) 背景と目的

SECは、DAO及びMuncheeのICOトークンについて、ハウイ・テストを適用し、投資型トークンであるDAOについても¹¹、また投資型とユーティリティ型とのハイブリット型であるMuncheeについても¹²、1に述べた3要件をすべて満たしているため投資契約に該当し、したがって連邦証券法の適用を受けると判断した。これにより、様々な種類のICOトークンは、米国の投資者による引受けを禁止する形で発行されるようになった。SECのクレイトン委員長は、2018年2月6日に開催された上院の「銀行、住宅及び郊外問題に関する委員会」において、「私が見聞したICOの構造は、一般に、有価証券の募集及び販売を含むものであり、したがって有価証券の登録要件やその他の連邦証券法の投資者保護規定の適用の必要性を直接的に示しています。」と証言した¹³。SECの見解も、多くのICOトークンは、ハウイ・テストの適用の結果、投資契約に該当し、したがって連邦証券法上の有価証券に該当するというものであると解される。

SECは、2019年4月3日、売り出されたICOトークンがハウイ・テストに照らして投資契約に該当するかどうかに関する詳細なガイダンス（以下「SECガイダンス」という）を公表するに至った¹⁴。なお、SECガイダンスは、ICOトークンに相当するものについてデジタル資産という概念を用いているので、以下ではデジタル資産という¹⁵。SECガイダンスは、ハウイ・ルールに即して、あるデジタル資産が投資契約すなわち有価証券に該当するかどうかの判断基準を示すものであり、考慮すべき主要要素としては、以下に述べるように、①デジタル資産のプロモーターやスポンサーなどが経営において能動的な役割を果たしているかどうか、②当該プロジェクトの機能及び進展状況、③資金調達の額などを挙げている。

SECガイダンスは、連邦証券法が開示規制を課す意義は、企業の成功に影響を及ぼす本質的には経営に係る業務執行に関する情報が、経営陣と投資者の間、及び投資者相互間で偏在しており、情報の非対称性を減少させることにあることを確認する¹⁶。なお、このようなSECの姿勢に対しては、分散台帳技術に基礎を置くICOは、本来、情報が市場に開かれている性質をもつことから、むしろ伝統的なIPOに比べて、情報の非対称性が緩

和される可能性もあり、伝統的な証券規制を ICO に直接適用することに対して懐疑的な見方も示されている¹⁷。

SEC ガイダンスは、連邦証券法の規制目的を上記のように情報の非対称性の低減にあることを明確にした上で、デジタル資産について、ハウイ・テストの3要件を満たすかどうかを判断するための考慮要素を挙げる。その基本的な考え方は、上述した DAO や Munchee のデジタル資産が、ハウイ・テストによって有価証券に該当するとした際の判断枠組みと同一であると考えられる。しかし、SEC の従来の考え方は明確性を欠いており、それを明確にするとともに、有価証券に該当しないデジタル資産があり得ることを示すために、SEC ガイダンスが公表されたものと考えられる。このことは、デジタル資産について、ハウイ・テストの基準を満たさず有価証券には該当しないとしたノーアクションレターが、SEC ガイドラインと同じ日に発出されたことから明らかであろう ((2)参照)¹⁸。

デジタル資産に係る取引の経済実体、及び募集条件・分売計画・将来見通しから喚起される経済的誘因から、当該デジタル資産がどのような性格を有しているかを商事的に判断することが重要であると指摘する¹⁹。以下、ハウイ・テストの3つの要件に即して、デジタル資産が投資契約に該当するかどうかの考慮要素に関する SEC ガイダンスの考え方を述べる。

(b) 金銭の投資

第1の要件である金銭の投資について、SEC ガイダンスは、金銭の投資に該当する価値の交換には、法定通貨、その他のデジタル資産、及びその他のタイプの約因 (consideration) が広く含まれ得ると述べる²⁰。その結果、デジタル資産のほとんどは、金銭の投資の要件を充足することになる。

(c) 共同企業性

第2の共同企業性の要件についても、デジタル資産の場合は、充足していることが通常であると指摘する²¹。

(d) 他者の経営上の業務執行に基づく利益に対する合理的な期待

第3の他者の経営上の業務執行に基づく利益に対する合理的な期待が、デジタル資産については最も問題になる。SEC ガイダンスは、他者の経営上の業務執行に基づく利益に対する合理的な期待が認められるかどうかについて、以下に述べる多くの考慮要素を挙げて詳細に論じている。SEC ガイダンスは、この要件を次の3つの側面に分解した上で、

検討する。すなわち、(a)他者の経営上の業務執行に対する信頼の有無、(b)利益に対する合理的な期待、及び(c)その他の関連する考慮要素の3つである。

まず、(a)の他者の経営上の業務執行に対する信頼の有無については、次の2点がポイントになるという。第1は、デジタル資産の購入者がプロモーター、スポンサー又はその他の者であって能動的にこの仕組みに参加する者（以下「能動的参加者」という）の業務執行に対して信頼を寄せていると期待することが合理的かどうかである。第2は、事業の成功又は失敗に影響を及ぼす本質的には経営に関する業務執行が、その本源的性質においてより事務的な業務執行と比較して、疑いなく重要であるといえるかどうかである。

具体的には、次の考慮要素が肯定されれば、投資契約の存在が認定され易くなるという関係がある。

①能動的参加者が、当該ネットワーク²²の進歩、展開、遂行又は促進について責任を負っており、とくに購入者が能動的参加者に対して、意図した目的又は機能を達成又は維持するために当該ネットワーク又は当該デジタル資産に必要な仕事を遂行又は監視することを期待しているかどうか。

②相互関係のない分散したコミュニティにおけるネットワーク・ユーザーであるというよりも、能動的参加者が行い、かつ行うことが期待されている本質的な仕事又は責任が存在しているかどうか。

③能動的参加者が当該デジタル資産の市場又は価格を創設し又はサポートしているかどうか。能動的参加者が、例えば、当該デジタル資産の組成及び発行をコントロールしたり、当該デジタル資産の供給を制限し又は当該デジタル資産を償却することなどにより当該デジタル資産の市場価格をサポートする等の行為を行ったりしているかどうか。

④能動的参加者が当該ネットワーク又は当該デジタル資産の継続的な発展に向けて主導的又は中心的な役割を担っているかどうか。

⑤能動的参加者が当該ネットワーク又は当該デジタル資産が表章する権利の性質を決定したり判断したりする際に、継続的に経営上の役割を担っているかどうか。

⑥購入者が、能動的参加者に対して、自己の利益を促進するために業務を執行し、かつ、当該ネットワーク又は当該デジタル資産の価値を向上させるために業務を執行することを期待することが合理的かどうか²³。

デジタル資産が初めから有価証券として販売されていたかどうかは、その後の募集や販

売の状況に応じて回顧的に判断されることになるとして、その際には、次の3つの要素が考慮されるとする²⁴。

①能動的参加者の業務執行が当該デジタル資産に対する投資の価値にとって引続き重要であるかどうか。

②当該デジタル資産の機能するネットワークが、購入者が能動的参加者に対して、本質的には営業に関する業務執行、又は企業家としての業務執行の展開を期待することがもはや合理的とはいえないような方法で機能しているかどうか。

③能動的参加者の業務執行がもはや事業の成功に影響を及ぼしているとはいえないかどうか。

次に、(b)の利益に対する合理的な期待における「利益」は、すでに判例上、広く理解されており、投資対象の評価額が増加することもまた「利益」に該当するとされる²⁵。ただし、投資対象の評価額の増加は、当初の投資、事業又は金銭の出捐者が拠出した資本を利用したことに基づいて生じた収益に対する参加を通じたものでなければならず、需要と供給に影響を及ぼす一般的なインフレのような、専ら外部的な市場圧力に基づいて生じる価格の増加は、利益には該当しない²⁶。

SEC ガイダンスは、そのような広範な「利益」概念を採用する判例法理を踏まえ、事業者等の他者が、事業の成功に影響を与える本質的には経営に関する業務を執行し、投資者が合理的に判断して彼らの業務執行から利益がもたらされると期待するならば、この要件は充足されるとする。

利益に対する合理的な期待における「合理的な期待」は、次の考慮要素が肯定されれば、認定され易くなる²⁷。

①当該デジタル資産が、その保有者に当該企業の収益若しくは利益に与る権利を付与し、又は、当該デジタル資産の資本評価に基づく利益を実現する権利を付与するものであるかどうか。

②当該デジタル資産が、流通市場・プラットフォームにおいて、若しくはそれらを通じて譲渡可能であるか、又は、将来譲渡可能になると期待されるかどうか。

③購入者が、能動的参加者の業務執行が当該デジタル資産の資本評価に反映するであろうと期待し、それゆえ当該デジタル資産を購入することによってリターンを得ることができると期待することが合理的かどうか。

④当該デジタル資産が、商品・役務の期待されるユーザー又は当該ネットワークの機能に対するニーズをもつユーザーを対象にする場合と比較して、より広範な潜在的購入者を対象にして募集がなされているかどうか。

⑤当該デジタル資産の購入価格・募集価格と、当該デジタル資産と引換えに取得し得る特定の当該商品・役務の市場価格との間に、明らかな相関関係が認められないかどうか。

⑥当該デジタル資産が取引される量又は購入者が購入する総額と、典型的な消費者が使用又は消費するために購入する当該デジタル資産と引換えに取得し得る特定の商品・役務の量との間に、明らかな相関関係が認められないかどうか。

⑦能動的参加者が機能的なネットワークを構築し又はデジタル資産を組成するために必要な額を超えて資本を調達したかどうか。

⑧能動的参加者が、保有者に販売されたデジタル資産と同じ種類のデジタル資産を自ら保有している結果として、自らの業務執行から利益を上げることができるかどうか。

⑨能動的参加者が当該ネットワーク又は当該デジタル資産の機能又は価値を高めるために売上金又は業務から得た資金を使用し続けるかどうか。

⑩能動的参加者の専門性や能力を用いることが当該ネットワーク又は当該デジタル資産の価値を産み出し、その価値を高めるといった宣伝文句を用いて、直接又は間接に当該デジタル資産が販売されたかどうか。

デジタル資産が当初から有価証券として販売されたかどうかの評価は、のちの募集や販売の時点において回顧的に再評価される²⁸。その際、以下のような考慮要素が総合的に判断される²⁹。

①当該デジタル資産の購入者が、能動的参加者による継続的な業務執行の展開が、もはや当該デジタル資産の価値を決定する決定的な要因であるとは期待しないことが合理的であるかどうか。

②当該デジタル資産の価値と、それと引換えに交換又は償還される商品・役務の価値との間に、直接的かつ安定的な相関関係が認められるかどうか。

③当該デジタル資産の取引量がそれと引換えに交換又は償還される商品・役務に対する需要のレベルに対応しているかどうか。

④当該デジタル資産の保有者が、当該ネットワーク若しくはプラットフォームにおいて又はそれらを通じて商品・役務を取得するなど、当初意図した機能のために当該デジタル

資産を利用することが可能であるかどうか。

⑤当該デジタル資産の価値の評価から派生し得る経済的利益が、当初意図した機能のために当該デジタル資産を使用する権利を取得したことから見れば、付随的なものにすぎないかどうか。

⑥能動的参加者のだれもが、当該デジタル資産に関する重要な未公開情報にアクセスできないか、又は、さもなければそのような内部情報を保有しているとはみなし得ないかどうか。

最後に、(c)のその他の考慮要素としては、販売されるデジタル資産が、購入者による使用や消費に供されているかどうかが問題になるとする³⁰。購入者が当該デジタル資産を使用し消費する場合には、投資契約性が否定される³¹。消費者が当該デジタル資産を商品・役務の購入のためだけに使用できる場合や、当初の購入価格よりディスカウントされた価格でのみ商品・役務の提供者に対して買戻しを請求できる場合には、投資契約性が否定される。これに対し、当該デジタル資産が提供される商品・役務の価値よりもディスカウントされて募集又は販売されたり、合理的な使用の量を超えて大量に募集又は販売されたり、あるいは、当該デジタル資産の転売が条件付き又は無制限に認められているような場合には、とくにそれらの状況の下で能動的参加者が当該デジタル資産の価値の増加のために継続的に業務を執行していたり、流通市場を創設したりしていたような事情があれば、当該ネットワーク又は当該デジタル資産の機能は高まっており、投資契約に該当する可能性がある³²と指摘する。

(2) SEC のノーアクションレター

SEC ガイダンスの公表と同じ日に、SEC の企業財務部は、TurnKey Jet の発行したトークンは有価証券には該当しない旨のノーアクションレターを発出した³³。TurnKey Jet の発行したトークンは、オンデマンド方式の航空機のチャーターサービスに関するものである。TurnKey Jet のメンバーが、ブロックチェーン技術に基づくトークンを購入し、これを用いて、清算にかかる時間を節約し、当該サービスに対する支払と当該サービスの利用とを効率化することを目的として、このトークンは発行されたものである。SEC は、このプロジェクトは、よく練られた事務的なものであり、当該トークンは、意図した機能のために即座に使用し得るものであって、当該トークンの機能を強調した方法で市場に売

り出され、かつ、市場価格を増加させる可能性のないものである、という理由から、連邦証券法上の有価証券には該当しないとされた。

V EUにおけるICOトークンの「流通証券」該当性

1 規制の枠組み

EUにおいては、公衆に対する有価証券の募集について目論見書規制が適用される。EU指令であるMiFID³⁴は、金融商品市場を規制するものであるが、別表1のセクションCに定める「金融商品 (financial instruments)」を規制対象にしており、金融商品の下位類型に流通証券 (transferable instruments) が含まれている。

市場濫用規則 (MAR)³⁵もまた、MiFID2が定義する金融商品に適用される。EUにおいては、流通市場においてある単位が移転するかどうか重要であって、米国のように投資性を有しているかどうかポイントではない点が大きく異なる。

欧州証券市場監督機構 (ESMA: European Securities and Markets Authority) は、EU加盟国の市場規制の監督を収斂させ、一貫性のある市場規制の適用を促進するために創設された機関であるが、2017年11月にICOトークンの販売等について、EUの市場規制や金融仲介規制が適用され得るとの見解を公表した³⁶。すなわち、「金融商品に該当するコイン又はトークン (の販売) は、ICOに関わる企業が規制対象である投資活動を行うことになる可能性がある」と注意を促したのである。ICOが規制対象である投資活動に該当する場合には、目論見書規制、金融仲介業規制、資産運用業規制及びマネーロンダリング規制の適用を受けることになる。

ESMAは、ケース・バイ・ケースで判断するアプローチを採用しており、ICOトークンについて明確な意見を述べることはなく、流通性の有無を個別に判断することにより、現行のEU資本市場規制が適用されるかどうかを決している。そのため、EU法上、ICOトークンについての法的取扱いは、きわめて不明確で不安定な状態であるといえる。むしろ、ICO及び暗号資産の発展について、それが有益なビジネスモデルにつながり得ることから、直ちに規制を適用することなく静観し、法制上の対応が必要であるかどうか見極めてようとしているといえよう³⁷。

2019年7月、ESMAは、ICO及び暗号資産の現状と発展に鑑み、これまでの観察を踏まえて、EUの立法者に向けて、暗号資産を金融商品として位置付けるべき場合があり、既存のEU規制を適用する際に生じる問題点を指摘する一方、暗号資産を金融資産としないうちに備えた体制についても一定の提言をし、立法的対応を促すに至っている³⁸。

2 流通証券の意義とICOトークンの流通証券該当性

(1) 流通証券の定義

流通証券 (transferable securities) は³⁹、MiFID2 第4条1項44号において定義されている。すなわち、流通証券とは、①会社持分、会社、パートナーシップその他の法主体における持分に類するその他の証券、及び各持分に係る預託証券、②社債その他の証券化された負債の形式、及びそれらの証券に係る預託証券、③①及び②の流通証券を取得若しくは売却する権利、又は、流通証券、通貨、利率若しくはイールド、コモディティ若しくはその他の指数若しくは指標により決定された、金銭による清算をもたらす権利を付与するその他の証券、などの資本市場において譲渡し得る証券である。ただし、支払手段は、流通証券の定義から除外されている。

この定義規定において、「譲渡し得る」すなわち流通性の意義と、「資本市場」の解釈が重要であるが、EU指令にはこれらについての定義規定はなく、解釈に委ねられている。以下、順次検討する。

(2) 譲渡可能性

譲渡可能性とは、譲渡が阻害されることがなく、かつ、譲渡を公証人の認証のような形式的な条件の成就に係らしめられていないことをいう⁴⁰。流通証券であるためには、(1)に述べた会社に対する持分などの権利が紙などの有体物に表章されている必要はない⁴¹。したがって、ICOトークンが有体物ではないという理由から、その流通証券性を否定されることにはならない。

また、契約による譲渡制限や発行者による譲渡承認を要することにより、譲渡可能性が失われるわけではないと解されている⁴²。しかし、完全に譲渡ができない場合には、譲渡可能性が失われ、米国法における有価証券概念のように、流通性を問題にしないアプローチとは異なり、資本市場法規制が適用される余地はない。

ICO トークンについていえば、譲渡が可能であるものや、ロックアップ期間が終了すれば取引可能になるものは、当初から流通性を認め、市場規制を適用すべきであるとする見解がある⁴³。

さらに、譲渡可能証券は、資本市場において譲渡し得ることが必要である（(3)参照）。したがって、流通性が資本市場においても認められるためには、単なる譲渡可能性を超えて資本市場において取引する適性を備えたものであるとともに⁴⁴、取引の匿名性を確保しつつ特定性・代替性を有する必要がある。このことから、流通証券は、標準化されたものでなければならないと解されている⁴⁵。

(3) 資本市場の意義

EU 指令は、資本市場について定義していないけれども、EU 委員会は、資本市場を次のように理解している。すなわち、資本市場とは、「有価証券を購入する利益と売却する利益が会うすべての状況をいう」⁴⁶。資本市場と、資本市場法を包含する上位概念である金融市場におけるその他の市場、又は金融市場以外の市場との違いは、発行者とそれが発行する金融商品の購入者との間に継続的な関係があり、将来の収益に対する期待に基づいて投資がなされる点にあるとされる。将来の収益とは、配当及び定期的な支払を含むと解釈されるとして、ICO トークンが、発行者から投資者にキャッシュフローに対する権利を付与する場合には、流通証券と解する余地があるとする見解がある。また、キャッシュフローに対する権利まで認めていないけれども、株主に対する議決権と同様に、経営参与権を付与しているときは、やはり流通証券になる余地があるとする。これに対し、経営参与権もキャッシュフローに対する権利も付与されていない ICO トークンは、流通市場においてその価値が増加することにより収益を上げることが可能な投資であるとしても、流通証券とはいえないとされる⁴⁷。

(4) 支払手段でないこと

資本市場において流通性のある証券であるとされても、それが支払手段である場合には、資本市場法は適用されず、銀行規制や支払手段に係る規制の適用を受ける。ICO トークンについては、電子マネーに類似し発行者（債務者）が存在する支払手段型トークンのように、その唯一又は主要な目的が支払のためである場合に限りて支払手段に該当し、支払と投資の双方を目的とするような場合には、支払手段であるとして EU 資本市場法の適用を除外すべきではないとする見解がある⁴⁸。

VI 日本法への示唆

信託は、平成16年の信託業法の改正により受託可能財産の制限が撤廃されるとともに信託業の担い手が拡大され、信託專業会社が信託業務を営むようになった。民事信託を業として行うことが可能になった。また、平成18年に制定された信託法は、その任意規定化を大幅に進めるとともに、民事信託を念頭に置いた改正も行った。平成18年には、信託法の制定に合わせて信託業法も改正され、信託法により導入された新たな形態の信託である自己信託や目的信託などを中心に、業者にとって必要な水準の業者規制は何かという観点から見直しがなされた。さらに、平成18年金商法により、信託受益権一般が第二項有価証券にされたことは、Iに述べたとおりである⁴⁹。

従来、日本の信託は商事信託が中心であった。平成18年金商法は、信託法改正を意識してはいたものの、民事信託などの分野における信託のその後の発展を十分に予見していたとはいえない可能性がある。

信託は、その目的及び機能が広範かつ柔軟である。それゆえ、非常に多様なバラエティに富む信託受益権が生じる可能性があり、現に、最近の信託の多様化はそのような方向に進んでいることを示している。そうであるとすると、ICOトークンやデジタル資産において、様々な目的・機能を有するものが出現しており、米国においてもEUにおいても、一律の規制は困難であるばかりか不適切であり、少なくとも投資型トークンか、ユーティリティ型トークンか支払手段型トークンかの3つに類型化して検討する方向が示されていた。日本法は、米国やEUに先駆けて、令和元年の資金決済法改正及び金商法改正により、ICOを3類型に分けて新たな規制を導入した。

信託についても、信託及び受益権がどのような目的・機能を営んでいるのかによって、類型化し、投資型のものだけが金商法の適用を受けるものとするのが考えられる。経済的機能としては、投資型、ユーティリティ型および支払手段型の3類型があり得ることを念頭に、それぞれの機能に応じた規制を考えていくことが望ましいと考えられる。投資型の信託受益権のみを金商法上の有価証券にすることが検討されるべきであろう。

[注]

- 1 仮想通貨については、金融法務研究会第1分科会報告書「仮想通貨に関する私法上・監督法上の諸問題の検討」(2019年3月)に所掲の各論文参照。
- 2 「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」(平成30年12月21日)。<<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221-1.pdf>>
- 3 松尾元信「暗号資産に関する資金決済法、金融商品取引法等の改正——『情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律』の概要」金融法務事情2119号(2019年)6頁以下参照。
- 4 ICOの類型化については、後掲(注5)の文献、及び、有吉尚哉「ICOと金融規制」神作裕之・小野傑・湯山智教編『金融市場のフロンティア』(中央経済社・2019年)154～156頁参照【暗号資産型、会員権型、期待権型、法定通貨型、ファンド型及び商品券型の6つに類型化する】。
- 5 Alvaro Rivero, Distributed Ledger Technology and Token Offering Regulation, at 5-6 (Mar. 13, 2018). <<http://perma.cc/T4WW-XGGG>>; Lars Klohn/Nicolas Parhofer/Daniel Resas, Initial Coin Offerings (ICOs), 30 ZBB 89, S. 99 (2018).
- 6 Joseph D. Moran, The Impact of Regulatory Measures Imposed on Initial Coin Offerings in the United States Market Economy, 26 Cath. U.J.L. & Tech. 213, at 215-217 (2018).
- 7 Jonathan Rohr & Aaron Wright, Blockchain-Based Token Sales; Initial Coin Offerings; and the Democratization of Public Capital Markets, 70 Hastings L.J. 463, at 484 (2019).
- 8 Dirk A. Zetzsche, Ross P. Buckley, Douglas W. Arner & Linus Föhr, The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators, 60 Harv. Int'l L.J. 2, 267, at 283 (2019).
- 9 SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).
- 10 竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」龍田節＝神崎克郎編・河本一郎先生還暦記念論文集『証券取引法大系』(商事法務研究会・1986年)29～45頁、神田秀樹「金融商品取引法総論：法の構造と有価証券概念」ジュリスト1368号2頁以下等参照。また、ICO及び暗号資産についての米国の規制については、河村賢治「ICO規制に関する一考察」金融法務事情2095号(2018年)44頁以下、岩倉正和ほか「座談会 仮想通貨・ICOをめぐる法規制」Law & Technology 80号(2018年)1頁以下のほか、次注(11)に引用する大崎論文などがある。
- 11 U.S. Securities and Exchange Commission, Release No. 81207, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the U.S. Securities Exchange Act of 1934: The DAO, July 25, 2017). <<http://perma.cc/C8V7-JNJJ>> DAOの仕組みとSECの見解については、大崎貞和「米国における『仮想通貨』の規制」月刊資本市場400号(2018年)15～16頁参照。
- 12 118 U.S. Securities and Exchange Commission, Release No. 10445, Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section S(a) of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order, In the Matter of Munchee, Inc. (Dec. 11, 2017). <<http://perma.cc/T52S-PRXQ>> Muncheeの仕組みとSECの見解については、大崎・前掲注(11)17～18頁参照。
- 13 Testimony on “Virtual Currencies: The Oversight Role of the U.S. Securities and Exchange

Commission and the U.S. Commodity Futures Trading Commission” by Jay Clayton Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission. <<https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/Clayton%20Testimony%202-6-18.pdf>>

- 14 U.S. Securities and Exchange Commission, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, SEC. <<https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>> 本ガイドラインについては、Recent Guidance Securities Regulation — Financial Technology — SEC Provides Analytical Tools For Assessing Digital Assets. — SEC, Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets, 132 Harv. L. Rev. 2418 (2019) 参照。
- 15 SEC ガイダンスは、デジタル資産の有価証券該当性について、デジタル資産だけからではなく、それを取り巻く状況やそれがどのように販売されているかを併せて検討する必要があるという立場をとる。William Hinman, Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic) , Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto (June 14, 2018). <<https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>>
- 16 SEC Frmework, supra note 14, at 1-2.
- 17 Recent Guidance, supra note 14, at 2419. このような問題意識からは、ブロックチェーン技術に基づく ICO トークンに対し、1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法で規制することは必ずしも適切でないという帰結が導かれ得る。
- 18 Recent Guidance, supra note 14, at 2422.
- 19 SEC Frmework, supra note 14, at 3.
- 20 SEC Frmework, supra note 14, at 2.
- 21 SEC Frmework, supra note 14, at 2.
- 22 ネットワークという言葉は、ここでは、デジタル資産のネットワーク、企業、プラットフォーム又はアプリケーションを含む様々な要素を包含する広い意味で用いられている。
- 23 SEC Frmework, supra note 14, at 3-5.
- 24 SEC Frmework, supra note 14, at 5.
- 25 SEC v. Edwards, 540 U.S. 389, 394 (2004).
- 26 Forman, 421 U.S. at 852.
- 27 SEC Frmework, supra note 14, at 6-8.
- 28 SEC Frmework, supra note 14, at 8.
- 29 SEC Frmework, supra note 14, at 8.
- 30 SEC Frmework, supra note 14, at 9.
- 31 SEC Frmework, supra note 14, at 10.
- 32 SEC Frmework, supra note 14, at 11.
- 33 TurnKey Jet, Inc., SEC No-Action Letter (Apr. 3, 2019). <<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2019/turnkey-jet-040219-2a1.htm>>
- 34 Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets

in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA relevance, OJL 173, 12.6.2014, p. 349.

35 123 Regulation (EU) 596/2014 on Market Abuse (MAR).

36 ESMA alerts firms involved in Initial Coin Offerings (ICOs) to the need to meet relevant regulatory requirements (Doc. No. ESMA50 157 828 European Securities and Markets Authority. <<http://perma.cc/A4BP 9QS4>>

37 ESMA, Advice Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, ESMA50-157-1391, at 7 (9 January 2019) .

38 ESMA, Report: Licensing of FinTech business models, ESMA50-164-2430, at 9 and 21 (12 July 2019).

39 流通証券は、直訳すれば譲渡可能証券と訳するのが正しいと思われるが、EU 法における流通証券は譲渡可能性のほか、その定義の中に「資本市場において取引される」ものという意味が含まれているため、本稿では流通証券と訳した。

40 Wolfgang Groß, Kapitalmarktrecht, 7 Aufl., 2020, § 2 WpPG Rn. 3; Andreas Fuchs in Andreas Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2 Aufl., 2016, § 2 Rn. 15.

41 Gregor Roth in Heribert Hirte/ Thomas Möllers (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2 Aufl., 2014, § 2 Rn. 37; Wolf von Kopp-Colomb/ Jörg Schneider in Heinz-Dieter Assmann (Hrsg.), Wertpapierprospektgesetz/Vermögensanlagengesetz, 3 Aufl., 2017, § 2 WpPG Rn. 9; Robert Müller, Wertpapierprospektgesetz, 2 Aufl., 2017, § 2 Rn. 2.

42 Fuchs, supra note 40, § 2 Rn. 32; Colomb/ Schneider, supra note 41, § 2 WpPG Rn.13; Preuße in Eberhard Schwark/ Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5 Aufl., 2020, § 2 WpPG Rn. 5.

43 Philipp Maume & Mathias Fromberger, Regulations of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws, 19 Chi. J. Int'l L. 548, at 575 (2019).

44 Fuchs, supra note 40, § 2 Rn. 16; Roth, supra note 41, § 2 Rn. 37; Heinz-Dieter Assmann in Heinz-Dieter Assman/ Uwe H. Schneider (Hrsg.)/Peter O. Mülbart, Wertpapierhandelsgesetz, 7 Aufl., 2019, § 2 Rn. 8f.

45 Assman supra note 44 Rn. 11.

46 European Commission, Your Questions on MiFID 46 (Oct. 31, 2008). <<http://perma.cc/7UDR Wj59>>

47 Maume & Fromberger, supra note 43, at 576-577.

48 Maume & Fromberger, supra note 43, at 581-582.

49 日本における信託業と信託制度の沿革、課題、展望について、広い視野から論じた神田秀樹「商事信託法の課題と展望」能見善久・樋口範雄編『信託法制の新時代——信託の現代的展開と将来展望』（弘文堂・2017年）159頁以下参照。

日本信託法から見た中国信託法の特徴

田 中 和 明

目 次

はじめに

I 日本法から見た中国の信託制度の特徴

II 日本の信託関連法と中国の信託法における業者規制

III 中国信託法と日本信託法との比較

1 信託の設定

2 信託の登記

3 委託者の権利

結びに代えて

はじめに

中国においては、2001年4月に、全国人民代表大会常務委員会によって「中華人民共和國信託法」（以下「中国信託法」¹という。）が制定され、同年10月1日に施行されている。

その立法の背景としては、①市場経済体制を確立するため、②社会の富の増加及び財産運用活動のニーズに対応するため、③現に存在している信託会社など営業性信託を取り扱う機構を規範化し、信託業務の営みを順調に成長させるためである²といわれている。

すなわち、中国信託法は、市場経済の展開に必要な法整備の一環として、「民法通則等民事関係法の特別法として信託に関する私法上の法律関係を定めた基本法でありながら、信託業の発展を促す役割を有する法律³」であるといえる。

一方、日本の信託法は、2006年12月8日、「信託法」（以下「日本信託法」という。）及びこれに伴う「信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」が、第165回臨時国会で成立し、同月15日に公布され、2007年9月30日に施行された。

日本信託法は、1922年に制定され、制定当時の内容をほぼ留めていた旧信託法を抜本的に改正したものであるが、従来の商事信託における「金融制度」の利便性と安定性を向上させるとともに、信託本来の個人の「財産管理・承継の制度」の利用を拡大させている。

本稿においては、実務的観点から、日本から見た中国の信託制度の特徴について概観したうえで、中国信託法と日本信託法を比較し、中国信託法の特色である i) 信託の設定、ii) 信託の公示、iii) 委託者の権利、の三点に絞って、その特徴を明らかにするとともに、中国信託法に対する若干の提言を行いたい。

なお、本稿における意見に関する部分は、私の個人的な見解であり、所属する組織とは関係のないものであることを予めご承諾いただきたい。

I 日本から見た中国の信託制度の特徴

日本から見た中国の信託制度の特徴については、以下の点を挙げることができる。

① **大陸法体系の下で英米法体系において創設された信託制度を導入したこと。**

この点については、日本の場合も同様であり、中国、日本共に、大陸法と英米法の二つの体系を整合させるために、様々な議論がなされてきており、現在も諸説が存在しているが、中国信託法の構成については、「英米流のコモン・ロー上の所有権とエクイティー上の所有権を区別し、信託においてはコモン・ロー上の所有権は受託者にあるが、エクイティー上の所有権は委託者・受託者にあるという考え方」である「二重所有権」という考え方は採用していない⁴。

② **商事信託が中心で、金融制度として発達してきたこと。**

信託の受託を営業として行う金融機関の業務として発達しており、この点については、日本も同様である。ただし、中国の場合は、その担い手は信託会社であり、銀行が信託業務を兼営することは認められていない。

一方、日本の場合は信託銀行が中心で信託会社も存在している。

③ **資産運用については、貸付金が多く利用されていること。**

この点については、従前の日本も同様で、主に貸付に運用し、受託者により元本が保証された貸付信託という信託商品が、長い間日本の信託商品の中心であった。しかしながら、現在の日本では、貸付信託の募集は廃止され、年金信託、運用を目的とする信託、資産流動化のための信託や土地信託等、多様な目的に利用されている。

④ **少子、高齢化の影響で、民事信託への活用が期待されていること。**

日本の場合も同様で、数年前から、家族、親族を受託者とする信託が急激に増加しており、営業信託でも、個人の財産の管理や承継を目的とする信託が急増している。

⑤ **中国信託法は、強行規定が多いこと。**

日本の場合も旧信託法においては、同様に強行規定が多かったが、現行の信託法は、デフォルト・ルールが多くなっている。ただし、日本の場合には、別に業者規制法として、信託業法、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律等が強行規定として適用される。

II 日本の信託関連法と中国の信託法における業者規制

日本においては、信託に関連する主な法律として、法務省が所管する私法である信託法

のほか、金融庁の所管のものとして、信託会社等を規制する「信託業法」と、信託業務を兼営する金融機関を規制する「金融機関の信託業務の兼営等に関する法律」（以下「兼営法」という。）の二つの法律がある。

また、金融商品取引法の制定（改正）に伴い、信託受益権が金融商品取引法の適用対象の有価証券として指定されたことから、金融商品取引業としての規制や開示規制が適用される場合があり、さらに、投資性の強い信託については、信託業法の中で金融商品取引法を準用することになっている。その他に、投資信託法、貸付信託法等の特別法がある。日本においては、信託法は、私法で信託取引のルールを定めたものであり、信託業法、兼営法は、一部私法的効果は有するものの、信託業者の規制のルールを定めたものであり、法体系としては、明確に峻別されている。

一方、中国では、中国信託法4条において、「受託者が受託事業体（信託機構）を用いて信託活動に従事する場合については、その組織及び管理に関する規則は、國務院が制定する。」ことが定められている。この4条は、信託業者に関する法規制定の授權条項であり、本条の授權を受けて、中国最高行政機関である國務院は、条例・規則を制定している。

すなわち、國務院は、2007年に、業者受託者の資格要件や権限を定めた「信託会社管理弁法」、2007年に（2009年に改正）、信託会社が資金保管銀行と共同で受託者の地位を有することを確保するとともに、受託者の義務や受益者の権利行使の方法を規定した「信託会社集合資金信託計画管理弁法」、2010年に、受託者による資産リスクマネジメントの強化を求めた「信託会社浄資本管理弁法」を制定し、「一法三規」の法体制を構築している⁵。

中国信託法は、信託に係るすべての法令の基本となる構造となっており、その意味合いにおいては、信託法も業者規制法としての役割を担っているとも言える。

なお、中国信託法4条における「規則」に違反した場合の効果については、行政処分の対象になることは明らかであるが、私法上の効果についても、日本法の原則と異なり、中国契約法52条5項により、「法律、行政法規の強制規定に違反するもの」は無効であることが規定されていることから、原則として無効であるものと考えられる。

現在、中国においては、信託法の中に、新たに業者規制の条項を盛り込むとの構想もあるようであるが、実務的な観点からは、法体系にこだわらず、それぞれの国の事情に応じた立法がされるべきであり、信託法に業者規制を盛り込むことには問題はないと考える。

Ⅲ 中国信託法と日本信託法との比較

1 信託の設定

(1) 信託設定時における委託者の「財産の委託」

中国信託法において最も特徴的なことは、信託設定時の委託者による「財産の委託」である。

すなわち、中国信託法2条においては、「この法律にいう信託とは、委託者（委託人）が受託者に対する信任に基づいてその財産権を受託者に委託し、受託者（受託人）が、委託者の意思に従い、自己の名義で受益者（受益人）の利益又は特定の目的のため、管理又は処分を行う行為をいう。」と定められているが、本条における「委託」は、日本信託法と同様に、①委託者から財産の所有権等が、受託者に「移転」することなのか、②「移転」しないのか、この点が不明確であることが問題とされている。

この点については、中国国内では諸説⁶あり、中国信託法の立法時において、「移転」と規定するか、「委託」と規定するかで大議論があったようである。

この中国信託法2条の「委託」については、他の条文との関係でも問題となる。

例えば、中国信託法2条の「委託」を、①「移転」とすると解した場合には、同条の受託者が「自己の名義で」管理又は処分を行うことと整合的であるが、一方で、中国信託法15条の「信託財産は、委託者が信託を設定していないその他の財産と区別する」との定めと整合しづらくなる⁷。

一方、②財産が「移転」しないとの説をとれば、中国信託法15条の「信託財産は、委託者が信託を設定していないその他の財産と区別する」との定めと整合的である。

ただし、この場合、信託財産と委託者の固有財産とを分別管理しても、そのことが、委託者からの倒産隔離効果をもたらすかどうかは疑問である⁸。

また、中国信託法14条1項では、「受託者が信託を引き受けることによって取得した財産は信託財産である。受託者が信託財産の管理・運用、処分又はその他の方法により取得した財産も、信託財産に帰属する。」と規定されているが、この「取得」という文言を用いていることから、信託財産が受託者に帰属することを前提としている⁹ように推測され、「移転」と解することが自然であるように考えられる。

なお、現在の中国における実務では、設定時の財産のほとんどが金銭であることから、受託者に財産を「移転」させているようであるが、信託成立の要件として、「移転」は必ずしも必要ではない（「移転」させてもさせなくてもよい）との考え方をとっているようである。

日本信託法3条では、自己信託を除き、委託者は、受託者に対し「財産の譲渡、担保権の設定その他の財産の処分」をすることを明記しており、明らかに「移転」させる考え方をとっている。

信託設定に際して、財産の移転を要するか否かという問題については、ハーグ信託条約において財産の移転を要件としておらず、本質的には、「委託者から受託者に不完全な権利しか移転していないと考える方法でもよいはず」¹⁰との見解もあるが、委託者から受託者への財産の移転は、「英米圏であるか大陸法圏であるかを問わず、信託宣言以外の信託の要素として財産（権）の（いずれかの時点での）移転が必要であるという考え方が圧倒的多数¹¹」である。

私見としては、委託者から受託者への財産の移転を基礎として委託者からの倒産隔離が可能となることは、信託の機能としては、重要であると考ええる。また、財産が「移転」することが、信託と「委任」との違いであるともいえる。さらに、中国信託法制定時において懸念されていた「私的所有権」の問題¹²は、現在においては、希薄化されている。

以上のことから、「移転」説の方が望ましいと考える。

(2) 信託設定の方法と成立時期

ア 信託契約による信託の設定

中国信託法8条においては、信託の設定は、「書面の形式」によらなければならないが、その「書面の形式は、信託契約、遺言又は法律若しくは行政法規に規定されるその他の書面の文書等を含む」と定められており、また、「信託契約によって信託を設定するときは、信託契約の締結によって信託が成立する。その他の書面によって信託を設定するときは、受託者が信託を引き受けることを承諾した時に、信託が成立する」ものとされている。

すなわち、中国信託法8条は、信託設定の要件として、①書面の文書等の要式によらなければならないこと、また、②信託は、契約又は遺言により設定できること、③信託契約は、諾成契約であること、を定めたものであると考えられる。

「中国では信託の歴史が浅く、実務経験にも乏しく、不要式による信託設定を認めるとトラブルが生じやすいと考えられたことから¹³⁾書面による形式を求めたといわれている。

また、中国法においては、信託契約も民商事契約に属するため、契約の締結、履行、変更、終了等において、中国契約法等民事関係法の一般原則が適用され、信託契約の書面形式について、中国契約法 11 条が適用されることになり、契約書、書簡又は電子データ等記載された内容が形であるものとして表現される方式でなければならず、契約の効力については、中国契約法 44 条が適用されて、法に基づき成立した契約は、成立した時点で効力を発するものとされている¹⁴⁾。

さらに、中国信託法 9 条前段では、信託書面に記載されていなければならない事項である「(1)信託目的、(2)委託者、受託者の氏名又は名称及び住所、(3)受益者又は受益者の範囲、(4)信託財産の範囲、種類及び状況、(5)受益者が信託利益を受ける形式及び方法」が規定されている。この点、これらの一部でも書面に記載されていない場合には、信託は無効になるものと考えられる。

日本信託法においては、2 条及び 3 条により、信託とは、信託契約の締結、遺言、自己信託のいずれかの方法により設定できることが定められている。

契約により設定する信託は、委託者が、受託者との間で、財産の譲渡、担保権の設定その他の財産の処分をする旨と受託者が一定の目的に従い、信託財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべき旨の二つの内容を盛り込んだ契約を締結する方法により設定することができ（日本信託法 3 条 1 号）、信託契約の締結により効力が発生する（同法 4 条 1 項）。すなわち、日本信託法においても、信託契約は、中国信託法と同様に諾成契約である。しかしながら、日本信託法では、書面の形式は必要ではない。

また、信託契約の締結後に、信託の効力を発生させたい場合には、停止条件又は始期を付して、その条件の成就又は始期の到来によりその効力を発生させることができる（同条 4 項）。

この点について、中国信託法 8 条には、日本信託法 4 条 4 項のような規定はないものの、信託契約に始期や停止条件を定めることにより、財産の引渡しを受ける等信託契約の締結以外のときにも、信託を成立させてもよいものと考えられる。

なお、日本信託法上、信託行為に関する書面や当該書面への記載事項の定めはないが、

信託業法 26 条において、信託会社は、信託契約による信託の引受けを行ったときは、遅滞なく、委託者に対し一定の事項を明らかにした書面を交付しなければならないものとしている。

イ 遺言信託

上記のとおり、中国信託法 8 条では、信託の設定は、「遺言」によって設定することが規定されているところ、中国信託法 13 条では、「遺言信託の設定は、相続法の遺言に関する規定を遵守しなければならない」ことが規定されている。

この中国信託法 13 条の規定は、遺言信託については、遺言によって設定される信託であるため、まず、遺言の成立のために相続法の遺言に関する事項が記載されていることが必要であることを定めたものである。さらに、信託の成立のためには、これに加えて、信託法 9 条に定める信託が成立するための記載事項が必要とされる。

また、上記のとおり、中国信託法 8 条では、「その他の書面によって信託を設定するときは、受託者が信託を引き受けることを承諾した時に、信託が成立する」ものとされている。

中国においても、遺言の効力の発生時期は、遺言者の死亡の時であるが、中国信託法 8 条の「その他の書面」には、遺言書が含まれているとの解釈が有力であり、そうであるとすれば、遺言信託における信託の成立時期は、通常の遺言の効力の発生時ではなく、受託者が信託の引受けを承諾したときとなると考えられる。

遺言は、遺言時における一方的な意思表示により成立するが、遺言信託については、受託者に就任の有無の選択が許されていることから、受託者が当該遺言信託を承諾することにより遺言信託が成立するものとされているのである¹⁵。

日本信託法 3 条 2 号においては、遺言信託は、委託者が、受託者に対して、財産の譲渡、担保権の設定その他の財産の処分をする旨と、受託者が信託目的に従い、信託財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべき旨の遺言をすることにより設定する信託であると規定されており、遺言の効力発生によって成立し、効力が発生する（同法 4 条 2 項）。したがって、受託者が指定されていない場合や指定されていても引受けの承諾をしていない場合においても、委託者の死亡によって遺言信託の効力が発生することになる。

中国信託法と日本信託法では、遺言信託の効力の発生の時点が異なっているのである。

中国信託法 13 条においては、「遺言により指名された者が受託者として引き受けないか又は引き受けることができないときは、受益者は、別の者を受託者に選任することができる」ものとされており、さらに、「受益者が民事行為能力のない者又は民事行為能力が制限される者であるときは、法律に従って、その監護人が代わりに受託者を選任する。遺言に受託者の選任に関する別段の定めがあるときは、その定めに従う。」ことが規定されている。

この 13 条においては、遺言に受託者の定めがない遺言信託は無効となるのか、それとも、受託者の選任手続きに入ることができるのかの問題であるが、中国信託法 9 条において、信託書面の必要な記載事項として「受託者の氏名又は名称及び住所」が規定されていることから、信託として成立しない、すなわち、信託として無効となるものと考えられる。

また、旧日本信託法 49 条 2 項においては、「遺言ニ依リ受託者トシテ指定セラレタル者カ信託ノ引受ヲ為サス又ハ之ヲ為スコト能ハサル場合」に、新受託者の選任を裁判所に請求することができることが規定されていたことから、遺言に受託者の定めがない場合には、通説では、その信託は無効であると解されていたが、日本信託法 6 条 1 項では、「当該遺言に受託者の定めがないとき」についても、「裁判所は、利害関係人の申し立てにより、受託者を選任することができる」ことが明記されている。

中国信託法 13 条においては、信託書面の必要な記載事項である「受託者の氏名又は名称及び住所」を欠くこと、さらには、日本信託法 6 条 1 項のような受託者の定めがないときの裁判所による受託者の選任の規定がないことから、受託者の定めがない遺言信託は無効であると解されるものと考えられるが、遺言者の意思を尊重して、日本信託法 6 条 1 項のように、受託者の選任手続きをとることができるようにすることが望ましいと考える。

ウ 信託宣言（自己信託）

中国信託法 8 条では、信託契約と遺言信託による信託の設定は明示的に認められているところ、信託宣言（自己信託）による設定は記載されておらず、このことから、信託宣言による信託の設定は、認められてないものと考えられる。

この点について、中国信託法 8 条の文言からは、このことは当然ではなく、解釈によって否定されており、今後は解釈論として認められる可能性があるとの見解¹⁶があるが、

いずれにせよ、現状においては、解釈として認められていない。

日本信託法3条3号においては、委託者が、一定の目的に従い、自己の有する一定の財産の管理又は処分及びその他の当該目的の達成のために必要な行為を自らすべき旨の意思表示を公正証書その他の書面又は電磁的記録で当該目的、当該財産の特定に必要な事項その他の法務省令(日本信託法施行規則3条)で定める事項を記載し又は記録したものによってする自己信託が認められており、公正証書又は公証人の認証を受けた書面若しくは電磁的記録によって設定される場合は、その公正証書等の作成が、公正証書等以外の書面又は電磁的記録によって設定される場合は、受益者となるべき者として指定された第三者に対して確定日付のある証書による当該信託がされた旨及びその内容の通知を行うことが、その効力要件とされている(日本信託法4条3項)。

日本においては、信託宣言(自己信託)は、現行の日本信託法制定後しばらくは、経済環境の影響で、ほとんど利用されていなかったものの、資産の流動化等での利用に加えて、近年では、民事信託の分野でも、利用の検討が進んでいる。

中国においても、商事信託、民事信託いずれにもニーズがあるものと考えられ、信託宣言の導入の検討を行ってはどうか。

なお、中国においては、いわゆる「二重信託」も認められていない¹⁷。

「二重信託」¹⁸は、ベビーファンドの受託者がマザーファンドの委託者となり、ベビーファンドの受託者と同一の受託者に信託する二重となる信託であるが、日本においては、年金の運用等で広く利用されている。二重信託は、自己信託とは異なる制度であり、運用手法として効率的で有益な制度であることから、中国においても、導入についての検討が望まれる。

(3) 信託設定時の「債務の移転」と事業自体の信託の可能性

中国信託法2条における「財産権」との文言から、信託の設定に用いる財産は、債務を含む消極財産であってはならないと解されている。そのため、事業自体を信託する「事業の信託」を実現することは困難であると考えられる。

日本信託法においては、債務については信託財産とはされていないが、日本信託法21条1項3号において、信託前に委託者が負っていた債務を信託行為に定めることにより、信託の設定時から信託財産に属する債務とすることができることが定められている。

事業自体を積極財産の束と消極財産の束を合わせたものと捉えると、①積極財産の信託と、②委託者の債務を受託者が引受けて信託財産が負担する債務とすること、の二つを組み合わせるにより、事業自体を信託する「事業の信託」と同様の効果を得ることができることになる。

中国信託法2条においては、文言上、受託者は、「管理又は処分」を行う権限しかないように読めるが、旧日本信託法1条の解釈と同様に、「管理又は処分」の範囲を超えても、信託目的の達成のために必要な行為は可能であるものと考えてもよいのではないか。

したがって、中国信託法においても、少なくとも信託の設定後は、債務を負担することが可能であり、さらに、日本における土地信託のように、信託の中で事業を行うことも、信託事務処理として可能であるものと考えられることから、業規制の問題を別にすれば、現行法のままでも、「事業の信託」を実施できると考えてもよいのではないか。

ただし、日本法においては、委託者の債務を「包括的」に移転させるためには、信託行為に記載するだけでなく、免責的債務引受の手続、すなわち、信託に帰属させる債務についての債権者の個別同意をとる必要がある。

日本では、会社法上、会社分割においては、債務は、分割会社から承継会社に包括的に移転することができることから、事業の移転をする場合には、信託は、手続きの簡便性の点で、会社に劣後すると言わざるを得ない。

そのため、中国における立法論としては、弊害のおそれを視野に入れつつ、日本信託法以上に簡便な手続き、すなわち、債務の包括的な承継のための手続上の工夫が望まれる。

(4) セキュリティ・トラスト（担保権の信託）の可能性

日本信託法3条では、旧信託法における「財産権ノ移転其ノ他ノ処分」だけではなく、「担保権の設定」が規定されている。これは、日本においては、シンジケート・ローンという債権者を多数とする貸付形態が増大していることに伴い、登記費用と労力の削減のために、貸付債務者を委託者、担保権者を受託者、債権者を受益者として担保権を設定するいわゆる「セキュリティ・トラスト」の導入を認めたものである。また、この規定と併せて、信託法55条では、「担保権が信託財産である信託において、信託行為において受益者が当該担保権によって担保される債権に係る債権者とされている場合には、担保権者である受託者は、信託事務として、当該担保権の実行の申立てをし、売却代金の配当又は弁済金の交

付を受けることができる。」ことが規定されている。

中国信託法においては、2条における「委託」の文言だけでは、担保権の信託設定はできないものと考えられる。もちろん、中国において、「セキュリティ・トラスト」のニーズがなければ必要はないが、今後、シンジケート・ローン等の形態の借入も考えられることから、「セキュリティ・トラスト」の導入を検討してはどうか。

(5) 設定的移転による信託の設定の可能性

上記のとおり、日本信託法3条においては、「担保権の設定」が規定されているが、この点について、信託法改正要綱試案補足説明¹⁹において、「[処分]には、既存の権利の移転のほか、いわゆる設定的移転も含まれ、前者の例示として「財産の譲渡」を、後者の例示として「担保権の設定」を掲げている。」と説明されている。すなわち、「処分」の例外として「担保権の設定」を限定的に規定しているのではなく、「処分」には「設定的移転」を含み、その例示として「担保権の設定」を掲げているのである。

日本の実務においては、信託型ライツプランに、この設定的な移転が活用されている。信託型ライツプランとは、買収者だけが行使できない内容の新株予約権を発行して、全株主を受益者とする信託の受託者に割り当てておき、買収者が出現したときに買収者を除く株主に新株予約の行使権を与える信託であり、1株あたりの株式価値を希釈化してグリーンメイラー等の悪質な買収者に対抗しようという買収防衛の手段である。

今後、中国においても、信託ライツプランのニーズが出てくることも考えられ、活用の可否についての検討も必要となってくるのではないか。

2 信託の登記

(1) 中国信託法における信託の公示

ア 中国信託法における信託設定時における信託登記

中国においては、中国物権法9条により、不動産の物権変動について登記を効力要件としているところ、中国信託法10条では、「信託の設定において、関係法律又は行政法規によって登記手続が必要とされる場合には、法に従って信託登記を行わなければならない。前項の規定に従って信託登記を行ってないときは、補充登記手続を行わなければならない。

補充登記手続を行わないときは、当該信託は、効力を生じない。」と規定されている。

本条における「信託の設定において、関係法律又は行政法規によって登記手続が必要とされる場合」とは、①売買等通常の権利の変動に登記が必要か否かにかかわらず、「信託の設定のために、関係法律又は行政法規によって登記手続が必要とされることが定められている場合」のこのようにも読めるが、②「関係法律又は行政法規によって、売買等通常の権利の変動に登記が必要な場合」には、常に、「信託の設定において」登記が必要とされると解するようである。

そうであるとすれば、権利の変動に登記が必要な財産を信託する場合には、少なくとも補充登記がなければ、信託の効力が発生しないことになる。そのため、現在、中国では、信託の登記制度が整備されていないことから、権利の変動に登記が必要な財産は、信託できないことになっている。

また、信託の登記が効力要件であるとすれば、信託の登記がない場合、信託契約の効力は、どのようになるのか、また、信託財産の倒産隔離はどうなるのか、立法時から議論となっている中国信託法2条の「委託」の解釈による違いに基づき、場合分けをしたうえで考えると、次のようになると考えられる。

まず、①委託者の財産の所有権が受託者に「移転」するとの見解に基づく、登記上の所有権が受託者に移転されて（所有権の移転の効力も発生）、信託登記がない場合には、信託としての効力は発生しないものの、契約としての債権的な効力がある状態となるものと考えられる。

そして、その場合、登記上受託者の固有財産と同じ状態になるために、委任的な契約という債権的な制約はあるものの、外見上、受託者自らのためにその処分をしていると解され、受託者の債権者は、信託財産に対して強制執行等が可能となるのではないか。

次に、②委託者の財産の所有権が受託者に「移転」しないとの見解に基づく、登記上の所有権が委託者のままの場合、中国信託法15条の「信託財産は、委託者が信託を設定していないその他の財産と区別する」と規定されているものの、信託財産と委託者の固有財産とを分別管理しても、信託の登記がなければ、委託者からの倒産隔離効果をもたらすことはできないのではないか。

イ 中国信託法における信託設定後に信託事務執行により取得された財産

上記のとおり、中国信託法 10 条においては、「信託の設定において、関係法律又は行政法規によって登記手続が必要とされる場合には、法に従って信託登記を行わなければならない」となっている。すなわち、日本信託法と違い、条文上は、信託の設定時においてのみ、信託の登記が求められている。

一方、中国信託法 14 条においては、「受託者が信託を引き受けることによって取得した財産」だけでなく、「受託者が信託財産の管理・運用、処分又はその他の方法により取得した財産」についても、信託財産に帰属することが規定されている。

中国信託法 10 条と 14 条とを文言どおりに解釈すると、中国信託法においては、信託の設定後に信託事務の執行によって信託財産に帰属する財産については、「関係法律又は行政法規によって登記手続が必要とされる場合」であったとしても、信託登記は必要とされないことになる。

この点については、受益者保護の観点から、信託法 14 条の「法定の効果として生じるものであり、信託登記・登録がなくても、その効果が生じる、という解釈も十分にあり得る²⁰⁾」との考え方があられる。

しかしながら、私見としては、「受託者が信託事務の執行として取得した財産についても中国信託法 10 条が適用され、信託登記をしなければ、当該財産が信託財産に属する財産であることの効果は生じない²¹⁾」と考える。信託財産に属する財産となる時点により、信託登記・登録の必要の有無を違えることにより、信託財産との取引先や信託債権者が害されるおそれがあるからである。金銭で信託を設定し、その全額を不動産で運用することは十分に考えられることであり、受益者保護の為であれば、信託の設定の時点も含めて、一律に信託の登記・登録制度をなくすべきではないか。

ウ 中国信託法における信託の登記が必要とされる財産についての信託目的違反等の効果

中国信託法 22 条では、「受託者が信託目的に反して信託財産を処分し、又は管理の職責の違反若しくは信託事務の不当な処理によって信託財産に損失を生じさせた場合には、委託者は、裁判所に対し、当該処分行為の取消しを申し立てる権利を有し、かつ、受託者に対し、信託財産の原状回復又は賠償を求める権利を有する。当該信託財産の譲受人は、信託目的に反することを知りながら当該財産を譲り受けたときは、信託財産の返還又は賠償

をしなければならない。」と規定されている。

信託の登記が必要とされる財産については、日本信託法のように受託者の信託目的に反する処分行為についての取消しに信託登記は必要とされていないが、そもそも、信託登記がなければ信託の効力が発生しないため、委託者の裁判所に対する処分行為の取消しの申立権、受託者に対する信託財産の原状回復又は賠償請求権、譲受人に対する返還、賠償請求権は発生しない²²と考えられる。

(2) 日本信託法における信託登記

ア 旧日本信託法における信託登記の意義

旧日本信託法における信託登記の意義としては、第三者対抗要件であるといえる。

旧信託法3条1項では、「登記又ハ登録スヘキ財産権ニ付テハ、信託ハ、其ノ登記又ハ登録ヲ為スニ非サレハ之ヲ以テ第三者ニ対抗スルコトヲ得ス。」と規定されていたが、その第三者対抗要件が必要となる局面としては、①信託財産の独立性を主張するときと、②受託者の権限違反行為の取消をするときの二つであった。また、②については、受託者が、信託の本旨に反して信託財産を処分したときは、受益者は、信託の登記・登録があるときには、常に、受託者の処分を取り消すことができることになっていた。

イ 日本信託法における信託登記の意義

現行の日本信託法においては、旧日本信託法における第三者対抗要件に加えて、受託者の分別管理義務における分別管理の方法の二つが、その意義として挙げられる。

日本信託法14条では、「登記・登録をしなければ権利の得喪及び変更を第三者に対抗することができない財産については、信託の登記又は登録をしなければ、当該財産が信託財産に属することを第三者に対抗することができない」ことが規定されている。

その第三者対抗要件が必要となる局面は、①信託財産の独立性（受託者からの倒産隔離）を主張するときと、②受託者の権限違反行為の取消をするときである。

①については、旧信託法と同じであるが、②は、旧信託法のように、信託の登記があれば、常に、受託者の権限違反行為を取り消すことができるのではなく、信託法では、受託者の権限違反行為を受益者が取り消すためには、信託の登記又は登録を第一の要件とし、さらに、受託者が権限外の行為をしたことについて、取引の相手方が悪意又は重過失であ

ることを第二の要件としている。したがって、信託登記は、どの信託財産に属しているのかを示すことが、その役割になっている。

さらに、日本信託法 34 条 1 項 1 号では、信託法 14 条の信託の登記又は登録をすることができる財産は、信託の登記又は登録をしなければならないことが受託者の分別管理義務とされており、この点が、日本信託法における信託登記の二つ目の意義である。

ウ 日本における信託の公示とは異なる公示制度

日本の信託においては、信託の公示制度とは別に、信託の内容を公示又は開示する制度がある。前者は、①信託法上の限定責任信託における登記制度であり、後者は、②信託受益権に関する金融商品取引法上の開示制度である。

①限定責任信託とは、受託者が当該信託の一定の信託債務について信託財産に属する財産のみをもってその履行の責任を負う信託のことで、信託行為に責任財産が信託財産に限定する旨の定めを置くことと、一定の事項を登記することにより、限定責任信託としての効力が生じる（日本信託法 216 条 1 項）。信託行為において、限定責任信託の定めがされたときは、2 週間以内に一定の内容について登記しなければならないものとされている（同法 232 条）。

この限定責任信託の登記は、信託財産を登記するのではなく、商業登記における会社の登記のような信託自体を表した登記であるといえる。

また、日本においては、主に株式等を対象とした金融商品取引法における公衆縦覧型のディスクロージャー制度があるが、②このディスクロージャー制度の一つとして、有価証券の発行者の事業内容、財務内容等を正確、公平かつ適時に開示して、投資者保護を図ろうとする信託受益権の開示制度がある。

信託法の改正により、受益証券発行信託という、信託行為の定めにより一又は二以上の受益権を表示する証券（受益証券）を発行する旨の定めのある信託が導入されたが、この受益証券は、株式のように、私法上の有価証券となり、社債、株式等の振替に関する法律による振替制度の対象にもなっている。2007 年施行の金融商品取引法の改正により、一般の信託受益権が第二項有価証券として同法の適用対象となるとともに、この受益証券発行信託の受益証券が第一項有価証券として同法の適用対象となり、受益証券発行信託の受益証券については、公衆縦覧型の開示規制についても適用対象となっているのである。

(3) 日本信託法から見た中国信託法の公示制度

上記のとおり、中国信託法 10 条では、信託の効力要件として、「信託の登記」が義務付けられており、少なくとも「補充登記」がなければ、信託の効力が発生しないことになっている。すなわち、現在、中国では、信託の登記制度が整備されていないことから、権利の変動に登記が必要な財産、例えば、不動産については、信託できないことになっている。

そのため、中国においては、信託登記が求められる財産を中国信託法が想定している機能をもたせようとする、信託登記制度を整備することが必須であり、急務であるといえる。

一方、日本信託法における信託の登記は、信託財産であることを第三者に対抗する要件であり、二つの局面で必要とされている。一つは、①受託者の倒産からの隔離のための対抗要件であり、もう一つは、②受益者による受託者の権限違反行為の取消しのための対抗要件の一つであり、それぞれ有効に機能している。

しかしながら、日本における不動産登記では、信託登記には、「信託目録」を付加しなければならず、手続きが煩雑であるという問題がある。

これらを踏まえて、中国の信託の登記については、次の点を指摘することができる。

まず、信託登記を効力要件とし続けるのであれば²³、信託登記制度の整備が急務であるということである。ただし、所管官庁が多岐にわたり、調整が難しいとのことである。そこで、当面の経過措置としては、①信託法 10 条の解釈として、信託の登記制度があるものだけを信託の登記制度の対象とすることが考えられる。また、立法論としては、②信託の登記が必要な財産は、権利の変動に登記が必要か否かにかかわらず、特別に関係法令で定められた財産だけに限定するという改正が考えられる。

これらの場合においては、①と②の経過措置の後に、信託の登記を徐々に整備する必要がある。さらに、信託の公示の規定を廃止することも考えられる。

また、中国では、信託財産ではなく、日本における会社の商業登記のように、信託の内容自体を公示する信託登記制度も検討されているようであり、信託登記会社の設立等、体制整備も進められている。

そのため、③日本型の信託登記制度を前提とすることなく、信託登記の目的を、i) 信託成立の効力要件、ii) 信託財産の受託者からの倒産隔離、iii) 信託自体の内容の開示、それとも、iv) 信託受益権（信託商品）販売のための情報の開示なのか、を明確にして登

記制度を検討することが必要である。

3 委託者の権利

(1) 中国信託法における委託者の権利

中国信託法における委託者の権利は、「強行規定」で「強い」ことが挙げられる。

まず、中国信託法 20 条では、委託者は、信託財産の管理・運用、処分及び収支状況を
知る権利を有し、受託者に対して説明を求める権利を有している。また、委託者は、信託
財産に関する信託帳簿及び信託事務の処理に関するその他の文書について、閲覧、複写又
は複製する権利を有している。

中国信託法 21 条では、信託設定当時に予見できない特別の事情により、信託財産の管
理方法では信託目的の実現に不利になり、又は受益者の利益に適さなくなったときは、委
託者は、受託者に対して、当該信託財産の管理方法の変更を求める権利を有している。

中国信託法 22 条では、受託者が信託目的に反して信託財産を処分し、又は管理の職責
に違反若しくは信託事務の不当な処理によって信託財産に損失を生じさせた場合には、委
託者は、裁判所に対し、当該処分行為の取消しを申し立てる権利を有し、かつ、受託者
に対し、信託財産の原状回復又は賠償を求める権利を有している。

中国信託法 23 条では、受託者が信託目的に反して信託財産を処分し、又は受託者に信
託財産の管理、運用又は処分において重大な過失があったときは、委託者は、信託書面の
定めに従って受託者を解任し、又は、裁判所に対し、受託者の解任を申し立てる権利を有
している。

また、中国信託法 49 条では、これら中国信託法 20 条から 23 条までに規定する委託者
の権利については、受益者も行使することができることが規定されており、受益者は、こ
れらの権利を行使する際に、委託者と意見が調わなかったときには、裁判所に対して裁定
を申し立てることができるものとされている。したがって、これらの点については、受益
者と委託者の権利は、同等のものであるといえる。

しかしながら、中国信託法 40 条では、受託者の職責が終了したときは、信託書面の規
定に従って新受託者を選任するものとされているところ、信託書面に規定がないときは、
委託者が選任を行うものとされており、委託者が指定しないとき又は指定する能力がない

ときにはじめて、受益者が選任を行うものとされている。この点については、委託者の選任権が、受益者に優先しており、委託者の権利の方が強いといえる。

さらに、中国信託法 51 条では、信託設定の後、①受益者が委託者に対して重大な不法行為（侵権行為）²⁴を行った場合、②受益者が他の共同受益者に対して重大な不法行為²⁵を行った場合、③受益者の同意を得た場合、④信託書面に定められるその他の場合、のいずれかに該当するときは、委託者は、受益者を変更し、又は受益者の受益権を処分することができるものとされており、さらに①、③、④のいずれかに該当するときは、信託を解除することができる。

これらの定めは、中国信託法においては、信託の主役は、「受益者」ではなく、「委託者」であることを表している。また、これらの規定は、強行規定であり、信託行為の定めで奪うことができない。

(2) 日本信託法における委託者の権利

旧日本信託法においては、委託者の契約又は遺言の当事者としての立場を重視し、受託者に対する監視・監督権のうち、委託者に重要な権利を、強行規定として与えていた。

委託者の権利については、例えば、個人を受益者とする他益の民事信託においては、受託者を監視・監督する能力のない者が受益者となる場合もあり得ることから、そのような場合には、委託者に受益者に受託者を監視・監督する権利を与えておく必要がある。

一方、委託者に対して多くの権利を認めると、商事信託において、受益権が譲渡された場合や受益者と委託者の意見が対立する場合等、法律関係が複雑になるおそれがあり、また、受託者の信託事務処理の円滑な運営の面からも、委託者に広範な権利が認められると、受益者、委託者双方の同意をとる必要があり、迅速な対応の妨げになるおそれがある。

そこで、現行の日本信託法では、委託者には、信託財産に対する強制執行等に対する異議を主張することができる権利等の一定の権利を付与するとともに、信託行為において、その権利の全部又は一部を有しない旨を定めることができるものとし（日本信託法 145 条 1 項）、他方で、信託行為の定めにより、日本信託法 145 条 2 項各号に定められた権利を付加することもできるものとしており（同条 2 項柱書）、様々な信託に対応ができるようになっていく。

また、委託者の地位は、受託者、受益者及び他の委託者が存する場合は他の委託者の同意を得るか、又は、信託行為において定めた方法に従って、第三者に移転することができる（日本信託法 146 条）。

(3) 中国信託法の委託者の権利と日本信託法における委託者の権利の条項の個別比較

中国信託法における委託者の権利の条項と日本信託法における委託者の権利の条項についての個別比較は、以下のとおりである。

中国信託法 20 条では、委託者は、その信託財産の管理・運用、処分及び収支状況を知る権利及び受託者に対して説明を求める権利を有しているが、日本信託法 36 条では、委託者には、受益者と共に、デフォルトで信託事務の処理の状況等に関する報告請求権、同法 38 条 1 項では、帳簿等の閲覧又は謄写の請求権を付与しており、この点は、ほぼ同じといえる。

すなわち、日本信託法 36 条では、委託者又は受益者は、受託者に対し、信託事務の処理の状況並びに信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の状況について報告を求めることができるものとされており、同法 38 条 1 項では、受益者は、受託者に対し、請求の理由を明らかにして信託帳簿等の閲覧又は謄写の請求をすることができるものとされている。

中国信託法 21 条では、「信託財産の管理方法の変更権」は、委託者又は受益者の個別の権利とされているが、日本信託法においては、信託の変更は、変更後の信託行為の内容を明らかにして、原則として委託者、受託者及び受益者の合意によってすることができるものとし（日本信託法 149 条 1 項）、関係当事者の利害に配慮しながら、例外規定を置いている。

すなわち、①信託の目的に反しないことが明らかであるときは、受託者及び受益者の合意により、②信託の目的に反しないこと及び受益者の利益に適合することが明らかであるときは、受託者の書面又は電磁的記録によってする意思表示により、信託の変更ができるものとしており、これらの場合、受託者は、①の場合は委託者に対し、②の場合は委託者及び受益者に対し、遅滞なく、変更後の信託行為の内容を通知しなければならないことを義務付けている（同条 2 項）。

また、i) 受託者の利益を害しないことが明らかであるときには、委託者及び受益者に

よる受託者に対する意思表示により、ii) 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には、受益者による受託者に対する意思表示により、それぞれ信託の変更ができるものとし、ii) の場合には受託者は、委託者に対し、遅滞なく、変更後の信託行為の内容を通知しなければならないものとしている（同条3項）。

さらに、これらの例外として、信託行為による別段の定めを認めている（同条4項）。

なお、日本信託法では、上記の信託関係者の意思決定による変更の制度に加えて、裁判所による信託の変更の制度がある。

すなわち、裁判所は、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により、「信託事務の処理の方法」に係る信託行為の定めが信託の目的及び信託財産の状況その他の事情に照らして受益者の利益に適合しなくなるに至ったときは、委託者、受託者又は受益者の申立てにより、信託の変更を命ずることができるものとされている（日本信託法150条）。

中国信託法22条における受託者の信託目的の違反、管理の職責違反、又は、信託事務の不当な処理による信託財産の損失に対する委託者による裁判所への当該処分行為の取消権及び受託者に対する信託財産の原状回復又は賠償請求権については、日本信託法では、27条1項・2項において、受託者の権限違反行為に対する取消権は受益者が行使できるものとし、40条においては、受益者は、受託者がその任務を怠ったことによって、信託財産に損失等が生じた場合については、その受託者に対し損失のてん補等を請求できることが定められている。

すなわち、日本信託法においては、これらの権利は、受益者の権利であり、委託者のデフォルトの権利とは規定されておらず、日本信託法145条2項において、信託行為の別段の定めにより、委託者に付加することもできているのである。

中国信託法23条における委託者による受託者の解任請求権については、日本信託法では、58条1項による受益者との合意による受託者の解任権、58条4項による裁判所に対する受託者の解任申立権として規定されている。

すなわち、日本信託法では、委託者及び受益者は、いつでも、その合意により、受託者を解任することができるものとされており（日本信託法58条1項）、委託者及び受益者が受託者に不利な時期に受託者を解任したときは、やむを得ない事由がある場合を除いて、委託者及び受益者は、受託者の損害を賠償しなければならないものとされている（同法58条2項）。ただし、これらの規定は、信託行為による別段の定めを認めている（同条3項）。

なお、委託者が現に存しない場合には、委託者及び受益者の合意による解任はできない（同条8項）。

また、受託者がその任務に違反して信託財産に著しい損害を与えたことその他重要な事由があるときは、裁判所は、委託者又は受益者の申立てにより、受託者を解任することができるものとされている（同条4項）。

中国信託法40条における信託書面に規定がない場合の委託者の新受託者の選任権については、日本信託法においては、委託者に優先権を与えることなく、「委託者及び受益者の合意」によって、新受託者を選任することになっている。

すなわち、日本信託法62条1項では、まず、①信託行為の定めに従い、②信託行為に新受託者に関する定めがないとき、又は、信託行為の定めにより新受託者となるべき者として指定された者が信託の引受けをせず、若しくはこれを行うことができないときは、委託者及び受益者の合意によって、新受託者を選任することができるものとされている。

中国信託法51条における委託者による受益者の変更権及び信託の解除権についての日本信託法の定めは、以下のとおりである。

日本信託法においては、受益者を変更するためには、受益者の同意が必要とされ（日本信託法149条1項）、受益者の関与なく受益者を変更するためには、あらかじめ、信託行為の定めにより、受益者の変更権を委託者等に付与しておく必要がある（同法89条）。

また、信託の解除は、旧日本信託法においては、委託者が信託利益の全部を享受する場合において、「信託を終了させる意思表示」として、委託者兼受益者に信託の解除権が認められていたが、現行の日本信託法においては、「解除」を意味する「信託終了の意思表示がされたこと」を信託の終了事由の一つとして位置付けており、「解除」の文言を廃止している。そのうえで、日本信託法164条1項では、「委託者及び受益者」は、いつでも、その合意により、信託を終了することができるものとしているが、信託行為による別段の定めも認められている（同条3項）。

結びに代えて

本稿においては、中国信託法の特徴である①信託の設定、②信託の公示、③委託者の権

利、に絞って検討を行い、若干の提言を行ってきたが、上記以外の点でも、検討すべき点は多々あることから、今後も、引き続き日本信託法を踏まえた比較を行い、中国信託法に関する提言を行っていきたい。また、中国信託法においても、日本信託法にとって参考になる部分も多いことから、中国信託法を踏まえた日本信託法に関する提言についても検討していきたい。

[注]

- 1 「中国信託法」の条文の日本語訳については、神田秀樹編著『中国信託法の研究』（日本加除出版 2016年）楊林凱訳による。
- 2 李飛「中国信託法の経緯と今後」（信託 212号 2002年）23頁、24頁。
- 3 神田秀樹編著『中国信託法の研究』（日本加除出版 2016年）[楊林凱] 3頁。
- 4 能見善久「中国信託法の制定に寄せて」（信託 212号 2002年）21頁、22頁。
- 5 神田秀樹編著『中国信託法の研究』（日本加除出版 2016年）[楊林凱] 7頁。
- 6 移転説、非移転説の他、限定移転説等が存在しているが、立案担当者は、移転説の立場をとっている。（神田秀樹編著『中国信託法の研究』（日本加除出版 2016年）[楊林凱] 5頁）。
- 7 単純に、受託者に移転したのであるから、当然に委託者の固有財産とは区別していると考えれば整合できなくはないが、不自然である。
- 8 神田秀樹編著『中国信託法の研究』（日本加除出版 2016年）[田中和明] 76頁。
- 9 慶應義塾大学中国信託法研究会「中国信託法逐条解説」（信託 268号）5頁。
- 10 道垣内弘人「日中比較信託法講義（1）」（信託 273号）141頁。
- 11 瀬々敦子『中国民商法の比較法的考察』（晃洋書房 2010年）125頁。
- 12 瀬々敦子『中国民商法の比較法的考察』（晃洋書房 2010年）127頁参照。
- 13 慶應義塾大学中国信託法研究会「中国信託法逐条解説」（信託 268号）9頁。
- 14 神田秀樹編著『中国信託法の研究』（日本加除出版 2016年）[楊林凱] 12頁。
- 15 慶應義塾大学中国信託法研究会「中国信託法逐条解説」（信託 268号）9頁。
- 16 道垣内弘人「日中比較信託法講義（1）」（信託 273号）144頁。
- 17 神田秀樹編著『中国信託法の研究』（日本加除出版 2016年）[楊林凱] 13頁。
- 18 「二重信託」の詳細については、田中和明『詳解 信託法務』（清文社 2010年）41頁～46頁参照。
- 19 法務省民事局参事官室『信託法改正要綱試案 補足説明』（2005年）3頁。
- 20 道垣内弘人「日中比較信託法講義（2）」（信託 274号）26頁。
- 21 道垣内弘人「日中比較信託法講義（2）」（信託 274号）26、27頁。
- 22 道垣内弘人「日中比較信託法講義（2）」（信託 274号）27頁。
- 23 信託登記を効力要件ではなく、対抗要件とする選択肢もある。
- 24 立案担当者は、「重大な不法行為（侵權行為）」とは、行為の主観的要素または行為手段が非常に悪質であり、他人の合法的權益に重大な權利侵害行為を与えるものである」と説明している。（慶應義塾大学中国信託法研究会「中国信託法逐条解説」（信託 268号）40頁）。
- 25 注 24 と同じ。

日本のフィデューシャリー法：
比較法・トランスナショナル法の視点

溜 箭 将 之 ・ 行 岡 睦 彦

目 次

論文の要約

シンポジウムの背景

The Japanese Law of Fiduciaries from Comparative and Transnational Perspectives

本研究会メンバーである溜箭と行岡は、研究会と並行して「日本のフィデューシャリー法：比較法・トランスナショナル法の視点」と題した論文を共同で執筆していた。構想と執筆は、行岡が日本で本研究会に参加していた時期から始まり、スタンフォード大学での海外研究のため渡米してからも続いた。

論文執筆の直接の目的は、2019年9月6日から7日にかけて開かれた「トランスナショナルなフィデューシャリー法（国境を越えた信託法：Transnational Fiduciary Law）」と題されたシンポジウムでの報告だった。しかし、日本のフィデューシャリー法というテーマで論文を構想するにあたっては、本研究会での議論も大いに参考にさせていただいた。

本論文は、UC Irvine Journal of International, Transnational, and Comparative Law のシンポジウム特集号第5号に収録された。上記の経緯から、これを本研究会報告書に収録させていただくことにし、ジャーナル側からも論文全体を本報告書に収録することの許可も得ることができた。

以下では、論文冒頭の要約部分を和訳するとともに、シンポジウムの背景について簡単な解説をする。

論文の要約

フィデューシャリー法とトランスナショナルな法秩序という二つの法理論の交錯を検討するにあたり、日本は絶好の場面だということができる。19世紀末に西洋法を導入し法制度の近代化を図った日本は、比較法的に多様な法的伝統の影響を受けた法体系を有している。具体的にいえば、日本法は、大陸法やコモン・ローの伝統、そして伝統的な価値体系の影響を受けてきた。日本はまた、アジアにおいて複雑な歴史を刻んできた。朝鮮と台湾に対しては植民地宗主国として近代法を導入させ、戦後は経済大国となったが、ここ四半世紀は経済的な不振にあえいでいる。こうした多様性と動態は、日本および東アジアにおけるフィデューシャリーの法規範の発展に影響を及ぼした。本論文の主な目的は、そうした歴史的経緯を追うことにある。日本および東アジアの主要な国および地域において、「フィデューシャリー」や「忠実義務」といった概念が法律用語として用いられるようになったのはごく最近のことだが、注意義務や法分野ごとの利益相反行為など基本的な規律は、

法の一部を構成していたといつてよい。フィデューシャリーの法規範は、複数の法的伝統が相互に影響を与え合い、時には衝突しあう中で発展してきた。こうしたプロセスは、国境を越えた経済的な交流や関係が深まる中で、さらに加速しダイナミックになってきたし、アジアやグローバルな経済危機もその深刻さの度合いを高めることになった。本論文は、トランスナショナルな法秩序の理論枠組を用いつつ、日本と東アジアにおけるフィデューシャリーの法規範の複雑な発展のあり方を理解し、さらにグローバルな展望をめざすものである。

シンポジウムの背景

シンポジウムは、フィデューシャリー法の国境を越えた展開を多面的に検討するものとして企画された。フィデューシャリー法についての研究は、コモン・ロー系、大陸法系の別を問わず世界各国で飛躍的に充実しつつあり、また従来の信託や会社法など私法分野にとどまらず公法の分野でも広がりつつある。他方で、その国境を越えた側面についても関心が高まりつつ、本格的な理論化はなされているとはいいがたい。こうした認識のもとに、コモン・ロー系、大陸法系の諸国から、異なる法分野でフィデューシャリー法に取り組む研究者を集め、2019年9月6日から7日にかけて、カリフォルニア大学アーヴァイン校でシンポジウムが開かれた。同校のCenter on Globalization, Law and Society (GLAS)とドイツのブツェリウス・ロースクールのInstitute for Corporate and Capital Markets Lawの共催で実現した。

ジャーナルのシンポジウム特集号に収録された論文は、ホームページで公開されているので、そちらもぜひ参照されたい。<https://scholarship.law.uci.edu/ucijil/>

シンポジウムの理論的意義は、シンポジウム特集号の冒頭に掲載されたSeth Davis教授とGregory C. Shaffer教授の共著論文にまとめられている。Davis教授は、公法や国際法の観点からフィデューシャリー法を検討してきたUCバークレー校の研究者であり、Shaffer教授は、幅広い法分野でトランスナショナルな法秩序の理論化を試みてきたUCアーヴァイン校の研究者である。

フィデューシャリー法は、代理、信託、会社など個々の法分野における受認者を規律す

る法規範であるとともに、より広い範囲でも観念され、類推されるメタな法概念である。その中心的な内容と外延については、国や文化によって異なるし、研究者の間でも争いがある。そうしたフィデューシャリー法が観念できるとして、そのありかたは各国の国内法に閉じておらず、各国法は互いに複雑な作用・反作用をしている。国境を超える法の変化は、国内法と国際法という二分論では十分に説明できない。このプロセスを、トランスナショナルな法秩序についてのこれまでの理論化の成果を応用しつつ、フィデューシャリーの法規範が生成・定着するメカニズム、包括的なフィデューシャリー法規範と個別分野の具体的な法規範との相互作用、国境の内部や国境を超える形で複数の法規範が競合したり対立したりするプロセス、国境を越えて複数のフィデューシャリーの伝統が収斂したり拡散したりする経緯、といった観点から、さらなる理論的進化を目指している。

冒頭の導入的論文に続いて、コモン・ローと大陸法それぞれの立場から、「トランスナショナルなフィデューシャリー法」という総括的な論文を寄せられている。コモン・ローの側から、わが国でも広く紹介されてきたボストン大学の Tamar Frankel 教授が、大陸法の側からドイツ・ベツェリウス大学の Thilo Kuntz 教授がアプローチする。

これに続けて、ドイツのテュービンゲン大学の Jens-Hinrich Binder 教授とマンハイム大学の Mortiz Renner 教授が、それぞれ金融仲介業と債権市場の規制という観点で、米独の比較を中心に、国際的な金融関係の文脈でフィデューシャリー法の展開を検討している。

溜箭・行岡論文は、日本・東アジアの視点からのケーススタディを行いつつ、コモン・ローと大陸法の影響を共に受けた国・地域という観点から、会社法を中心としつつも、代理や遺産管理、信託や証券市場の規律にも言及しつつ、フィデューシャリーの法規範の発展のメカニズムについて検討を行った。

最後は、オーストラリアのモナシュ大学の Jennifer G. Hill 教授による、会社法・コーポレートガバナンス・金融市場の分野を中心として扱った論文である。そこでは、主にイギリス・アメリカ・オーストラリアといったコモン・ロー諸国での展開を素材に、信託義務の法理とコーポレート・ガバナンスコードの国境を越えた相互作用が分析されている。

*

シンポジウムでは、ほかにも公法、国際私法、情報法など幅広い法分野で世界各国から集まった研究者による研究報告が行われた。現在、シンポジウム特集号に収録されなかった論文も含めた論文集が、公刊に向けて準備されていることを付記しておく。

The Japanese Law of Fiduciaries from Comparative and Transnational Perspectives

Masayuki Tamaruya* & Mutsuhiko Yukioka**

Japan occupies a vantage point to observe the intersecting theories of fiduciary law and transnational legal ordering. Having modernized its legal system by introducing western law since the late nineteenth century, Japan possesses a body of law that have been influenced by comparatively diverse sources including both civil law and common law traditions, as well as traditional value system. Japan also has a complex past in the region, initially acting as a colonial power to impose its modernized law onto Korea and Taiwan, then as a leading economy in the post-war years, though the past quarter century has witnessed its struggle. Such diversity and dynamics have affected the evolution of fiduciary norms in Japan and in East Asia, and the main part of this Article will trace the historical progression. In Japan and major East Asian jurisdictions, although the terms “fiduciary” and “duty of loyalty” were not part of the legal lexicon until recent decades, the basic notion of duty of care and the context-specific regulation of conflicted transaction were part of the law. The fiduciary norms evolved as their multiple strands of sources interacted with each other, or even came into conflict with each other. The ever-increasing economic interactions increased the pace and dynamics of this process, and regional and global financial crises added to the sense of urgency. This Article will use the framework of transnational legal ordering to understand the complex evolution of fiduciary norms in Japan, East Asia and beyond.

Introduction.....	136
I. Civil and Commercial Codes: Pre-WWII Reception.....	138
II. American Influence and Challenges: Post-WWII Changes.....	140
A. Coming of Duty of Loyalty.....	140
B. Loyalty to Whom?	142
III. Greater Transnationalization: Reform since the 1990s.....	145
A. Corporate Law.....	145
B. Pension Funds and Related Areas.....	148
C. Post-Lehman Developments.....	149

* Professor of Law, Rikkyo University, College of Law. E-mail: tamaruya@rikkyo.ac.jp.

** Associate Professor of Law, Kobe University, Graduate School of Law. E-mail: yukioka@harbor.kobe-u.ac.jp.

D. Family, Guardianship, and Succession Law.....	153
IV. Japanese, Asian, and Transnational Fiduciary Orders.....	155
A. Transnationalization from the Japanese Perspective.....	155
B. The East Asian Context.....	157
Conclusion.....	160

INTRODUCTION

The notion of loyalty is hardly new to Japan. In fact, two strands of loyalty formed the core value system that was sanctioned by the premodern authority that ruled from 1603 to 1867. These loyalty norms were status-based: one was termed *ko* (孝), loyalty to family elders, and the other was *chu* (忠), loyalty to authority. The conventional wisdom is that this hierarchical social structure was defined by the Neo-Confucianism originally developed in China.¹ Recent academic research has cast doubt on these assumptions, however, suggesting that the rulers and thinkers of the time did not simply import this attractive but dangerous body of thought.²

These status-based loyalty norms are seldom articulated in modern legislation or legal scholarship after the introduction of Western legal thought in the late nineteenth century. Nevertheless, they played an important role in Japanese social and economic life.³ Toward the end of the twentieth century, these norms were invoked as an important source of employee loyalty to corporations.⁴ They shaped the operating norm of the company as a community of employees, in which the employees' interests could exert an influence on corporate management that sometimes exceeded the ownership interest of the shareholders.⁵ Whether this Japanese style of management is the continuance of premodern thought and practice⁶ or reflects a pragmatic adjustment to the necessities of modern society⁷ is contested.⁸ Nevertheless, it created a tension with the modern reform that

1. See, e.g., Michael Young & Constance Hamilton, *Historical Introduction to the Japanese Legal System*, in JAPAN BUSINESS LAW GUIDE ¶ 1–370 (1988).

2. HIROSHI WATANABE, A HISTORY OF JAPANESE POLITICAL THOUGHT, 1600-190188-91 (David Noble trans., 2012).

3. JUN-ICHI KYOGOKU, THE POLITICAL DYNAMICS OF JAPAN 41–44 (Nobutaka Ike trans. 1987).

4. *Id.* at 64–66. For a recent example, see, FUJIO MITARAI & UICHIRO NIWA, *会社は誰のために* [WHO IS THE COMPANY FOR?] 97–105 (2006).

5. Masahiko Aoki, *Toward an Economic Model of the Japanese Firm*, 28 J. ECON. LIT. 1, 20 (1990); Curtis Milhaupt, *Takeover Law and Managerial Incentives in the United States and Japan*, in ENTERPRISE LAW: CONTRACTS, MARKETS, AND LAWS IN THE US AND JAPAN 177, 182 (Zen'ichi Shishido ed., 2014).

6. See, e.g., JAMES C. ABEGGLEN, THE JAPANESE FACTORY: ASPECTS OF ITS SOCIAL ORGANIZATION 95–98 (1958).

7. See, e.g., JOHN BUCHANAN, DOMINIC HEESANG CHAI & SIMON DEAKIN, HEDGE FUND ACTIVISM IN JAPAN: THE LIMITS OF SHAREHOLDER PRIMACY 130 (2014).

8. For a literature that takes the middle ground, see, for example, KUNIO ODAKA, JAPANESE MANAGEMENT: A FORWARD-LOOKING ANALYSIS 39–48 (1986).

emphasized the primacy of the shareholders' interests and monitored by outside directors on their behalf.

In what follows, we will trace the evolution of fiduciary norms⁹ since the Japanese reception of the modern legal system during the latter half of the nineteenth and the early part of the twentieth century. The duty-of-care provisions and regulation of conflicted transactions were introduced into the Civil Code, the Commercial Codes, and the Trusts Act, which laid the foundation for further transnationalization (Part I).¹⁰ The post-World War II years witnessed a greater influence of American law, which involved the transplant of the duty-of-loyalty provision, portending a gradual shift in the forms of fiduciary norm from a rule-based to standard-based format. However, the American-style open-ended fiduciary standard also raised more fundamental questions: Who do the fiduciaries serve and how are they to be monitored? These questions were among the most contested grounds of debate in a series of reforms toward the end of the twentieth century (Part II). Nevertheless, since the 1990s, Japanese lawyers and policy makers have demonstrated a greater willingness to use fiduciary terms and to embrace fiduciary initiatives overseas (Part III).

A historical review sheds light on a number of factors and mechanisms that led to the reception of fiduciary norms and the synchronization of domestic and international norms.¹¹ However, one can discern occasional divergence between the overseas fiduciary initiatives and the motives of the domestic policy makers that raise questions as to the level of convergence (Part IV(1)).¹² In fact, this co-existence of synchronization and divergence has hardly been unique to Japan, as can be seen when the scope of observation is extended to some of the major jurisdictions in East Asia. On the one hand, the one-and-a-half centuries of Japanese experience has served as the basis for the emergence of a transnational legal order. At the same time, the unique socio-economic conditions and the desire to exploit comparative advantage in the increasingly global market economy have created motives for each jurisdiction, both to introduce internationally prevailing fiduciary norms and diverge from them. The growing importance of the region, both in economic and political terms, also means that such disjunctions have the potential to influence the transnational evolution of fiduciary orders (Part IV(2)).

9. In this article, “fiduciary norm” is used as a generic category that includes rules, principles, and customary notions that relevant parties perceive as binding, though not necessarily legally enforceable. Substantively, it can include both specific doctrines, such as those concerning duty of loyalty and duty of care, and broader normative statements, such as who the fiduciaries are, who the fiduciary should serve, and how any given rules should be enforced.

10. Thilo Kuntz, *Transnational Fiduciary Law: Spaces and Elements*, 5 U.C. IRVINE J. INT'L TRANSNAT'L & COMP. L. 41, 57 (2020).

11. For an analytical framework, see JOHN BRAITHWAITE & PETER DRAHOS, *GLOBAL BUSINESS REGULATION* 15–26 (2000).

12. Terence C. Halliday & Gregory Shaffer, *Transnational Legal Orders*, in *TRANS-NATIONAL LEGAL ORDERS* 3, 55–63 (Terence C. Halliday & Gregory Shaffer eds., 2015).

I. CIVIL AND COMMERCIAL CODES: PRE-WWII RECEPTION

The modern layers of Japanese fiduciary norms were laid down by the French-inspired Civil Code (1896) and the German-modeled Commercial Code (1899).¹³ Although the term “fiduciary” did not immediately become part of the Japanese legal lexicon, these codes contained a series of rules that were equivalent to the present-day fiduciary principles. Placed at the core of the Japanese law of fiduciaries is an agent’s obligation to manage a principal’s affairs carefully and faithfully.¹⁴ Civil Code § 644 imposes on an agent “a duty to carry out the work of the agency following the aim of the agency and with the care of a faithful manager.”¹⁵ This duty-of-care provision applies, *mutatis mutandis*, to partners—*kumiaiin*,¹⁶ guardians—*kōken*,¹⁷ and executors—*igon shikkōsha* under the Civil Code,¹⁸ and extends to corporate directors under the Commercial Code.¹⁹

As introduced in those statutes, the fiduciary regulation of conflict transactions was largely rule-based in form. The Civil Code agency provisions contained specific prohibitions on self-dealing and representation of both parties to the same transaction.²⁰ Similarly, context-specific regulations of conflict-of-interest transactions applied to guardians²¹ and charity directors²² under the Civil Code, and to commercial agents²³ and corporate directors²⁴ under the Commercial Code.

The Commercial Code also prescribed the corporate governance structure for for-profit corporations that paralleled the German-style two-tier board (*duale Führungsstruktur*). Just as the German supervisory board (*Aufsichtsrat*) provides monitoring of the managing board (*Vorstand*), Japanese statutory auditors (*kansayaku*) were expected to monitor the business decisions and accounting practices of the directors (*torishimariyaku*).²⁵ Herman Roesler, the Code’s German architect, referred to not just the German example, but also French and British

13. MINPŌ [CIV. C.] 1896, no. 89 (Japan); SHŌHŌ [COMM. C.] 1899, no. 48 (Japan).

14. J. Mark Ramseyer & Masayuki Tamaruya, *Fiduciary Principles in Japanese Law*, in THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW 643, 643 (Evan J. Criddle et al. eds., 2019).

15. MINPŌ [CIV. C.] 1896, art. 644 (Japan).

16. *Id.* art. 671.

17. *Id.* art. 869.

18. *Id.* art. 1012.

19. The relevant Commercial Code provision was introduced as Article 164, Paragraph 2 by Law No. 73 of 1911; renumbered as Article 254, Paragraph 2 by Law No. 72 of 1938; and renumbered as Article 254, Paragraph 3 by Law No. 167 of 1950. It is now superseded by Kaishahō [Companies Act], Law No. 86 of 2005, art. 355 (Japan).

20. MINPŌ [CIV. C.] 1896, art. 108 (Japan).

21. *Id.* art. 860.

22. *Id.* art. 57.

23. SHŌHŌ [COMM. C.] 1899, no. 48 (Japan).

24. *Id.* art. 264–65.

25. The directors were formally constituted as a board through revision to Commercial Code arts. 259 et seq, by Law No. 167 of 1950, and the statutory auditors by revision to Kabushiki Gaisha no Kansa tō ni kansuru Shōhō no Tokurei ni kansuru Hōritsu [Special Exceptions to Commercial Code Concerning Audit, etc. Act], Law No. 22 of 1974, §§ 18 et seq, by Law No. 62 of 1993.

legislation, making sure that the Code match the needs of the time in Japan.²⁶ The Japanese statutory auditors' position, however, was weaker than that of their German counterpart in that, although they had power to require directors to produce accounting documents for review and conduct inquiries on their business execution, they lacked the power to appoint or remove directors.²⁷

On top of the civil law basis of Japanese private law, common-law trust was introduced by the Trust Act of 1922.²⁸ Under the Act, the trustee has the duty of carrying out “the work of the trusteeship following the aim of the trust and with the care of a faithful manager,”²⁹ a provision that shows close parallels with the language of Civil Code § 644. The agency-based regulation is extended to prohibition of the trustee engaging in self-dealing under any name involving any proprietary or personal rights.³⁰ While being careful to ensure consistency with the Civil Code, the drafter of the Trust Act incorporated certain remedies against breach of trust that tracked the common-law approach, which are more extensive than those available for agency arrangements.³¹

Thus, by the 1930s, fiduciary principles were prescribed in separate codes drawn from different legal traditions. There was no general duty-of-loyalty provision, and the provisions took a mostly rule-based format by listing conflicted transactions that were prohibited unless there was specific authorization or unless an independent representative was appointed. It should be noted that this was not unique to Japan at the time. English fiduciary law had long been largely rule-based, using no-profit, no-conflict formulas.³² The general formulation of the duty of loyalty in the U.S. became broadly accepted only in 1930s, after the publication of Austin W. Scott's *Treatise on Trusts* and the *Restatement on Trusts*, in which he served as a reporter.³³ In Anglo-Commonwealth jurisdictions, more systematic consideration of fiduciary law came later in the twentieth century.³⁴

The Japanese experience suggests that the divide between the civil-law formulation and the common-law formulation is not irreconcilable, recognition of

26. Haruhito Takada & Masamichi Yamamoto, *The “Roesler Model” Corporation: Roesler’s Draft of the Japanese Commercial Code and the Roots of Japanese Corporate Governance*, 45 ZEITSCHRIFT FÜR JAPANISCHES RECHT [JOURNAL OF JAPANESE LAW] 45 (2018).

27. Tsukasa Miyajima, 監査機構 [Auditing Structure], in 昭和商法学史 [HISTORY OF COMMERCIAL LAW STUDIES IN SHOWA PERIOD] 389, 391–96 (Yasuichiro Kurasawa & Takayasu Okushima eds., 1996); Ronald J. Gilson & Curtis J. Milhaupt, *Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance*, 53 AM. J. COMP. L. 343, 348 (2005).

28. Shintakuho [Trust Act], Law No. 62 of 1922 (Japan).

29. *Id.* art. 20.

30. *Id.* art. 22.

31. *Id.* art. 31.

32. *Aberdeen Rly Co v. Blaikie Bros* (1854) 1 Macq 463 [1843-60] All ER Rep 249; *Bray v. Ford* [1896] AC 44, [1895-9] All ER Rep 1009, 73 LT 609.

33. Austin W. Scott, *The Trustee’s Duty of Loyalty*, 49 HARV. L. REV. 521 (1936); Austin W. Scott, *The Restatement of the Law of Trusts*, 31 COLUM. L. REV. 1266 (1931).

34. PAUL D. FINN, FIDUCIARY OBLIGATIONS 1 (THE LAW BOOK CO. LTD. 2017) (1977); MATTHEW CONAGLEN, FIDUCIARY LOYALTY: PROTECTING THE DUE PERFORMANCE OF NON-FIDUCIARY DUTIES 1–3 (Hart Publ’g 2011) (2007).

which could lay the foundation for further transnational fiduciary ordering. However, as will be seen in the next part, the reformulation of fiduciary concept under the American notion of duty of loyalty posed a major challenge of transplantation haunting the Japanese lawyers for almost half a century. The questions as to whom the fiduciaries are to serve and who are to monitor the fiduciaries also proved controversial, particularly in the Japanese law of corporation.³⁵

II. AMERICAN INFLUENCE AND CHALLENGES: POST-WWII CHANGES

A. Coming of Duty of Loyalty

After World War II, the influence of American law became pronounced. A number of New Deal-inspired laws were introduced including an antitrust law, securities law, and labor standards law, as well as a new Constitution. Along with these laws, duty-of-loyalty provisions were introduced as a standard-based fiduciary norm. In 1950, the Commercial Code was amended to introduce § 254-2, which provided the following:

A director owes a duty to obey the provisions of the laws, the articles of incorporation, and the decisions of the general meeting of shareholders, and a duty to carry out their work loyally in the interests of the corporation.³⁵

In later years, the Securities Investment Trust Act was amended in 1967 to impose a similar duty of loyalty on the manager of securities investment trusts to the trust beneficiaries,³⁶ and the Investment Advisors Act was introduced in 1986 to impose a duty of loyalty on investment advisors to their clients.³⁷

The transplant of the duty-of-loyalty provisions was not completed in one day.³⁸ In fact, these provisions were rarely invoked in court, and when they were, they invariably accompanied a reference to the general duty of care of faithful managers.³⁹ However, it is not correct to say Japanese lawyers or courts resisted the duty of loyalty as a matter of principle. Rather, the court expanded the prohibition of conflict-of-interest transactions without relying on the duty-of-loyalty provision.

35. SHŌHŌ [COMM. C.] art. 254-2, later renumbered art. 254-3, was superseded by KAISHAHŌ [Companies Act] Law No. 86 of 2005, art. 355.

36. Shōken Tōshi Shintaku hō [Securities Investment Trust Act] Law No. 198 of 1951, art. 71, inserted by Law No. 106 of 1967.

37. Investment Advisors on Securities Regulation Act, Law No. 74 of 1986, art. 21, repealed by Law No. 66 of 2007 and consolidated into the Financial Instruments and Exchange Act, Law No. 25 of 1948.

38. Hideki Kanda & Curtis J. Milhaupt, *Re-examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law*, 51 AM. J. COMP. L. 887, 900-01 (2003).

39. The duty of loyalty was not invoked as independent ground of liability for the first time until 1989 in *Takada v. Nihon setsubi, K.K.*, 835 KINYU SHOJI HANREI 23 [Tokyo High Ct.] Oct. 26, 1989. See text accompanying notes 113-114.

In *Oe Industrial v. Business Consultancies* (1963),⁴⁰ the Supreme Court invalidated a transaction between the plaintiff company and the defendant on the basis that the director who represented the plaintiff company abused his agency authority. The transaction in question involved the sale of corporate property. This was formally within the director's authority but in fact was entered into with the collusion of the defendant to reap an unfair profit. While the lower court had interpreted the Commercial Code's prohibition of conflict-of-interest transactions narrowly and had upheld the transaction so long as the director had acted within his authority, the Supreme Court held that if the other party was aware of the underlying self-interest of the director, the company could avoid the transaction constituting an abuse of agency authority following case law doctrine under the Civil Code.

In *San'ei Electronics v. Japan Victor* (1968),⁴¹ the Supreme Court expanded the prohibition of self-dealing by overruling its earlier ruling that narrowly construed the Commercial Code's prohibition of self-dealing as encompassing only direct transactions between the company and the putative director. In this case, the plaintiff company's director had represented the company to assume a debt owed by the director to the defendant. The Commercial Code had required the board's approval when a director sells his property to the corporation, borrows money from the company, or otherwise deals with the company on behalf of himself or a third party, but had not prescribed indirect transactions such as the assumption of a director's debt by the company. Although some commentators feared that broadening the grounds of invalidity could cause disruption to business transactions, there was a growing awareness of the need to protect the company from disloyal directors. The Supreme Court took the broader construction, and later the Commercial Code was amended in 1981 to explicitly prohibit indirect forms of self-dealing transactions.⁴²

While the Japanese courts have used various doctrines to regulate conflict-of-interest transactions, they did not see the need to treat the duty of loyalty as a ground for liability distinct from the duty of care. The Supreme Court thus held in 1970:

Article 254-2 of the Commercial Code [duty of loyalty] merely clarifies and details the duty of a faithful manager established in Article 254(3) of the same Code and Article 644 of the Civil Code. It does not impose a separate, higher duty than the general duty of faithful management required of all agents.⁴³

This approach meant that the Japanese courts were slow to develop a more specific duty-of-loyalty doctrine, such as corporate opportunity, or an extensive remedy, such as disgorgement of profit.

40. Saikō Saibansho [Sup. Ct.] Sept. 5, 1963, Sho 35 (e) no. 1388, 17 SAIKŌ SAIBA NSHO MINJI HANREISHŪ [MINSHŪ] 909 (Japan).

41. Saikō Saibansho [Sup. Ct.] Dec. 25, 1968, Sho 42 (e) no. 1327, 22 SAIKŌ SAIB ANSHO MINJI HANREISHŪ [MINSHŪ] 3511 (Japan).

42. Kaishahō [Companies Act], Law No. 86 of 2005, art. 356(1), 365(1) (Japan).

43. Saikō Saibansho [Sup. Ct.] June 24, 1970, Sho 41 (e) no. 444, 24 SAIKŌ SAIB ANSHO MINJI HANREISHŪ [MINSHŪ] 625 (Japan).

B. Loyalty to Whom?

By the 1970s, Japan was the world's second-largest economy. Its growth attracted international attention to some of the unique features of Japanese corporate management and labor relationships, including lifetime employment and a steep seniority wage progression that secured loyalty to companies as communities of employees.⁴⁴ The boards of directors were almost exclusively composed of senior managers who had devoted their whole careers to their companies as employees.⁴⁵ Shareholders, on the other hand, appeared content to have their financial interests subordinated to other stakeholders' interests, justifying their investments in terms of wider business interests.⁴⁶

As Japanese economic growth threatened American dominance, tensions arose on the corporate governance front. To Americans' eyes, the Japanese corporate sector was closed to outsiders and lacking in transparency; in terms of American standards, Japan's post-war corporate governance was inadequate. As Curtis Milhaupt summarizes the sentiment:

The market for corporate control was not active during Japan's post-war high-growth period. In the post-war corporate governance regime, publicly traded firms were typically affiliated with a corporate group (*keiretsu*) with a major bank at the center. Group-affiliated firms cross-held shares of their affiliates, forming stable, friendly investor relationships involving significant percentages of the public float. Investor activism was rare and hostile takeover activity was condemned as antithetical to Japanese business norms, which conceptualizes the firm as a community of employees rather than an assemblage of financial assets to be bought and sold.⁴⁷

This was the lesson that an American barbarian learned at the Japanese corporate gates in 1989.⁴⁸ T. Boone Pickens, who had earlier contributed to the American law of corporate takeover in *Unocal v. Mesa Petroleum Co.* (1985),⁴⁹ acquired 20.2% of Koito Manufacturing Co. and demanded that the Toyota affiliate elect a director of his recommendation.⁵⁰ For Koito, and most of the Japanese general

44. ABEGGLEN, *supra* note 6, at 8, 39–40; ORG. FOR ECON. COOP. & DEV. [OECD], *Manpower Policy in Japan: Reviews of Manpower and Social Policies Number*, 11 OECD, 7, 9–26 (1973); EZRA F. VOGEL, *JAPAN AS NUMBER ONE: LESSONS FOR AMERICA* 133 (1979).

45. Gilson & Milhaupt, *supra* note 27, at 348–49.

46. See, e.g., Gen Goto, *Legally "Strong" Shareholders of Japan*, 3 MICH. J. PRIV. EQUITY & VENTURE CAP. L. 125, 142–43 (2014); Bruce Aronson, *Japanese Corporate Governance Reform: A Comparative Perspective*, 11 HASTINGS BUS. L.J. 85, 95 (2015). For a historical account of the shareholding structure in Japan, see Julian Franks et al., *The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century*, 27 REV. FIN. STUD. 2580 (2014).

47. Milhaupt, *supra* note 5, at 182.

48. BRYAN BURROUGH & JOHN HELYAR, *BARBARIANS AT THE GATE: THE FALL OF RJR NABISCO* (Harper & Row, Publishers 1990).

49. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

50. 米M&Aの大物ピケンス氏筆頭株主に—小糸製株20%を取得 [Mr. Pickens, *A Major Figure in American M&A Becomes the Largest Shareholder—20% of Koito Shares Acquired*], NIHON

public, Pickens's demand was nothing but another example of "greenmail" to extort extravagant cash from Toyota. Hiroshi Okuda, who would later become the CEO of Toyota Motors, negotiated hard with Pickens on behalf of Toyota and Koito. Koichi Kusano, who is now Justice of the Supreme Court, represented Koito as its attorney.⁵¹ Ultimately, Pickens retreated from the fight in 1990, handing over the shares back to the Azabu Building, a shady speculator entity who Koito claimed was the beneficial owner of shares held by Pickens.⁵²

In parallel, a government-level negotiation known as the U.S.-Japan Structural Impediment Initiative was under way. In order to alleviate the mounting trade imbalance, the U.S. Government demanded that Japan remove a wide range of trading impediments, which included corporate governance issues. Following the negotiations, a number of reforms were introduced to expand shareholders' rights. The 1993 revision of the Commercial Code and related statutes included, for example, provisions to expand the shareholders' right to review corporate books;⁵³ to make shareholders' derivative suits more accessible;⁵⁴ and to enhance the independence of statutory auditors.⁵⁵ The introduction of outside directors was discussed during the negotiations but did not become part of the reform package, in anticipation of resistance from industry. This became a hotly debated issue from the late 1990s on.

Not all Japanese were hostile to American influence. Since the early 1970s, Akio Takeuchi and Hideo Tanaka, colleagues at Tokyo University who had shared time at Harvard Law School, used the American law as a model, arguing that derivative suits, class action and other measures should be introduced and expanded to invigorate private citizens' efforts to enforce the law.⁵⁶ Takeuchi led academic opinion in the run-up to the 1993 revision, advocating law reform to enhance the use of derivative action.⁵⁷ For academics, foreign pressure was even felt to be useful to draw concessions from opposing business interests.⁵⁸

KEIZAI SHINBUN 1 (Apr. 2, 1989) (Japan). For a general account of the dispute, see BUCHANAN, *supra* note 7, at 128–30.

51. See KOICHI KUSANO, 会社法の正義 [JUSTICE OF CORPORATE LAW] 169–72 (2011).

52. T. Boone Pickens, *The Heck with Japanese Business: Why I'm Not Interested in Trying to Compete in a Cartel System*, WASH. POST C1 (Apr. 28, 1991); 小糸製ビケンズ氏撤退を歓迎—麻布建の動き焦点に [Koito-Seisakusho Welcome Mr. Pickens' Retreat—Focus Shift to Azabu Buildings Co.], NIHON KEIZAI SHIMBUN 9 (Apr. 30, 1991) (Japan).

53. SHŌHŌ [COMM. C.] art. 293-6, as amended by Law No 62 of 1993. (Japan).

54. *Id.* art. 267(4), 268-2(1), as amended by Law No 62 of 1993.

55. Kabushiki Gaisha no Kansa tō ni kansuru Shōhō no Tokurei ni kansuru Hōritsu [Commercial Code Special Provisions on Company Auditor etc. Act] Law No. 22 of 1974, art. 18(1), as amended by Law No. 62 of 1993.

56. Their arguments were developed in a series of articles, which were subsequently incorporated in a book: HIDEO TANAKA & AKIO TAKEUCHI, 法の実現における私人の役割 [THE ROLE OF PRIVATE PERSONS IN LAW ENFORCEMENT] (1987).

57. Akio Takeuchi, 株主代表訴訟の活用と濫用防止 [Enhancing the Use and Preventing the Abuse of Shareholder Derivative Action], 1329 SHOJI HOMU 34 (1993) (Japan).

58. For the legislative background, see Yoshihiro Yamada, ステイク・ホルダーと会社法—「無色透明の会社法」理論とその神話化 [Stakeholders and the Corporate Law—The Theory and the Myth of "Transparent and Colorless Corporate Law"] in

Kusano—Koito’s attorney and now a Supreme Court Justice—was not, and is not, an enemy of the American-style corporate takeover either.⁵⁹ Also a graduate of Harvard Law School, he had co-authored with his senior law firm partner a conference paper, noting with approval the shift in thinking among corporate managers who were beginning to “jettison the attitude to regard a corporate takeover as a vice in itself and to make use of it by viewing its economic benefits in a positive light.”⁶⁰ He did note one difference in legal cultures: American directors’ sense of exclusive loyalty to the shareholder had facilitated the rise of the corporate takeover, whereas shareholder control had become irrelevant in Japan because of what he termed a “personified view” of the company.⁶¹ Kusano elaborated on this idea of corporate personification as follows:

Corporate managers and employees do not regard their companies simply as a device to make profit for the benefit of shareholders, but something that must be defended as if it is their own *han* [藩: premodern governmental entity] or castle, where their own identity is at stake. The company behaves autonomously for its own purpose of growth and continuity.⁶²

One can detect a resonance of the status-based loyalty that was alluded to at the beginning of this article.⁶³ According to Kusano, companies had become the sole object of loyalty after the destruction of the war and urbanization had deprived *ie* (イエ: household), *mura* (ムラ: local community), and *kuni* (クニ: nation) of such status. Perhaps because he wrote this just after he had successfully defended Koito against Pickens, Kusano sounds somewhat sympathetic to corporate personification. Nonetheless, he remained agnostic about whether this personified view of companies should be retained in any way or be jettisoned as a remnant of the premodern era and replaced by American-style shareholder primacy.⁶⁴

A review of post-war developments reveals that the notion of a duty of loyalty and ideas about shareholder-oriented corporate governance generated tensions and a heated reaction in Japan, particularly in the area of corporate law. However, the conceptual challenges and debates about stakeholders may have provided fertile grounds for further development. As will be seen in the next part, during the 1990s and onward, Japanese lawyers and policymakers began to use the broader notion of fiduciary duty, including the term “duty of loyalty,” beyond corporate law. We will

会社法の選択—新しい社会の会社法を求めて [CORPORATE LAW’S CHOICE: SEARCHING FOR THE CORPORA

TE LAW IN THE NEW ERA] 31, 137–47 (Masafumi Nakahigashi & Hideyuki Matsui eds., 2010).

59. KUSANO, *supra* note 51, at 175 (“for the sound development of corporate society, it is crucial that there is the open possibility that a hostile takeover can be successful”).

60. Toshiro Nishimura & Koichi Kusano, *International Economic Friction and Corporate Takeover*, in INTERNATIONAL FRICTIONS—ITS LEGAL-CULTURAL BACKGROUND 92, 128–29 (Koichiro Fujikura & Ryuichi Nagao eds., 1989).

61. *Id.* at 101–19.

62. Koichi Kusano, 企業買収と擬人的企業観 [Corporate Takeover and Personified View of Companies], 108 (4-5) MINSHOHO ZASSHI 480, 481 (1993) (Japan).

63. See text accompanying notes 1-8.

64. KUSANO, *supra* note 51, at 485.

also see greater synchronization between domestic law and overseas initiatives concerning fiduciary governance.

III. GREATER TRANSNATIONALIZATION: REFORM SINCE THE 1990S

In 1991, the Japanese bubble economy collapsed, leading to a decades-long recession. During this period, a number of events coalesced to bring about greater awareness among the Japanese of the broad notion of fiduciary principles and their transnational dimensions. First, because the Japanese model of economic growth was now in question, there was greater momentum for comprehensive reform, not just in corporate or market sectors but also in the non-profit and governmental regulatory sectors. Second, Japan was now in the midst of globalization. In 1998, the restriction on cross-border capital transactions was lifted and foreign exchange was opened up to all business entities. The deep economic recession brought about extensive corporate restructuring, both within Japan and across jurisdictional borders, in the form of both friendly purchases and hostile takeovers. Third, the Japanese Government initiated a financial reform in 1996 in an attempt to emulate the British Big Bang.⁶⁵ Like their British and American counterparts, regulators and market players now faced financial conglomerates that operated globally under complex conflicts of interest and with the potential to abuse power within the deregulated market environment.

A. Corporate Law

Japanese corporate law in the 1990s and 2000s was characterized by extensive reform debates. Statutes were amended on an almost yearly basis, including the introduction of a freestanding Companies Act in 2005 to replace the corporate law section of the previous Commercial Code.⁶⁶ Although most enabling reforms aimed at providing wider set of strategic choices to the managers were popular among the industry, some of the corporate governance reforms, and particularly those relating to the monitoring of fiduciaries, were highly contentious.

After the 1993 revision of the Commercial Code reduced filing fees,⁶⁷ derivative suits increased in number: seventy-three such suits were pending before district courts around the country in 1993, a figure that had increased to 202 by 2002.⁶⁸ The decade following the collapse of the bubble economy in 1991 revealed a series of mismanagement and accounting irregularities in major Japanese companies. Increased prosecutorial action facilitated derivative suits that followed

65. FINANCIAL SYSTEM WORKING GROUP OF THE ACTION PLAN COMMITTEE, ECONOMIC COUNCIL, REVITALIZING THE JAPANESE FINANCIAL SYSTEM (1996).

66. Kaishahō [Companies Act], Law No. 86 of 2005 (Japan).

67. *Id.* art. 874-4(1).

68. Tomotaka Fujita, *Transformation of the Management Liability Regime in Japan in the Wake of the 1993 Revision*, in TRANSFORMING CORPORATE GOVERNANCE IN EAST ASIA 15, 17 tbl. (Hideki Kanda et al. eds., 2008).

on criminal indictment.⁶⁹ Those derivative suits contributed to the development of case law on the range of duties owed by the directors of banking institutions and other for-profit companies. The figure then declined to as low of 102 in 2006, but it rose again, along with the growing attention to corporate governance issues, reaching 215 in 2011.⁷⁰

In the 1990s and 2000s, the issue of requiring outside/independent directors on boards was controversial in the debate on corporate governance in Japan.⁷¹ In the preparatory stage to the corporate law reforms of 2002, a proposal was made to require every company to have at least one outside director. Eventually, the proposal was defeated, and instead a new optional alternative corporate structure was created in which a company could replace the traditional statutory auditor system with a newly introduced three-committee system, which requires a majority of outside directors on each of the audit, nomination, and compensation.⁷² This governance structure was a legislative attempt to encourage Japanese companies to switch from the traditional management board model to an American-style monitoring model, in which the committees comprised mainly of outside directors undertook the core functions of monitoring.

The optional approach of the 2002 reforms reflected the policymakers' ambivalence about American-style corporate governance.⁷³ In fact, the impact of the 2002 reforms has been limited. The newly introduced committee structure was adopted by a very small number of Japanese companies. As late as 2014, only 1.7 percent of listed companies had adopted this system.⁷⁴ The link between the outside directors and good corporate performance remained elusive.⁷⁵ Sony, for instance, was the first Japanese company to introduce independent executive directors voluntarily in 1996. Following the 2002 reforms, Sony formally introduced the new committee structure, but its performance remained dismal through the 2000s and well into the mid-2010s. As another example, Toshiba led corporate governance reforms by introducing executive officers in 1998, nomination and compensation committees in 2000, and three outside directors in 2001. However, it was revealed in 2015 that the company had engaged in fraudulent accounting for years under the top executives' directions. The company's difficulties were often contrasted with

69. Mark D. West, *Why Shareholders Sue: The Evidence from Japan*, 30 J. LEG. STUD. 351, 377–80 (2001); Fujita, *supra* note 68, at 20–29.

70. Akiyo Fukui, *Overview of Shareholder Derivative Suit after the Implementation of Corporate Code*, 334 SHIRYO-BAN SHOJI HOMU 72, 72 (2012); *News*, 2202 SHOJI HOMU 65 (2019).

71. Gen Goto et al., *Japan's Gradual Reception of Independent Directors: An Empirical and Political-Economic Analysis*, in INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA: A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH 135–47 (Dan Puchniak et al. eds., 2017).

72. Kabushiki Gaisha no Kansa tō ni kansuru Shōhō no Tokurei ni kansuru Hōritsu [Special Exceptions to Commercial Code Concerning Audit, etc. Act], Law No. 22 of 1974, arts. 21-5 et seq, inserted by Law No. 44 of 2002.

73. Gilson & Milhaupt, *supra* note 27, at 343.

74. TOKYO STOCK EXCHANGE, TSE-LISTED COMPANIES WHITE PAPER ON CORPORATE GOVERNANCE 2015 (2015). For post-2014 developments, see text accompanying note 106-07.

75. For empirical studies, see Goto et al., *supra* note 71, at 151–60.

the steady performance of Toyota Corporation, which said it had no intention of introducing outside directors. Bruce Aronson observed in a careful case study, however, that Toyota later introduced independent directors in response to a governance crisis wrought by inadvertently accelerating vehicles.⁷⁶

Deregulatory and enabling reform of 1990s-2000s was followed by greater use of soft-law in the mid-2000s onward. At the time, the number of mergers and acquisitions (M&A) were rising, and some of the management actions such as takeover defenses and management buy-outs (MBO) attracted public attention.⁷⁷ In order to ensure fairness, the Takeover Defense Guidelines were published in 2005,⁷⁸ and the Management Buy-Out (MBO) Guidelines in 2007,⁷⁹ under the auspices of the Ministry of Economy, Trade and Industry (METI).⁸⁰ Both guidelines followed recommendations made by a group of legal and policy experts, who borrowed heavily from the Delaware takeover doctrine.⁸¹ However, the experts' report emphasized that defensive measures should be implemented to protect corporate value, a concept that is ambiguous enough to be interpreted either as referring to shareholder interests or the wider interests of the entire body of stakeholders.⁸² In Curtis Milhaupt's words, the Guidelines "adroitly straddled the conceptual divide between the shareholder orientation of U.S. corporate law and the more stakeholder- (particularly employee-) oriented approach of post-war Japanese corporate governance practices."⁸³

Generally, Japanese judges do not display the ambition of the Delaware Chancellor in leading the debate on corporate governance, and the general public does not expect them to do so, either.⁸⁴ Nevertheless, the court has been willing to

76. Bruce Aronson, *Case Studies of Independent Directors in Asia*, in INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA: A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH 439–44 (Dan Puchniak et al. eds., 2017).

77. *Livedoor v. Nippon Broadcasting System*, 1899 HANREI JIHO 56 [Tokyo High Ct.] Mar.23, 2005; *Steel Partners v. Bull-Dog Sauce*, 61(5) MINSHU 2215 [Sup. Ct.] Aug. 7, 2007; In *Re Rex Holdings Co., Ltd.* 1326 KINYU SHOJI HANREI 35 [Sup. Ct.] May 29, 2009.

78. MINISTRY OF ECON., TRADE AND INDUS. & MINISTRY OF JUSTICE, 企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針 [GUIDELINES REGARDING TAKEOVER DEFENSE FOR THE PURPOSES OF PROTECTION AND ENHANCEMENT OF CORPORATE VALUE AND SHAREHOLDERS' COMMON INTERESTS] (2005).

79. MINISTRY OF ECON., TRADE AND INDUS., 企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針 [MANAGEMENT BUYOUT GUIDELINES FOR ENHANCING CORPORATE VALUE AND FAIR PROCEDURES] (2007).

80. BUCHANAN, *supra* note 7, at 259–65.

81. CORP. VALUE STUDY GRP., 企業価値報告書 [CORPORATE VALUE REPORT] (2005); CORP. VALUE STUDY GRP., 企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する報告書 [REPORT ON MANAGEMENT BUYOUT IN PURSUIT OF ENHANCED CORPORATE VALUE AND SECURE FAIR PROCESS] (2007).

82. Kenichi Osugi, *Transplanting Poison Pills in Foreign Soil: Japan's Experiment*, in TRANSFORMING CORPORATE GOVERNANCE IN EAST ASIA 36 (Hideki Kanda, Kon-Sik Kim & Curtis J. Milhaupt eds., 2008).

83. Milhaupt, *supra* note 5, at 183–87.

84. See Gilson & Milhaupt, *supra* note 27, at 370.

accommodate changes that are thought to be desirable. During the 2000s, the Japanese courts adopted the American business judgment rule, with certain modifications to retain a limited scope of review as to the substance of the board's business judgment.⁸⁵ As will be seen later, the Japanese courts also played a conduit role, adjudicating in line with the above-mentioned Guidelines.⁸⁶

B. Pension Funds and Related Areas

The expansion of fiduciary norms was not confined to corporate law. In 1999, echoing Tamar Frankel's thesis, Norio Higuchi declared the arrival of the fiduciary era in Japan as a necessary consequence of the growing specialization and interdependence within the modern society, whereby virtually every member of the society relied on the services and expertise of others.⁸⁷ Indeed, fiduciary rules regulating conflict-of-interest transactions were introduced along with standard duty-of-loyalty provisions in wide areas of law, including pensions,⁸⁸ trusts,⁸⁹ and nonprofits,⁹⁰ as well as in the code of professional responsibilities applicable to lawyers.⁹¹

However, the enforcement of fiduciary obligations remained challenging. In 2011, an employee pension fund lost most of its assets, worth 200 billion yen, by following the advice of an investment consulting firm called AIJ to increase high-risk investments through its Cayman Islands subsidiary. The trust bank had warned against this shift in investment strategy, but had failed to detect the massive falsification of accounting documentation in its custodial capacity. The pension fund sued the trustee bank, but the court rejected the claim and held that the trustee bank, acting under the statutory requirement to follow the pension fund's investment policy, was not required to advise beyond its mandate with regard to the diversified investment.⁹² Neither the Ministry of Health nor the Financial Services Authority (FSA) anticipated the concentration in high-risk investments in a substantial part of the pension investment sector. In despair, the same Higuchi, who

85. The trend was endorsed by the Supreme Court in *Apamanshop Derivative Litigation*, 2091 HANREIJIHO 90 [Sup. Ct.] July 15, 2010.

86. See text accompanying notes 78-79.

87. NORIO HIGUCHI, *フィデューシャリー「信認」の時代—信託と契約* [THE ERA OF FIDUCIARY: TRUSTS AND CONTRACTS] (1999).

88. *Kakutei Kyoshutsu Nenkin Hō* [Defined Contribution Pension Plans Act], Law No. 88 of 2001, art. 43, 44; *Kakutei Kyufu Kigyō Nenkin Hō* [Defined Benefit Corporate Pension Plans Act], Law No. 50 of 2001, art. 69-72.

89. *Shintaku Hō* [Trust Act], Law No. 108 of 2006, art. 29-32.

90. *Ippan Hōjin oyobi Ippan Zaidan ni kansuru Hōritsu* [General Association and General Foundation Act], Law No. 48 of 2006 art. 83-84; *Shakai Fukushi Hō* [Social Welfare Act], Law No. 45 of 1951, art. 45-16, inserted by Law No. 21 of 2016.

91. JAPAN BAR ASS'N, *BASIC RULES ON THE DUTIES OF PRACTICING ATTORNEYS* art. 27, 28, 42, 63-68 (2004).

92. *Zen-Kyushu Electric Engineering Industry Employee Pension Fund v. Risona Bank*, 2016 WLJPCA 01216003 [Tokyo High Ct.] Jan. 21, 2016.

thirteen years earlier had predicted the arrival of the fiduciary era, lamented that Japan was a society that knew no fiduciary law.⁹³

Another case involved a private pension fund, the All Japan Liquor Retailers Association. The head of the Association's investment office lost almost 80 percent of pension assets, worth 18.5 billion yen, after investing in a fund that turned out to be run by British and South African fraudsters. In the criminal proceedings, the investment office head and his supervising director on the board were convicted. In the civil proceedings that followed, the Tokyo District Court found those presumably judgment-proof defendants liable but absolved the remaining directors because they owed no fiduciary duty to the policyholder and did not have sufficient expertise in the pension area.⁹⁴

These cases reflect a reality in which an increasingly large amount of working-class assets was invested overseas, exposing them to new kinds of risk. Nonetheless, their trustees, their financial intermediaries, and their regulators struggled to live up to expectations, while case law development was slow in holding the relevant fiduciaries to account. It took several more years before the regulators began to direct their attention to the ultimate beneficiary at the end of the investment chains.

C. Post-Lehman Developments

In 2008, the world was mired in a severe financial crisis following the bankruptcy of Lehman Brothers. Aside from its economic repercussions, the event brought about an important shift in the Japanese debate over the proper forms of corporate and market governance. Notably, the debate that had been dominated by the American hard-law model began to shift to the British soft-law style of a “comply or explain” approach.⁹⁵

In February 2014, the Japanese Stewardship Code was adopted under the auspices of the METI to encourage institutional investors to seek greater medium- to long-term investment returns for their clients and ultimate beneficiaries through constructive engagement with the companies in which they invested.⁹⁶ Following the lead of the U.K. Stewardship Code, published in 2010 by the U.K. Financial Reporting Council, the Japanese Code adopted the non-mandatory “comply or explain” approach, urging institutional investors to engage with their investee companies and exercise their voting rights.⁹⁷ The motive behind the Japanese move away from “short-termism,” however, may not have been the same as the one

93. Norio Higuchi, *AI問題が示唆するもの—信認法なき社会 [Lessons from the AI] Case: A Society without Fiduciary Law*, 1986 SHOJI HOMU 16 (2012).

94. [No names given], 2184 HANREI JIHO 74 [Osaka Dist. Ct.] July 25, 2011.

95. Bruce Aronson et al., *Corporate Legislation in Japan*, in ROUTLEDGE HANDBOOK OF JAPANESE BUSINESS AND MANAGEMENT 103–5 (Parissa Haghirian ed., 2016).

96. THE COUNCIL OF EXPERTS ON THE STEWARDSHIP CODE, PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INSTITUTIONAL INVESTORS (JAPAN'S STEWARDSHIP CODE): TO PROMOTE SUSTAINABLE GROWTH OF COMPANIES THROUGH INVESTMENT AND DIALOGUE (2017).

97. FINANCIAL REPORTING COUNCIL, THE UK STEWARDSHIP CODE (2012).

originated in the U.K.⁹⁸ The institutional investors' engagement with the investee companies was meant not just for the prevention of myopic excessive risk taking, but also a key to achieving a long-term increase in corporate value in Japan. The expectation was that exhortation from the shareholders to bring higher returns would change the risk-averse mindset of the directors who tended to manage the company conservatively to avoid the risk of insolvency during the long recession known as the lost decades.⁹⁹ This motive was apparent in an influential report published by Professor Kunio Ito and his fellow academic experts and representatives from institutional investors and the corporate sector in 2014.¹⁰⁰ While echoing the Kay Review's emphasis on the promotion of dialogue between companies and institutional investors,¹⁰¹ the Ito Review stressed the importance of Japanese companies achieving a level of return on equity (ROE) that exceeded the cost of capital required by global investors.¹⁰² It recommended that Japanese companies should commit themselves to achieving a minimum ROE of eight percent as the first step in receiving recognition from global investors.¹⁰³

In parallel, there has been a renewed interest in the U.K.-style enlightened shareholder value.¹⁰⁴ This approach may have been seen more conducive to Japanese corporate culture than the American approach that tends to focus on shareholder value. In 2015, following the U.K. Corporate Governance Code and tracking the G20/OECD Principles of Corporate Governance, the FSA and Tokyo Stock Exchange published the Japanese Corporate Governance Code.¹⁰⁵

The Japanese Corporate Governance Code had a tangible impact on one policy area that had long been controversial in Japan: the introduction of outside directors. Principle 4 of the 2015 Code emphasized the need for independent and objective oversight of the directors. This was elaborated upon in Principle 4-8, which states that listed companies should appoint at least two independent outside

98. For the analysis of similarities and differences between UK Stewardship Code and Japanese Code, see Jennifer G. Hill, *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, 41 SEATTLE U. L. REV. 497, 513–24 (2018).

99. Gen Goto, Alan K. Koh & Dan W. Puchniak, *Diversity of Shareholder Stewardship in Asia: Faux Convergence* 25–26 (Eur. Corp. Governance Inst., Working Paper No. 485/2019).

100. MINISTRY OF ECON., TRADE AND INDUS., 持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築 (伊藤レポート) [ITO REVIEW OF COMPETITIVENESS AND INCENTIVES FOR SUSTAINABLE GROWTH: BUILDING FAVORABLE RELATIONSHIPS BETWEEN COMPANIES AND INVESTORS] (2014).

101. JOHN KAY, *THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING* (2012).

102. Gen Goto, *The Logic and Limits of Stewardship Code: The Case of Japan*, 15 BERKELEY BUS. L.J. 365, 394 (2019).

103. MINISTRY OF ECON., TRADE AND INDUS., *supra* note 100, at 18.

104. COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, REPORT (1992); COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, CODE OF BEST PRACTICE (1992). For historical background, see Brian R. Cheffins, *The Rise of Corporate Governance in the UK: When and Why*, 68 CURRENT LEGAL PROBS. 387 (2015).

105. TOKYO STOCK EXCH., JAPAN'S CORPORATE GOVERNANCE CODE: SEEKING SUSTAINABLE CORPORATE GROWTH AND INCREASED CORPORATE VALUE OVER THE MID- TO LONG-TERM (2015).

directors. While only 21.5 percent of the companies listed in Section 1 of the Tokyo Stock Exchange satisfied this provision in 2014, the number steadily increased to 93.4 percent by 2019.¹⁰⁶ Principle 4-8 also included a more ambitious target of filling at least one-third of each board with independent directors. Although this was a more difficult target to achieve, the figure steadily improved, from 6.4 percent in 2014 to 43.6 percent in 2019.¹⁰⁷

This was a remarkable achievement given that no provision of the Companies Act required a single outside director on a board until 2019.¹⁰⁸ In fact, the 2014 amendment to the Companies Act avoided mandating the appointment of an outside director, requiring instead that all listed companies without outside directors provide reasons at their annual shareholders' meetings. It should be noted, though, that the 2015 Code was part of a series of moves on the part of the Tokyo Stock Exchange to nudge listing companies toward enhanced independent monitoring. In 2009, the Tokyo Stock Exchange amended its listing rules to require listed companies to adopt either an independent director or independent statutory auditor. The 2012 amendment urged listed companies to introduce an independent director rather than a corporate auditor.

Beyond this, the empirical evidence is sparse as to the impact of the Stewardship and Corporate Governance Codes. In 2017, a sequel to the 2014 Ito Report was published. The report, commonly known as Ito Review 2.0, acknowledged that the earlier report's aim of achieving an 8.0 percent ROE had been frustrated and that Japanese companies' overall ROE had remained lower than those of American and European companies.¹⁰⁹

Meanwhile, the term "fiduciary duty" began to seep into the broader area of financial regulation. In 2014, the Financial Services Authority used the term for the first time in its General Principles on the Monitoring of Financial Institutions, a guidance document that sets out the FSA's stance in its inspection and oversight activities over financial institutions.¹¹⁰ In 2016, the Japanese Cabinet declared in a document entitled *Japan Revitalization Strategy* that the "Financial System Council will consider necessary actions to ensure that all entities engaged in formation of assets by customers, such as development, distribution and management of instruments, and asset management, will fulfill their fiduciary duties (customer-oriented

106. TOKYO STOCK EXCH., APPOINTMENT OF INDEPENDENT DIRECTORS AND ESTABLISHMENT OF NOMINATION AND REMUNERATION COMMITTEES BY TSE-LISTED COMPANIES 3 (2019).

107. *Id.* at 4.

108. Kaishahō [Companies Act] art. 327-2, amended by Law No. 70 of 2019.

109. MINISTRY OF ECON., TRADE AND INDUS., 伊藤レポート2.0：持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会 報告書 [Ito Report 2.0: FINAL REPORT ON THE STUDY OF LONG-TERM INVESTMENT (ESG AND INTANGIBLE ASSET INVESTMENT) TOWARD SUSTAINABLE GROWTH], 35 (Oct. 26, 2017).

110. FIN. SERVICES AGENCY, 平成26 事務年度金融モニタリング基本方針（監督・検査基本方針）[FINANCIAL MONITORING POLICY FOR 2014-2015 (POLICY FOR SUPERVISION AND INSPECTION)] (2014).

management of operations).¹¹¹ Following the Council's recommendations, the FSA published "Customer-first Business Practices" in 2017, setting out seven principles to encourage financial services providers to develop best practices to serve their customers' best interests.¹¹² The document expressly stated that these principles were not legally binding but created an expectation that any financial institution deviating from any of the principles should fully explain why.

As the standard-based fiduciary norm was accepted by academics, practicing lawyers, market participants, and regulators, the court gradually warmed up to the use of duty-of-loyalty terminology. An early and subtle example was *Takada v. Nihon setsubi, K.K.*, in which the Tokyo High Court ruled that a former director had breached his duty of loyalty when he lured an employee from the plaintiff company, where he had previously served as a director, to a new company he had established.¹¹³ This was the very first case in which a Japanese court used the duty of loyalty independently of the duty of care of the faithful manager.¹¹⁴ More recently, the Supreme Court held that the managing partner of a silent partnership is liable to the silent partners for engaging in a conflict-of-interest transaction when subscribing for the bond issued by the company it had established, which in turn purchased shares in another company from the managing partner and his brother. The applicable statute did not contain any specific duty-of-care or duty-of-loyalty provision, but that did not stop the court from finding the managing partner liable either in tort or for failure to exercise due care.¹¹⁵

In addition, echoing the recent soft-law approach in corporate governance, some judicial decisions adjudicated M&A disputes in line with the non-binding guidelines, explicitly referring to the Takeover Defense Guideline¹¹⁶ and the MBO Guideline.¹¹⁷ Further, in *In Re Jupiter Telecommunication*,¹¹⁸ the Supreme Court considered the fairness of pricing in a two-step going-private transaction in which the tender offer by the majority shareholder was followed by a squeeze-out of minority shareholders by cash payments. While noting the inherent conflict of interests between the acquirer and the minority shareholders, the Court held that it would uphold the price determined by the parties so long as measures were in place to ensure that the decision-making process was not arbitrary and that the tender

111. CABINET RESOLUTION, 日本再興戦略2016 [JAPAN REVITALIZATION STRATEGY 2016] at 154 (2016).

112. FIN. SERV. AGENCY, 顧客本位の業務運営に関する原則 [CUSTOMER-FIRST BUSINESS PRACTICES] (2017).

113. 835 KINYU SHOJI HANREI 23 [Tokyo High Ct.] Oct. 26, 1989.

114. Hideki Kanda & Curtis J. Milhaupt, *Examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law*, 51 AM. J. COMP. L. 887, 896 (2003).

115. [party name unknown], 1503 KINYU SHOJI HANREI 2 [Sup. Ct.] Sept. 6, 2016.

116. *Nireco v. The SFP Value Realization Master Fund Ltd.*, 1900 HANREI JIHO 156 [Tokyo High Ct.] June 15, 2005.

117. *In Re Toho Real Estate Co., Ltd.*, 2043 KINYU HOMU JIJO 78 [Tokyo High Ct.] Mar. 23, 2016.

118. 70(6) MINSHU 1445 [Sup. Ct.] July 1, 2016.

offer was conducted through “procedures generally considered fair.”¹¹⁹ The Court then overruled the lower court decision that ordered payment of a price independently adjudicated as representing a fair value, although it did not elaborate on what constitutes the proper measures and procedures generally considered fair, other than to approve the procedure taken in the instance case. Going forward, the fairness of procedures will likely be measured with reference to the 2007 MBO guidelines,¹²⁰ which were updated in June 2019.¹²¹

The last cases appear to represent a recent pattern in the evolution of Japanese fiduciary norms in the area of corporate law: as the non-statutory soft-law norms published and updated by quasi-public bodies gradually become a part of market practices, they receive careful approval through case law. Although the reported cases rarely mention comparative or overseas sources, the underlying fiduciary norms have increasingly become reflective of the corporate governance and stewardship principles that are prevailing overseas.

D. Family, Guardianship, and Succession Law

The global and transnational transformation of fiduciary law is beginning to influence some of the areas that have heretofore been less susceptible to such changes than those in relation to corporate or investment transactions: family, guardianship, and succession. These changes have taken place against a backdrop of the rapid aging of Japanese society and increasingly ready access to global financial services.

In 1999, extensive statutory revisions were implemented to reform the age-old guardianship system.¹²² As the use of guardianship increased, however, family courts around the country experienced serious difficulties in monitoring guardians and preventing abuse. In a controversial case, a local family court overlooked abuse that was so blatant that the High Court ordered the state to compensate for the loss.¹²³ From these experiences, family courts began to avoid appointing family members as guardians and shifted to professional guardians, such as lawyers, judicial scriveners, and social welfare professionals. Nevertheless, this move was unpopular, not just because it made the process costly and time consuming but also because family members lost control over the welfare of their loved ones. Facing criticism, the judiciary again changed course in 2019, when the Supreme Court issued a

119. *Id.* at 1451.

120. *See supra* text accompanying note 79.

121. MINISTRY OF ECON., TRADE AND INDUSTRY, 公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて [FAIR M&A GUIDELINES—ENHANCING CORPORATE VALUE AND SECURING SHAREHOLDERS’ INTERESTS] (2019).

122. *Nin’i Kōken Keiyaku ni kansuru Hōritsu* [Consensual Guardianship Contract Act], Law No. 150 of 1999 (Japan); MINPŌ [CIV. C.] art. 838-876.10, amended by Law No. 149 of 1999 (Japan) (introducing three types of guardianship, graduating the level of care by the level of incompetency).

123. [Party names unknown] 1385 HANREI TIMES 141 [Hiroshima Dist. Ct.] Feb. 20, 2012.

statement to urge family courts to appoint more family members to serve as guardians.¹²⁴

The Japanese are also warming up to the use of sophisticated means of asset management and succession planning. Today, those who are exploring greater dispositive freedom in tax-efficient means are not limited to a handful of the super-rich but also include a broader middle-class cohort of Japan's aging population. Beginning in 2010, they began to use trusts as an alternative to guardianship and wills, with a member of the settlor's family often serving as the trustee. This was a major shift in practice, since trusts have long been used almost exclusively for commercial and investment purposes, with trust banks serving as trustees.¹²⁵ In 2018, the Tokyo District Court handed down its first decision on the interaction between forced heirship and trusts, one of the most contentious issues in the civil law jurisdiction that introduced common-law trusts.¹²⁶

At the moment, the reported cases mostly involve decisions on the basic questions that have arisen in the shifting landscape of family and succession practice, and the courts have yet to rule on delicate issues involving fiduciary duties and obligations.¹²⁷ Nonetheless, a greater number of trustees and guardians are beginning to operate in an inevitably conflicted position, in which they act as fiduciaries while expecting to benefit as beneficiaries or potential heirs. In the absence of credible bodies to announce guiding principles, the court is in the position of adjudicating and developing fiduciary norms in both guardian and trust contexts.

Furthermore, disputes involving cross-border elements may affect the evolving fiduciary norms within the law of succession and trusts. At present, Japan is not a signatory to the Hague Trust Convention, and no reported case has dealt with the recognition or enforcement of foreign trusts. Nonetheless, in a recent case involving a joint account created at Bank of Hawaii, the Tokyo District Court gave an indication that the parties' choice of law in an overseas will-substitute would be respected against the heir's claim against the estate, so long as it did not violate the public policy of Japanese succession law, such as forced heirship rules.¹²⁸ Here again, in a cross-border context, a Japanese court is likely to be asked to decide on the fiduciaries' role and duties, which may in turn touch on some elements of the transnational fiduciary order.

124. 成年後見人には「親族が望ましい」最高裁考え方示す [“Family members are preferable” for adult guardians, says the Supreme Court] ASAHI SHINBUN (Mar. 18, 2019).

125. See Trevor Ryan, *The Trust in an Ageing Japan: Has Commercialisation Precluded the Trust from Reaching Its Welfare Potential?*, 7 ASIAN J. COMP. L. 1, 28 (2012).

126. [Party names unknown] 30 KIN'YU HOUMU JIJO 78 [Tokyo Dist. Ct.] Sept. 12, 2018.

127. Masayuki Tamaruya, *Japanese Wealth Management and the Transformation of the Law of Trusts and Succession*, 33 TR. L. INT'L 147, 147–48 (2020).

128. [Party names unknown] 1415 HANREI TIMES 283 [Tokyo Dist. Ct.] July 8, 2014.

IV. JAPANESE, ASIAN, AND TRANSNATIONAL FIDUCIARY ORDERS

We have seen in Part III that during the past few decades, the notion of fiduciary duty began to apply in increasingly broad areas of Japanese law, requiring a person entrusted with discretionary power to act for the ultimate beneficiaries. Furthermore, domestic policymaking began to synchronize with various overseas fiduciary initiatives, though the motives sometimes diverged from those of the original initiatives. Here, it is worth pausing to consider the conditions that paved the way for this final phase in the transnationalization of fiduciary law in Japan because they provide the ground for putting the Japanese experience in a broader regional context in East Asia. The Japanese reception of fiduciary law and its experience with transnationalization have contributed to the formation of an Asia-specific dynamic in shaping the relevant areas of the law. At the same time, the greater globalization in various parts of East Asia has created a new dimension of a transnational dynamic in the evolution of fiduciary law.

A. Transnationalization from the Japanese Perspective

One of the factors that prepared for the greater transnationalization of the fiduciary law was the change in the pattern of social interactions. Tamar Frankel has explained the rise in the fiduciary law in terms of the shift in social relations from being status-based to more particularized and functional relations of reliance, although she was careful to note the danger of overgeneralization.¹²⁹ In Japan, the status-based notion of loyalty held sway for a long time, but it gradually lost grip as the influence of the household was lost and corporate dominance through lifetime employment declined toward the end of the twentieth century.¹³⁰ The greater mobility of the population both within and across national borders, coupled with the aging of society, has accelerated the trend in recent years.

Similarly, the fiduciary norms have shifted from being rule-based to being standard-based.¹³¹ In the Japanese context, this has meant a shift from the predominance of individualized rules derived from the civil law tradition to a gradual acceptance of the American duty of loyalty across many areas of law. Note that a similar shift took place in many common-law jurisdictions, where more theorizing of fiduciary law occurred toward the end of the twentieth century.¹³² European civil law jurisdictions have also begun to see a unified conception of “fiduciary-like duties” in recent years.¹³³

129. Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, 71 CALIF. L. REV. 795, 798–801 (1983).

130. KATSUTO IWAI, 会社はこれからどうなるのか [WHAT WILL BECOME OF THE COMPANY HENCEFORTH?] 354–60 (2008).

131. See, e.g., Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 DUKE L. REV. 557 (1992).

132. See *supra* text accompanying notes 32–34.

133. Martin Gelter & Geneviève Helleringer, *Fiduciary Principles in European Civil Law System*, THE OXFORD HANDBOOK OF FIDUCIARY LAW 583, 585 (2019); Kuntz, *supra* note 10, at 50–53.

There has also been a shift in regulatory approach, from hard law to soft law. In the Japanese context, ambivalence about American-style fiduciary governance, which emphasizes shareholder primacy and court enforcement, has led to the adoption of an optional approach to corporate governance.¹³⁴ The U.K. Corporate Governance Code and Stewardship Principles were more attractive because they allowed for divergence from the standard model. At the same time, when pressed to explain the deviation, many Japanese companies chose to adopt the standard model. According to an OECD report, nearly all forty-seven jurisdictions surveyed had a national code or principle of corporate governance, with the notable exceptions of China, India, and the U.S.¹³⁵ Stewardship Codes have been introduced in at least ten jurisdictions and in the EU, and investor-led best practice guidance has been introduced in at least nine jurisdictions including the U.S.¹³⁶

On a substantive front, there was greater appreciation of the trust and its equivalents in civil law jurisdictions around the turn of the last century.¹³⁷ Comparative inquiry in both common law and civil law jurisdictions have shown that trusts can be understood to constitute a part of organizational law that enable asset partitioning and fiduciary governance.¹³⁸ Although Continental European jurisdictions were slow to introduce trusts in non-commercial settings, that did not detract from the realization that trusts can be used as an alternative to guardianship and testamentary instruments.¹³⁹ All this has led to an understanding of fiduciary law as generally applicable across different areas of law where, whether in common-law or civil jurisdictions, a person entrusted with certain properties or powers is under an obligation to act solely in the interests of the beneficiary and to avoid, or at least manage, any conflicts of interest.

Finally, the increasing movement of people, services, and capital across national borders cannot be ignored. In the Japanese context, sensitivities to corporate governance arose with the rise of foreign investors in Japanese capital markets and the concomitant decline of cross-holding among domestic

134. See *supra* text accompanying notes 72-83.

135. OECD, CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK 2019, at 29–30, 41–44 tbl.2.2 (2019). For the OECD's initiative, see OECD, G20/OECD PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE (2015).

136. EY, Q&A ON STEWARDSHIP CODES (2017); Inv'r Stewardship Grp., *Stewardship Principles: Stewardship Framework for Institutional Investors* (Jan. 1, 2018), <https://isgframework.org/stewardship-principles/>.

137. Henry Hansmann & Ugo Mattei, *The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis*, 73 N.Y.U. L. REV. 434 (1998); Michele Graziadei et al., *Commercial Trusts in European Private Law: The Interest and Scope of the Enquiry*, in COMMERCIAL TRUSTS IN EUROPEAN PRIVATE LAW 3, 3–28 (Michele Graziadei et al. eds., 2005).

138. Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 YALE L.J. 387 (2000); Robert H. Sitkoff, *Trust law as fiduciary governance plus asset partitioning*, in THE WORLDS OF THE TRUST 428 (Lionel Smith ed., 2013).

139. David J. Feder & Robert H. Sitkoff, *Revocable Trusts and Incapacity Planning: More than Just a Will Substitute*, 24 ELDER L.J. 1 (2016); ALEXANDER BRAUN & ANNE RÖTHEL, PASSING WEALTH ON DEATH: WILL-SUBSTITUTES IN COMPARATIVE PERSPECTIVE (Alexandra Braun & Anne Röthel eds., 2016).

companies.¹⁴⁰ The share of foreign market value ownership increased steadily from 4.7 percent in 1990, hitting a peak of 31.7 percent in 2014.¹⁴¹ Japan's state pension fund, the Government Pension Investment Fund, is the largest in the world, with total invested assets of approximately ¥159,215,400 million as of 2019.¹⁴² The foreign equity ratio within its investment portfolio gradually increased from 9.81 percent in 2009 to 25.53 percent in 2019, and the foreign bond ratio rose from 10.82 percent to 16.95 percent during the same period.¹⁴³ To the extent that similar phenomena can be observed in other jurisdictions, it is easy to see that policymakers are driven to enhance a common understanding of fiduciary norms across jurisdictional borders.

B. *The East Asian Context*

The Japanese experience can be put into a broader regional context. Historically, Japan led the way in introducing the Western legal system and ideas to East Asia. After World War II, Japanese economic development provided a model for many developing economies in the region.¹⁴⁴ Nevertheless, these influences have been coupled with the history of colonial rule and wartime aggression that is still contentious in the region; consequently, Japan has played, at best, a modest role in promoting legal unification or transnational ordering.¹⁴⁵ In general, Japan has long maintained a positive stance in relation to transnational legal ordering, often with the intention of deriving informed suggestions for potential domestic reform.¹⁴⁶

Of the East Asian jurisdictions, South Korea and Taiwan have followed a pattern of legal development that is most similar to that of Japan. In both jurisdictions, the civil law tradition serves as the basis of private law in the form of a Civil Code and Commercial Code. The common-law influence arrived later

140. Hideaki Miyajima & Fumiaki Kuroki, *The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications*, in CORPORATE GOVERNANCE IN JAPAN: INSTITUTIONAL CHANGE AND ORGANIZATIONAL DIVERSITY 79, 85 (Masahiko Aoki et al., eds.); BUCHANAN, *supra* note 7, at 126–27.

141. TOKYO STOCK EXCH. ET AL., SHARE OWNERSHIP SURVEY 2018, at 4 tbl.3 (2019).

142. Government Pension Investment Fund, *Annual Report of Fiscal 2018*, 7, https://www.gpif.go.jp/en/performance/annual_report_fiscal_year_2018.pdf (last visited Oct. 23, 2019).

143. *Id.* at 15; Government Pension Investment Fund, *Review of Operations in Fiscal 2008*, 7, https://www.gpif.go.jp/en/performance/pdf/2008_q4.pdf (last visited Oct. 23, 2019).

144. Bruce Aronson & Joongi Kim, *Conclusion*, in CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA: A COMPARATIVE APPROACH 385 (Bruce Aronson & Joongi Kim eds., 2019).

145. BRAITHWAITE & DAHOS, *supra* note 11, at 27 (“Japan’s influence is remarkably weak.”).

146. Roderick A. Macdonald, *When Lenders Have Too Much Cash and Borrowers Have Too Little Law: The Emergence of Secured Transactions Transnational Legal Orders*, in TRANSNATIONAL LEGAL ORDERS (Terence C. Halliday & Gregory Shaffer eds., 2015).

through trust legislation,¹⁴⁷ securities regulation,¹⁴⁸ and the corporate governance doctrine. As in Japan, inscribing fiduciary norms into the foundations of civil law has often been seen as a major comparative law conundrum. In the area of corporate law, for example, the Taiwanese Company Act was amended in 2001 to introduce fiduciary duties by specifically providing for the duty of loyalty.¹⁴⁹ Nonetheless, lawyers in Taiwan candidly admit, as did their Japanese counterparts, that the implication of such an amendment is unclear.¹⁵⁰

On the corporate governance front, both South Korea and Taiwan traditionally relied on statutory auditors to monitor directors, but they have increased the presence of independent directors since the turn of century. In 2006, Taiwan adopted an optional approach to the introduction of outside directors, and a Financial Supervisory Commission gradually expanded the scope of listed companies and financial institutions subject to the compulsory rule of appointing independent directors.¹⁵¹ South Korea moved more decisively to introduce mandatory independent directors following the 1997 Financial Crisis and the bailout by the International Monetary Fund. Today, large companies and financial institutions in South Korea are required to have at least three independent directors who must constitute a majority of the board, although a statutory auditor remains an option for smaller companies.¹⁵² The development of the law and practice of trusts in South Korea and Taiwan also resembles Japanese patterns. Recent reforms have included the introduction of detailed fiduciary principles as well as greater proprietary remedies that are typically seen in common-law jurisdictions, although, here again, the impact of such provision is not entirely clear.¹⁵³

147. Taiwanese Trust Act (1996) (amended 2009); South Korean Trust Act (1961) (amended 2011).

148. Taiwanese Securities and Exchange Act (1968) (amended 2019); South Korean Securities and Exchange Act (1962) (amended 2002).

149. Taiwanese Company Act, art. 23(1) (2018) (“[t]he responsible persons of a company shall have the loyalty and shall exercise the due care of a good administrator in conducting the business operation of the company; and if he/she has acted contrary to this provision, shall be liable for the damages to be sustained by the company there-from.”); *see also* Korean Commercial Code, art. 382-3 (introduced by Act No. 5591 on Dec. 28, 1998) (“Directors shall perform their duties in good faith for the interest of the company in accordance with statutes and the articles of incorporation.”).

150. Andrew Jen-Guang Lin, *Common Law Influences in Private Law – Taiwan’s Experiences Related to Corporate Law*, 4(2) NAT’L TAIWAN UNIV. L. REV. 107, 124–25 (2009). For a similar observation on South Korean Commercial Code § 382-3, JONG-HOON LEE, *CORPORATION LAWS & CASES OF SOUTH KOREA* § 8.06[G] (2016).

151. Hsin-ti Chang et al., *From Double Board to Unitary Board System: Independent Directors and Corporate Governance Reform in Taiwan*, in *INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA: A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH* 241, 244–45 (Dan Puchniak et al. eds., 2017).

152. Kyung-Hoon Chun, *Korea’s Mandatory Independent Directors: Expected and Unexpected Roles*, in *INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA: A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH* 176, 184–96 (Dan Puchniak et al. eds., 2017).

153. Masayuki Tamaruya, *Japanese Law and the Global Diffusion of Trust and Fiduciary Law*, 103 IOWA L. REV. 2229 (2018); Lusina Ho & Rebecca Lee, *Reception of the Trust in Asia: a Historical Perspective*, in *TRUST LAW IN ASIAN CIVIL LAW JURISDICTIONS: A COMPARATIVE ANALYSIS* 10 (Lusina Ho & Rebecca Lee eds., 2013).

By contrast, Hong Kong and Singapore have maintained English common law and have tracked major statutory reforms in the U.K. and other Commonwealth jurisdictions. Unconstrained by the comparative law conundrum, these island cities have displayed agility in law reform, driven by entrepreneurial spirits typical of common-law lawyers. Even then, the transplant has not always been a perfect duplication. In the area of corporate law, Hong Kong codified the common-law duty of care but stopped short of codifying all fiduciary duties, showing some reluctance to accept the U.K.'s enlightened shareholder value approach.¹⁵⁴ In Singapore, the dominance of state ownership and control co-existed with professional management on boards to create a unique pattern of corporate governance.¹⁵⁵ In the area of trust law, the two jurisdictions have generally followed Anglo-Commonwealth trust doctrine and at the same time have competed with each other in offering global services using offshore trusts.¹⁵⁶

China is where the influences from the earlier two groups merge with each other and with its distinct local conditions. Chinese lawyers usually identify themselves as followers of the civil law tradition. At the same time, a large number of companies are cross-listed in stock exchanges in Hong Kong and Singapore. As a consequence, “Anglo-American jurisdictions install independent directors on the board, Germanic-Japanese jurisdictions provide a supervisory board or *kansayaku*, but listed companies in China must have both.”¹⁵⁷ In the area of trusts, too, while the Chinese Trust Act of 2006 largely follows the structure of earlier legislation in Japan, South Korea, and Taiwan, the trust services offered from Hong Kong and Singapore cater to the demands of wealthy Chinese capitalists.¹⁵⁸ In addition, Chinese corporate and trust law reflects the distinct conditions prevailing in China, where many companies and trust investment companies are state-owned enterprises. The local government and sometimes the Communist Party intervene, either explicitly or implicitly, with specific political and social objectives.¹⁵⁹ China has yet to embrace the voluntary-based Codes of Corporate Governance or Stewardship.

Today the cross-border interaction of legal systems has become sufficiently complex and dynamic to turn a simple categorization—such as that offered above—into an overgeneralization. Asian dynamic could even offer an opportunity to question some of the broadly accepted notions of fiduciary models outside of

154. S. H. Goo & Yu-Hsin Lin, *Hong Kong*, in CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA: A COMPARATIVE APPROACH 150, 155 (Bruce Aronson & Joongi Kim eds., 2019).

155. Tan Cheng-Han, Dan W. Puchniak, & Umakanth Varottil, *State-Owned Enterprises in Singapore: Historical Insights into a Potential Model for Reform*, 28 COLUM. J. OF ASIAN L. 61, 92–93 (2015).

156. Rebecca Lee, *The Evolution of the Modern International Trust: Developments and Challenges*, 103 IOWA L. REV. 2069 (2018); Tang Hang Wu, *From Waqf, Ancestor Worship to the Rise of the Global Trust: A History of the Use of the Trust as a Vehicle for Wealth Transfer in Singapore*, 103 IOWA L. REV. 2263 (2018).

157. Jiangyu Wang, *China*, in CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA: A COMPARATIVE APPROACH 238 (Bruce Aronson & Joongi Kim eds., 2019).

158. Tamaruya, *supra* note 153, at 2230.

159. Wang, *supra* note 157, at 238.

Asia. In the context of corporate governance, the prevailing pattern of concentrated share ownership in East Asia has called into question the efficacy of the independent director model that is based on the dispersed ownership that predominates in the U.S. and the U.K.¹⁶⁰ In the area of trust law, wealthy Chinese individuals' preference for retention of control over trust assets has led to domestic legislation that gives settlors strong power to influence the management of trusts.¹⁶¹ A number of offshore jurisdictions have also reacted to such demands by introducing special trust legislation that allows settlors to reserve various powers over the management of trusts by the trustee.¹⁶² This development has called into question the basic notion of common-law trusts, in which the settlor was thought to drop out of the picture once the trust was created and a fiduciary relationship was established between the trustee and the beneficiaries.¹⁶³

Thus, the historical effort made by Japanese lawyers and policymakers to mix civil law influence with common-law inspiration prepared a fertile soil for the dynamic development of the regional fiduciary order. As each of the East Asian jurisdictions employed different comparative law strategies to pursue their respective desires to maintain economic competitiveness and attract cross-border investment, an increasingly dynamic evolution of the fiduciary order has developed. The greater presence of Asian jurisdictions has begun to affect the evolution of fiduciary norms in the region and beyond

V. CONCLUSION

One conspicuous feature of fiduciary law in theorizing the transnational legal order is that its core notion of loyalty has almost universal appeal as both a moral and a legal principle. This is so even though fiduciary law is often considered common law in origin. Although civil jurisdictions did not use the terms “fiduciary” or “duty of loyalty” in earlier times, their equivalents could readily be found in the form of the regulation of conflicted transactions by certain categories of entrusted persons.¹⁶⁴

Over the course of its history, Japanese law has been influenced at multiple levels by Western legal traditions. Although conceptual challenges and political tensions posed occasional difficulties, Japanese law has broadly embraced fiduciary

160. Dan W. Puchniak & Kon Sik Kim, *Varieties of Independent Directors in Asia: A Taxonomy, in INDEPENDENT DIRECTORS IN ASIA: A HISTORICAL, CONTEXTUAL AND COMPARATIVE APPROACH* 89, 119–28 (Dan Puchniak et al. eds., 2017).

161. Trust Law of the People's Republic of China § 2 (2001).

162. The most prominent example is the so-called STAR trust in the Cayman Islands. Special Trusts (Alternative Regime) Law 1997, now incorporated into Cayman Islands Trusts Law, Part VIII, §§ 95-109 (2017). For background, see J. C. Sharman, *Chinese Capital Flows and Offshore Financial Centers*, 25 PAC. REV. 317 (2012).

163. Lionel Smith, *Give the People What They Want? The Onshoring of the Offshore*, 103 IOWA L. REV. 2155, 2156 (2018); Lionel Smith, *Massively Discretionary Trusts* 70 CURRENT LEGAL PROBS. 17 (2017).

164. See *supra* text accompanying notes 13-24.

law as a set of ideas that transcend subject areas and national boundaries.¹⁶⁵ In fact, national experiences suggest that a number of conditions have operated both inside and outside Japan to prepare fiduciary norms to increase their sensitivity to transnational developments. These conditions include a shift in social relations away from status, a greater use of standards in regulatory terms, an increased reliance on soft law as an enforcement approach, a greater awareness that principles derived from trust law can apply across various areas of law, and a certain vacillation in the intellectual leadership within common-law jurisdictions, as well as a greater volume of transactions across national borders.¹⁶⁶ The relationship between legal norms and local morals is rather complex. One might surmise that local morals would gradually percolate into legal norms, but the Japanese experience is that the erosion of the traditional notion of loyalty in family and communal contexts has left a void that has been gradually filled by the fiduciary norms derived from modern and transnational sources of law.¹⁶⁷

Transnationalization does not automatically lead to the uniformity or the universal enforcement of fiduciary law.¹⁶⁸ In contrast to many areas of law where transnational legal orders have been observed, fiduciary law appears to be lacking an effective institutional body that operates transnationally to drive harmonization and uniform enforcement. The OECD did promulgate the Principles of Corporate Governance and has issued reports that document the level and extent of compliance, but its role appears to be much more limited than, for instance, the Basel Committee's role in banking regulation¹⁶⁹ or the International Organization of Standardization's role in industry regulation.¹⁷⁰ The Japanese and East Asian experience has been that domestic policymakers often have different ideas than the overseas proponents of fiduciary regulations and that there are often gaps in the enforcement of the law.¹⁷¹ The greater use of optional regulations and a soft-law approach sometimes accommodated such divergences and gaps, but once the relevant transnational norms reached a certain level of acceptance, a number of domestic actors sometimes worked to harden the regulations, as in cases where the courts have adopted the norms as part of their judicial reasoning or the securities exchanges has turned them into a listing requirement.¹⁷² At the same time, such divergences and gaps at the regional level could provide an opportunity to reconsider the prevailing notion of fiduciary law.¹⁷³ The Asian dynamic is such that

165. See *supra* text accompanying notes 39-43.

166. See *supra* text accompanying notes 140-41.

167. See *supra* text accompanying notes 1-8, 62-64, 130.

168. Halliday & Shaffer, *supra* note 12, at 55-58.

169. Eric Helleiner, *Regulating the Regulators: The Emergence and Limits of the Transnational Financial Legal Order*, in *TRANSNATIONAL LEGAL ORDERS* 231, 235-54 (Terence C. Halliday & Gregory Shaffer eds., 2015).

170. Tim Büthe, *Institutionalization and Its Consequences: The TLO(s) for Food Safety*, in *TRANSNATIONAL LEGAL ORDERS* 258, 267-69 (Terence C. Halliday & Gregory Shaffer eds., 2015).

171. See *supra* text accompanying notes 101-03, 150, 153-56.

172. See *supra* text accompanying notes 106-09, 116-21, 151.

173. See *supra* text accompanying notes 160-63.

it might portend further shifts and transformations in the future of transnational fiduciary ordering.

(不許複製・禁無断転載)

[非売品]

令和 2年11月30日印刷

令和 2年11月30日発行

外国信託法研究

——**遺言代替と信託法の緒論点**

発 行 ©公益財団法人 トラスト未来フォーラム

東京都千代田区大手町 2-1-1

Tel. 03-3286-8480 (代表)

<http://www.trust-mf.or.jp>

印刷：(株) デイグ

