

Trust Forum Foundation

# 商事信託法の現代的課題

トラスト未来フォーラム研究叢書

令和3年6月

公益財団法人 トラスト未来フォーラム

## はしがき

本報告書は、2017年12月に公益財団法人トラスト未来フォーラムに設置された商事信託法研究会における研究の成果の一部をとりまとめたものである。この研究会は、商事信託法の基礎的な研究から始めて、その後、商事信託法に関する現代的なテーマをいくつか取り上げて研究を進めてきた。本報告書は、2019年度末までの研究会において報告がされた原稿をもとに、報告者が研究会における議論等を踏まえて研究成果としてとりまとめた論文4つを収録している。本報告書が商事信託法に関心を有する方々にとって参考になれば幸いである。

上記の研究会は、その後も商事信託法に関する現代的なテーマを取り上げて研究を続けており、今後一段落ついた時点で、その研究成果を本報告書の続編として公表する予定である。

2021年4月

神田秀樹

神作裕之

## 「商事信託法に関する研究」メンバーリスト

神田秀樹	(かんだ ひでき)	学習院大学 教授
神作裕之	(かんさく ひろゆき)	東京大学 教授
段 磊	(だん らい)	華東師範大学 副教授
津野田一馬	(つのだ かずま)	大阪大学 准教授
松元暢子	(まつもと のぶこ)	学習院大学 教授
行岡睦彦	(ゆきおか むつひこ)	神戸大学 准教授
脇田将典	(わきた まさのり)	金沢大学 講師
田中和明	(たなか かずあき)	トラスト未来フォーラム 研究主幹

# 目 次

はしがき

神田秀樹・神作裕之…………… i

商事信託のガバナンス構造についての覚書

——「運用型」と「事業型」の比較——

行岡睦彦…………… 1

合同運用に関する実務上の問題点

田中和明…………… 33

中国における収益権信託の実務及び法的問題点

段 磊…………… 55

米国における議決権信託の利用

松元暢子…………… 81



商事信託のガバナンス構造についての覚書  
——「運用型」と「事業型」の比較——

行 岡 睦 彦

# 目次

- I はじめに
- II 運用型および事業型商事信託の概要
  - 1 運用型の商事信託
  - 2 事業型の商事信託
- III 信託の機能
  - 1 財産の切り分け (asset partitioning)
  - 2 リスク負担と管理権限の分離
  - 3 若干の検討
- IV ガバナンスの構造
  - 1 総説
  - 2 運用型における規律
  - 3 事業型における規律
- V おわりに

## I はじめに<sup>1</sup>

信託は、様々な場面で利用されている。たとえば、投資スキームや年金制度では長らく「運用型」の商事信託が利用されてきたし、資産の流動化では「転換型」の商事信託が利用されてきた。また、比較的近時では、敵対的買収防衛策、自己株式取得、従業員株式保有プラン（ESOP）等の様々なスキームにおいて信託が利用されている。これに対し、一般的な事業活動を営むための器（ビークル）としては、会社（とりわけ株式会社）形態が圧倒的であり、信託が利用される例はほとんどみられない。「事業型」の商事信託として土地信託が挙げられるが、「事業型」信託のバリエーションは、土地信託を除くとあまりないように見受けられる。

このように、信託は、金融資産の運用をはじめとする一定の文脈において広く利用されてきたが、一般的な事業活動の文脈ではあまり利用されてこなかった。考えてみると、これは不思議な現象である。なぜなら、信託は、①信託財産を独立した責任財産として切り分けることで、信託財産の継続性・一体性を確保し、かつ、関係者（受託者や受益者）の有限責任を可能にするとともに、②信託財産に係る管理権限とリスク負担を分属させ、分業の利益を実現しうる仕組みであり（これらの点については下記Ⅲを参照）、一見すると、一般的な事業活動を営むための器としても十分活用できそうだからである。それにもかかわらず、信託が一般的な事業活動の文脈であまり利用されてこなかったのはなぜなのだろうか<sup>2</sup>。逆に、それ以外のタイプの商事信託において信託がうまく機能してきたのはなぜなのだろうか。

このような問題関心のもと、本稿が着目するのは、商事信託の4類型<sup>3</sup>のうち、運用型と事業型である。いずれも、当該スキームにおける受託者（fiduciary）（後述するとおり、信託の受託者であるとは限らない）が、受益者のために、信託財産の管理について裁量的な判断をなす点で共通する。しかし、運用型の商事信託は古くから活発に利用されてきたのに対し、事業型の商事信託は（土地信託を除き）あまり見られない<sup>4</sup>、という差異がある。とりわけ興味深いのは、運用型の商事信託においては多数の受益者（投資家）が存在するタイプのものが広く普及しているのに対して、事業型の商事信託においてはそのようなタイプのもの（いわば公開会社型の事業型商事信託）が殆ど見られないということである。



それは一体なぜなのだろうか。信託という仕組み(とりわけ多数の受益者が存在する信託)には、運用型には向いているけれども、事業型には向いていない、何らかの性質があるのだろうか。

本稿は、商事信託における受託者に対する規律づけの仕組み(ガバナンス構造)に着目して、上記のような信託の利用状況の理由ないし合理性の一端を説明しようと試みるものである。本稿では、まず、「運用型の商事信託において信託という(株式会社と比べて非常にシンプルな)仕組みがうまく機能してきたのはなぜなのか(そこではどのような規律づけのメカニズムが機能してきたのか)」を考察し、次に、それとの対比において、「事業型は運用型とどのような点で異なるのか」、ひいては「一般的な事業活動において信託という法形式を利用することにはいかなる課題ないし障害がありうるのか」を検討する、というアプローチで上記の問題に迫ることを試みたい。

本稿の考察は、次の順序で進められる。まず、わが国における運用型および事業型の商事信託の法的構造を概観し(下記Ⅱ)、信託という仕組みがそこでどのような役割を担ってきたかを検討する(下記Ⅲ)。その上で、運用型の商事信託においてどのような規律づけの仕組みが機能しているのかをやや立ち入って検討し(下記Ⅳ2)、それと比べて、事業型は運用型とどのような点において異なるのか、信託という仕組みを一般事業の器として用いることにどのような課題ないし障害がありうるのかを検討する(下記Ⅳ3)。最後に、簡単なまとめを行う(下記Ⅴ)。

## Ⅱ 運用型および事業型商事信託の概観

ここでは、Ⅲ以下での議論の前提として、わが国で利用されてきた運用型の商事信託と事業型の商事信託の代表的なものをそれぞれ具体的に取り上げて、それがどのような法的仕組みのものであるかを概観する。

### 1 運用型の商事信託

運用型の商事信託とは、信託の仕組みが資産の運用のために利用されるタイプの商事信

託である。ひとくちに運用型の商事信託といっても、法的なアレンジメントは様々であり、アレンジメント全体の中での信託の位置づけも一様でない。以下では、運用型の商事信託のうち、多数の投資家（受益者）が存在するタイプの代表的なものとして、実績配当型の合同運用指定金銭信託および証券投資信託を取り上げ、その法的構造を簡単に検討する。

まず、実績配当型の合同運用指定金銭信託をみてみよう<sup>5</sup>。これは、投資家が、委託者兼受益者として受託者に金銭を信託し、受託者が、信託約款で定める範囲内で、その裁量により当該金銭の運用を行う、というアレンジメントである。法的には、委託者兼受益者と受託者の二当事者間の信託であるが、運用の効率性を実現するために、共通の信託約款に基づく多数の信託の信託財産を合同で運用するところに特徴がある<sup>6</sup>。なお、これとよく似た仕組みのスキームとして、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という）に定める「委託者非指図型投資信託」があるが（投信法2条2項）、実務上はほとんど使われていないようである<sup>7</sup>。

次に、証券投資信託をみてみよう。これも、多数の投資家が拠出した資金の合同運用を目的とするものであり、運用型の商事信託の一種として位置付けることができる<sup>8</sup>。しかし、その法的な構造は、上述の合同運用指定金銭信託よりもやや複雑である。まず、証券投資信託に係る信託は、投資運用業を行う金融商品取引業者（委託者）<sup>9</sup>と、信託会社または信託業務を営む金融機関（受託者）の間で、投資信託契約を締結することで設定される（投信法3条）。証券投資信託において信託財産の運用を決定する主体は、運用指図権を有する委託者（投資信託委託会社）であり、受託者は、その指図に従って運用行為（有価証券の売買や議決権行使）を行うとともに、信託財産の管理・保管の役割を担うものとされる（委託者指図型投資信託。投信法2条4項、1項参照）。他方、投資家は、一定の単位に分割された受益権を（販売会社を通じて）委託者（投資信託委託会社）から購入することで、証券投資信託の受益者たる地位を取得することとなる（すなわち、自らが委託者として受託者と信託契約を締結するわけではない）。

かかる証券投資信託の法的構造は、合同運用指定金銭信託のそれと比較すると、①投資家が、信託の委託者兼受益者となるわけではなく、投資信託委託会社が委託者として設定した信託の受益者たる地位を取得するにとどまること、②投資家ごとに信託契約が独立に締結されるわけではなく、投資信託委託会社と受託者がひとつの信託契約を締結し、その受益権を多数の投資家が分割して取得すること、③受託者が、信託財産の運用に係る裁量

的判断を行うわけではなく、投資信託委託会社の運用指図に従うものとされていること<sup>10</sup>、という3つの点において、スキーム全体における信託の位置づけに相違が認められる。しかし、いずれも、多数の投資家から資金の拠出を受けて受託者（受託者ないし指図権者）が信託財産を合同運用するスキームであるという経済的な実質において共通している。

## 2 事業型の商事信託

事業型の商事信託とは、信託の仕組みを利用して事業が行われるものをいい、土地信託がその代表例である。土地信託にも実務上様々なアレンジメントがあろうが、たとえば次のような形で行われることが想定される。まず、土地の所有者が、委託者兼受益者として受託者に土地を信託する。受託者は、信託契約で付与された権限に基づき、当該土地について建物建設や宅地造成等の開発行為を行い、土地・建物を賃貸するか（賃貸型）、または売却処分することで（処分型）、受益者のために収益を上げる<sup>11</sup>。土地の開発行為に必要な資金は、受託者が第三者または他の信託財産から借入れを行うことにより調達される<sup>12</sup>。委託者（兼受益者）は、自ら受益権を保有し続けて土地からの収益を収受するほか、受益権を第三者に譲渡してまとまった資金を調達することもできる<sup>13</sup>。実務上、当初から信託受益権を小口化して分譲することを予定した土地信託の事例も存在するようである<sup>14</sup>。

事業型の商事信託では、事業を行うために、受託者にそれなりの自由度（経営裁量）が与えられる点に特徴があるといえる<sup>15</sup>。たとえば、土地信託における受託者は、当該土地・建物の管理（保守管理、賃借人の募集・賃貸借契約の管理等）を行うのみならず、どのような建物を建設してどのように賃貸事業を営むか、またどのようにして必要な資金を調達するか、などといった事業計画の立案および実施についても、委託者兼受益者の承諾を得ながら信託事務として自ら執行することとなる<sup>16</sup>。

## Ⅲ 信託の機能

ここでは、上記Ⅱで概観した運用型・事業型のアレンジメントにおいて、信託という法形式がどのような機能を果たしているかを検討する。これについては様々な角度からの分

析が可能であろうが、本稿では次の二つの点に着目する。

まず、信託により、信託財産という独立財産が形成される。これにより、信託財産というひとかたまりの財産を切り分けた上で、それに対する権利・義務を設定することが可能となる。このような機能を本稿では「財産の切り分け」として下記1で検討する。次に、信託においては信託財産が受託者の管理下に置かれ、利益や損失の帰属主体である受益者の管理を離れる。このように、信託は、信託財産に対する利益・損失の帰属主体と、信託財産に対する管理権限の帰属主体とを分離する機能を持つ。このような機能を本稿では「リスク負担と管理権限の分離」として下記2で検討する。

## 1 財産の切り分け (asset partitioning)

信託には財産の切り分け (asset partitioning)<sup>17</sup>の機能がある。すなわち、信託を設定することにより、ひとかたまりの財産を信託財産として切り分けて、委託者や受託者の財産とは別個の独立した責任財産を作り出すことが可能となる。そして、その重要な帰結として、委託者、受託者および受益者といった関係者の信用リスクから信託財産を隔離し、当該財産の一体的・継続的な価値を維持・確保することが可能となる<sup>18</sup>。こうした機能を契約だけで実現することは事実上不可能であり<sup>19</sup>、信託という法形式が担う重要な機能として位置づけるべきものと考えられる<sup>20</sup>。

また、これと密接に関連する機能として、信託には、信託財産に対する権利義務関係を組み替える機能がある。すなわち、独立の財産として切り分けられた信託財産を引き当てとして、さまざまな法的な権利を設定することが可能である<sup>21</sup>。とりわけ、資産の流動化（いわゆる「転換型」の商事信託）等の仕組み金融 (structured finance) においては、かかる権利義務を柔軟に設計することができる点に信託という法形式の大きなメリットが見いだされている<sup>22</sup>。

こうした信託の機能は、本稿の検討対象である運用型および事業型の商事信託では次のような形であらわれている。

まず、事業型の商事信託についてみると、事業用財産を信託することで、当該事業を関係者（委託者、受益者および受託者）の信用リスクから隔離し、その継続性・一体性を確保することが可能となる。これは、事業型の商事信託を営む上できわめて重要な機能であ

ると考えられる。なぜなら、有機的な一体として機能することが想定される事業用財産は、一部が失われることで全体としての価値が損なわれることになりやすく、その継続性・一体性を確保することが極めて重要となるからである（この点については下記Ⅳでも触れる）<sup>23</sup>。他方、委託者兼受益者や受託者も、信託の有限責任により<sup>24</sup>、当該事業に係るリスク（土地信託に即していえば、土地を利用した収益事業が失敗し、開発行為のために借り入れた資金を弁済できなくなる等のリスク）が自らに及ぶのを遮断することが可能となる<sup>25</sup>。これにより、信託財産を用いた事業における積極的なリスクテイキングが容易になると考えられる。

次に、運用型の商事信託においても、財産の切り分けがやはり重要な役割を果たす。たとえば、合同運用指定金銭信託や証券投資信託は、多数の投資家が拠出した資金をひとまとめのファンドにして合同運用することにその核心がある。この目的を達成するためには、運用財産を独立の財産として法的に切り分けることが不可欠である。なぜなら、もし拠出資金や運用財産がファンド運用者の他の財産（固有財産や他のファンドの運用財産）と混ざってしまうと、投資家は、自らが投資したファンドに係るリスクを負うのみならず、当該ファンドの運用者や、当該ファンド運用者が運用する他のファンドに係る損失リスクまでも負担することになってしまうからである<sup>26</sup>。このような状況下では、当該ファンドに投資することに伴うリスク・リターンを予測することが困難となり、ひいてはファンドの運営そのものが成り立たなくなる<sup>27</sup>。財産の切り分け（ファンドごとに独立した責任財産の創出）という機能は、投資ファンドとしての基本的な特性を実現するための不可欠の要請であると考えられる<sup>28</sup>。また、かかる財産の切り分けにより、ファンドの運用者は、複数のファンドを同時に運用したり、ファンドの運用とそれ以外の関連業務を並行して行うことが可能となるため、規模の経済や範囲の経済というメリットを享受することもできるようになる<sup>29</sup>。

ここで、「財産の切り分け」が事業型と運用型のそれぞれにおいて果たす機能は、基本的には共通のものであるが、強調すべきポイントに微妙な差異があるようにも思われる。すなわち、事業型においては、有機的な一体としての事業を維持することが重要であり、事業用財産が流出してその継続性・一体性が損なわれる事態を防ぐことに力点が置かれる。これに対し、運用型においては、運用資産（ファンド）が他の資産と混ざらないことが重要であり、財産の流出それ自体は必ずしも致命的でないことが多い（実際、証券投資信託



は、随時の払戻を認めるオープンエンド型となっている)<sup>30</sup>。こうした相違が、後述する規律づけの相違に連なっているように思われる(下記IV参照)。

## 2 リスク負担と管理権限の分離

信託においては、信託財産の所有権と管理処分権を持つのは受託者であるが、これによる経済的利益(または損失)を享受するのは受益者である<sup>31</sup>。このように、信託財産に対する経済的利益・損失の帰属主体と、所有権・管理処分権の帰属主体とが分離すること(本稿では便宜上「リスク負担と管理権限の分離」という)<sup>32</sup>に、信託という法形式のひとつの機能が認められる。これにより、受託者は、自己名義で信託財産を管理・運用することが可能となり、受益者は、かかる受託者の専門能力を活用し、分業の利益を享受することが可能となるのである。

たとえば、運用型の商事信託についてみると、合同運用指定金銭信託における受託者は、信託財産の帰属主体として、自らの裁量的な判断により、当該財産に係る権利行使や売買等の処分行為を行うこととなる。ここでは、信託財産の管理・運用権限を有する受託者が、専門能力を発揮して、受益者のために信託財産の合理的な運用・管理を行うことが期待されている。また、事業型の商事信託においても、土地信託における受託者は、土地の開発、建物の建設、資金調達、不動産賃貸等を行い、受益者のために収益を上げるものであり、その主眼は、受託者の信用力<sup>33</sup>や専門能力を活用して土地の有効活用を図るところにあると考えられる。このようにして、信託は、委託者ないし受益者が、受託者の専門能力を活用し、分業の利益を享受するのを可能にするのである。

もっとも、信託財産に係る管理権限が常に信託の受託者に専属するわけではないことには注意を要する。たとえば、運用型の商事信託の一種として上記Ⅱで挙げた証券投資信託においては、委託者(投資信託委託会社)が指図権者として裁量的な運用判断を行うのであり、受託者は信託財産の保管・管理を担うにとどまるものとされる。ここでは、信託財産に関する管理権限が、委託者(指図権者)と受託者に分属しているといえる。これは信託がプロトタイプ的に想定する権限分配と異なるが、財産の管理・運用について専門能力を持つ者が、受益者のために信託財産を合理的に運用・管理することが期待されるという実質において、上記の合同運用指定金銭信託と共通している(もっとも、この場合は、か

かる指図権者について信託法上明確な位置づけが与えられていないという点が問題となる(下記Ⅳで触れる))。

### 3 若干の検討

このように、信託は、①信託財産を独立した責任財産として切り分けることで、信託財産の継続性・一体性を確保し、かつ関係者(受託者や受益者)の有限責任を可能にするとともに、②信託財産に係る管理権限とリスク負担を分属させ、分業の利益を実現することを可能とする仕組みであり、運用型および事業型の商事信託は、これらの特性によって可能とされてきたのだと考えられる。

しかしながら、従来、運用型の商事信託は(受益者が多数のものも含めて)積極的に活用されてきたのに対し、事業型の商事信託は土地信託を除いてあまりみられず、一般的な事業活動の器として信託が利用されることは全くといっていいほどなかった。ここで疑問となるのは、このような利用状況の差異が生じてきたのはなぜなのか、である。

本稿では、受託者に対する規律づけの仕組み(ガバナンス構造)に着目して、この点に若干の考察を加えることとしたい<sup>34</sup>。以下、まず、「運用型の商事信託において信託という(株式会社と比べて非常にシンプルな)仕組みがうまく機能してきたのはなぜなのか(そこではどのような規律づけのメカニズムが機能してきたのか)」を考察し(下記Ⅳ2)、それとの対比において、「事業型は運用型とどのような点で異なるのか」、ひいては「一般的な事業活動において信託という法形式を利用することにかかる課題ないし障害がありうるのか」を検討する、という順序で議論を進めることとする(下記Ⅳ3)。

## Ⅳ ガバナンスの構造

### 1 総説

上記Ⅲで述べたようなリスク負担と管理権限が分離する状況においては、裁量的な判断を行う受託者(受託者ないし指図権者)が受益者の利益にならない行動をとるおそれが常に伴う。そこで、これを抑止するための規律づけの仕組み(ガバナンス)が重要となる<sup>35</sup>。

本稿で取り上げてきた各種の商事信託においては、法的な規律づけは、主として受託者の義務と責任によってなされているように見受けられる。

まず、一般に、信託の受託者は、善管注意義務（信託法 29 条）、忠実義務（同法 30 条）、公平義務（同法 33 条）、分別管理義務（同法 34 条）等の義務を負い、忠実義務を具体化した利益相反行為の規制（同法 31 条、32 条）に服する。そして、受託者がこれらの義務に違反したことにより信託財産に損失等が生じた場合には、受託者は損失等補等の責任を負うこととなる（同法 40 条）。また、受託者が法令や信託行為の定め違反する行為をしようとする場合には、その差止めを求める権利が受益者に認められている（同法 44 条 1 項）。

また、これら信託法上の義務と責任に加え、信託の引受けを業として行う者については、業規制として、善管注意義務および忠実義務が強行法規として課せられるほか（信託業法 28 条 1 項・2 項、兼営法 2 条）、分別管理などの内部体制構築や信託財産に係る行為準則に関して幾つかの具体的な規律が設けられている（信託業法 28 条 3 項、29 条等）。

さらに、上記Ⅱで取り上げた運用型商事信託のひとつである証券投資信託においては、受託者が運用財産の保管・管理について上記の義務と責任を負うだけでなく、信託財産の実質的な運用主体（指図権者）である委託者（投資信託委託会社）に対しても、法律上、一定の義務と責任が課されている。すなわち、投資信託委託会社は、投資運用業を行う金融商品取引業者として、受益者に対する善管注意義務および忠実義務を負い（金商法 42 条）、その違反について受益者に対し損害賠償責任を負うものとされている（投信法 21 条）<sup>36</sup>。また、運用に関する具体的な規律も多数設けられている（投信法 11 条、13 条、金商法 42 条の 2 等）。

これに対し、これら商事信託においては、投資家の集団的な意思決定（議決権行使）によって受託者を定期的を選任するとか、投資家を選任する監督機関（株式会社の取締役会や監査役会のようなもの）に受託者を監督させるなどといった、株式会社でみられるようなタイプの規律づけの仕組みは、制度として要求されていない<sup>37</sup>、実務的にも採用されていない<sup>38</sup>。それゆえ、議決権を基礎とする、アクティビズムや敵対的買収といった形での規律づけも、およそ想定できない仕組みとなっている。このように、これらの商事信託における受託者の規律づけは、主として受託者の義務と責任によるものであり、株式会社と比べると、投資家（受益者）の集団的意思決定を基礎とする規律づけを予定していない



(その意味でガバナンス構造が比較的シンプルである) 点に特徴がある、ということができると思われる。

## 2 運用型における規律

運用型の商事信託では、株式会社と同様、多数の投資家が存在することが想定される。それにも拘らず、上記のとおり、運用型の商事信託における受託者の規律づけの仕組みは、株式会社のそれと比べるとシンプルなものにとどまっている。

それでは、運用型の商事信託における受託者の規律づけは不十分なのだろうか。この点について、本稿は、必ずしもそうではないと考える。その理由は、運用型の商事信託では、株式会社とは異なる形で、受託者に対する規律づけが働いていると考えることができるからである。具体的には、①受託者の任務内容が事前に相当程度特定されていること、および、②払戻しによる退出を相当程度柔軟になしうるということという二つの要素によって、受託者に対して一定の規律づけがなされている（ひいては、運用の意思決定やモニタリングを担う主体を投資家の集団的意思決定によって選任する（いわば投資家が自らの代表者を送り込む）必要性が相対的に乏しくなっている）と考えられるのである。以下、それぞれ敷衍する。

### (1) 任務内容の特定性

運用型の商事信託においては、商品設計上、受託者（受託者ないし指図権者）の裁量の幅が一定範囲に限定されることが一般的である。たとえば、合同運用指定金銭信託では、その名のとおり、約款であらかじめ指定された運用方法・運用対象の範囲内で信託財産の運用がなされる。また、証券投資信託では、受託者が、いかなる方法によって投資先を決定し、いかなる方法によって受益者にそれを交付するかが約款に定められており、受託者の行動基準はその条項によって定まることとなる<sup>39</sup>。いささか比喩的な言い方をすれば、これらのタイプの信託において、受益者は、受託者（受託者ないし指図権者）から、ある程度特定された内容の資産運用サービスを購入している、とみることができるのである<sup>40</sup>。

このことは、受託者に対するモニタリングや評価の容易性とも関係する。一般的な事業会社では、会社ごとの個別性・特殊性が大きい上、会社の業績は経営陣の努力や能力とは

無関係の要因によっても大きく変動しうるため、観察可能な結果（たとえば会計上の利益や株価など）に基づいて経営者のパフォーマンスを評価することは必ずしも容易でない。これに対し、運用型の商事信託においては、任務内容がある程度定型化されている上、市場のインデックス等のベンチマークが存在するため、受託者のパフォーマンスを客観的に評価することが比較的容易であると考えられる<sup>41</sup>。また、任務内容の特定性は、信託業法や投信法で、信託財産の管理・運用に関する具体的な行為規制が設けられていることとも関連する。業務の内容がある程度特定されているからこそ、懸念すべき濫用的行為を典型的に捉えてルールベースで規制することが可能になるのだと考えられる<sup>42</sup>。

つまり、受託者の任務内容が事前にある程度特定されている運用型の商事信託においては、一般的な事業会社と比べると、信託義務による規律づけ（あるいは受益者によるパフォーマンス評価による市場の規律づけ——これは下記(2)と関連する）や、規制立法による受託者の機会主義的行動の抑止が、比較的うまく機能しやすいと考えられるのである。

以上のことを、受託者に対する規律という観点からやや一般化していうと、次のようにもいえるだろう。運用型の商事信託では、受託者に委ねる裁量的判断の幅を（一般的な事業活動を行う株式会社と比べて）相当狭い範囲に限定することで、受託者に対する事前の（ex ante）コントロールを強化するアプローチがとられている。一般に、受託者に対するガバナンスの仕組みは、事前（ex ante）の裁量権限の限定と、事後（ex post）の統制を組み合わせたものとして把握することができるように思われる<sup>43</sup>。株式会社では、事前の裁量権限はほぼ無制限に認めつつ、事後の統制を強化して多層的なガバナンスを設けるアプローチがとられている。これに対し、運用型の商事信託では、事前の裁量権限をある程度狭めつつ、事後の統制メカニズムをかなりシンプルに抑えるアプローチがとられている、といえるだろう<sup>44</sup>。

## (2) 払戻しによる退出

運用型の商事信託では、払戻しによる退出（exit）が比較的容易な仕組みがとられることが多い。これが特に顕著なのがオープンエンド型の証券投資信託であり、そこでは、受益者は、自己の保有する受益証券につき、純資産総額をベースとする基準価格に基づき計算された金額で随時払戻しを受けることができる<sup>45</sup>。また、合同運用金銭信託では、商品設計にもよるが、1年～5年という比較的短期間の満期を設定する例が多く、当該期間が

満了すれば払戻しを受けることができる。また、期間途中でも、「やむを得ない事情」があれば中途解約・払戻し（ただし、解約手数料を控除）を可能とする例が多いようである<sup>46</sup>。このように、運用型の商事信託においては、一般的な事業活動を営む株式会社と比べて、資本のロックイン（capital lock-in）の程度が弱いといえることができる。

こうした仕組みは、運用型の商事信託における受託者の規律づけにおいて重要な意味をもっているように思われる。払戻しによる退出が認められるということは、仮に投資家（受益者）がファンドの運用成績（リスク調整後のリターン）や運用報酬等のコストに不満を感じるならば、払戻しを受けて資金を引き上げることができるということである。これを受託者（受託者ないし投資信託委託会社）からみると、運用成績や運用報酬などの点において投資家（受益者）を満足させることができなければ、払戻しによる運用資産の流出、ひいては収入源である運用報酬の目減りを招くことを意味する。すなわち、受託者は、資産運用サービス市場において顧客を失わないためには、注意義務違反や忠実義務違反によって顧客に損害を与えてはならないというだけでなく、運用パフォーマンスや運用報酬などのサービス内容の面において、ある程度競争的な水準のサービスを顧客に提供する必要に迫られるのである。これをやや抽象的にいうと、受益者は、運用責任者の選解任に係る議決権行使のような「発言（voice）」によってではなく、払戻しという「退出（exit）」によって、受託者に対して一定の規律づけを与えている、と理解することができるように思われる<sup>47</sup>。

ここで、運用型の商事信託における「退出」は、株式会社（上場会社）でみられる株式市場を通じた退出とは性質がかなり異なることに注意を要する。すなわち、株式会社における株主の退出は、株式市場で株式を売却するという方法であり、そこでは、当該会社の将来収益に対する期待を反映した価格（時価）で退出が行われることとなる。つまり、もし現経営陣のパフォーマンスが悪ければ、それを反映した低い価格（株価）でしか退出することができないこととなる<sup>48</sup>。これに対し、運用型の商事信託においては、受益者は流通市場で受益権を売却して退出するわけではなく、当該ファンドからその時点における純資産価値に応じた払戻しを受けて退出することとなる<sup>49</sup>。ポイントは、かかる払戻価格には、受託者（運用担当者）のパフォーマンスに対する将来の期待が反映されないという点である。すなわち、ファンドの純資産価値には、①ファンドのポートフォリオを構成する個々の銘柄の将来に対する期待は反映されるけれども（ファンドの純資産価値はポート

フォリオ構成銘柄の時価の総額によって決まるところ、かかる時価には当該銘柄の将来の期待リターンが反映されるため)、②ファンドの運用担当者手腕や運用報酬の多寡によって決まるファンドの将来のパフォーマンスへの期待は反映されないのである。

これは、株式市場における売却よりも、むしろ商品・サービスの解約・不買による退出に近い<sup>50</sup>。平たくいえば、受益者は、A信託が気に入らなければ、A信託を解約して（あるいは満期まで待つ）B信託に乗り換えることができるのである。ここには、商品やサービスの市場と類似した形での競争が働き、受託者に対して一定の規律づけが与えられることとなる<sup>51</sup>。そして、かかる払戻しの判断は、個々の投資家が各自独立に行うことができるため、株主総会における議決権行使に関して問題となるような集合行為問題は生じない<sup>52</sup>。このように、ファンドの純資産価値に応じた払戻を各自独立に受ける機会が与えられている場合には、投資家は、たとえ運用会社や運用担当者等の選解任について議決権が付与されていたとしても、これを積極的に行使してアクティビズムを展開するインセンティブを持たず、それゆえ、議決権（発言）に依拠した株式会社方式のガバナンスの重要性は乏しくなるものと考えられる<sup>53</sup>。

なお、ここで注意を要するのは、払戻しという仕組みを機能させるためには、一定の条件を満たすことが必要と考えられることである。すなわち、払戻しが機能するためには、対象となる財産について、①流動性が高く、客観的な価値の評価が容易な財産であること、および、②企業特殊な財産ではないこと（部分的に清算しても全体の価値が失われないこと）という2つの条件が必要であると考えられる<sup>54</sup>。主として有価証券のポートフォリオによって構成される運用財産の場合はこれら①②の条件を満たすことが多いであろうが、一般的な事業に供される財産は、①有形固定資産のように、流動性が低く、客観的な価格で迅速に売却することが必ずしも容易でない資産を含むことが多い上<sup>55</sup>、②その部分的な清算によって事業としての一体性・継続性が失われ、全体としての価値（継続企業価値）が大きく損なわれるおそれがある。それゆえ、一般的な事業においては、出資者の払戻請求に柔軟に応じる仕組みは、基本的にとり得ないと考えられる<sup>56</sup>。こうした理由から、資産の部分的な清算を伴う払戻しに応じることができるのは、事実上、上記①②の条件を満たす場合（主として流動性の高い金融資産に投資するファンドなど）に限られるものと考えられる<sup>57</sup>。

### (3) 小括

以上をまとめると、運用型の商事信託は、①ある程度特定された内容の資産運用というサービスを提供するものとして捉えることが可能であり、それゆえに（事業会社と比べると）パフォーマンスに対する市場の評価や、法的義務・規制立法による規律づけが比較的容易であると考えられること、②かかるサービスについて、運用財産の純資産価値をベースとする払戻がある程度実質的に機能する仕組みがとられており、それゆえ、投資家の退出と競争のメカニズムによる一定の規律づけが期待できることという二点において、一般的な事業会社とは異なる状況にあるといえる。そして、これらの相違により、株式会社のようなガバナンス構造（とりわけ、議決権行使による受認者の選解任を通じた規律づけのメカニズム）の必要性が相対的に乏しくなっているのだと考えることができる。このような観点から考えると、信託という法形式は、かような特性に応じたシンプルなガバナンス構造を可能にする点に妙味がある、ということができらるだろう。

## 3 事業型における規律

### (1) 運用型との相違

一般的な事業活動においては、上記2で述べた運用型の商事信託における規律づけのメカニズムは基本的に妥当しないと考えられる。

まず、一般的な事業活動においては、受認者の任務内容が不特定・不定型になりやすい。なぜなら、一般的な事業活動を営むにあたっては、将来生ずべき様々な状況の変化に対応することが要請されるのであって、その活動内容を事前に特定して合意することは実際上不可能だからである。このような場面では、受認者の権限を事前に特定するのではなく、むしろ、事前にはオープンエンドで広範な経営裁量の権限を付与しつつ、事後的な是正・監督によって規律づけを行うことが合理的と考えられる。したがって、上記1(1)で論じたことは、事業型の商事信託には基本的に妥当しない<sup>58</sup>。

また、払戻しによる退出も、一般的な事業においては機能しにくい。なぜなら、事業用財産は、上記1(2)で述べた払戻しが機能するための2つの条件——対象となる財産について、①流動性が高く、客観的な価値の評価が容易な財産であること、および、②企業特殊な財産ではないこと（部分的に清算しても全体の価値が失われないこと）という2つの



条件——を満たさないことが多いからである。すなわち、前述のように、一般的な事業に供される財産は、①有形固定資産のように、流動性が低く、客観的な価格で迅速に売却することが必ずしも容易でない資産を含むことが多い上（他方、投資家の払戻に応じるために現預金や国債といった流動性の高い資産を多く保有すると、事業の資産効率性を損なうことに繋がる）、②その部分的な清算によって事業としての一体性・継続性が失われ、全体としての価値（継続企業価値）が大きく損なわれるおそれがある。そのため、一般的な事業活動においては、出資者の払戻請求に柔軟に応じる仕組みは基本的にとり得ないと考えられるのである。したがって、上記1(2)の議論も、事業型の商事信託には基本的に妥当しないと考えられる。

このように、事業型の商事信託では、上記1で述べた運用型の商事信託における規律づけの仕組みを利用することは基本的に困難であると考えられる。前述のように、運用型の商事信託では、代替的な規律づけ（任務の特定性と払戻しによる退出）が機能するため、シンプルなガバナンス構造を可能とする信託の妙味が活きるものと考えられるが（上記1(3)参照）、事業型の商事信託では必ずしもそうとはいえないのである。

とはいえ、いわゆる事業型の商事信託に分類される土地信託は、わが国において古くから広く利用されてきた。そして、そこでは株式会社のようなガバナンス構造はとられていない。この点について、ここまで検討してきた観点に即して説明を試みると、土地信託は、受託者の任務内容が相当程度特定されたタイプの事業を扱うものだといえるように思われる。すなわち、土地信託において受託者に委ねられるのは、特定の土地を開発して収益を上げるという比較的シンプルなプロジェクトであり、その目的・手段および範囲をある程度具体的に限定することが可能である。また、土地の開発・運営は、ひとたび軌道に乗れば安定的なキャッシュフローが期待できるタイプの事業であり、同種案件をベンチマークとして受託者のパフォーマンスを評価することも比較的容易であると考えられる。これらの点で、土地信託は、上記1(1)で述べた運用型商事信託の特性とある程度共通する面をもつといえるように思われる<sup>59</sup>。事業型の商事信託としてもっぱら土地信託だけが利用されてきたことの一端は、こうした規律づけの観点から（も）説明できるのではなからうか<sup>60</sup>。

## (2) 事業活動の器としての信託の可能性？

以上、本稿では、運用型の商事信託は古くから活発に利用されてきたのに対し、事業型

の商事信託は（土地信託を除き）あまり見られなかった、という点に着目し、これらの二つの領域における信託の利用状況の差異について、受託者の規律づけ（ガバナンス）の観点から一つの説明を試みた。すなわち、運用型においては、事業型とは異なり、任務内容の特定性および払戻による退出の容易性により、株式会社のようなガバナンス構造を備えなくても、受託者に対する一定の規律づけが確保されることを指摘した。この観点から考えると、信託は、シンプルなガバナンス構造を備えつつ、財産の切り分けおよびリスク負担と管理の分離を可能とする法形式として、運用型のような代替的な規律づけが働く場面に適している（それゆえにこそ古くから活発に利用されてきた）のだと考えられる<sup>61</sup>。

それでは、信託は、一般的な事業活動の文脈で利用するのもにも適しているといえるだろうか。この点を本格的に論じるためには、そもそも一般的な事業活動の文脈でどのようなガバナンス構造が望ましいかを検討する必要があるが、それは本稿の射程を大きく超えるものである。以下では、さしあたり、株式会社（上場会社）のようなガバナンス構造が望ましいことを所与としたうえで、信託という法形式を用いてどこまでできるかを、いくつか試論的に取り上げてみることにしたい。あらかじめ結論を述べると、以下の検討から得られる一応の回答は、「信託は、一般的な事業活動の文脈でも利用することは不可能ではなからうが、さほど大きなメリットはないであろう」というものである。

信託においても、一般的な事業活動を営むための最低限の要請は満たすことが可能であると考えられる。まず、前述のように、一般的な事業活動においては投資家に払戻しによる退出機会を与えることは困難と考えられるところ、そのような制約の下で投資家の退出機会をどのように確保するかが問題となるが、この点は、受益証券発行信託の制度（信託法 185 条以下）を利用し、かつ受益証券の流通市場を整備することで、事業用財産の継続性・一体性を確保しつつ、投資家の退出の機会（流通市場での売却機会）を確保することが、少なくとも理論上は可能であると考えられる。また、多数の投資家からエクイティ投資を募る場合には、長期的な事業活動の中で、投資家の集団的な意思決定の方法を確保する必要が生じうが（たとえば、事業活動の基礎的部分を変更するなど）、この点に関して、信託では、複数の受益者が存在する場合における意思決定の方法を信託行為で定めることが可能であり（信託法 105 条 1 項ただし書）、しかも、そのためのいわば標準書式として受益者集会の仕組み（信託法 106 条以下）が用意されているため、受益者集会を通じた受益者の意思決定を基礎とするガバナンス構造を実現することも、やはり理論上可能である

ように思われる。

このように、信託は、制度上、株式会社と比べて遜色ないガバナンス構造を実現しうるポテンシャルを備えているように思われる。しかしながら、信託だと実現しにくいことがあることも否定できないように思われる。以下では、一般的な事業活動の器として信託を利用する場合に課題（ないし障害）となりうると思われる点を、幾つか試論的に取り上げ、検討してみたい。

第一の課題は、受託者の規律づけである。株式会社では、株主が、事業運営を担う受託者である取締役を定期的に株主総会で選任するという仕組みがとられている（会社法 329 条 1 項、332 条参照）<sup>62</sup>。これは、取締役のパフォーマンスが悪ければ再任しない（あるいは解任する（会社法 339 条））という選択を認めることで、業務を執行ないし監督する取締役に規律を与える仕組みであるといえる。もちろん、所有と経営が分離した株式会社（上場会社など）においては、株主の合理的無関心により、こうした仕組みが実効的に機能する場面は限られるであろう。しかし、それでもなお、こうした仕組みは、株主アクティビズムや敵対的買収による取締役への規律づけの基礎をなすものとして重要な地位を占めるものであると考えられる。ところが、信託の場合、これと同様の仕組みを設けることは（不可能ではないにせよ）簡単ではない。たしかに、信託においても、パフォーマンスの悪い受託者を解任し（信託法 58 条）、新たな受託者を選任すること（信託法 62 条）が理論上は可能である。しかしながら、信託では、信託財産が受託者に帰属するという構成がとられており、受託者が交代するたびに、すべての事業用財産や契約等の名義の変更が必要となる<sup>63</sup>。すなわち、信託においては、受託者の選解任に伴うコストが比較的大きくなりやすいといえる<sup>64</sup>。これは、法人格それ自体が事業用財産の所有者および契約の当事者たる機能を果たす株式会社では生じない、信託という法形式をとるがゆえの問題であるといえよう<sup>65</sup>。

第二の課題は、事業上の意思決定手続に関する問題である。信託では、株式会社とは異なる形で信託事務の執行に係る意思決定権限が配分されている。たとえば、利益相反取引の承認手続を考えてみよう。株式会社では、取締役会の承認決議を得ることで、取締役が利益相反取引や競業行為をなしうる仕組みがとられている（会社法 356 条 1 項、365 条 1 項。同 369 条 2 項も参照）。これは、会社（株主）の利益保護の要請と、迅速な業務執行（意思決定権限の集中）とのバランスを図る制度設計であるといえる。では、これと同様の仕



組みを信託で実現することは可能だろうか。信託法上、利益相反取引は原則として禁止されており（信託法 31 条 1 項、32 条 1 項）、例外的に許容される場合が列挙されている（信託法 31 条 2 項、32 条 2 項）。そして、利害関係のない受託者の承認によって利益相反取引を許容する旨の規定は存在しない。事業活動の中で利益相反取引を認める必要性の程度にもよるが、このような制度の建付けが、信託という法形式を用いた事業運営の障害となる可能性は否定できない。

第三の課題は、事業上想定される様々な事象を信託行為に定めることのコストや不確実性の問題である。信託法の規定の多くは任意規定であるが（ただし信託業法および兼営法により強行法的な規制が設けられている場合も少なくない）、信託行為によって具体的な事業運営を想定したルールを逐一規定するのは相当のコストを要する。また、制定法上の裏付けを持たない信託行為の定めだけでは対応できない性質の問題もありうるように思われる。たとえば、受益権の追加発行を考えてみよう。継続的に事業活動を営む上では、投資家から追加のエクイティ出資を募る必要が生じうる。株式会社であれば、募集株式発行の手続が詳細に定められており（会社法 199 条以下）、かつ、既存株主と新規株主の利害調整のルールとして有利発行や不公正発行の制度が設けられており（会社法 199 条 3 項、210 条 2 号）、裁判所によるエンフォースメントが予定されている。これに対し、信託法は、受益権の追加発行について何らのルールも設けておらず、信託行為である程度自由に設計できるものと思われるが（たとえば運用型の商事信託の実務では信託約款に基づき追加信託という形で受益権の追加発行を行うのが一般的である<sup>66</sup>）、①そもそもどのようなルールが望ましいか、それを信託行為でどのように定めるべきか、というドラフティングの問題が生じるのみならず、②信託行為の定めを裁判所がどの範囲でエンフォースしてくれるか、という点で不確実性が残るように思われる。

以上のとおり、信託という法形式を用いて株式会社のような仕組みを再現することは、不可能ではないにせよ、それなりに課題ないし障害があるように思われる。そもそも、株式会社のような仕組みを利用したいのであれば、初めから株式会社制度を用いればよいのであって、信託という法形式を無理して利用することに特段のメリットはないであろう。

ポイントは、所期の活動を行う上でどのようなガバナンス構造が望ましいのか（たとえば株式会社のような、投資家による受託者の選解任権を基礎として業務執行権限の集中を認めるタイプのガバナンス構造が望ましいのか、それともよりシンプルなものに足りるの

か)、それを実現する上でどのような法形式が望ましいのか、である。少なくとも本稿で検討した範囲では、わが国における信託制度の現実の利用方法は、それぞれの特性に応じたものとして一応合理的に説明することができるように思われる<sup>67</sup>。

## V おわりに

本稿では、運用型の商事信託は古くから活発に利用されてきたのに、事業型の商事信託は土地信託を除きあまりみられないという差異に着目し、これを受託者の規律づけ（ガバナンス構造）の観点から説明することを試みた。信託という法形式は、①信託財産を独立した責任財産として切り分けることで、信託財産の継続性・一体性を確保し、かつ関係者の有限責任を可能にするとともに、②信託財産に係る管理権限とリスク負担を分属させ、分業の利益を可能にするものであり、一見すると、運用型のみならず、事業型においても、十分活用できそうな仕組みであるといえる（上記Ⅲ参照）。それにもかかわらず、現実には、信託は、運用型においては広く利用されてきたのに対し、事業型においてはさほど活発に利用されてこなかった。この点については様々な理由があるが<sup>68</sup>、本稿が提示する一つの説明は、運用型においては、①任務内容の特定性および②払戻による退出の容易性という二つの要素により受託者に一定の規律づけが働いており、それゆえ、株式会社と比べてシンプルなガバナンス構造を可能にする信託を利用することに合理性があるが（上記Ⅳ2参照）、事業型においてはこのような事情が必ずしも妥当しない（上記Ⅳ3参照）、というものである。

このような観点からみると、運用型において信託が活発に利用され、事業型においては必ずしもそうではない、という現下の状況は、それぞれの所期する活動内容に応じた適切な規律づけ（ガバナンス構造）を可能にする合理的な選択の結果である、とみることができるように思われる。

[注]

- 1 草稿段階で、板持研吾氏（神戸大学）、熊代拓馬氏（青山学院大学）、松元暢子氏（学習院大学）、脇田将典氏（金沢大学）から貴重なコメントをいただいた。記して感謝を申し上げたい。いうまでもなく、本稿にありうべき誤りはすべて筆者の責任である。なお、本稿は筆者の在外研究中に執筆されたものであり、わが国の文献を必ずしも十分に参照・引用しえなかったことをお断りさせていただく。
- 2 こうした疑問は、アメリカでもしばしば提起されてきた。See e.g. John H. Langbein, *The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 *Yale L.J.* 165, 189 (1997); Henry Hansmann & Ugo Mattei, *The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis*, 73 *N.Y.U. L. Rev.* 434, 473 (1998); Steven L. Schwarcz, *Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery*, 58 *Bus. Law.* 559, 560 (2003); Robert H. Sitkoff, *Trust as Uncorporation: A Research Agenda*, 2005 *U. Ill. L. Rev.* 31, 44 (2005); Paul B. Miller, *The Future for Business Trusts: A Comparative Analysis of Canadian and American Uniform Legislation*, 36 *Queens L.J.* 443, 446 (2011).
- 3 神田秀樹「商事信託の法理について」信託法研究 22 号 49 頁（1998 年）において提唱された、預金型、運用型、転換型、事業型の 4 類型を指す。
- 4 なお、事業型の商事信託の典型である土地信託も、近時では事業採算性の確保が困難であるなどの理由で利用が低調であり、新規受託は殆ど行われていない状況にあるとされる。三菱 UFJ 信託銀行編『信託の法務と実務 [6 訂版]』（金融財政事情研究会、2015 年）615 頁、金融法務事情編集部「土地信託」に関する基礎知識」金法 1940 号 56 頁（2012 年）、57 頁参照。
- 5 本稿では実績配当型のものだけを取り上げるが、信託兼営銀行が提供する合同運用指定金銭信託には、元本補てん・利益補足特約がついたタイプのものも存在する（金融機関の兼営等に関する法律（以下「兼営法」という）6 条参照。信託業法 24 条 1 項 4 号と対比）。これは、商品設計として元本補てん・利益補足の特約が付される上、預金保険が適用される点に特徴がある（沿革を含めた制度趣旨の分析として田中和明「信託業法と兼営法における元本補てん等に関する規律の意義」ジュリスト 1450 号 46 頁（2013 年）参照）。このタイプの商品は、受益者に定期預金とほぼ同様のサービスを提供するものであり（神田教授の整理では、「預金型」の商事信託に分類される）、運用リスクを受益者が負担する「運用型」の商事信託とはかなり性格が異なるものというべきである。
- 6 つまり、法的形式は二当事者間の信託であるが、経済的な実質は一種の集団投資スキームであるといえる。このように、法的な形式と経済的な実質が乖離することと関連して、①異なる信託の信託財産を合同で運用することは分別管理義務に抵触しないか、②合同運用の法律構成をどう考えるべきか、などといった点が法的論点として議論されてきた。神田・前掲注 3）等参照。
- 7 これは平成 12 年投信法改正で導入されたものであるが、その後もあまり利用されていないようである。その理由として、受託者による運営が行われる信託として既に合同運用指定金銭信託が存在しており、委託者非指図型投資信託という新たな集団投資スキームをあえて導入するメリットが乏しいことが指摘されている（森・濱田松本法律事務所編『投資信託・投資法人の法務』（商事法務、

2016年) 24頁)。

- 8 神田・前掲注3) 78頁注12参照。
- 9 「投資信託委託会社」と呼ばれる。投信法2条11項。
- 10 このように、受託者が指図権者の指図に従って運用する仕組みは、他にもたとえば投資家(委託者兼受益者)が投資運用業を行う金融商品取引業者と投資一任契約を締結し(金商法2条8項12号口参照)、受託者はその運用指図に従って信託財産の運用・管理を行う、というタイプの信託(特定運用金銭信託や特定運用金外信)などにも見られる。もっとも、この場合、投資家は金融商品取引業者と投資一任契約を締結して直接の法律関係に入るのに対し、証券投資信託の場合には、投資家と投資信託委託会社の間に直接の法律関係が存在しない点で異なっており、法的構造にはなおもバリエーションがあるといえる。
- 11 受託事例が多いのは賃貸型のようなものである。三菱UFJ信託銀行編・前掲注4) 599頁。
- 12 早坂文高「事業型商事信託——『事業信託』の導入——」金融商事判例1261号173頁(2007年)、三菱UFJ信託銀行編・前掲注4) 607～608頁参照。
- 13 この場合、受益権の譲渡に伴って委託者たる地位も新たな受益者に移転するような仕組みにしておくことが望ましい。三菱UFJ信託銀行編・前掲注4) 608～610頁。たとえば、信託法146条1項に基づき、信託契約において、「受益権の譲渡とともに、委託者の地位も当然に受益権の譲受人に移転する」旨の定めを置いておくことが考えられる。道垣内弘人編著『条解信託法』(弘文堂、2017年) 629頁〔角紀代恵〕参照。
- 14 三菱UFJ信託銀行編・前掲注4) 609頁。
- 15 神田・前掲注3) 66頁。
- 16 早坂・前掲注12) 173頁。
- 17 これは「財産分離」と訳されることが多いが、本稿では法律用語としての「財産分離」(民法941条以下)と区別する意味で「財産の切り分け」と表現している。実質的な差異はなく、従来の「財産分離」という用語法を否定する趣旨ではない。
- 18 この点に関しては、Henry Hansmann, Reiner Kraakman & Richard Squire, Law and the Rise of the Firm, 119 Harv. L. Rev. 1335 (2006)におけるentity shieldingの議論、およびHenry Hansmann & Reiner Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, 110 Yale L.J. 387 (2000)におけるaffirmative asset partitioningの議論を参照。信託におけるentity shielding (affirmative asset partitioning)を論じたものとして、たとえば森田果「組織法の中の信託」東北信託法研究会編『変革期における信託法』(トラスト60研究叢書、2006年)1頁、藤瀬裕司「組織法の柔軟化・多様化と証券化ヴェークルの今後(上)」NBL 865号(2007年)6頁、10頁および神作裕之「投資スキームとしての信託——匿名組合との比較」能見善久=樋口範雄=神田秀樹編著『信託法制の新時代——信託の現代的展望と将来展望』(弘文堂、2017年)173頁、177～178頁を参照。また、英米におけるコモンロー上の事業信託(business trust)の歴史的考察の中で信託のentity shieldingの機能を分析したものとして、John Morley, The Common Law Corporation: The Power of the Trust in Anglo-American Business History, 116 Colum. L. Rev. 2145, 2167-2175 (2016)も参照。

- 19 責任財産を限定する特約を逐一締結することに伴う取引費用 (transaction cost) がその一つの理由であるが、それ以上に重要なのは、エンティティに拠出した財産を引き当てとする資金調達をしないことについて関係者が信頼できるコミットメントをなしえないことである。Hansmann & Mattei, supra note 2, at 457, 466 (1998); Henry Hansmann & Reiner Kraakman, supra note 18, at 410-412, 414-416; Hansmann et al., supra note 18, at 1340-1343 参照。
- 20 これらの観点から、信託は、「組織法 (organizational law)」の一種とみることができる。信託を含む組織法について機能的観点から詳細に分析したものとして森田果『金融取引における情報と法』(商事法務、2009年)参照。なお、これら以外にも、受益証券発行信託(信託法185条以下)や多数の受益者の意思決定方法(信託法105条以下)など、多数の投資家が存在する文脈で信託を利用するのに有益と思われる制度が信託法上用意されている。
- 21 様々な内容の受益権を設定することができるほか、信託財産を引き当てとする借入れを行うこともできる。たとえば、前述のように、事業型の商事信託の典型である土地信託においては信託財産を引き当てとして借入れを行うことが一般的である。また、資産の運用においてはリスクヘッジのためにデリバティブ取引を行うべき場合があるが、運用型の商事信託では、信託財産を引き当てとしてそのような取引を行うことが可能となる。
- 22 See e.g., Langbein, supra note 2, at 183.
- 23 一般的に、持分権者の払戻しを制限することで継続企業価値を保護するという entity shielding の機能についての説明として、Hansmann et al., supra note 18, at 1348-1350 を参照。
- 24 平成18年改正前の信託法では、①受託者は、信託に係る債務について固有財産の勘定で責任を負うこととされており、②受益者も、旧信託法36条2項の規定に基づく費用等償還請求により、実質的には無限責任を負わされる、という建付けとなっていたが(神作裕之「信託を用いて行う事業——その可能性と限界——」信託法研究18号27頁(1994年)、神田・前掲注3)67~70頁など参照)、平成18年信託法改正において、①受託者については限定責任信託の特例が設けられたことにより(信託法第9章)、②受益者については費用等償還請求につき受益者の個別合意を要件とすることにより(信託法48条5項)、それぞれ立法的に解決された。なお、本稿で立ち入ることはできないが、公有地信託(土地信託の一種)における旧信託法36条2項の適用について最高裁まで争われた著名な事例として、最判23年11月17日判時2136号30頁がある。
- 25 もっとも、あえて限定責任信託を利用せず、受託者の固有財産をも債権の引き当てにすることで信用を補完し、有利な条件で事業のための資金調達を行う、という選択もありうるだろう。なお、事業型の商事信託に分類される土地信託においては、信託期間満了後に残存する債務は受益者が承継することとされるようであり(三菱UFJ信託銀行編・前掲4)601頁)、事実上、受益者が無限責任を負う建付けとなっているようである。
- 26 なお、脱線するが、匿名組合には信託のような財産の切り分け機能がなく、投資家(匿名組合員)が出資した財産は営業者の一般財産に混ざってしまう。仮に匿名組合出資に係るファンドを独立の責任財産として法的に切り分けたいのであれば、法人制度などと併用することが必要となる。たとえばいわゆるGK-TKスキームは、合同会社として運用者(アセットマネジャー)から切り離され



た独立のファンドを組成し、かかるファンドが匿名組合の営業者となって投資家から出資を受けるという法形式をとることで、匿名組合出資における財産の切り分けを実現するスキームであるといえる。

- 27 投資ファンドにおいて、ファンド（運用財産）とマネージャー（運用者）を分離することで投資家が引き受けるリスクを正確に設計することの重要性を指摘するものとして、John Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, 123 *Yale L.J.* 1228, 1258-1260 (2014) 参照。
- 28 また、運用型の商事信託においても（レバレッジやデリバティブにより）負債が生じうるため、事業型の商事信託と同様に、投資家（受益者）の有限責任が重要となりうる。これに対し、受託者の有限責任は、運用型の商事信託においては必ずしも不可欠とは考えられていないようである。たとえば、投信法8条3項は、限定責任信託に係る信託法の規定を適用しない旨定めており、受託者に無限責任を負わせている。また、合同運用指定金銭信託の実務においても、限定責任信託は利用されていないように見受けられる。
- 29 Morley, *supra* note 27, at 1259-1260.
- 30 もっとも、これは運用対象財産の性質次第である。たとえば、主として流動性の乏しい資産（不動産や未公開株など）に投資するファンドでは、証券投資信託のようにオープンエンド型の仕組みをとることは難しいであろう。この点については後述する。
- 31 これに対し、受益者自身が運用指図権を留保するアレンジメントも存在する。この場合は、リスクと管理の所在は基本的に一致し（受益者自身が管理し、そのリスクを負担する）、信託を用いることの法的意義は、主として独立財産を作り出すことに求められることとなる（多くの場合は、これに加えて、有価証券のカストディ業務など、信託財産の管理における受託者の専門能力を利用するという経済的意義もあろう）。
- 32 本稿とは異なり、贈与的信託（donative trust）を対象とするものであるが、Robert H. Sitkoff, *Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency*, 28 *J. Corp. L.* 565, 568-570 (2003) は、信託における「リスク負担と管理の分離（the separation of risk-bearing and management）」と表現する。
- 33 受託者の知名度や評判のほか、受託者が無限責任を負う場合（限定責任信託を用いない場合）にはその固有財産による信用補完も期待できる。
- 34 なお、わが国では伝統的に信託業を主として信託銀行が担ってきたところ、信託銀行という主体の性格ゆえに事業型の信託が積極的に展開されてこなかったという可能性もあるだろう。また、信託を業として引き受けるためには信託業の免許ないし登録（信託業法3条、7条参照）を要し、通常の事業会社には適用されない各種の規制に服することも、一般的な事業活動の目的で信託を利用することの妨げになってきた可能性もあるだろう。本稿における以下の議論は、これらの可能性を排除するものではない。
- 35 信託における委託者・受託者間および受益者・受託者間の関係は、会社における取締役・株主間の関係と同様に、プリンシパル・エージェント（principal-agent）関係として分析することができる。

代表的な研究として、Robert H. Sitkoff, An Agency Costs Theory of Trust Law, 89 Cornell L. Rev. 621 (2004) 参照。エージェンシー問題は、一方当事者（プリンシパル）が他方当事者（エージェント）を起用して、プリンシパルの富に影響を与える、完全には観察できない裁量の行動をとらせる場合に生ずる。エージェントとプリンシパルの利益が一致しないことに起因して生ずる諸コストをエージェンシーコストといい、これを最小化することがエージェンシー関係を規律する目的となる。

- 36 信託法一般の問題として、指図権者については信託法上明文の規定がなく（ただし、信託業法には、指図権者の注意義務と行為準則について一定の規定が設けられている。同法 65 条、66 条）、解釈論として、その義務・責任をどのように解すべきかが議論されている（たとえば有価証券運用について受益者以外の者が指図権者となっている場合における信託法上の諸問題についての包括的な検討として、一般社団法人信託協会「指図型信託における指図権者の位置づけ（商事信託法研究会報告（平成 24 年度）」信託 256 号 4 頁（2013 年）参照）。
- 37 なお、J-REIT で広く利用されている投資法人制度においては（「信託」ではないものの）株式会社に比較的近いガバナンス構造が採用されている。本稿でこの点に立ち入る余裕はないが、投資信託・投資法人におけるガバナンス構造の分析については別稿を予定している。
- 38 たとえば、合同運用指定金銭信託の受益者が集団的意思決定によって定期的に当該信託の受託者を選任する、などという仕組みは（理論的には考えうるとしても）実際にはとられていないし、また現実的でもない。なお、この点を、受託者となる法人それ自体のガバナンスの話と混同しないよう注意されたい。たとえば合同運用指定金銭信託の受託者である信託銀行には株式会社としてのガバナンス（株主の集団的意思決定による取締役の選解任など）が妥当するが、ここで述べている受益者による信託ガバナンスの議論はそれとはまったく別次元の話である。
- 39 道垣内弘人編著・前掲注 13）18 頁〔道垣内弘人〕。
- 40 たとえば、国内外の債券に投資する証券投資信託についていえば、投資家は、多数の投資家の資金を合同し、かつ専門能力を発揮して国内外の債券でポートフォリオを組んで運用するというサービス（および証券を安全に保管・管理するというサービス）を、投資信託委託会社から（販売会社を通じて）購入しているとみることができる。このとき、投資家は、受託者の専門能力を利用するだけでなく、同様のサービスを求める他の投資家の資産との合同運用によるメリット（規模の経済や分散投資等）を享受することが可能となる。また、投資家は、他の業者が提供するサービスと比較して当該サービスに不満（パフォーマンス、サービス内容、コスト等の面で）であれば、下記(2)で述べる退出方法により、比較的容易に他の業者に乗り換えることもできる。
- 41 藤瀬裕司「組織法の柔軟化・多様化と証券化ヴィークルの今後（下）」NBL 866 号（2007 年）39 頁、40～41 頁は、会社と信託を比較し、信託においては、信託目的によって受託者の権限が限定されているだけに、何が任務懈怠に当たるのかを示すことは比較的容易であろうと指摘する。See also Hansmann & Mattei, supra note 18, at 477; Sitkoff, supra note 35, at 657 n.182. また、この点に関して、Sitkoff, supra note 32, at 577 は、かかる相異によって、注意義務違反に対するエンフォースメントの厳格さの相異（会社では経営判断原則が適用されるのに対し、信託ではそうでない）が正当化されると説く。

- 42 いうまでもないが、ルールベースの規制によってすべての潜在的な濫用的行為に対処しうるわけではない。比較的最近では厚生年金基金の投資顧問会社の不正運用事件（いわゆる年金消失事件）を踏まえて信託業法施行規則等のルールが改正されたように、規制が想定しない形で濫用的行為が行われる可能性は常に存在する。オープンエンドな信託義務は、ルールベースの規制では対処できない場合にも私法上の救済を与えるものとして位置づけることができる。
- 43 この点に関しては、Langbein 教授の次の説明が示唆的である。英米の信託の歴史をさかのぼると、かつては、もっぱら家産である土地の世代間承継の手段として信託が利用されており、そこでの受託者は、単なる名義人 (stakeholder) としてほとんど裁量的な権限を与えられなかった。ところが、時代が下って財産保有の形態が土地から金融資産へと変容するにつれ、受託者は、信託財産の積極的な管理を求められるようになり（いわゆる管理型信託 (management trust) への遷移）、財産管理のための裁量的な権限が付与されるようになった。裁量的権限には濫用の危険が伴うため、これを統制する仕組みが必要とされる。こうして、受益者を保護する主な仕組みが、かつての権限の限定 (disempowerment) から、現代の信託法 (fiduciary law) へと変遷した、という。John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 *Yale L.J.* 625, 632-643 (1995) . See also Robert H. Sitkoff, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 *B.U. L. Rev.* 1039, 1042 (2011). 本文で述べた枠組みでいえば、英米におけるかつての信託では、事前の裁量権限の限定が非常に強かった（受託者に殆ど裁量権限が与えられなかった）ため事後の統制の必要性が乏しかったのに対し、現代型の信託においては、事前の権限の制約が緩和されたのに対応して事後の統制（信託義務）の重要性が増した、と整理することができる。それでもなお、一般的な事業会社と比較すると、運用型の商事信託における事前の統制はなおも厳格である、というのが本文で述べた趣旨である。
- 44 このことは、運用型以外の商事信託にも多かれ少なかれ妥当するようと思われる。商事信託の中には、あらかじめ定められたプログラムに従って事務処理を行うことだけを受託者に期待するものが少なくないように思われる（たとえば、証券化取引について、藤瀬・前掲注 41）40 頁参照）。そのような場合には、裁量の余地が乏しいからこそ、株式会社のような複雑なガバナンス構造を備える必要が乏しく、シンプルなガバナンス構造を可能にする信託という法形式を用いるのに適するのだと考えられる。
- 45 森・濱田松本法律事務所編・前掲注 7）44 頁参照。
- 46 いずれにせよ、随時の解約が可能な証券投資信託と比べると、払戻しによる退出の余地がかなり制限されていることは否めない。しかし、少なくとも数年ごとの信託期間満了時に払戻しの機会が与えられるという点において、長期的（半永久的）な資本のコミットメントを前提とする一般的な事業会社とは相当異なるものといえる。
- 47 退出権による規律づけという観点から投資ファンドのガバナンス構造を論じたものとして、Morley, *supra* note 27), at 1246 参照。
- 48 逆にいえば、それゆえにこそ、アクティビズムや敵対的買収といった活動によってリターンを上げる余地が生まれるのである。
- 49 なお、ETF は、証券投資信託でありながらその受益証券が取引所に上場されるものであり、一般投



資家の退出方法は、払戻ではなく市場における売却である。本稿で詳細に立ち入ることはできないが、ETF には、一部の投資家による純資産価格（NAV）での払戻を通じた裁定取引によって市場価格が NAV 近傍で均衡するよう商品設計されている。そのため、一般投資家も流通市場において NAV 近傍での退出機会が与えられることとなる。

- 50 退出権（exit rights）により、投資ファンドの投資家が商品購買者に類似することとなるとの指摘として、たとえば Morley, *supra* note 27), at 1247 参照。また、Roiter, *infra* note 54 は、ミューチュアルファンドは商品と法的主体のハイブリッドであると指摘する。
- 51 もっとも、外在的な要因によって、個々の受益者にとっての退出の選択肢が事実上限定される場合がありうる。たとえば、そもそも運用型商事信託等の投資スキームの競争的な市場セグメントが存在しなければ（あるいは、販売チャンネルの利益相反等によりそのアクセスが事実上制約されてしまえば）、たとえ払戻等による退出の機会が確保されていたとしても、適当な乗り換え先が見つからないことにもなりうる。また、そうでなくとも、たとえば確定拠出年金では、事業主が用意した投資メニュー（投資信託など）から加入者が自ら投資先を選定することとなるため、加入者は、たとえば投資メニュー中の証券投資信託のパフォーマンスや報酬水準に不満があるとしても、乗り換え可能な投資先の選択肢が限られているがゆえに、事実上、退出の可能性が制約されることにもなりうる（この問題を分析するものとして、Anne M. Tucker, *Locked In: The Competitive Disadvantage of Citizen Shareholders*, 125 *Yale L.J. F.* 163 (2015) 参照）。
- 52 See Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 *J.L. & Econ.* 301, 317 (1983) ; Morley, *supra* note 27, at 1250.
- 53 たとえば、ファンドの運用会社を A 社から B 社に変更することを欲する投資家は、端的に A 社が運用するファンドから払戻を受けて B 社が運用するファンドに再投資すればよいのであり、当該ファンドでアクティビズムを展開して運用会社の交代を求めるといようなコストのかかる戦略をとるインセンティブを殆ど持たないと考えられる（たとえそれが制度上可能であるとしても、である）。また、たとえアクティビズムをしてそれが奏功したとしても、その効果が投資家のリターンに反映されるのは将来になってからである（この点が、アクティビズムによるマネジメントの改善が株価上昇の形で直ちにリターンに反映されうる通常の上場会社との重要な相違である）。投資家としては、コストをかけてアクティビズムを展開し、その結果が実現するのを待つよりも、直ちに払戻を受けてより良いサービスを提供する他のファンドに乗り換える方が合理的な選択となろう。この点を詳細に論じたものとして、John Morley & Quinn Curtis, *Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds*, 120 *Yale. L.J.* 84 (2010), Morley, *supra* note 27), at 1245-1256 参照。
- 54 See Eric D. Roiter, *Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance*, 6 *Harv. Bus. L. Rev.* 1, 16 (2016) ; Eugene F. Fama & Michael C. Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, 26 *J.L. & Econ.* 327, 338 (1983).
- 55 仮に、投資家からの払戻請求に応じるために、事業活動とは無関係に現預金や国債といった流動性の高い資産を一定割合保有しなければならないとすると、資産効率の悪化を招くこととなるだろう。

- 56 同様に、証券投資信託と同じく投信法に基づく集団投資スキームの中でも、主として流動性の乏しい不動産で運用する不動産投資信託（REIT）では、随時の払戻を認めないクローズドエンド型の商品とされることが多い。この場合の投資家の退出方法は、払戻ではなく（株式会社と同様の）流通市場における売却となる（また、それと関連してガバナンス構造も比較的株式会社に近いタイプのものとなっている）。これに対し、典型的な運用型商事信託における信託財産（主として有価証券のポートフォリオによって構成される）は、そのような意味での継続性・一体性が稀薄であることが多く、それゆえ、払戻という仕組みが比較的良好に機能するのだと考えられる。
- 57 これらの条件を満たさずに投資家の払戻を認めるスキームも不可能ではなからうが、相当の工夫を要するであろう。たとえば、オープンエンド型の私募 REIT は、流動性の乏しい資産で運用する一方で投資家の払戻を認める構造をとるため、払戻に対して一定の手続的・実体的な制限を設けることが必要となる。森・濱田松本法律事務所編「前掲注7」659～660頁。また、主として未上場のベンチャー企業株式への投資を行うベンチャーキャピタルは、ファンドの存続期間内に投資先企業の IPO や M&A を通じて投資を回収することが前提となる。
- 58 もっとも、土地信託のように、任務内容がある程度特定できる場合もある。この点は後述する。
- 59 ただし、土地を開発して収益を上げるという土地信託の性質上、信託期間はある程度の長期間となることが通常であり（信託期間は、20年～30年もの長期間に及ぶようである。金融法務事情編集部「前掲注4」57～58頁参照）、少なくともその間は資本のコミットメントを余儀なくされる点で、上記1で述べた比較的短期間で払戻による退出が可能な運用型の商事信託とは大きく異なっている（それゆえ、受託者の規律づけの観点からは、委託者兼受益者による監視・監督や、受託者の法的義務および責任の重要性が大きくなるものと思われる）。なお、本稿で立ち入ることはできないが、公有地に係る土地信託に関して法的紛争に発展した例は複数あり、前掲の最判23年11月17日判時2136号30頁のほか、大阪地判平成25年5月30日（判例集未掲載。平成21年（ワ）第4428号）など幾つかの裁判例が存在する。
- 60 なお、前掲注34で触れたように、長年信託の主な担い手であった信託銀行の専門能力や、それ以外の者が信託を業として引き受けるために必要となる信託業の免許・登録が必要となることの負担など、他の要素が寄与している可能性を否定する趣旨ではない。
- 61 この点は、井上聡弁護士の次のコメントと概ね整合的であると思われる。「経営判断をする器としては、会社というピークルは非常によくできています。所有と経営の分離をし、経営者がその時々状況に応じて思いきり経営判断をしていくピークルとしては、信託より優れています。これに対し、信託は、財産を切り離し、あらかじめ定められた枠組み・ルールに従ってその財産を管理・運用していくピークルとして大変優れているわけです」（道垣内弘人ほか「〈パネルディスカッション〉新しい信託法と実務」ジュリスト1322号（2006年）14頁、36頁。賛同するものとして藤瀬・前掲注41）40頁も参照）。
- 62 なお、信託では受託者として法人が選ばれることが多い（少なくとも商事信託ではそれが通例である）のに対し、株式会社の取締役は法律上個人に限られている（会社法331条1項1号）。このように、事業運営に係る受託者を個人に限定することの意義については一考の価値があるように思われるが、

本稿では立ち入らない。

63 信託に関する権利義務の承継それ自体については、信託法 75 条 1 項により法律上の手当がなされているが、登記名義の変更など、権利義務の承継に伴う諸コストが生じることは避けられないように思われる。

64 それゆえ、信託は、基本的に、受託者の定期的な選解任を予定しない文脈で活用するのに向いているのだと考えられる。仮に、一般的な事業活動の文脈において事業運営を担う受託者の定期的な選解任がガバナンス構造として不可欠なのだとすると、信託は、そのような文脈で利用するにはあまり適さないということとなる。

もっとも、本稿では立ち入って検討することができないが、次の二点についてはなお検討を要するものとして留保しておきたい。第一に、受託者の定期的な交代を予定しない閉鎖会社型の事業（株式会社でも定款の定めにより取締役の任期を最長 10 年まで伸長することが認められている。会社法 332 条 2 項）においては、受託者の交代に伴うコストはさほど大きな問題とはならないであろう。第二に、多数の投資家を予定する公開会社型の事業であっても、信託の受託者は同一人物のまま長期的に固定しておき、実質的な業務執行の意思決定は別途選任される指図権者（directors）に委ねる（受託者は、信託財産の名義人として指図権者の指図に従うことを任務とする）、という建付けが理論上はありうるように思われる。実際、英米におけるかつてのコモンロー上の事業信託（business trust）においては、信託の受託者とは別に取締役会（board of directors）を設置し、受託者はその指図に従って信託財産の管理を行うという建付けがとられていたようである（Morley, *supra* note 18 or 27, at 2183 参照）。このような仕組みであれば、受託者はいわば信託財産の名義人（stakeholder）としてのみ機能することとなるため、定期的な選解任に服するのは実質的な業務執行の決定を行う取締役会メンバーだけでよく、本文で述べたような受託者の変更に伴う名義変更等の取引費用は発生しないこととなる。もっとも、この場合は、信託法が予定しない指図権者の地位を法律上どのように考えるべきかという解釈問題を解決する必要がある。

65 もちろん、受託者を法人にすればこの問題は回避できるが、①それだと事業運営を担う個人を受益者の意思決定によって選解任するという仕組みが実現できないし、②そもそも最初から信託ではなく当該法人制度を利用すればよいのではないかの疑問が生じるであろう。なお、この点については前掲注 64 も参照。

66 運用型の商事信託では受益権の客観的な価値を比較的把握しやすいので追加信託における有利発行の問題はさほど深刻にはならないように思われるが、事業型の信託で新規の資金調達を行う場合には、当該事業の価値評価の問題が先鋭化し、既存受益者の希釈化に対する保護のあり方が問題となることが想定される。これに対しては、たとえば、受益証券を発行して取引所に上場することで（株式会社と同様に）市場価格という情報を利用することが理論上は可能であるが、こうした仕組みが実際にうまく機能するかは様々な要素に依存するため容易に見通すことはできない。

67 もっとも、それぞれの商事信託のスキームが、ガバナンス構造として最適なものといえるかどうかは別論である。この点は、それぞれのスキームの具体的な構造に立ち入って詳細に検討する必要があるが、この作業は本稿の射程を超える。

68 たとえば、長年わが国における信託の主な担い手だった信託銀行の専門能力や、それ以外の者が信託を引き受ける場合における信託業法の負担により、事実上、信託を利用したサービス内容に一定の制約が生じてきたとの説明がありうる（前掲注 34 および 60 参照）。本稿はこうした可能性を排除するものではない。



# 合同運用に関する実務上の問題点

田 中 和 明

# 目 次

はじめに

## I ①のタイプの合同運用

- 1 合同運用の法的性格
- 2 信託法における合同運用信託のための条項
- 3 合同運用信託における信託法 92 条に定められた受益者の権利の行使
- 4 受益債権の消滅時効

## II ②のタイプの合同運用

- 1 「二重信託」方式による合同運用
- 2 二重信託と自己信託
- 3 二重信託と受託者の利益享受の禁止
- 4 二重信託の法的性格
- 5 マザーファンドにおける信託約款の変更方法
- 6 マザーファンドにおける受益者による信託法 92 条の権利行使
- 7 受益債権の消滅時効

## はじめに

実務においては、運用の効率化とリスクの分散の観点から、複数の信託財産を1つにまとめて運用を行う合同運用の手法が用いられてきた。合同運用とは、信託財産を他の信託の信託財産又は固有財産と合同で運用することである<sup>1</sup>。

①合同運用の中には、合同運用指定金銭信託や貸付信託のように、複数の信託契約に基づく信託ではあるものの、共通の信託約款に基づき信託財産を集めて一つの合同運用団を形成しているタイプがある。

②一方、年金信託のように、信託契約ごとに単独で信託財産を運用する仕組みとして単独運用指定金銭信託又は単独運用指定金外を採用しているものの、元のベビーファンドである単独運用指定金銭信託等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いわゆる「二重信託」により合同運用を行うタイプがある。

いずれの合同運用も、営業信託において古くから<sup>2</sup>活用されてきた運用手法であり、本稿においては、①と②のタイプに分けて、合同運用についての法的特徴と問題点を明らかにしていきたい<sup>3</sup>。

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 ①のタイプの合同運用

### 1 合同運用の法的性格

合同運用の信託は、投資信託のように一つの信託契約に基づく信託に複数の受益者が存する信託と比較すると、法形式としては異なるものの、経済的には同様の効果を有している。

旧信託法下における学説では、合同運用は、「分別管理の例外」としてとらえられ、合同運用できる根拠を、旧信託法 28 条の但書きとする説<sup>4</sup>と信託契約とする説<sup>5</sup>が存在し



ていた。また、合同運用の適用範囲については、前者の説によれば、金銭やそれに準ずる代替物のみであるが、後者の説によれば、それら以外に、不代替物も含むと考えられていた。

信託法の制定の際の法制審議会信託法部会においては、信託財産に属する財産と固有財産又は他の信託財産に属する財産とが合同して運用される「合同運用」の法的な位置付けと特別な規律の必要性の有無が、i) 分別管理義務との関係、ii) 受託者の権限との関係、iii) 忠実義務との関係について、議論がなされ、それぞれ以下の整理がされたものと考えられる。

まず、i) 分別管理義務との関係については、「分別管理義務は、信託財産の独立性の確保のために現に存する信託財産と他の信託財産又は固有財産とを区別して「管理」すべき義務であり、信託財産と他の信託財産等を同一の契約に基づいて処分するなど、合同して「運用」することまでを禁止するものではなく、合同運用をしながら分別管理をすることは可能である。<sup>6)</sup>すなわち、合同運用イコール「分別管理の例外」ではない。

次に、ii) 受託者の権限との関係については、信託行為の定めがないにもかかわらず、受託者が合同運用をした場合には、権限に違反しているのではないかとの議論があったが、権限違反行為となるか否かは、「信託目的の達成のために必要な行為」に該当するか否かの問題であり、一般に、合同運用を行うことは、規模の利益を追求し、また、リスクの平準化を図る点において、受益者の利益に資することから、合同運用したこと自体が一律に権限違反の行為に該当するとは言い難い。

また、iii) 忠実義務との関係については、信託行為の定めがないにもかかわらず、受託者が合同運用をした場合には、忠実義務違反になるのではないかとの議論があったが、忠実義務違反行為となるか否かは、忠実義務に関する一般規定である信託法 30 条によって決せられる問題であり、固有財産に属する財産と信託財産に属する財産とを合同して運用したとしても、取引手数料が低減する等受益者にとって利益になることが多く、利益相反など忠実義務上の問題を生じない場合があり、一律に忠実義務違反の行為に該当するとは言い難い。

私見としては、これらの考え方は合理的であり、とりわけ、i) の分別管理との関係については、合同運用を行っている状態では、合同運用している財産については、それぞれ個々の信託に共有持分権が帰属しているものと考えられることから、その共有持分権が計

算上明らかにされていれば、分別管理義務が果たされていると考えられる。したがって、一般に、利殖を目的とする信託の場合については、合同運用を行うことについて、信託行為に特別の定めは必要ないとする。

しかしながら、実務においては、受益者の予見可能性を向上させる意味から、合同運用する可能性のあることを信託行為に明示すべきであるとする。

また、信託の規制法の観点からは、信託業法 26 条の信託契約時の交付書面の事項として、6 号における「信託財産の管理又は処分の方法に関する事項」に含まれる事項として、信託業法施行規則 33 条 2 項 2 号において、「信託財産である金銭を固有財産又は他の信託財産である金銭と合同運用する場合は、その旨及び当該信託財産と固有財産又は他の信託財産との間の損益の分配に係る基準」を記載することが規定されている。

## 2 信託法における合同運用信託のための条項

信託法 105 条 1 項では、一つの信託契約に基づく信託に複数の受益者が存する信託においては、信託の変更等における受益者の意思決定は、すべての受益者の一致によってこれを決するものとされているが、信託行為による別段の定めが認められている。

したがって、信託行為の別段の定めで、受益者による書面による多数決や受益者集会等によって、信託変更等における受益者の意思決定が可能となる。

一方、信託財産を集めて一つの合同運用団を形成している合同運用信託については、信託法上特段の規律は存在しない。合同運用には様々なタイプがあり規定化が困難であったことに加えて、信託法においては、信託行為の別段の定めにより、各受益者が合同運用している各信託の受益者の多数決等で決定することが可能であり、特別の規律の必要性がなくなったからである。

例えば、合同運用信託における運用方法の変更等については、信託行為の定めにより、合同運用を行っている各信託の受益者の多数決等により決することが可能となる。すなわち、信託行為の定めにより、一つの信託契約に基づく信託に複数の受益者が存する信託と同じく受益者の意思決定をすることが可能となる。

一方、信託の規制法としては、信託業法 29 条の 2 第 5 項において、信託の重要な変更（信託法 103 条 1 項）又は信託の併合・分割の手続きについては、「一個の信託約款に基づいて、

信託会社が多数の委託者との間で締結する信託契約にあっては、当該信託契約の定めにより当該信託約款に係る信託を一の信託とみなして、前項各項の規定を適用する。」と規定されており、一つの信託において複数の委託者が存在する信託における規定と同じものとしている<sup>7,8</sup>。

さらに、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。）5条においては、信託兼営金融機関が、多数人を委託者又は受益者とする「定型的信託契約」（貸付信託又は投資信託に係る信託契約を除く。）について約款の変更をするときは、一定の手続きが規定されており<sup>9</sup>、信託銀行における実務では、合同運用信託における信託契約の変更については、兼営法の手続きにより、信託契約を変更している。

合同運用は、多様な形態で柔軟に利用されており、その多様性と柔軟性を確保していく観点から、私法上は、特段の法的枠組みをはめることなく、信託行為の定めにより、自由に制度設計が行えるようにしたものである。しかしながら、信託法に合同運用信託のための特段の規定がないことにより、信託法 92 条に定められた権利が、強行規定として信託行為による受益者の権利の制限を禁止していることから、実務上、以下のような問題がある。

### 3 合同運用信託における信託法 92 条に定められた受益者の権利の行使

#### (1) 損失てん補等の請求権（信託法 40 条）

信託法 40 条の損失てん補及び原状回復の請求権については、信託行為の定めでは制限できない権利（同法 92 条 9 号）であることから、受益者が複数の信託において、受益者の一人からの請求であっても、信託財産全体がその請求対象となることは明らかである。

一方、合同運用信託の受益者の一人からの損失てん補等の請求の範囲は、信託財産全体に及ぶのか、それとも、受益者毎の持分に限定されるのかという問題がある。

受益者は、自らの受益権の持分だけではなく、信託財産全体に及ぶとすれば、権利行使の方法も、単独の受益者で可能なのか、全受益者の関与が必要なのが明らかではない。

合同運用信託における各信託（以下「ベビーファンド」という。）は、それぞれ別の信託であることから、原則として損失てん補等の範囲は、自らの持分だけに限定されると考えられる。しかしながら、各ベビーファンドの信託契約に定めをすれば、ベビーファンド

の各受益者は、合同運用しているすべてのベビーファンドに対して重疊的に92条の権利行使をすることができると考えてもよいのでないか。すなわち、信託行為に定めをすれば、損失てん補等の範囲を合同運用している信託財産全体に及ぼすことも可能であると考え

る。

それでは、このような信託行為の定めがない場合には、どうなるのであろうか。

信託法40条1項の損失てん補責任等については、信託財産に損失が生じた場合には当該損失のてん補が、信託財産に変更が生じた場合には原状回復が、それぞれ求められているが、いずれも当該信託の信託財産に対してである。損失のてん補については、ベビーファンドが有している合同運用財産の持分の損失に相当する分をベビーファンドにてん補することが可能であるが、原状回復については、ベビーファンドの信託財産（例えば不動産）に対する持分のみを原状回復させることは不可能な場合がある。合同運用されている対象財産全体に及ぼさなければ意味がなくなる。

とすれば、株式会社における取締役の任務懈怠責任を株主が追及する株主代表訴訟と同様に、合同運用財産全体に及ぶとの考えもあるのではないか。

## (2) 信託の帳簿等の閲覧等の請求権（信託法38条）

信託法38条1項1号、2号においては、受益者による受託者に対する信託の帳簿等についての閲覧・謄写請求が認められている。一つの信託契約に基づく信託に複数の受益者が存する信託においても、信託全体についての帳簿等の閲覧等が可能である。

ただし、権利の濫用に備えて、信託法38条2項各号<sup>10</sup>において、受益者からの帳簿等の閲覧等の請求があった場合の拒否事由が定められている。そのうち、3号から6号については、受益者が複数の場合に受益者の一人から請求があった場合を想定したものである。一方、合同運用信託の受益者の一人からの請求を想定した規定はない。そのため、合同運用信託は、受益者が複数の場合を想定した規定を類推適用して、同様の拒否事由とすることができるのか、それとも、受益者が単独の信託であることを重視し、このような拒否事由は適用されないと考えるのか、また、帳簿等の閲覧等の請求の範囲については、合同運用している信託財産全体に及ぶと考えるのかという問題がある。

合同運用の場合、各ベビーファンドは、それぞれ別の信託であることから、帳簿等の閲覧等の範囲についても、原則としては、自らの持分だけに限定されることになると考えら

れるが、自らの持分に限定しても、帳簿等の閲覧等の性質上、信託財産のうちの何分の一の持分についてのみ閲覧等を行うことはできないことから、結局は、信託財産全体に及ぶことになる。そのため、受益者が複数の場合と同様の権利濫用等の弊害を防止するために、信託法 38 条 2 項の 3 号から 6 号の規定を類推適用することができると思う。

## 4 受益債権の消滅時効

信託法においては、受益債権の消滅時効は、原則として、債権の消滅時効と同じ取扱いとして（信託法 102 条 1 項）、受益債権の消滅時効は、受益者が受益者としての指定を受けたことを知るに至るまでの間（受益者が現に存しない場合は信託管理人が選任されるまでの間）は、進行しないものとされており（同条 2 項）、また、受益債権の消滅時効は、①受託者が、消滅時効の期間の経過後、遅滞なく、受益者に対し受益債権の存在及びその内容を相当の期間を定めて通知し、かつ、受益者からその期間内に履行の請求を受けなかったとき、②消滅時効の期間の経過時において受益者の所在が不明であるとき、その他信託行為の定め、受益者の状況、関係資料の滅失その他の事情に照らして、受益者に対し①の通知をしないことについて正当な理由があるとき、のいずれかのときに限り、援用することができるものとされている（同条 3 項）。なお、同条 4 項では、20 年の除斥期間を設けている。

受益債権が消滅時効により消滅した場合には、受益権は、その基本的な部分が消滅することから、受益債権を確保するための諸権利も存続しえず、消滅することになる。

受益権が消滅すると、一つの信託契約に基づく信託に複数の受益者が存する信託については、「複数の受益権のうちの一部の受益権が消滅したに過ぎない場合には、当該受益権に係る受益者へ給付されるはずであった信託財産に属する財産は、当該信託契約の契約内容に応じて他の受益者、帰属権利者等へ給付されることになるのであって（省略）、直ちに受託者に帰属することにはならないと考えられる。信託財産に属する財産が受託者の固有財産に帰属するのは、すべての残余財産受益者及び帰属権利者の権利が消滅し、信託行為による拘束をまったく観念することができない状態に至った時である」<sup>11</sup>と考えられる。

一方、複数の信託により一つの合同運用団を形成している合同運用信託については、複数の信託のうちの一部の受益権が消滅した場合は、どうなるのであろうか。当該合同運用

信託が自益信託で特別に帰属権利者が定められていなければ、他の受益者へ給付されることにはならず、直ちに受託者に帰属することにはなるのではないかとすれば、一つの信託契約に基づく信託に複数の受益者が存する信託とは異なる結果となる。

## II ②のタイプの合同運用

### 1 「二重信託」方式による合同運用

年金信託等の実務では、年金の信託契約ごとに単独で信託財産を運用する仕組みとして単独運用指定金銭信託又は単独運用指定金外を採用しているが、信託財産の運用効率を上げるため、「二重信託」による合同運用が行われている。

二重信託部分である年金投資基金信託は、厚生年金基金や確定給付年金の受託年金資産を合同して運用する指定金銭信託等であり、債券、株式、外貨建証券、貸付金等の運用対象ごとにまとめて投資し運用している。

その合同口には、株式口、公社債口、外貨建証券口等複数のファンドがあり、公社債口、株式口、外貨建証券口等は基準価格制をとっており、受益権はその価格で設定され、解約されている。二重信託方式による合同運用は、i) 少ない資金でも運用方針の異なる複数のファンドを組み合わせるにより、委託者ニーズに沿ったアセット・ミックスの構築が可能であり、ii) 少ない資金でも分散投資によりリスク低減効果がある。さらに、iii) 有価証券売買の取引コスト低減を図ることができる。

二重信託と①のタイプの合同運用信託との違いは、合同運用信託は、各ベビーファンドの信託財産全部を一つの合同運用団として合同して運用しているところ、二重信託の場合には、各ベビーファンドの信託財産の一部を合同して運用していることと、その合同運用団を一つの「信託」として認識していることである。

### 2 二重信託と自己信託

二重信託の場合、ベビーファンドの受託者がマザーファンドの委託者（兼受益者）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こと、すなわち、形式的には、自



己信託と同じになる。

二重信託については、そもそも、旧信託法の時代に、大蔵省銀行局長からの照会に対する法務省民事局長回答（昭和 37 年 3 月 31 日付民事第 943 号）で説明がなされている。

同回答によれば、年金基金によって設定された貸付信託等の二重信託については、「委託者と受託者とは同一の信託銀行であっても実質的には法主体性を異にするものである。すなわち、貸付信託（又は合同運用指定金銭信託）の委託者は、形式的には信託銀行が名義人であるが、実質的にみれば、年金信託の委託者たる企業が貸付信託（又は合同運用指定金銭信託）の委託者であると考えることができる。次に、実際上の弊害もない。年金信託の委託者たる企業、受益者たる従業員は、年金信託契約に基づき、年金信託の受託者である信託銀行を監督することができるのであるから、その利益を害されることはない。また、信託銀行の債権者を害するおそれもない。」ことから、旧信託法 1 条には抵触しないと説明されている。

信託法においては、旧信託法と異なり、自己信託（信託宣言）が認められたことから、二重信託を自己信託としてとらえても、信託法には抵触はしない。

しかしながら、自己信託は、委託者が、信託目的に従い、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その目的、財産の特定に必要な事項その他の法務省令（信託法施行規則 3 条）で定める事項<sup>12</sup>を記載し又は記録したのものによってしなければならない（信託法 3 条 3 号）、また、①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、②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信託の通知を行うことが、効力要件とされている（同法 4 条 3 項）。したがって、このような要式をとらなければ、無効となるおそれがある。

すなわち、自己信託であると決定された場合には、各ベビーファンドが、マザーファンドの設定をするたびに、上記の手続をとらなければならなくなり、実務上大きな負担となる。

なお、二重信託が、形式上自己信託に該当するとしても、自己信託における「このような要式性は、自己信託の内容を明らかにさせ、債権者詐害目的で利用されることを可及的に防止するためのものである<sup>13</sup>」ことから、二重信託においては、公正証書等の要式は

不要であるとの解釈もありうるかもしれない。

また、自己信託であるとする、信託業法 50 条の 2 第 1 項において、自己信託をしようとする者は、その信託の受益権を多数の者（信託業法施行令 15 条の 2 第 1 項により 50 名以上）が取得できる場合には、原則として内閣総理大臣の登録を受けなければならない、さらに、一般の信託における受託者の義務の規定が適用される（信託業法 50 条の 2 第 12 項）他、自己信託をしたときは、政令（信託業法施行令 15 条の 5）に定める①弁護士又は弁護士法人、②公認会計士又は監査法人、③税理士又は税理士法人、④不動産鑑定士（不動産に限定）、⑤弁理士又は特許業務法人（知的財産権に限定）に、その信託財産の状況等を調査させなければならないものとされており（信託業法 50 条の 2 第 10 項）、この手続きも必要となる。

私見としては、二重信託は、旧信託法下における考え方にに基づき、自己信託ではないとの解釈も十分にありうるものとする。また、信託法においても、自己信託は、信託法 3 条 3 号で規定している「自己の有する一定の財産」を管理又は処分するもの、すなわち、「固有財産」を信託するものであるところ、二重信託は、「信託財産」を信託するものであり、二重信託は、自己信託ではないと考える。

### 3 二重信託と受託者の利益享受の禁止

二重信託は、形式的には、受託者が、受益権の全部を取得することとなることから、旧信託法 9 条<sup>14</sup>に抵触するのではないかとの議論があった。

この点について、前述の法務省民事局長回答（昭和 37 年 3 月 31 日付民事第 943 号）によれば、年金信託が運用対象としている合同運用信託等については、「その集団信託たる性格にかんがみ、合同運用団を信託の単位とみるのが妥当であると思われるので、受益者たる信託銀行は共同受益者の一人であり、信託法第 9 条にふれないものと考えられる。また、もし、信託財産が個々の信託行為ごとに独立性をもっていると考えられれば、形式的には信託法第 9 条違反の問題が生ずるが、合同運用が行われるのであるから、実質的には共同受益者の一人たる性格を有するのであり、実際上の弊害もない。」とされ、二重信託は、旧信託法 9 条には抵触しないものと解されていた。

信託法の下では、旧信託法 9 条を引き継いだ信託法 8 条及び 163 条 3 号が存在するが、



同法8条は、「受託者は、受益者として信託の利益を享受する場合を除き、何人の名義をもってする場合を除き、何人の名義をもってするを問わず、信託の利益を享受することはできない。」と改正されており、同法163条3号においては、「受託者が受益権の全部を固有財産で取得した状態が1年以上継続したとき」に終了することとされているが、マザーファンドの受益権は、固有財産で取得するものではなく、ベビーファンドの信託の信託財産に帰属するものであり、実質的には、マザーファンドの受託者は、ベビーファンドの信託の受益者の監督を受けることから、同法163条3号には抵触しないと解することができる。

## 4 二重信託の法的性格

### (1) 信託法における信託の設定方法の限定

ところで、二重信託が自己信託でないとするれば、どのように設定される信託であると考えればよいのであろうか。旧信託法下においては、信託については、「本法ニ於テ信託ト称スルハ財産権ノ移転其ノ他ノ処分ヲ為シ他人ヲシテ一定ノ目的ニ従ヒ財産ノ管理又ハ処分ヲ為サシムルヲ謂フ」と規定されているだけであり、いろいろな解釈が可能であったが、信託法においては、信託法3条柱書で、「信託は、次に掲げる方法のいずれかによってする。」と規定されている。すなわち、信託契約（同条1号）、遺言（同条2号）、自己信託（同条3号）のいずれかによってするとされており、他の方法は、認めていないように読める。もちろん、他の方法も容認するとの解釈もあり得るが、三つの方法に限定されることを前提とするれば、形式上、自己信託（信託宣言）としつつ、公正証書等を有しない特別な例外とすることも考えられ、この考え方の方が自然かもしれない。

また、慣習により認められた第4の設定方法であるとの考え方もあるのではないか。

なお、年金信託のベビーファンドが、別に設定された信託（例えば、動産信託）の受益権を購入する場合は、二重信託状態になるものの、委託者は別に存在する（委託者の地位も譲渡されている場合も考えられる）ことから、自己信託にはならない。したがって、その場合には、マザーファンドとベビーファンドは、契約によって設定された別の二つの信託となる<sup>15</sup>。

また、投資信託の実務においては、二重信託と類似する「ファンド・オブ・ファンズ<sup>16</sup>」があるが、二重信託の委託者がベビーファンドの受託者であることに対し、これらの委託

者は、ベビーファンドの委託者である点が、二重信託とファンド・オブ・ファンズで異なる。

## (2) 原信託と二重信託は一つの信託であるとする見解

私見としては、二重信託については、二つの信託であると捉える他にも、原信託（ベビーファンド）は、信託法3条1号の契約による設定であり、二重信託部分（マザーファンド部分）は、信託の受益権を取得するという形式を用いた原信託契約の一部分であると捉えることもできると考える。

すなわち、二重信託部分は、原信託が合同運用している財産の集合体と考え、マザーファンドを合同運用の運用機構と捉えて、マザーファンドの信託約款は、各ベビーファンドの信託契約の一部を構成していると考えるのである<sup>17</sup>。

結局、タイプ②の二重信託は、タイプ①の合同運用信託と同じということになる。

実務における信託契約では、直接の運用対象財産とともに、二重信託部分である年金投資基金信託へも運用できることができるものとされており、各年金投資基金信託は、信託契約に記載されている直接の運用財産の範囲内で運用されている。

上記のマザーファンドを合同運用の運用機構と捉えて、マザーファンドの信託約款は、各ベビーファンドの信託契約の一部を構成している見解をとると、二重信託部分と原信託の部分との間に倒産隔離効果がなくなるとの指摘がある<sup>18</sup>。この指摘については、二重信託を原信託と二重信託部分とを合わせて一つの信託と考えることから、責任財産を限定しない限り、マザーファンドに債務がある場合には、ベビーファンドに及び、その部分については、倒産隔離効果がない場合が想定される。

しかしながら、そもそも、私見では、二重信託部分を信託と観念しないため、マザーファンドという信託の枠をはずした財産を単に合同運用している状態、たとえば、合同運用指定金銭信託における合同運用の状態と同じになり、この場合に問題となる倒産隔離は、原信託たる当該ベビーファンドと別のベビーファンドとの倒産隔離であり、ベビーファンド同士は、別の信託である以上、倒産隔離効果はあるといえる。ただし、マザーファンドにおいて債務を負担する際の契約内容によっては、倒産隔離効果がなくなるようなことも考えられる。

実務においては、マザーファンドが債務を負担することは少なく、また、債務超過にな

るような事態は、ほとんど考えられないこと、また、年金信託等においてマザーファンドが債務を負担する場合においては、通常、責任財産を当該マザーファンドの財産に限定する責任財産限定特約が付されることが考えられることから、その場合、ベビーファンドへの影響は排除される。

### (3) 二重信託は原信託を分割したものとする見解

二重信託の法的性格の問題については、第35回信託法学会（2010.6.12）において、神田秀樹教授からは、「この問題は、私の見るところ「信託の設定」の問題と考えるから間違えるのであって、「信託財産の一部分離」の問題と考えるのが妥当なのではないかと思います。そもそも、自己信託というのは、自分の財産（固有財産）を信託財産にすることです。信託の受託者の場合でいえば、固有財産の一部を切り出すと自己信託になります。しかし、ここでは固有財産ではなくて信託財産の一部を切り出して別の信託財産にすることが問題になっているわけです。すなわち、信託財産の一部分離がここでのポイントです。そうだとしますと、信託法上、信託の分割という制度（信託法2条11項・155条以下）がありまして、これは、典型的には一つの信託を受託者を同じくする二つの信託にいわば垂直的に分離することです。<sup>19</sup>」と述べられている。

すなわち、二重信託を設定行為と捉えるのではなく、最初にマザーファンドを創るときには、新規信託分割により、マザーファンドが創られた後は、吸収信託分割により二重信託と解するのである。信託の分割は、会社法における会社分割と異なり、いわゆる人的分割を原則としているが、後述のとおり、物的分割も行うことができる。

信託財産の一部を切り出して別の信託財産にする（信託の分割）という見解は、既存の概念にとらわれない新しい考え方であり、かつ、実務上の感覚としても、二重信託と親和性がある考え方のように思われる。

しかしながら、実務上の問題として、手続の煩雑さが挙げられる<sup>20</sup>。

信託の分割は、吸収信託分割及び新規信託分割いずれにおいても、原則として、一定の事項を明らかにして、委託者、受託者及び受益者の合意（信託法155条1項、159条1項）によってすることができるとされているところ、利害関係のない合意者の省略、及び、信託行為による別段の定めが認められている（同法155条2項・3項、159条2項・3項）。

上記の一定の事項とは、①信託分割後の信託行為の内容、②信託行為において定める受

益権の内容に変更があるときは、その内容及び変更の理由、③信託分割に際して受益者に対し金銭その他の財産を交付するときは、当該財産の内容及びその価額、④信託分割がその効力を生ずる日、⑤移転する財産の内容、⑥信託分割により、その信託財産の一部を他の信託に移転する分割信託（新規信託の場合は従前の信託）の信託財産責任負担債務でなくなり、分割信託からその信託財産の一部の移転を受ける承継信託（新規信託分割の場合は新たな信託）の信託財産責任負担債務となる債務があるときは、当該債務に係る事項、⑦その他法務省令（信託法施行規則 14 条及び 16 条）<sup>21</sup> で定める事項である。

信託の分割をするには、これらの事項を「明らかにして」しなければならず、「信託行為の定め（151 条 3 項）によっても、一定の事項を明らかにしないでこの合意を行うことができない<sup>22</sup>」と解されており、信託行為の別段の定めで省略することはできない。

信託の分割は、前述のとおり、会社法における会社分割と異なり、いわゆる人的分割を原則としているが、文末注 21 の iv) の「信託分割に際して、承継信託（新規信託分割の場合は新たな信託）に属する財産（承継信託（新規信託分割の場合は新たな信託）の受益権を含む）を分割信託（新規信託分割の場合は従前の信託）の信託財産に帰属させることとするときは、当該財産の種類及び数若しくは額又はこれらの算定方法並びにその相当性に関する事項」を明らかにして、分割信託（新規信託分割の場合は従前の信託）の信託財産に帰属させることもできることから、物的分割も可能である。

二重信託を信託の分割と捉えると、二重信託をするたびに、上記のような手続をとらなければならない、各ベビーファンド又はマザーファンドが債務を負っている場合には、さらに、債権者保護手続<sup>23</sup>が必要になる場合もあり、実務上は、大変な負担になる。

また、信託の分割は、信託業法 29 条の 2 における「重要な信託の変更等」にあたり、信託の分割を行うには、これらが当該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場合、その他内閣府令（信託業法施行規則 41 条の 2）で定める場合を除き、①重要な信託の変更等をしようとする旨、②重要な信託の変更等に異議のある受益者は一定の期間内に異議を述べるべき旨、③その他内閣府令（信託業法施行規則 41 条の 5）で定める事項（i）重要な信託の変更等をしようとする理由、ii）重要な信託の変更等の内容、iii）重要な信託の変更等の予定年月日、iv）異議を述べる期間、v）異議を述べる方法を、内閣府令（信託業法施行規則 41 条の 3）で定める方法（信託会社における公告）により公告し、又は受益者（信託管理人又は受益者代理人が現に存する場合

には信託管理人又は受益者代理人)に各別に催告しなければならず(信託業法 29 条の 2 第 1 項)、これらの手続きの負担の問題もある。

しかしながら、信託契約や上記の事項を明らかにする方法等の工夫により、対応が可能となることも考えられる。この点については、今後の検討課題としたい。

#### (4) その他の有力な見解

上記の他、「マザーファンドが既存の信託であるときにベビーファンドの信託財産をもってマザーファンドの信託受益権に投資することは自己取引のルールに従えば可能であり、それは信託の設定ではないところ、マザーファンドを設定するとともに、その受益権を取得することも同様に考え得る<sup>24)</sup>」との見解がある。すなわち、二重信託の設定を自己取引とみる見解である。この見解は、マザーファンドの当初の創設については除かれた見解ではないかと考えられる。同様に、二重信託は、同一の受託者が、いくつかの信託財産を管理していて、ある信託が別の信託の財産を購入する形で金銭が受益権に変わるものであるとの見解がある<sup>25)</sup>。二重信託を信託財産間の取引と見る見解である。この場合には、信託財産間の取引の規制だけが問題となる。この見解についても、既にマザーファンドが創設されていることを前提とした見解であり、当初のマザーファンドを説明したものではないものと考えられる。

## 5 マザーファンドにおける信託約款の変更方法

前述のとおり、旧信託法下での年金信託等の実務においては、二重信託は、実質的法主体性説に依拠し、ベビーファンドの受託者が、委託者となってマザーファンドを設定し、かつ、その受益権を取得していると考えられてきた。この考え方に基づけば、マザーファンドの約款の変更は、ベビーファンドの受益者の合意の意思決定を経ることなく、マザーファンドの唯一の受益者たる各ベビーファンドの受託者が、ベビーファンドに対する善管注意義務に基づき変更していることになる。

この場合、実務上は、ベビーファンドの受益者に通知して了解を取ることもあるが、法的には、ベビーファンドの受益者には、運用内容として通知しているに過ぎない。

一方、私見のように、二重信託の法的性格をベビーファンドとマザーファンドを合わせ

た一つの信託の一部分であると捉えると、各ベビーファンドの信託行為の一部を構成しているマザーファンドの約款を変更するには、各ベビーファンドの受益者の意思決定が必要となるが、その場合、あらかじめ定めたベビーファンドの信託行為の定めに従うことになる。したがって、信託契約に、多数決等により意思決定する旨を定めておくような対応が考えられる。

しかしながら、従来の実務に見られるように、委託者と受託者との間の契約で、二重信託という構成をとり、かつ、マザーファンドにおける運用対象がベビーファンドの運用対象の枠内であるように定めている場合には、マザーファンドの運用は受託者に委ねられているものと考えられ、マザーファンドの約款は、ベビーファンドの信託契約で定めた運用対象の枠を超えない限り、受託者が、ベビーファンドに対する善管注意義務に基づき変更できると考える。したがって、結局は、旧信託法下と同様に特段の手続は必要ないことになる。ただし、マザーファンドの約款の変更により、ベビーファンドの契約が想定（明記）している運用対象の枠を超えて、マザーファンドの運用対象が、リスク、リターン観点から大きく変わるような場合には、ベビーファンドにおける運用対象財産としてのマザーファンドの受益権が新たなものになると考えられることから、ベビーファンドの運用対象財産に係る信託行為を変更する必要があるものとする。

## 6 マザーファンドにおける受益者による信託法 92 条の権利行使

### (1) 損失てん補等の請求権（信託法 40 条）

二重信託を二つの信託であると捉えた場合、マザーファンドにおいて、信託財産に損失又は変更が発生した場合には、受益者による損失てん補及び原状回復の請求権は、どのように行使されるのであろうか。

信託法 40 条の損失てん補等については、信託行為の定めでは制限できない権利（同法 92 条 9 号）であるところ、二重信託の場合、形式上、マザーファンドの委託者兼受益者であるベビーファンドの受託者は、善管注意義務に基づき、マザーファンドの受託者に請求することになる。この行為は、同一の受託者の間での信託財産間の権利行使となるため、信託法 31 条 1 項 2 号の利益相反行為となり、その行使のためには、信託行為による別段の定めがなければ、同条 2 項により、ベビーファンドの受益者全員とマザーファンドの受



益者であるベビーファンドの受託者の合意が必要とされそうである。

しかしながら、マザーファンドの信託財産の損失等は、ベビーファンドが保有するマザーファンドの受益権の価額が減少（受益権が変更しているとも考えられる）することになることから、各ベビーファンドの委託者兼受益者は、ベビーファンドの信託財産（マザーファンドの受益権）の価値が減少又は内容が変化していることをもって、損失てん補又は原状回復の請求をすることができると考えられる。

なお、損失てん補又は原状回復の請求には、ベビーファンドの受託者に信託法 40 条の任務の懈怠があったことが必要となるが、ベビーファンドの受託者は、マザーファンドの受託者と同一であることから、任務の懈怠があった<sup>26</sup>と考えてもよいのではないか。

また、前述したタイプ①と同様に、信託法 40 条 1 項の損失てん補については、ベビーファンドが有しているマザーファンドの受益権に相当する分だけとなるが、原状回復については、ベビーファンドの信託財産であるマザーファンドの受益権を原状回復させることは不可能な場合があり、マザーファンド全体に及ぼさなければ意味がなくなる。とすれば、タイプ①と同様に、マザーファンド全体に及ぶとの考えもあるのではないか。

なお、二重信託を一つの信託であると解した場合には、「マザーファンド」がベビーファンドが「合同運用している財産」となるため、タイプ①と同様の整理となる。

## (2) 信託の帳簿等の閲覧等の請求権（信託法 38 条）

二重信託を二つの信託であると捉えた場合、二重信託におけるマザーファンドにおいて、信託法 38 条 1 項 1 号、2 号の受益者による受託者に対する信託の帳簿等についての閲覧・謄写請求については、どのように行使されるのであろうか。

形式的には、マザーファンドの帳簿等についての閲覧・謄写請求権は、マザーファンドの受益者であるベビーファンドの受託者が行使権を有していることになるため、受託者からの積極的なディスクロージャーがない限り、ベビーファンドの受益者は、行使することができないと言わざるを得ないが、①のダイブの合同運用との比較からも、許容されてもよいと考えることはできないだろうか。

少なくとも、マザーファンドの約款か、マザーファンドに関与している全ベビーファンドの信託行為にマザーファンドの帳簿等の閲覧請求が許容されていれば、各ベビーファンドの受益者は行使可能であるものと考えられる。



なお、二重信託を一つの信託であると解した場合には、「マザーファンド」は、ベビーファンドが「合同運用している財産」となるため、タイプ①と同様の整理となる。

## 7 受益債権の消滅時効

二重信託を二つの信託であると捉えた場合、二重信託における一部のベビーファンドの受益債権の消滅時効が援用された場合には、マザーファンドの受益権の帰属は、どのようになるのであろうか。

タイプ①の場合と同様に、一部のベビーファンドの受益権が消滅したことにより、マザーファンドの他の受益者へ給付されることにはならず、結局、受託者に帰属することにはなるのではないか。

なお、二重信託を一つの信託であると解した場合には、「マザーファンド」がベビーファンドが「合同運用している財産」となるため、タイプ①と同様の整理となる。

〔注〕

- 1 例えば、偶々、複数の信託の受託者が、それぞれの信託の信託財産の一部である金銭により、それぞれ不動産の共有持分を購入することや、複数の信託の当初信託財産である不動産（隣地等を想定）を合同で有効利用することも、合同運用であるといえる。
- 2 金銭信託の合同運用は、正式にはわが国に信託業務の開始されたとき（1923年）から認められており、わが国独自のものである言われている。（信託協会編『信託実務講座2 金銭の信託（上）』13頁）
- 3 本稿は、拙稿「平成18年信託法と商事信託—実務的観点から」（信託法研究35号2010年）と拙書『詳解 信託法務』（清文社2010年）の一部に基づき、加筆したものである。
- 4 旧信託法28条「信託財産ハ固有財産及他ノ信託財産ト分別シテ管理スルコトヲ要ス但シ信託財産タル金銭ニ付テハ各別ニ計算ヲ明ニスルコトヲ以テ足ル」、新井誠『信託法〔第4版〕』（有斐閣2014年）97頁。
- 5 四宮和夫『信託法〔新版〕』（有斐閣1989年）221頁、能見善久『現代信託法』（有斐閣2004年）102頁。
- 6 法務省参事官室「信託法改正要綱試案 補足説明」52頁
- 7 この点について、神田秀樹教授は、「平成18年信託法と商事信託—理論的観点から」（信託法研究35号2010年）17頁において、「信託法においても信託業法と同様の規定を設けた方が明確ではなかったかという疑問が生じます。形式論としては、信託法に基づく信託の変更（併合・分割については省略します）については信託行為の別段の定めで対応可能であるけれども、信託業法29条の2に定める変更についてはそれができないといえなくはありません。なお、信託業法29条の2第4項1号によれば、「信託行為に受益者集会における多数決による旨の定めがあるとき」には同条の定める変更は利用できないとされています。」と述べられている。
- 8 商事信託研究会『商事信託の研究』（有斐閣2001年）における商事信託要綱521条7項においては、「複数の信託契約に基づいて成立した信託につき合同運用が行われている場合について準用する。」と規定されている。
- 9 兼営法5条1項「信託業務を営む金融機関は、多数人を委託者又は受益者とする定型的信託契約（貸付信託又は投資信託に係る信託契約を除く。）について約款の変更をしようとするときは、当該定型的信託契約における委託者及び受益者のすべての同意を得る方法によるほか、内閣総理大臣の認可を受けて、当該変更に関する異議のある委託者又は受益者は一定の期間内にその異議を述べるべき旨を公告する方法によりすることができる。」
- 10 信託法38条2項では、請求を行う者がその権利の確保又は行使に関する調査以外の目的で請求を行ったとき（1号）、請求者が不適当な時に請求を行ったとき（2号）、請求者が信託事務の処理を妨げ、又は受益者の共同の利益を害する目的で請求を行ったとき（3号）、請求者が当該信託に係る業務と実質的に競争関係にある事業を営み、又はこれに従事するものであるとき（4号）、請求者が前項の規定による閲覧又は謄写によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報するため請求したとき（5号）、請求者が、過去2年以内において、前項の規定による閲覧又は謄写によって知り得た事実を利益を得て第三者に通報したことがあるものであるとき（6号）、が規定されている。

- 11 村松秀樹他『概説 新信託法』（金融財政事情研究会 2008年）234頁。
- 12 信託法施行規則3条では、①信託の目的、②信託をする財産を特定するために必要な事項、③自己信託をする者の氏名又は名称及び住所、④受益者の定め又は受益者を定める方法の定め、⑤信託財産に属する財産の管理又は処分の方法、⑥信託行為の条件又は期限に関する定め、⑦信託行為で定めた信託の終了事由、⑧その他の信託の条項と定められている。
- 13 村松秀樹他『概説 新信託法』（金融財政事情研究会 2008年）14頁。
- 14 旧信託法9条「受託者ハ共同受益者ノ一人タル場合ヲ除クノ外何人ノ名義ヲ以テスルヲ問ハス信託ノ利益ヲ享受スルコトヲ得ス」。
- 15 村松秀樹他『概説 新信託法』（金融財政事情研究会 2008年）10頁によれば、「A、B、Cが委託者となるがBのみが受託者となる場合など委託者が受託者となっていない場合には、自己信託ではなく、契約信託の類型に含まれるというべきである。」と述べられており、受託者ではない第三者が委託者となって、契約による信託を設定した後に、受託者が委託者となって信託を設定すれば、契約信託の類型に含まれることになり、自己信託の設定に必要な公正証書等の要式は、不要とすることができると考えられる。
- 16 投資信託協会の自主規制（「投資信託等の運用に関する規則」）では、投資信託及び外国投資信託の受益証券並びに投資法人及び外国投資法人の投資証券（「投資信託証券」）への投資を目的とする投資信託（当該投資信託会社が、自ら運用の指図を行う一定の親投資信託の受益証券のみを主要投資対象とするものを除く。）を「ファンド・オブ・ファンズ」と定義している。（澤飯敦他編著『投資信託・投資法人法コンメンタール』（商事法務 2019年）39頁）。
- 17 藤田友敬教授は、能見善久・道垣内弘人編『信託法セミナー 1』（有斐閣 2013年）93頁において、「単に信託財産の管理方法を変えただけだというような性格付けをすればいちばん簡単なのですが、それで説明になっているかというのが気になるところです。」と述べられている。
- 18 神田秀樹「平成18年信託法と商事信託—理論的観点から」（信託法研究 35 2010年）20頁、21頁。
- 19 神田秀樹「平成18年信託法と商事信託—理論的観点から」（信託法研究 35号 2010年）21頁。
- 20 神作裕之教授は、「コメント(1) 信託法と商事信託—実務と理論の架け橋」（信託法研究 35号 2010年）63頁において、「手続きのあり方をどうするのかという問題が残っているように思われます。」と述べられている。
- 21 法務省令（信託法施行規則14条及び16条）では、i）信託分割をする他の信託についての委託者及び受託者の氏名又は名称及び住所、信託の年月日、限定責任信託の場合はその名称及び事務処理地、その他の当該信託分割をする各信託を特定するために必要な事項、ii）信託分割をする他の信託の信託行為の内容、iii）信託分割に際して分割信託（新規信託分割の場合は従前の信託）の受益者に対し金銭その他の財産を交付するときは当該財産の内容及びその価額の定め相当性に関する事項、並びに、分割信託（新規信託分割の場合は従前の信託）の受益者に対する金銭その他の財産の割当てに関する事項及び当該事項の定め相当性に関する事項、iv）信託分割に際して、承継信託（新規信託分割の場合は新たな信託）に属する財産（承継信託（新規信託分割の場合は新たな信託）の受益権を含む）を分割信託（新規信託分割の場合は従前の信託）の信託財産に帰属させることとす

るときは、当該財産の種類及び数若しくは額又はこれらの算定方法並びにその相当性に関する事項、  
v) 信託分割をする各信託において直前に作成された財産状況開示資料等の内容、vi) 信託分割をする各信託について、財産状況開示資料等を作成した後に、重要な信託財産に属する財産の処分、重大な信託財産責任負担債務の負担その他の信託財産の状況に重要な影響を与える事象が生じたときはその内容、vii) 信託分割をする理由、が規定されている。

22 村松秀樹他『概説 新信託法』（金融財政事情研究会 2008年）289頁において、信託の併合について述べられたものであるが、信託の分割においても同様の解釈がなされるものと考えられる。

23 信託の分割の場合は、信託法156条1項及び同法160条1項において、分割信託又は承継信託（新規信託分割の場合は従前の信託）の信託財産責任負担債務に係る債権を有する債権者の保護のために、当該債権者は、受託者に対し、信託の分割について異議を述べることができるものとしており（ただし、信託の分割をしても当該債権者を害するおそれのないことが明らかであるときは、この限りでない。）、異議を述べることができる場合には、同法156条2項・3項及び同法160条2項・3項において、受託者は、i 信託の分割をする旨、ii 1ヶ月以上の一定の期間内に異議を述べる旨、iii その他法務省令（信託法施行規則15条及び17条）で定める事項、について官報に公告し、かつ、債権者で知れているものには、各別にこれを催告（法人受託者は、時事に関する事項を掲載する日刊新聞紙への公告又は電子公告により催告に代えることができる）しなければならない。さらに、同法156条4項・5項及び同法160条4項・5項において、債権者が期間内に異議を述べなかったときは、当該債権者は、当該信託の分割について承認をしたものとみなされ、異議を述べたときは、受託者は、当該債権者に対し、(i) 弁済、(ii) 相当の担保の提供、(iii) 当該債権者に弁済を受けさせることを目的として信託会社等への相当の財産の信託、のいずれかの措置をとらなければならないものとしている（ただし、当該信託の分割をしても当該債権者を害するおそれがないときは、この限りでない。）。

24 道垣内弘人『信託法（現代民法別巻）』（有斐閣 2017年）67頁。

25 能見善久・道垣内弘人編『信託法セミナー1』（有斐閣 2013年）95頁。

26 あまり意味のない議論であるが、この任務の懈怠は、ベビーファンドの受託者としてマザーファンドの受託者に運用の委託をしていることからの委託先に対する選任・監督責任であると考えられる。

# 中国における収益権信託の実務 及び法的問題点

段 磊

# 目 次

- 1 収益権信託とは何か
- 2 収益権信託の2つの裁判例
  - 2.1 Aタイプの収益権信託に関する裁判例
  - 2.2 Bタイプの収益権信託に関する裁判例
- 3 収益権信託の法的問題点
  - 3.1 収益権信託の誕生原因
  - 3.2 信託財産の確定性の問題
  - 3.3 規制潜脱の問題
- 4 まとめ

# 1 収益権信託とは何か

信託という概念はもともと中国人にとって馴染みの浅いものであったが、近年、中国の経済成長に伴って、信託業も中国で迅速かつ大きな発展を遂げた。2019年12月31日の時点、中国の信託業に管理される資産は21.6兆人民元（約337.14兆円に相当）に達した<sup>1</sup>。この資産規模は、中国の金融業界において銀行業に次ぐ2番目の存在である。その中には、金融イノベーションの名目で作り出された信託商品の数が少なくない。本稿の検討対象となる収益権信託はその1つである。

収益権信託とは、不動産や株式などの資産の収益権を信託財産とする信託をいう。これは、日本の信託実務であまり見受けられない信託商品であるが、中国の信託会社の重要な商品の1つであり、信託実務において広く利用される。ここいう資産の収益権は、法律上の明確な定義が存在しておらず、実務の状況から見れば、不動産の賃料、地下鉄の乗車料や高速道路の通行料などのような、実物資産から生じる収益を受け取る権利のみならず、会社の株式による配当、信託の受益権による利益分配などを受け取る権利も含む。

具体的には、中国の実務で利用される収益権信託には、次の2つの類型がある。

(A) 信託会社はまず集合資金信託等を設定することで投資者から資金を集め、その後、資産の収益権に投資するというタイプ（以下「Aタイプ」という）である。Aタイプの収益権は、信託設定時の信託財産ではなく、受託者が信託財産を管理・運用して取得された財産である。Aタイプの収益権信託が利用される目的は、中国の銀行監督管理委員会の規制、特に貸付信託及び不動産関連信託の規制を回避する点にある。中国の実務では、その有効性をめぐって、数多くの紛争が生じた<sup>2</sup>。

(B) 資産の収益権者（通常、資産の所有者）は資産の収益権を拠出し、信託会社との間に信託契約を締結するにより信託を設定し、投資者に当該信託の受益権を発行するというタイプ（以下「Bタイプ」という）である。Bタイプの収益権は、信託設定時の信託財産である。委託者は通常、劣後の受益者になった上で、優先受益権を一般投資者に発行することで資金調達を行う。Bタイプの収益権信託は、その数が少ないが、収益権の対象資産の種類によってその仕組みが大きく異なる<sup>3</sup>。

中国では、①なぜこのような収益権信託が誕生したか、②それをめぐってどのような法



的問題点が生じたか、③これらの法的問題点を解決するためにどのような法解釈を行うべきかについて検討するのが、本稿の目的である。まずは、収益権信託がどのようなものであるのかについて具体的なイメージをつかむために、上記2つのタイプの収益権信託の代表的な裁判例を紹介する〔2〕。その上で、各収益権信託に共通している法的問題点及びその法解釈を検討することとしたい〔3〕。

## 2 収益権信託の2つの裁判例

### 2.1 Aタイプの収益権信託に関する裁判例（世欣栄和 v. 長安信託、中国最高裁判所 2016年6月6日判決、二審<sup>4</sup>）

#### (1) 事実概要

2011年8月、世欣栄和投資管理株式会社（以下「世欣栄和」という）と他の8社は、東方高聖というパートナーシップ企業を設立し、そのリミテッド・パートナー（以下「LP」という）になった。東方高聖は、パートナー全員（9名）の合意で、上場会社A社の3年間に譲渡が制限されている株式（以下「本件株式」という）の収益権を譲り受けることと決定した。

2012年3月、長安国際信託株式会社（以下「長安信託」という）は、本件株式の株主であるB社との間に、「株式収益権譲渡協議」（以下「本件協議」という）を締結した。当該協議により、長安信託は、「長安信託・高聖一号複層式株式収益権投資集合資金信託計画」（以下「本件信託」という）を発行することにより3.1億人民元を募集する上で、B社から本件株式の収益権を譲り受ける予定である。また、B社と長安信託は、本件協議の実施を担保するために、別途で「株式質権設定契約」（以下「質権契約」という）を締結した。長安信託は質権者であり、B社は質権の設定者である。

同月、C社及び東方高聖は、長安信託との間に「長安信託・高聖一号複層式株式収益権投資集合資金信託契約」（以下「本件信託契約」という）を締結し、あわせて1.1億人民元を拠出し、それぞれ本件信託の一般受益権と劣後受益権を取得した。また、本件信託の優先受益権は、興業銀行上海支店（以下「興業銀行」という）に2億人民元で取得された。なお、本件信託の期間は、本件株式の譲渡制限期間（3年）と設定された。

なお、その前の2010年4月、B社は、本件株式を取得したとき、A社の大株主であるD社との間に条件付きの買戻契約を結んだことがある。具体的には、一定の期間内においてA社の経營業績が約定された条件に達していない場合、D社は、B社から1人民元で本件株式を買い戻すことができるという内容である。

本件信託の期間内において、本件株式の株価は大きく下落してしまって、長期にわたって優先受益権の元本金額を下回っている。その影響のもとで、長安信託は、優先受益権者である興業銀行の指図により、本件株式の質権を実行した。つまり、長安信託は、質権者として本件株式を売却したが、その売却金は興業銀行の投資元本（2億人民元）より低いことから、すべての売却金を興業銀行に償還した。その結果、劣後受益権しか持たない東方高聖は、当初の投資金の償還を受けることができなかった。

したがって、世欣榮和は、本件信託契約の無効を主張して、投資金の返還及び利息の支払いを請求するために、陝西省高等裁判所に訴訟を提起した。世欣榮和の起訴理由によると、信託契約の締結時、本件株式は買戻可能の状態にあり、その収益権が不確定なものである。このような状態は信託財産の確定性に反しているため、本件信託契約は無効である。

## (2) 一審の判決

陝西省高等裁判所は、本件信託契約は双方当事者の真実の合意によるものであり、法律に違反していないため、有効なものであると認定した。その理由について、「本件信託の信託財産は、委託者（C社及び東方高聖）から受託者に託された1.1億人民元であり、当該金銭で購入されたA社の株式ではない。この信託財産は確定したものである」と説明された。世欣榮和は、一審判決に不服して、中国の最高裁判所に上訴した。

## (3) 二審の判決<sup>5</sup>

最高裁判所は世欣榮和の上訴を却下し、原審の判決を維持した。その理由には若干の異なる点がある。

I 「受託者の信託財産に対する管理・運用・処分によって取得された財産も信託財産である。長安信託がB社から本件株式の収益権を譲り受けたことは信託財産の運用行為であるため、本件株式の収益権も信託財産であるというべきである。」

II 「信託法で信託財産の確定性が求められるのは、委託者の固有財産から信託財産を

隔離させ、かつその数量及び境界線を明確化するためである。すなわち、受託者は信託目的を実現させるために信託財産に対して管理・運用・処分を行う必要があることから、信託財産は明確性及び特定性を有しなければならない。本件協議において、本件株式の収益権の数量、権利内容及び境界線が定められているため、長安信託に取得された本件株式の収益権は、明確性及び特定性のあるものであるといえる。また、長安信託は本件株式の収益権に対し管理・運用を行うこともできる。そのため、本件株式の収益権は、確定性の要件を満たしているといえる。世欣榮和は、本件株式が買戻可能の状態にあるという理由で、本件信託契約の無効と主張しているが、それだけでは不十分であるというべきである。」

#### (4) 若干のコメント

本件は、Aタイプの収益権信託に関する裁判例である。本件判決以前、中国の裁判所は、不動産の収益権信託の有効性をめぐって多くの判断を下したことがあるが、株式の収益権信託の有効性について、中国の最高裁判所は、本件判決において初めて明確な判断を示した。本件の争点は次の2点にまとめられる。

①世欣榮和は、委託者たる東方高聖のLPとして、本件訴訟を提起することができるのか？

②東方高聖と長安信託との間の本件信託契約は有効なものであるのか？

争点①については、一審の裁判所は肯定の意見を示した。中国の「パートナーシップ企業法」68条によると、パートナーシップ企業の業務を執行するゼネラル・パートナー（以下「GP」という）が権利の行使を怠った場合、LPはそれに権利の行使を催促することができ、又はパートナーシップ企業の利益のために自らの名義で訴訟を提起することができる。本件において、世欣榮和は、東方高聖の利益を守るために、そのGPに対して、訴訟提起の催促状を発送した。それに応じられなかったため、世欣榮和は、自らの名義で本件訴訟を提起した。これは、「パートナーシップ企業法」68条に基づいた行為であり、特に問題がないと考えられる。

争点②については、最高裁判所は、一審の裁判所による有効の結論を維持したが、その認定理由を大きく変更した。

まず、中国信託法7条1項<sup>6</sup>では、「信託を設定するには、確定した信託財産がなければならず、かつ当該信託財産は委託者が合法的に所有する財産でなければならない」と定

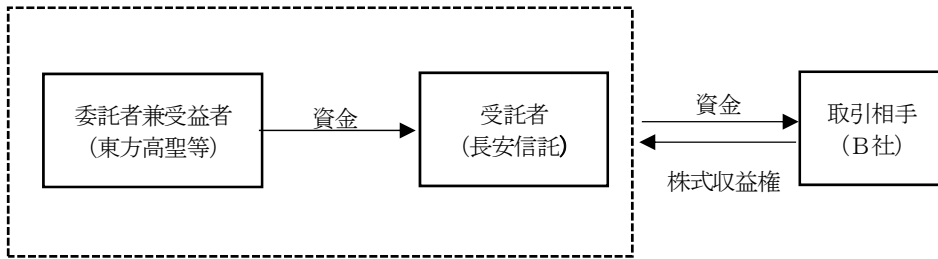
められており、信託法 11 条 2 号<sup>7</sup>では、「信託財産が確定できない場合、信託は無効である」と定められている。これらは、「信託財産の確定性」の要件と呼ばれる。この要件について、一審の裁判所は、本件信託の信託財産が委託者から拠出された 1.1 億人民元の資金であり、信託財産の確定性に反していないと判示した。

これに対して、最高裁判所は、まず、本件株式の収益権が信託財産ではないという一審の認定を変更した。その理由は、信託法 14 条 2 項<sup>8</sup>の規定にある。すなわち、「受託者が信託財産の管理、運用、処分又はその他の状況により取得した財産も信託財産に属する。」本件株式の収益権は、受託者たる長安信託が当初の信託財産 1.1 億人民元の資金を運用して取得されたものであり、本件信託の信託財産であるというのは特に問題にならない。判旨 I には賛成である。

判旨 II は、本件株式が買戻可能の状態にあるため、信託財産の確定性に欠けているという世欣榮和の上訴理由への反論である。最高裁判所は、まず、信託財産の確定性の判断基準について、①委託者の固有財産から信託財産を隔離・特定させること（特定性）と、信託財産の数量及び境界線が明確であること（明確性）といった 2 つの基準を示した。その上で、本件株式の収益権は、特定性と明確性があるものとして、信託財産の確定性の要件を満たしていると判示した。本件判決以前、株式の収益権信託は、信託財産の確定性を満たしているか否か、そして信託として有効なものであるか否かについて不明であったが、最高裁判所は、本件判決において初めて有効の判断を下し、中国の信託実務に対して大きな影響を与えた。

しかし、本件信託は、資産の収益権に投資するという A タイプの収益権信託である。本件株式の収益権は、信託設定時に拠出された信託財産ではなく、信託存続期間において受託者の管理・運用・処分によって取得された信託財産にすぎない。これは、単なる信託財産の物上代位性の問題であり、受託者と取引相手との間では、契約対象の特定性の問題が生じ得るが、信託財産の確定性とは全く別の問題である<sup>9</sup>。

表1 Aタイプの収益権信託の仕組み



信託法7条1項及び11条2号の規定によると、信託財産の確定性は、信託が有効に成立したか否かを判断するための1つの要件である。換言すれば、確定性判断の対象となる信託財産は、設定時に拠出された当初の信託財産に限られる。信託設定後、受託者の管理・運用・処分によって取得された財産は、信託財産に属している（信託法14条2項）が、確定性判断の対象にならない。この結論は中国信託法の構成からも解釈される。具体的には、信託法7条及び11条は第二章（信託の設定）に位置するが、信託法14条は第三章（信託財産）に位置する。そうすると、信託法7条1項及び11条2号で定められる信託財産の確定性の要件は、信託設定時のみの問題であり、信託存続期間において取得された信託財産にカバーしないというべきであろう。

このように考えると、最高裁判所はそもそも、本件株式の収益権は信託財産の確定性を満たしているか否かについて判示する必要がないと思われる。

## 2.2 Bタイプの収益権信託に関する裁判例（安信信託 v. 昆山純高、上海市高等裁判所 2013年12月6日判決、二審<sup>10)</sup>

### (1) 事実概要

2009年9月11日、昆山純高投資開発有限公司（以下「昆山純高」という）と安信信託株式会社（以下「安信信託」という）は、「昆山・連邦国際資産収益権財産権信託契約」（以下「信託契約」という）を締結した。これにより、委託者たる昆山純高は、その開発している昆山・連邦国際というプロジェクトの不動産（以下「本件不動産」という）の収益権（6.27億人民元に相当する）を拠出し、受託者たる安信信託はそれを引き受けて、3年間の収益権信託（以下「本件信託」という）を設定した。本件信託の優先受益権は、その規模が2.15億人民元に相当するものであり、一般投資者に発行された。本件信託の劣後

受益権は、昆山純高が自ら持っている。本件信託の目的について、信託契約2条では、「委託者は、本件不動産価値の流動化を実現するために、本件不動産から収益を受け取る権利をもって信託を設定する同時に、投資者に信託の受益権の持分を発行する。受託者は、信託契約の約定に従って、受益者の利益のために信託財産を管理・運用・処分し、受益者に信託の利益を分配する」と規定される。本件信託の予想収益率について、300万以上の投資口は9.5%であり、300万未満の投資口は9%であると記載される。

その後、昆山純高と安信信託は、別途で、金額2.15億人民元、期間3年、年間利率10%の「信託貸付契約」（以下「貸付契約」という）を締結した。そして、両社は、この貸付契約を担保するため、本件不動産を抵当権の対象物とする「不動産抵当権設定契約」（以下「抵当権契約」という）を締結し、不動産抵当権設定の手続きも行った。安信信託は貸主兼抵当権者であり、昆山純高は借主兼抵当権設定者である。また、貸付契約の定めによると、昆山純高は、次の時間表の要求のとおり、資産収益としての最低金額の金銭を指定口座（信託専用口座）に送金しなければならない。

時間	指定口座内の最低金額
2009年末まで	2070万人民元
信託設定後の360日目	$A * 10\%$
……（50日ごとに）	……
信託設定後の725日目 （2年満了）	$A * 20\% + A * 80\% * 10\%$
……	……
信託設定後の965日目	$A * 66\% * 60\%$
……	……
信託設定後の1090日目 （3年満了）	$A * 66\% * 110\%$

\* A：貸付元本（2.15億人民元）

しかし、本件信託設定の一年後、不動産市場の不況で、昆山・連邦国際というプロジェクトは、開発・販売の困難な状態に陥り、予想の収益を達成することができなくなった。その影響で、昆山純高は、上記の時間表の要求のとおり、資産収益としての最低金額の金銭を指定口座（信託専用口座）に送金することができなかった。

そのため、安信信託は、自分の金銭で優先受益権の投資者に対して投資元本及び予想収益の全額を償還した後、昆山純高に対して貸付契約に基づく残りの貸付元金（1.284億人



民元)の返還や違約金(5385万人民元)の支払いと、抵当権契約に基づく不動産抵当権の実行を請求したが、応じられなかったため、上海市第二中等裁判所に訴訟を提起した。

## (2) 一審の判決

一審において、安信信託は、両社の法律関係が貸付契約に基づく金銭貸付関係であり、昆山純高は残りの貸付元金(1.284億人民元)を返還し、違約金(5385万人民元)を支払うべきであると主張した。これに対して、昆山純高は、両社の法律関係が貸付契約ではなく、信託契約に基づく収益権信託関係であるため、契約上の2.15億人民元の資金が優先受益権の譲渡代金にすぎないと反論した。

一審の裁判所は、次のように認定した。

I 「信託契約は両社の真実の合意によって締結されたものであり、かつその締結時間も貸付契約より早いため、それに従って判断すべきである。また、安信信託は昆山純高に2.15億人民元の資金を送金する際に、送金書類で『優先受益権の譲渡代金を支払うため』と記載した。こうから見れば、貸付契約は、信託契約に付属されているものにすぎず、両社の関係は、金銭貸付関係ではなく、収益権信託関係であるといえる。」

II 「昆山純高は、約束のとおり、資産収益としての最低金額の金銭を指定口座(信託専用口座)に送金しなかったため、信託契約の違反に該当し、契約違反責任を負う必要がある。すなわち、昆山純高は、安信信託に対し、残りの優先受益権元金(1.06億人民元)を返還し、その滞納金(1400万人民元)を支払わなければならない。」

III 「本件不動産の抵当権設定は本件信託の受益権を実現するために重要な手段であるため、抵当権契約も有効なものである。安信信託は、本件不動産の抵当権を実行して、その売却金から優先的に弁済を受けることができる。」

しかし、安信信託と昆山純高のいずれも、一審判決に不服して、上海市高等裁判所に上訴した。

## (3) 二審の判決

上海市高等裁判所は次のような理由を述べた上で、両社の上訴を却下し、原審の判決を維持した。

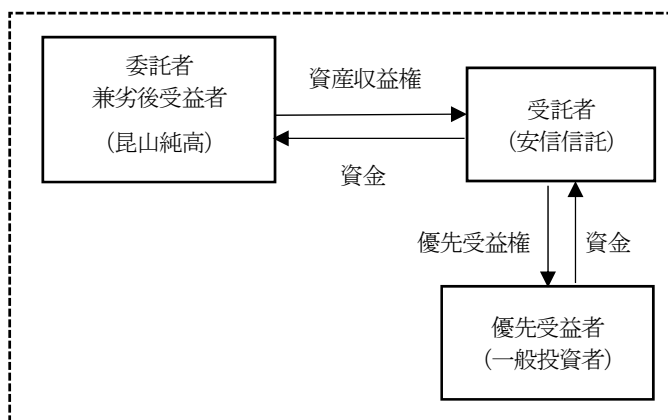


- I 「本件の 2.15 億人民元の金銭は、安信信託の自己資金ではなく、信託契約に基づいて一般投資者から募集されたものである。そうすると、貸付契約はその前に成立した信託契約に付属されているものであるといえる。そのため、本件において両社の法律関係を認定する際に、信託契約に従って判断すべきである。」
- II 「両社は信託契約の以外に、貸付契約を締結する理由について、不動産登記機関で不動産又は収益権の信託登記を行うことが認められないため、その代替策として本件不動産の抵当権の設定登記を行うために貸付契約を締結したからである。抵当権契約は、安信信託が本件不動産へのコントロールを確保し、受益者の利益を守るために必要なものであるため、有効であるといえる。」

#### (4) 若干のコメント

本件は、Bタイプの収益権信託に関する裁判例である。本件判決以前、中国の信託実務において収益権信託が広く利用されていたが、その有効性について疑問視する意見は少なくなかった。本件判決は、中国の裁判所が収益権信託の有効性について明確な判断を示した最初のものである。また、本件は、最高裁判所の判決ではないが、信託実務の先進地域に位置する上海市高等裁判所の判決であるため、信託の実務家及び研究者から多くの注目が寄せられる。

表2 Bタイプの収益権信託の仕組み



本件の争点は次の3点にまとめることができる。

- ①両社の間には信託契約と貸借契約との両方が同時に存在するが、どの契約に従って判断すべきか？
- ②仮に信託契約に従って判断すべき場合、昆山純高は信託契約に違反したか？
- ③仮に信託契約に従って判断すべき場合、安信信託は不動産抵当権を実行して、そこから優先的な弁済を受けることができるか？

一審と二審の裁判所は、この3点についてはほぼ同じような判断を下した。

まず、争点①について、本件の裁判所は、2つの契約の締結時間及び2.15億人民元の資金の由来に言及したうえで、信託契約に従って判断すべきであると認定した。これを前提として、争点②について、昆山純高は信託契約に違反したとの結論が下された。この2点は主として事実認定の問題なので、特に疑問がない。

争点③について、本件の裁判所は、抵当権契約は有効であると認定した。特に、二審の裁判所は、不動産登記機関で不動産又は収益権の信託登記を行うことが認められないという実務の難点に言及し、仕方なく抵当権の設定登記を行ったと判示した。そして、両社は、抵当権の設定登記を実現させるために、信託契約の以外に、また貸付契約も締結した。抵当権契約の有効性を維持するのは、安信信託の債権回収を実現させるために必要な手段であると理解されるが、信託契約と抵当権契約（そして貸付契約）の間にはどのような関係があるのかなど、法的な観点から見れば、やはり説明しきれない部分があるので、争点③に関する判旨にはやや疑問であると言わざるを得ない。

また、本件は、収益権信託の有効性に関する裁判例であるが、本件の当事者は、信託財産の確定性の違反を理由として信託契約の無効と主張していないため、一審と二審の裁判所は、いずれもこの点について全く検討しておらず、信託契約に従って判断すべきと認定した後、直ちに有効なものであると扱った。この点に関して、中国の学界から多くの批判意見がある<sup>11</sup>が、信託の実務において、少なくとも本件のような不動産の収益権信託は有効であるとの認識が定着することになった。ただし、信託財産の確定性等の観点から収益権信託の有効性を議論する必要があるため、その詳細は本稿3で検討することとしたい。

## 3 収益権信託の法的問題点

### 3.1 収益権信託の誕生原因

以上では、中国の2つのタイプの収益権信託の代表的な裁判例を紹介した。この2つの裁判例の共通点の1つとしては、当事者間で収益権信託契約のみならず、収益権の対象資産に関する担保権設定契約及び担保権設定登記も行われたことが挙げられる。例えば、世欣榮和 v. 長安信託の事件において、対象資産の株式については質権設定契約及び質権設定登記が行われた。安信信託 v. 昆山純高の事件において、対象資産の不動産については抵当権設定契約及び抵当権設定登記が行われた。なぜ中国の収益権信託には担保権設定契約及び担保権設定登記が必要なのか。その理由は、実際に収益権信託の誕生原因に関わっている。

#### (1) 信託登記制度の欠如

中国信託法 10 条によると、不動産、株式等の法令によって登記が必要な財産について、信託の登記をしなければ、当該信託は効力が発生しないものとされる<sup>12</sup>。つまり、登記が必要な財産を信託財産とする場合、信託の登記は信託の効力発生要件になる。これは、日本信託法 14 条の対抗要件と異なる。

中国信託法 10 条においてこのような厳しい要件が設けられているにもかかわらず、2001 年より信託法が施行されて以来、信託登記制度はまだ整備されていない。このような原因で、信託法上の規定があるが、中国の実務において不動産の信託又は株式の信託等が全く利用されていないことになる。たとえ当事者は不動産の信託契約をもって不動産の登記機関に不動産の信託登記を申請したとしても、信託登記の規則や細則がないという理由で不動産の登記機関に拒まれる可能性が高い。株式の信託登記の場合も同様である。

しかし、実務において、不動産の信託又は株式の信託に対する需要は依然として存在しているため、その代替策として、資産そのものの信託ではなく、資産の収益権信託が登場するようになった。資産の収益権は、一般の動産又は権利と同じ、法令によって登記が不要な財産であるため、収益権を信託財産とする場合は信託の登記が要らない。このような形で、①投資者は集合資金信託を通して不動産、株式等の資産の収益権に投資すること（A

タイプの収益権信託)ができるようになり、又は②不動産、株式等の資産の所有者は、当該資産の収益権信託(Bタイプの収益権信託)を設定することで、資金調達を行うことができるようになった。

## (2) 担保権設定の理由

ところが、通常の不動産信託又は株式信託の場合において、信託財産としての不動産又は株式等の資産は、信託の登記でその所有権が受託者に移転され、受益者の利益のために管理・運用・処分が行われる。委託者は、当該資産の所有者でなくなったため、自分の利益のために利用したり、又は自由に処分したりをすることができない。これに対して、収益権信託の場合において、不動産又は株式等の資産は、信託財産でないことから、その所有権が受託者に移転されていない。そうすると、(Aタイプの)収益権譲渡後にも資産の所有者、又は(Bタイプの)信託設定後にも委託者(所有者)は、従前のおり、当該資産の管理・運用・処分を行うことが可能である。もちろん、資産から収益を生じさせるために、所有者による管理・運用・処分が不可欠であるが、所有者は、受益者の利益のために行動する信託義務を負わないため、その権限を濫用して受益者の利益を害するリスクが否定できない。

したがって、収益権信託を設定する際に、信託契約において資産の所有者の権限濫用を制限する方法が設けられることが必要になる。仮に信託契約のみでそれが実現できない場合、信託契約の以外で、資産の所有者の権限濫用を制限する方法が求められるようになるのは当然である。ここで考え出されたのは、資産に担保権を設定するという方法である。担保権設定の登記が行われれば、所有者は、担保権者たる受託者の承諾を経ずに、資産を処分することができないようになった<sup>13</sup>。受託者は、このような方法で所有者による資産の管理・運用の濫用をけん制することができないが、所有者による資産の処分を制限することで受益者の利益保護を図ろうとしている。また、仮に所有者による資産の運用がうまく行かず、予想の収益を実現することができない場合、受託者は、受益者の利益を保護するために、担保権を実行し、資産の売却金から受益者(投資者)の投下資本を回収することも可能である。

まとめていうと、収益権信託は、中国の信託実務において、信託登記制度の欠如という法律上の困難を克服するために誕生したものである。収益権信託に伴う担保権設定は、信

託登記制度の代替策として、資産の所有者の権限濫用を制限し、受益者の利益を保護するための手段である。このように考えると、前記の裁判所の判決には、法的に説明しきれない部分があるかもしれないが、実際には、裁判所は、法律上の困難及び代替策を意識した上で、当事者の真意を尊重し、その権利を守ろうとしている。結果から見れば、このような裁判所の傾向は、信託実務において誕生された新しい商品の有効性維持に有利であり、中国における商事信託の利用拡大を促進する効果ももたらした。

ただし、収益権信託に伴って現れた法的問題点は決して看過してはならない。以下では、信託財産の確定性の問題と規制潜脱の問題という2点に絞って、解釈論に基づく議論を加えることとする。

## 3.2 信託財産の確定性の問題

### (1) 収益権の法的性質

中国法で、収益権信託の有効性を判断する際の法的問題は、収益権が信託財産の確定性の要件を満たしているかという点に集中している。仮に満たしていない場合、中国信託法7条1項及び11条2号に違反しているため、当該収益権信託は無効になる。上述のとおり、ここでいう収益権は、法律上の困難を克服するために信託実務で作りに出されたものであり、そもそも法律上の定義が存在しなく、不明確な部分もある。

まず、収益権の法的性質については、従来から「物権説」と「債権説」の争いが存在している。「物権説」については、さらに「用益物権説<sup>14)</sup>」や「非典型物権説<sup>15)</sup>」に分けられる。これに対して、多数説の「債権説」によると、収益権は将来債権の1つである<sup>16)</sup>。例えば、安信信託 v. 昆山純高の二審判決において、裁判所は、将来債権の観点に基づき、昆山純高の不動産開発プロジェクトの収益権の性質を説明した。すなわち、「委託者は引き続き所有権を保有しており、その上で占有・建設・処分・販売を行う。信託によって譲渡されるのは販売の所得である。仮に建設中の工事が建設済の建物に転換され、かつ顧客との間の販売予定契約が締結された場合、その受益権は債権である。」

### (2) 信託財産の確定性の有無

たとえ収益権は将来債権であるという多数説を支持したとしても、それが信託財産の確

定性の要件を満たしているか否か、また信託財産として認められるか否かは別の問題である。これに関しても意見は分けている。例えば、収益権は譲渡可能性、適法性及び確定性を有しているため、信託財産として認められるべきであるという意見<sup>17</sup>があるが、収益権は実現されていない期待利益であるため、信託財産の確定性の要件を満たしていないという意見もある<sup>18</sup>。

しかし、資産によって収益権の内容もそれぞれ大きく異なるため、一概に信託財産の確定性の有無とは言い難い。具体的には、(a) 一定の契約に基づいて発生する収益権<sup>19</sup>については、設定時に基礎となる契約関係が存在しており、その本質が債権であるため、確定性のある信託財産として認められるべきである<sup>20</sup>。

(b) 一定の契約に基づいていない収益権については、設定時に基礎となる契約関係がなく、その収益が将来の生産経営、サービス提供又は許諾等に依存しており、純粹の将来債権であるといえる。信託財産の確定性の有無を判断する際には、資産の内容、債務者、将来債権の契約種類及び範囲、収益の受取方法等の要素を考慮した上で、総合的に考察する必要がある。また、この場合は、信託のベークルを利用して資産の流動化を行うことに類似している<sup>21</sup>ため、資産の法的性質より、将来の収益（キャッシュフロー）の安定性に重点を置いて判断したほうがよいと考えられる<sup>22</sup>。

例えば、安信信託 v. 昆山純高の事件において、信託契約のほか、貸付契約においても時間表を設定し、資産収益としての最低金額の金銭を指定口座（信託専用口座）に送金しなければならない義務が委託者に課された。これは、収益の受取方法に関する規定であるとともに、将来の収益の安定性及び信託財産の確定性を高める意味で重要な意義があると思われる。このように考えれば、抵当権契約に基づく対象資産の担保権設定も、将来の収益の安定性及び信託財産の確定性を高める手段であるといってもよい。

したがって、一定の契約に基づいていない収益権については、信託財産の確定性の有無を判断する際に、資産の内容、債務者、将来債権の契約種類及び範囲、収益の受取方法等の要素を考慮した上で、総合的に考察する必要がある。特に、当事者間で将来の収益の安定性及び信託財産の確定性を確保するための手段が設けられた場合、確定性のある信託財産として認められ得る。上述のとおり、中国の裁判所は、このような観点に基づき、信託実務において誕生された新しい商品の有効性をなるべく維持し、金融イノベーションを促進しようとしている。



### (3) 日本法の議論

日本信託法では、中国信託法と異なり、信託の設定時に信託財産の確定性が求められていない。また、日本では、信託登記制度がよく整備されているため、当事者は、わざわざ資産の収益権信託を設定する必要がなく、不動産又は株式等の資産自体を信託財産として信託を設定すればよいと考えられる。

ところが、将来一定の期間に発生すべき債権（将来債権）を信託財産として信託を設定することは可能かという問題も存在する。日本の判例は、将来債権譲渡の効力を広く肯定しており<sup>23</sup>、譲渡できる以上、信託設定も可能であるというべきであろう<sup>24</sup>。しかし、委託者に対する将来債権あるいは期限未到来の債権のみを信託財産として信託を設定することができないという見解もある<sup>25</sup>。その理由は、信託契約による信託設定、及び遺言による信託設定に関しては、委託者が義務を負うだけで、「財産の処分」に該当しないという点にある。そのため、少なくとも別の積極財産の譲渡がない場合には、その有効性を否定すべきである<sup>26</sup>。ただし、これに対する反対意見もある<sup>27</sup>。

なお、日本の実務には、委託者が形式的に少額を拠出して信託を設定し、その後、信託事務執行として、第三者から借入れを行い、あるいは、社債を発行し、それを委託者に貸し出すかたちで運用し、委託者の資金調達を図る、ということもある。第三者が委託者に資金を貸し付けているということにすぎず、信託の特性を利用したスキームとはいえないが、形式的にはその有効性を否定することはできない<sup>28</sup>。

## 3.3 規制潜脱の問題

上記の2つの裁判例におけるもう1つの共通点としては、信託の仕組みを利用して行政法上の規制を回避することが挙げられる。規制潜脱という特徴は、中国の収益権信託においてよく見られる。

### (1) 世欣榮和 v. 長安信託の事件における規制潜脱

長安信託はB社から上場会社A社の3年間に譲渡が制限されている株式（本件株式）の収益権を譲り受けた。信託の期間も、本件株式の譲渡制限期間と同じように、3年とされた。なぜ3年の譲渡制限期間があるかという、これは、中国证券监督管理委员会の「上場会社



非公開発行株式実施細則（2007年制定・2011年改正）」第9条3号の規定による制限である。すなわち、上場会社が第三者割当によって戦略投資者に株式を発行した場合、当該戦略投資者は、効力発生日より3年以内に引き受けた株式を譲渡してはならないということである。この事件において、B社は、A社の組織再編の時に第三者割当によって本件株式を取得し、A社の戦略投資者に該当したため、3年の譲渡制限を受けることになった。

仮に3年の譲渡制限期間がない場合、B社は長安信託に本件株式を直接に譲渡すればよいが、株式の譲渡制限という規制があるため、B社は本件株式の収益権を譲渡せざるを得なかった。また、本件株式の収益権の譲渡とともに、B社は、長安信託のために本件株式の質権も設定した。さらに、B社と長安信託の協議では、譲渡制限期間が満了後、長安信託は、本件株式を処分してその売却金を受け取る権利も付与された。このような事実から見れば、B社と長安信託は表で株式収益権譲渡協議を締結したが、その裏の目的は中国証券監督管理委員会の株式譲渡制限の規制を逃れ、株式譲渡と同じような効果を実現しようとしていることにあるだろう。

## (2) 安信信託 v. 昆山純高の事件における規制潜脱

昆山純高の目的は、その開発不動産プロジェクトのために資金調達を行うことにある。そうであれば、Bタイプの収益権信託を利用するよりは、集合資金信託又はAタイプの収益権信託を利用することで、信託会社から資金の貸付けを受けたほうがよりシンプルであろう。なぜこれらのシンプルな方法を利用しないのか、そこには2つの困難があるからである。

まず、中国銀行監督管理委員会は、集合資金信託の当事者の利益を保護するために、「信託会社集合資金信託計画管理規則（2007年制定・2009年改正）」を公布した。同規則によると、集合資金信託の委託者（当初の受益者）は適格投資家でなければならない（5条1号）。また、委託者が受益権の持分を譲渡する場合、その譲受人は自然人であってはならない（29条）。このような規制があるから、安信信託は、集合資金信託を通じて、多数の個人投資者から資金を集めた後、昆山純高に貸付けを行うことができない。

次に、中国銀行監督管理委員会は、不動産バブルの予防策として、信託会社等のシャドーバンキングによる不動産会社への融資を厳しく制限している。同委員会の2008年10月28日に公布された「信託会社の不動産、証券業務の監督管理を強化する関連問題に関

する通知」(以下「通知」という)によると、信託会社は、二級以上の不動産開発資格を取得していない不動産会社に対して貸付けを行ってはならない(1条1号)。昆山純高は、安信信託と契約を結ぶ時に、二級以上の不動産開発資格を取得していなかったため、安信信託は、集合資金信託を通じて、適格投資者から資金を集めたとしても、昆山純高の資産の収益権を購入する形で(すなわちAタイプの収益権信託で)、それに資金を提供することができない。これは、昆山純高への融資とみなされるため、禁止されることになるのである。

このような事実から見れば、昆山純高と安信信託は表でBタイプの収益権信託の契約を締結したが、その裏の目的は中国銀行監督管理委員会の上記2つの規制を潜脱し、貸付契約と同じような効果を実現しようとしていることにあるだろう。

### (3) 規制潜脱の効果

これらの法規制を回避する目的で設定された収益権信託は有効であるのか。

まず、民法上の観点から見れば、当事者がある内輪の取決めをし、表には別の取決めをしたように表示した場合、通謀虚偽表示に該当する。中国民法総則146条1項<sup>29</sup>によれば、通謀虚偽表示によって行われた法律行為は無効である。ただし、事情を知らず、意思表示の外形を信じて取引に入った第三者を保護するために、通謀虚偽表示は、善意の第三者には対抗できないと解される<sup>30</sup>。つまり、これらの法規制を回避する目的で設定された収益権信託(表の取決め)は、原則として無効であるが、収益権信託には、(優先)受益者の投資者、信託財産を管理する銀行及び証券会社などの善意の第三者が多数存在しているため、その無効は、善意の第三者に対抗することができない。

例えば、(a) 世欣榮和 v. 長安信託の事件において、長安信託とB社との「株式収益権譲渡協議」が締結された前に、東方高聖(委託者兼受益者)は、パートナー全員(9名)の合意で、上場会社A社の3年間に譲渡が制限されている株式(本件株式)の収益権を譲り受けることと決定したことがある。このような事実から見れば、東方高聖及びそのLPたる世欣榮和は、最初から株式収益権信託に関与している可能性が高いと考えられるから、善意の第三者とは言い難い。そうすると、東方高聖と長安信託との信託契約及び「株式収益権譲渡協議」は、通謀虚偽表示に該当するが、世欣榮和は、その無効を主張して、投資金の返還及び利息の支払いを請求することができないであろう。結論からいうと、裁判所

の判決と同じであるが、理由付けは違う。

(b) 安信信託 v. 昆山純高の事件において、安信信託と昆山純高との収益権信託契約は通謀虚偽表示に該当するが、その無効は、優先受益権を持つ一般投資者に対抗することができない。昆山純高は一般投資者に契約違反責任を負う必要がある。安信信託は、予想の収益が達成できないと判断して、一般投資者の利益を保護するために、自分の金銭で投資元本及び予想収益の全額を償還した。この場合、安信信託は、善意の第三者ではないため、一般投資者を代位して、昆山純高に契約違反責任を追及するができないと解されるべきであろう。

一方、安信信託と昆山純高との貸付契約及び抵当権契約は、隠された真意の表示（内輪の取決め）であると解されるが、その効力がどのようになるかという問題もある。この点について、中国民法総則 146 条 2 項では、「虚偽の意思表示に隠された民事法律行為の効力は、関連の法律規定により処理する」と規定される。それによると、まず、規制法の面において、安信信託の昆山純高に対する貸付行為は、上記の通知 1 条 1 号に違反しているため、安信信託は中国銀行監督管理委員会からの行政罰（改善命令や課徴金など）を受けられる可能性がある。

しかし、私法の面において、このような貸付契約は当然に無効になるわけではない。中国民法総則 153 条 1 項但書き<sup>31</sup>では、「法律又は法令の強行規定に違反している民事法律行為は無効である。ただし、同強行規定が当該民事法律行為の無効をもたらさない場合は、この限りでない」と定められる。つまり、当事者の違法行為については、規制法上の責任と私法上の効果を区別して考える必要がある。上記の通知は、関連資格のない不動産会社への貸付けを制限しているが、貸付契約の無効を生じさせる定めがないため、無効ではないと解されるべきであろう。そうすると、このような解釈でも、貸付契約及び抵当権契約の有効、抵当権の実行可能という結論を導くことはできる。

## 4 まとめ

収益権信託は、中国の信託実務において、法律上の困難や法規制を回避するために誕生したものである。具体的には、(A) 信託会社はまず集合資金信託等を設定することで投

資者から資金を集め、その後、資産の収益権に投資するというタイプと、(B) 資産の収益権者（通常、資産の所有者）は資産の収益権を拠出し、信託会社との間に信託契約を締結するにより信託を設定し、投資者に当該信託の受益権を発行するというタイプに分けられる。

法律上には収益権の明確な定義が存在していないため、収益権信託の有効性等をめぐって、多くの紛争が生じた。本稿は、①なぜこのような収益権信託が誕生したか、②それをめぐってどのような法的問題点が生じたか、③これらの法的問題点を解決するためにどのような法解釈を行うべきかといった問題意識をもって考察した。具体的には、2つのタイプの収益権信託の代表的な裁判例を紹介した上で、収益権信託の誕生原因及びその共通の法的問題点について議論を展開した。

(a) 中国において信託登記制度が整備されていないため、不動産又は株式等の資産ではなく、資産の収益権を信託財産として信託を設定することになった。これは収益権信託の誕生原因である。また、収益権信託に伴う担保権設定は、信託登記制度の代替策として、資産の所有者の権限濫用を制限し、受益者の利益を保護するための手段である。中国の裁判所は、この法律上の困難及び代替策を意識した上で、当事者の真意を尊重し、その権利を守ろうとしている。結果から見れば、このような裁判所の傾向は、信託実務において誕生された新しい商品の有効性維持に有利であり、中国における商事信託の利用拡大を促進する効果ももたらした。

(b) 信託財産の確定性の問題について、資産によって収益権の内容もそれぞれ大きく異なるため、一概に信託財産の確定性の有無とは言い難い。一定の契約に基づいて発生する収益権については、設定時に基礎となる契約関係が存在しており、その本質が債権であるため、確定性のある信託財産として認められるべきである。これに対し、一定の契約に基づいていない収益権については、信託財産の確定性の有無を判断する際に、資産の内容、債務者、将来債権の契約種類及び範囲、収益の受取方法等の要素を考慮した上で、総合的に考察する必要がある。特に、当事者間において将来の収益の安定性及び信託財産の確定性を確保するための手段が設けられた場合、確定性のある信託財産として認められ得る。

(c) 規制潜脱の問題について、法規制を回避する目的で設定された収益権信託（表の取決め）は、通謀虚偽表示に該当するため、原則として無効であるが、収益権信託には、（優先）受益者の投資者、信託財産を管理する銀行及び証券会社などの善意の第三者が多数存

在しているため、その無効は、善意の第三者に対抗することができない。また、隠された真意の表示（内輪の取決め）については、規制法上の責任と私法上の効果を区別して考える必要がある。当事者の行為は、規制法に違反した場合、規制機関による行政罰（改善命令や課徴金など）が与えられる可能性がある。しかし、私法上、当事者間の契約は当然に無効になるわけではない。規制法に契約の無効を生じさせる定めがない場合、その強行規定に違反したとしても、契約は無効ではないと解される。

なお、収益権信託の問題は、中国の資産流動化における信託スキームの利用及び問題に大きく関わっていると思われる。残念ながら、本稿ではこの点を割愛させていただきたい。今後、中国の商事信託の実務は日々変化している中、どのような新しい信託商品が現れたか、そこにどのような法的問題点が潜んでいるか、引き続き注目して研究を行う。

[注]

- 1 吳雨：“規模稳中趨降、結構不斷優化：解析 2019 年我國信託業運行”，載新華網 2020 年 3 月 20 日報道。[http://www.xinhuanet.com/2020-03/20/c\\_1125744716.htm](http://www.xinhuanet.com/2020-03/20/c_1125744716.htm)
- 2 例え、代表的な裁判例としては、①西部信託有限公司與東勝三聯汽車維修發展有限公司、鄂爾多斯市三聯汽車銷售有限公司等合同糾紛二審民事判決書、最高人民法院（2015）最高法民終 300 号；②新華信託股份有限公司與浙江環球房地產集團有限公司、潘政祥等合同糾紛一審民事判決書、重慶市高級人民法院（2015）渝高法民初字第 00087 号；③江蘇省國際信託有限公司與中國農業銀行股份有限公司雲南省分行營業部管轄糾紛、最高人民法院（2016）最高法民轄終 10 号；④世欣榮和投資管理股份有限公司與長安國際信託股份有限公司等信託合同糾紛二審民事判決書、（2016）最高法民終 19 号《最高人民法院公報》2016 年第 12 期；⑤五礦國際信託有限公司與廣西有色金屬集團有限公司營業信託糾紛二審民事判決書、最高人民法院（2016）最高法民終 231 号；⑥河北燕港（集團）富源城房地產開發有限公司、渤海國際信託股份有限公司借款合同糾紛二審民事判決書、最高人民法院（2016）最高法民終 519 号などがある。
- 3 例え、代表的な裁判例としては、①安信信託訴崑山純高案、上海市高級人民法院（2013）滬高民五（商）終字第 11 号；②無錫市任墅水泥有限公司與新華信託股份有限公司、中國金谷國際信託有限責任公司等借款合同糾紛二審民事判決書、無錫市中級人民法院（2017）蘇 02 民終 825 号などがある。
- 4 世欣榮和投資管理股份有限公司與長安國際信託股份有限公司等信託合同糾紛二審民事判決書、（2016）最高法民終 19 号《最高人民法院公報》2016 年第 12 期。
- 5 中國の裁判所は、4 審級を有し、地方裁判所、中等裁判所、高等裁判所、最高裁判所に分れる。また、中國の民事訴訟は、二審制となっており（民事訴訟法 10 条）、上訴は一度しか認められない。このことは日本の民事訴訟が三審制である点と異なっている。
- 6 中国信託法 7 条（信託財産）  
信託を設定するには、確定した信託財産がなければならず、かつ当該信託財産は委託者が合法的に所有する財産でなければならない。  
この法律にいう財産には、合法的な財産的権利が含まれる。
- 7 中国信託法第 11 条（無効な信託）  
以下の状況のいずれかに該当する場合、信託は無効である。  
(1)信託目的が法律及び行政法規に違反する場合、又は社会公共利益を損なう場合。  
(2)信託財産が確定できない場合。  
(3)委託者が、不法財産又はこの法律に信託を設定してはならないと規定する財産を以って信託を設定する場合。  
(4)専ら訴訟又は債権取り立てを目的として信託を設定する場合。  
(5)受益者又は受益者の範囲が確定できない場合。  
(6)法律及び行政法規に規定するその他の場合。
- 8 中国信託法第 14 条（信託財産の定義等）  
信託財産とは、受託者が信託を承諾して取得した財産である。



受託者が信託財産の管理運用、処分又はその他の状況により取得した財産も信託財産に属する。

法律及び行政法規により流通を禁止されている財産は、信託財産としてはならない。

法律及び行政法規により流通を制限されている財産は、法により関連主管部門の承認を得れば、信託財産とすることができる。

- 9 赵廉慧：“信托财产确定性和信托的效力：简评世欣荣和诉长安信托案”，载《交大法学》2018年第2期第171-172页。
- 10 安信信托诉昆山纯高案，上海市高级人民法院（2013）沪高民五（商）终字第11号。
- 11 例えば、高凌云：“收益权信托之合法性分析：兼析我国首例信托诉讼判决之得失”，载《法学》2015年第7期第148页；胡伟：“反思与完善：资产收益权信托之检视：兼析安信信托“昆山纯高”案”，载《华北金融》2013年第8期第15页などがある。
- 12 中国信託法第10条（信託の登記）  
信託を設定するには、信託財産について、関連の法律、法令の規定により登記手続が必要な場合、法によって信託登記を行わなければならない。  
前項に従って信託登記を行わない場合、登記手続を補完しなければならない。補完しない場合、当該信託は効力が発生しない。
- 13 特に、中国物件法第9条は、不動産の物権の設立、変更、譲渡及び消滅について、法による登記をしなければ、効力が生じないと定める。いわゆる物権変動の登記要件主義である。
- 14 用益物権説についての観点は、孟勤国、刘俊红：“论资产收益权的法律性质与风险防范”，载《河北法学》2014年第4期；李遥：“不动产收益权担保相关法律问题探析”，载《人民司法》2012年第11期などがある。
- 15 非典型物権説についての観点は、张笑韬：“非典型物权类型松绑的功能分析”，载《政法论坛》2016年第6期などがある。
- 16 債権説についての観点は、前掲注（9）・赵廉慧；朱晓喆：“资产证券化中的权利转让与‘将来债权’转让：评‘平安凯迪资产支持专项计划’执行异议案”，载《财大法学》2019年第4期などがある。
- 17 前掲注（11）・胡伟16頁。
- 18 前掲注（11）・高凌云152-153頁。
- 19 例えば、電気・水道・ガスの料金という収益権は、継続性のある供給契約に基づいて発生する。
- 20 例えば、中国の裁判所は、污水处理プロジェクトの収益権について、污水处理サービス契約に基づいて生じた将来の金銭債権であり、その性質は質権設定可能な売掛金であると判示した。最高人民法院第53号指导案例，福建省高级人民法院（2013）闽民终字第870号民事判决书を参照。
- 21 前掲注（9）・赵廉慧170頁。
- 22 前掲注（16）・朱晓喆158頁。
- 23 最高裁平成11年1月29日判決民集53卷1号151頁を参照。日本の最高裁判所は、「将来発生すべき債権を目的とする債権譲渡契約にあっては、契約当事者は、譲渡の目的とされる債権の発生の基礎を成す事情をしんしゃくし、右事情の下における債権発生の可能性の程度を考慮した上、右債権が見込みどおり発生しなかった場合に譲受人に生ずる不利益については譲渡人の契約上の責任の追



及により清算することとして、契約を締結するものと見るべきであるから、右契約の締結時において右債権発生の可能性が低かったことは、右契約の効力を当然に左右するものではないと解するのが相当である」と判示した。

- 24 能見善久＝道垣内弘人等編『信託法セミナー（1）：信託の設定・信託財産』（有斐閣・2013年）23-29頁を参照。
- 25 道垣内弘人『信託法：現代民法別巻』（有斐閣・2017年）42頁。
- 26 福田政之ほか『詳解新信託法』（清文社・2007年）79-80頁、井上聡編『新しい信託30講』（弘文堂・2007年）6頁。
- 27 中田英幸「信託法3条における『その他の財産処分』の意義」水野紀子編『信託の理論と現代的展開』（商事法務・2014年）152-156頁。
- 28 前掲注（25）・道垣内44頁。
- 29 中国民法総則146条（虚偽表示）  
行為人と相対人が虚偽の意思表示によって行われた民事法律行為は無効である。  
虚偽の意思表示に隠された民事法律行為の効力は、関連の法律規定により処理する。
- 30 中国民法総則146法には善意の第三者に対抗できないというような規定がないが、一般的にはこのように解釈される。また、日本民法94条2項には、「前項の規定による意思表示の無効は、善意の第三者に対抗することができない」との規定がある。
- 31 中国民法総則153条（法律又は公序良俗に反している民事法律行為の効力）  
法律又は法令の強行規定に違反している民事法律行為は無効である。ただし、同強行規定が当該民事法律行為の無効をもたらさない場合は、この限りでない。  
公序良俗に反している民事法律行為は無効である。



# 米国における議決権信託の利用

松 元 暢 子

# 目 次

- I 検討課題
- II 米国における議決権信託の使われ方
  - 1 債務超過時に追加融資を受ける手段として用いられる場合
  - 2 追加融資獲得目的以外の目的で行われる議決権信託
- III 米国における議決権信託の有効性をめぐる学説、裁判例、制定法
  - 1 学説
  - 2 裁判例
  - 3 制定法
  - 4 米国法についての小括
- IV 日本法の下での利用方法
  - 1 考えられる利用方法：事業承継に関連する使い方
  - 2 日本法の下での議決権信託の有効性
  - 3 日本法の下で議決権信託の期間に制限はあるか
  - 4 開示を要求する立法の必要性
- V 小括

## I 検討課題

近年、信託を用いて株式の議決権と経済的な持分を分離する手法が注目されており、例えば、中小企業庁の研究会では、同族企業の事業承継の際に信託を用いることで、経営権の分散を防ぎつつ円滑に事業承継を行う方法が検討された<sup>1</sup>。具体的な方法としては、株式を信託財産とする信託を設定し、信託財産である株式の議決権行使についての決定を、受託者や指図権者等の特定の者に行わせることが想定されている。

このように、株式の議決権行使についての決定権を株主以外の特定の者に与えることを目的として株式自体を信託する場合の信託を「議決権信託」と呼ぶ。「議決権信託」というネーミングはやや紛らわしいが、ここで想定しているのは、「議決権」のみを信託財産とするのではなく、「株式」を信託財産とする仕組みである<sup>2</sup>。

議決権信託の仕組みは、米国では19世紀半ばには既に使われており<sup>3</sup>、その有効性を巡る多くの議論が存在し、関連する法制度も時代とともに変遷してきた。

そこで、本稿では、今後日本において議決権信託の使用を検討する際の示唆を得ることを目的として、米国における議決権信託についての検討を行う<sup>4</sup>。以下、米国において議決権信託がどのように使われてきたのか（Ⅱ）、米国における議決権信託の有効性を巡る学説、裁判例、及び制定法の変遷（Ⅲ）を取り上げ、最後に、以上を踏まえて日本法の下での利用方法について若干の検討を行う（Ⅳ）。

## Ⅱ 米国における議決権信託の使われ方

米国における議決権信託の基本的な仕組みは以下のとおりである<sup>5</sup>。

株主は受託者に対して株式そのものを信託する。信託期間中は受託者がその株式についての議決権を行使するが、信託契約で定められた指図権者が議決権の行使方法について指図する場合もある。受託者は委託者に対して「議決権信託証書（voting trust certificate）」を発行する。この議決権信託証書は自由譲渡性を有し、株式と同様に取引所に上場されることもある。信託された株式についての配当は、委託者である元の株主が受け取る。

この仕組みにより、配当についての経済的な権利は元の株主が持ち、議決権については受託者が持つことになり、株式の経済的持分と議決権を分離することができる。

この議決権信託は、米国では幅広い場面で用いられてきた。そのうち、①会社が債務超過である場合に追加融資を受ける手段として議決権信託が用いられる場面と②それ以外の場面とでは問題状況が大きく異なるため、以下、それぞれを取り上げる<sup>6</sup>。なお、議決権信託に関する米国の文献には比較的古いものが多く、現在ではその利用状況が異なっている可能性もある。最近の利用状況については他日を期して別途検討したい。

## 1 債務超過時に追加融資を受ける手段として用いられる場合

議決権信託の典型的な使用場面としては、債務超過に陥った会社が追加融資を受けるために議決権信託を用いる場合が挙げられる<sup>7</sup>。米国では、もともと議決権信託は、鉄道会社等が鉄道の建設途中で資金不足に陥り倒産状態となった場合に、再建のために債権者から追加出資を引き出す目的で用いられるようになったとされる。すなわち、株主と債権者との合意等により、株主が有する株式を信託財産として、債権者や債権者が信頼する者<sup>8</sup>が受託者となる信託に対して信託し、議決権を受託者側に与えることで、債権者に安心感を与えて追加出資を引き出す手段として用いられた<sup>9</sup>。元の株主に対しては、受託者から、議決権は持たないが、株式から利益を得る権利を持つことを示す信託証書が発行された<sup>10</sup>。

たとえば、Erie Railwayの再建事案では、債権者（bondholder）を代表する受託者3名に対して、再建に伴って設立される新会社の株式の半分が信託され、信託の期間は3年間連続して優先株式に対して6%の配当が支払われることになるまでと設定された<sup>11</sup>。

こうした仕組みを用いることで、会社の経営が軌道に乗るまでの間（Erie Railwayの事案では優先株式に対して十分な配当が行えるような経営状態になるまでの間）、株主から会社のコントロール権である議決権を一時的に取り上げ、債権者側が議決権を行使することができる。債権者としては、再建の期間中、債権者が妥当であると認める経営方針が維持されることを期待することができるようになる<sup>12</sup>。なお、株式会社が債務超過に陥った場面では、株主はこのままでは取り分がゼロとなるために、高すぎるリスクをとろうとするなど、会社経営についての適切なインセンティブを持たなくなる可能性があることが指摘されている<sup>13</sup>。これに対して、債権者は、債務超過時には、会社財産が増えた分だけ自

分が返済を受けることができる金額が増えるため、会社経営についての適切なインセンティブを有する<sup>14</sup>。この観点からも、債務超過時の資金調達にあたって、議決権信託を用いて債権者に会社のコントロール権を与えることには望ましい側面がある。

このような企業再建の場面における議決権信託の使用は、その後、電話や電力などの公益企業の再建においても行われたことが指摘されている<sup>15</sup>。

## 2 追加融資獲得目的以外の目的で行われる議決権信託

次に、経営困窮時の会社再建目的以外の目的で設定される議決権信託の使われ方を見ていく<sup>16</sup>。

### (1) 経営陣の交代を避け、安定・継続した経営を確保する目的

議決権信託は、安定・継続した経営を確保する目的で用いられることがあるとされる。

例えば、経営と所有とが分離した会社において、特定の取締役による長期間の計画の形成を可能とするために議決権信託が設定される場合がある。また、新たに株式会社を設立する場面においても、会社が軌道に乗るまでの間、創業者が会社の経営権をコントロールすることを可能にするために議決権信託が設定されることがあるとされる<sup>17</sup>。

### (2) 閉鎖会社の経営において参加者の平等な影響力を確保する目的

社員の個性が重要となる閉鎖会社を設立する際には、例えば、技術がある者、販売先を有する者、資金を有する者が協力することが考えられる。この場合に、株式会社の仕組みの下では、資金を拠出した者だけが全ての議決権を有し、会社が成功した後にそれ以外の者を締め出すことにもなりかねないため、このような場面で各人に会社に対する平等な影響力を与えるために議決権信託を設定し、全員が議決権信託の受託者となることが考えられると指摘される<sup>18</sup>。

### (3) デッドロックに対応する目的

議決権信託は、例えば2人の株主が50%ずつの株式を持っている閉鎖会社において、中立的な第三者を受託者とするすることで、デッドロックの状況に陥ることを避けるために用



いられる場合もあるとされる<sup>19</sup>。

但し、議決権信託を設定したとしても、その後株主の片方が受託者の意思決定に納得できない状況になった場合には、中立的な第三者を立てることでデッドロックの状態を回避するという信託の目的達成が不可能になったとして信託の終了が要求されることが考えられ<sup>20</sup>、議決権信託を設定することがデッドロックに対する十分な対応となるかには疑問もある。

#### (4) 少数株主が統一して議決権行使をすることで大株主に對抗する目的

議決権信託は、少数株主が統一した議決権行使を行うことで大株主に對抗し、自らを保護するために用いられる場合もあるとされる<sup>21</sup>。議決権信託のこうした用法については、少数株主を保護するための有効な手段であるとして肯定的な見解がみられる<sup>22</sup>。

#### (5) 敵対的買収（会社乗っ取り）に對抗する目的

会社の株式が競業他社に買い占められている場合に、既存株主が議決権信託を活用することで議決権を結集し、また、市場に出回る株式を減らすことで、買収を防ごうとする場合があったとされる。議決権信託を設定することにより、議決権のない信託証書（trust certificate）は市場に出回るが、その議決権は議決権信託の受託者が確保できることを利用した方法である<sup>23</sup>。

#### (6) 閉鎖会社において、株主の相続人によって経営に口を出されないようにする目的

議決権信託は、株主が少数しかいない閉鎖会社において株主の死後にその相続人が経営に口を出すことを防ぐ手段として用いられることもあるとされる。創業メンバー等、当初の株主達が経営者となっており、株主のうち誰かが死亡した場合にその相続人が新たに株主となって経営に口を出すことを防ぎたい場合には、あらかじめ、株主が死亡した場合には、その相続人から他の株主が株式を買い取ることができるという株式買取契約（buy-sell agreement）を締結することが考えられるが、議決権信託はこの株式買取契約の代替手段となると指摘されている。すなわち、当初株主全員があらかじめ議決権信託を設定して全員が受託者となることで、議決権の行使は受託者である当初株主達が行うことになり、当初株主の誰かが死亡した場合には、相続人に対しては議決権信託の受益権のみが相続され

るため、相続人が経営に口を出すことを防ぐことができる<sup>24</sup>。この方法によれば、他の株主が亡くなった株主の株式を買い取る必要がないため、他の株主に株式を買い取るための資金がない場合には特に有効な方法となると考えられる。

#### (7) 社会的企業（B-Corporation 等）において mission を維持する目的

更に、近年では、議決権信託を、社会的目的を追求することを会社の目的としている、B-Corporation 等の社会的企業における目的（mission）を維持するために用いる可能性を指摘する記述も見られる<sup>25</sup>。当該会社が追及したい社会的目的がある場合、これを会社の定款に記載しておくことが考えられるが、定款が変更されれば社会的目的が放棄されてしまう可能性がある。これに対して、一旦設定された信託の内容を変更することは容易ではないため、全ての株式を信託した上で、その信託の内容として、当該社会的目的を追求するように議決権を行使することを定めておくことが考えられるということであろう<sup>26</sup>。

### Ⅲ 米国における議決権信託の有効性を巡る学説、裁判例、制定法

議決権信託の有効性を巡っては、学説上、19 世紀末から 20 世紀前半にかけて、その有効性を肯定する議論と否定する議論が展開された。裁判例においては、当初は裁判所は議決権信託の有効性を否定する見解を示していたが、その後、議決権信託の有効性を認める裁判例が現れる。制定法については、1901 年のニューヨーク州法を皮切りとして、今日では多くの州で議決権信託の有効性を一定程度認める制定法が導入されており、モデル法であるモデル事業会社法（Model Business Corporation Act）にも議決権信託についての規定が置かれている<sup>27</sup>。以下、順に検討する。

#### 1 学説

##### (1) 議決権信託の有効性について否定的な見解

議決権信託の有効性を巡っては、19 世紀末から 20 世紀前半にかけて、多くの議論が展

開された。以下、まず議決権信託を否定的に捉える見解を紹介し、その後、(2)で、議決権信託を肯定的に捉える見解を紹介する。

#### a Baldwin の見解 (1891)

Yale 大学の憲法の教授である Baldwin は、1891 年に創刊された Yale Law Journal の創刊号の 1 頁から、「議決権信託 (Voting-Trusts)」と題された論文を公表しており<sup>28</sup>、この論文はその後の議決権信託の有効性を巡る多くの論文で引用されている。

Baldwin は、法が役員を毎年選任することを要求しており、株主に議決権が認められているのは、経営者を常に実際の所有者のコントロールの下に置くためであると強調する<sup>29</sup>。そして、議決権信託を用いた場合には取締役は議決権信託を行った当時の株主が信託をした受託者によって選任されることになり、その時点で会社に対する経済的利益を持っている実際の資金拠出者による毎年の経営者の選任が行われなくなることを批判的に指摘する<sup>30</sup>。

#### b Ballantine の見解 (1942)

Baldwin の論文と並び、頻繁に参照されている論文として、California 大学教授であった Ballantine の 1942 年の論文が挙げられる<sup>31</sup>。

Ballantine は、議決権信託が使われることによって経営陣・取締役の保身が行われることを懸念している。具体的には、Ballantine は、多くの議決権信託の主要な目的は、取締役会の交代が必要であるかもしれないときに、現在または将来の株主の多数が取締役会を交代させるために連携することを防ぐことにあると指摘し<sup>32</sup>、また、このように多数株主の議決権を囲い込んで経営陣の永続を保証することが議決権信託の目的であるのならば、それは法の方針に明らかに反すると指摘する<sup>33</sup>。

なお、この Ballantine の 1942 年の論文では、(当時の) 通説は議決権信託は不適切な動機や目的が示されている場合を除いては制定法がなかったとしても有効だと解していることが紹介されており、また、そうした通説の理由は、議決権信託が経営の安定性や継続性を確保することを可能にすることにあると説明されている<sup>34</sup>。

## (2) 議決権信託の有効性について肯定的な見解

### a 会社に対して貸付けを行う債権者が受託者となる場合にのみ有効性を認める Moore の見解 (1902)

(1)の a で紹介したように、1891 年の Baldwin の論文は、議決権信託全般についてその有効性を否定していた。これに対して Moore は、議決権信託についての裁判例を分析し、議決権信託の中でも、株式会社に対する貸付けの際に、その会社の株式について議決権信託を設定し、債権者が受託者になるという場合を他の議決権信託の場合と区別し、この場合には議決権信託の有効性が認められるという見解を示した<sup>35</sup>。

Moore は、議決権信託の有効性が認められない理由は会社について経済的利益を持たない者が無責任な議決権行使をする恐れがあるためであるところ、会社に対する貸付けを行っている債権者は会社についての経済的利益を有していることを指摘している<sup>36</sup>。

### b Harvard Law Review に掲載された書評 (1902)

Moore が株式会社に対して貸付けを行った債権者が受託者となる議決権信託の有効性を主張していたのに対し、1902 年の Harvard Law Review に掲載された Moore 論文に対する書評は、議決権信託一般について有効性を認めるべきことを示唆している。この書評では、ビジネスにおいては、法律で取締役の選任が義務付けられている 1 年ごとの期間よりも長い期間について特定の経営者に権限を委ね、一定の経営方針を維持する必要があることが指摘され、議決権信託の有効性を認めるべきことが主張されている<sup>37</sup>。

### c Cushing の著書 (1916)

1916 年には、ニューヨーク州の弁護士である Cushing により『議決権信託：近年の会社の歴史における一章』と題する本が出版されている<sup>38</sup>。議決権信託について、使用場面や契約内容、裁判例を含む詳細が紹介されており、その後の論文においても頻繁に参照されている。

Cushing は議決権信託の有益性を主張しており<sup>39</sup>、特に、議決権信託を利用することにより、中長期的な経営方針を立てて、その方針が有益であったか無駄であったかの結果が出るまでの一定期間、経営を継続することができることを指摘している<sup>40</sup>。

#### d 議決権信託を肯定的に解するその他の見解

その後も、議決権信託を肯定的に解する論考が公表されている。ニューヨーク州弁護士  
の Burke は、議決権信託は方針の安定性や経営の継続性を保証することを指摘し<sup>41</sup>、Yale  
Law School の Meck & Cary は、議決権信託の必要性は特に企業再建の場面で現れ、経営  
者に対してはその能力を証明するために必要な任期を与えることができるし、債権者に対  
しては、再建期間中の一定のコントロールを与えることができることを指摘している<sup>42</sup>。  
更に、1966 年の Berger の論考では、特に閉鎖会社において、新しく会社を立ち上げる場  
合に、経営が軌道に乗るまで経営権を維持する目的や、創業期ではなくとも、長期計画の  
継続性を確保する目的で議決権信託を用いる必要性が指摘されている<sup>43</sup>。

## 2 裁判例

当初、議決権信託は公序 (public policy) に反するものだと理解されていた。その理由は、  
一つには、株式の経済的利益と議決権を分離すべきでないと考えられていたことであり、  
もう一つには、当時、株主は全ての株主の利益を促進するために議決権を行使する義務を  
負っていると考えられていて、外部の者が議決権を行使すべきでないと考えられたため  
である<sup>44</sup>。

19 世紀後半から 20 世紀初頭にかけて、裁判所は、議決権信託は公序に反するとして「そ  
れ自体として違法 (illegal per se)」、「それ自体として無効 (invalid per se)」と判断して  
いたが<sup>45</sup>、その後、裁判所は一定の状況のもとにおいては議決権信託は違法でないことを  
認めるようになる<sup>46</sup>。そして、以下の 3 で紹介するように、1901 年のニューヨーク州法  
を皮切りに、各州の制定法で議決権信託の設定を認める規定が導入され、全ての州におい  
て、議決権信託は、不適切な動機や不法な目的が明らかでない限りは、制定法により、ま  
たは判例により、有効と認められるようになる<sup>47</sup>。但し、以下で述べるように、多くの州  
では議決権信託の期間に上限が設定されている。

### 3 制定法

#### (1) 各州での立法の動き

議決権信託の設定を認める法律が初めて制定されたのは、1901年のニューヨーク州における法律だった<sup>48</sup>。その後、1928年に当時のモデル法である統一事業会社法（Uniform Business Corporation Act）が議決権信託についての規定を設けたことも影響を与え、1926年から1934年の間に14州が立法を行うなど各州での立法が進んだ<sup>49</sup>。1950年代後半の時点では、34の州とコロンビア特別区で立法がされ<sup>50</sup>、また、全ての州において、不適切な動機や不法な目的が明らかでない限りは、制定法により、または判例により、議決権信託が有効と認められるようになっていたとされる<sup>51</sup>。なお、多数の州は、明文で、議決権信託の期間について10年の上限を設定し、また、議決権信託契約を会社と州に対してファイリング（提出）することを要求していた<sup>52</sup>。

#### (2) デラウェア州一般会社法 218 条

デラウェア州一般会社法（General Corporation Law）は、218条に議決権信託についての規定を置いている。このデラウェア州一般会社法 218条について、2つの点を指摘しておきたい。

一つ目は、議決権信託の期間の上限が定められて「いない」点である。デラウェア州会社法では、従来、議決権信託と株主間契約の期間の上限は10年と定められていたが、1994年の改正により、上限の定めが撤廃された<sup>53</sup>。10年の上限が撤廃された理由については、議決権信託は従来疑問視され、期間についての厳格で詳細な制限が必要だと考えられてきたのに対して、デラウェア州の立法府が、議決権信託を会社の目的に役立つものだと考える動向を認識したためだと説明されている<sup>54</sup>。なお、ニュージャージー州も同様に上限を撤廃し、ペンシルベニア州も上限を21年間に延長したとされる<sup>55</sup>。

二つ目は、議決権信託契約書の写しが会社に提出され、株主及び議決権信託の信託受益者の閲覧に供されなければならないことが定められている点である。議決権信託が設定される場合には、誰が実質的に議決権行使を決定するのかについての取り決めがされることになる。議決権信託契約書を閲覧することにより、当該株式について誰がどのように議決権行使を決定することになるのかを知ることができると考えられる。この点、ほとんどの



州法では議決権信託契約書の写しを会社に提出することを要求しており、その目的は、特に議決権信託に参加していない株主に対して、議決権信託契約書を閲覧する機会を与えることだと説明されている<sup>56</sup>。

### (3) モデル事業会社法 7.30 条

モデル事業会社法 (Model Business Corporation Act) 7.30 条にも議決権信託についての条文が置かれている。

モデル事業会社法の 2016 年の改正により、議決権信託と株主間契約についてそれぞれ設定されていた 10 年の上限がいずれも撤廃された<sup>57</sup>。株主間契約について定めた § 7.32 (h) に対する公式コメントでは、株主間契約の期間の上限を撤廃した理由として、「会社の参加者が締結する契約の広範な自由と一致するアプローチである」との説明がされており、議決権信託の上限についても同様の理由で撤廃されたものと考えられる。

また、モデル事業会社法 7.30 条(a)後段では、議決権信託の受益者のリスト及び契約書の写しを会社に提出することが要求されている<sup>58</sup>。この規定について、1984 年にモデル事業会社法が改訂された際の公式コメントでは、議決権信託が「会社の支配権を取得し、議決権信託に参加していない株主に損害を与えることになる可能性のある、株主の秘密でコントロールされていない連携」を作るために用いられる可能性をなくす<sup>59</sup>と説明されており、この記述からは、議決権信託に参加していない株主に情報を開示するための規定であることが伺える。

## 4 米国法についての小括

このように、米国では、当初は議決権信託について、将来の時点での資金拠出者が役員を選任する機会が確保されなくなることを理由としてこれを否定的に見る見解が有力であったが、その後は議決権信託が経営の継続性や安定性を確保するための有益な手段であるというビジネス上の必要性等を理由として議決権信託の有効性を肯定的に解する見解も有力になり、裁判例においてもその有効性が認められるようになり、更に、各州で議決権信託の有効性を認める制定法が制定された。その結果、全ての州において、議決権信託は、不適切な動機や不法な目的が明らかでない限りは、制定法により、または判例により、有



効と認められるようになったとされる<sup>60</sup>。

現在州によって立場が分かれているのは、議決権信託の期間に上限を設けるか否か、設けるとすれば何年を上限とするかという点である。この点、従来デラウェア州を含む多くの州の法律やモデル事業会社法において10年の上限が設定されていたが<sup>61</sup>、その後、デラウェア州一般会社法やモデル事業会社法では上限が撤廃されている。多くの会社が設立準拠法として選択するデラウェア州法やモデル事業会社法において上限が撤廃されたことの意味は小さくないように思われ、注目される。

## IV 日本法の下での利用方法

以上の米国法についての検討を踏まえ、日本法の下で議決権信託をどのように利用することが考えられるかについて検討してみたい。

### 1 考えられる利用方法：事業承継に関連する使い方

日本では、どのような場面で議決権信託が使われることが考えられるだろうか。近年、事業承継の在り方に注目が集まっている<sup>62</sup>。そこで、以下では、主に議決権信託を事業承継に関連して用いる場合に注目して検討してみたい<sup>63</sup>。なお、カナダでは、議決権信託は、閉鎖会社や、同族が利益を持ち投資をしている公開会社において、最もよく使われることが指摘されている<sup>64</sup>。

以下では、①創業者が指定する者を経営後継者とすることを可能にするための使用と、②創業者が設定した株式会社の特定の目的や経営方針（公益目的を含む）を維持するための使用<sup>65</sup>について検討する。例えば、議決権信託を次のように使うことが考えられる。

- ① 株式会社の創業者であり、その会社の株式の100%を保有するAには二人の子供BとCがいる。Aは自らの死後、会社の経営は全てCに任せたいが、株式会社から生じる経済的な利益についてはBにも享受させたいという希望を持っている。この場合に、Aは次の内容の信託を設定する。Aが委託者兼当初受益者となり、信託銀

行を受託者とし、会社株式100%を信託財産とする。受益権については、当初受益者はAのみであり、A死亡後はBとCが受益権を半分ずつ取得することとする。信託財産である株式にかかる議決権行使については、指図権者の指示に従って受託者が行使することとし、その指図権者として、当初はAが指図権者となり、Aの死亡後はCが指図権者となることを定めておく。

この方法により、Aは、会社株式から生じる経済的な利益はBとCの両方に享受させ、かつ、議決権行使に関する権限はCのみに集中させることができる。また、この方法を用いれば、Aに同社の株式以外に見るべき財産がない場合であっても、Bの遺留分を侵害することなく、経営権をCに集中させることができる<sup>66</sup>。

- ② 株式会社PはQによって創業された会社であり、Qが株式の100%を保有している。Qには2人の子供RとSがいる。P社は伝統工芸品を製造販売する会社であり、創業者であるQは、利益を上げることと同等に、伝統工芸品制作の技術を次世代に承継するための取組みを行うことをP社の経営方針としてきた。具体的には、これまで、P社の利益のうちの一定割合は、若者にこの伝統工芸品制作の技術を伝えるための学校Tの運営費用として寄付されてきた。Qは、自分の死後、P社においてこうした寄付が行われなくなることを危惧している。Pは次の内容の信託を設定する。Pが委託者兼当初受益者となり、信託銀行を受託者とし、P社の株式100%を信託財産とする。信託の目的は、P社の安定的な経営を行うことと、技術の次世代継承のために、学校Tに対して寄付を行うこととする。この信託契約において、受託者は、株主としてP社から受け取る配当金のうちの一定割合を学校Tに寄付しなければならないこと、残りの金額については、Qの生存中はQに対して、Q死亡後はRとSに対して半分ずつ支払うことを定める。信託財産である株式にかかる議決権行使については、指図権者の指示に従って受託者が行使することとし、その指図権者として、当初はQが指図権者となり、Qの死亡後はRが指図権者となることを定めておく。

この方法により、①におけるのと同様に、Qは経済的な利益をRとSの両方に享受させ、かつ、議決権行使に関する権限はRのみに集中させることができる。さらに、P社から生じる配当金のうちの一定割合を学校Tの運営のために使用すること

を確保することができる。

Qがこのように会社利益を学校Tの運営のために用いることを希望している場合、信託を用いるのではなく、P社の定款にP社の利益の一部を学校Tに寄付しなければならない旨を規定しておくことも考えられる。しかし、この方法によった場合には、Qの死後に株主となったRやSが容易にP社の定款を変更することができるため、Qの目的を確実に達成することはできない。これに対し、信託の仕組みを用いれば、Qの死後に信託の目的に反する信託の変更を行うことはできない（信託法149条5項・2項）ため、P社からの配当の一定割合が学校Tに寄付されることを確保できる。

## 2 日本法の下での議決権信託の有効性

では、日本法の下では、議決権信託の有効性は問題なく認められるだろうか。この点については別稿（拙稿「信託を用いた事業承継：株式管理信託（議決権信託）の有効性」（トラスト未来フォーラム研究叢書〔88〕「信託と類似制度の比較研究」に掲載予定））において詳細に検討しているため、本稿では私見を要約するにとどめたい。

日本法の下では、今日の多くの学説は、議決権信託の有効性を認めたとうえで、一定の場合には無効となると解している<sup>67</sup>。そして、議決権信託の有効性が否定される可能性がある場合として主として想定されているのは、会社法308条2項（自己株式の議決権を否定する規定）や会社法310条2項（株主総会の議決権行使についての代理権の授与を株主総会ごとにすることを要求する規定）の趣旨に反する場合である。では、会社法308条2項や310条2項の趣旨に反することを理由として議決権信託の効力が否定されるのはどのような場合か。

会社法308条2項が自己株式の議決権を否定しているのは、仮に自己株式に議決権を認めた場合には、会社が保有している株式の議決権は、実際には取締役の意向に応じて行使されることになり、取締役の保身や経営支配の手段として濫用される危険があるためだと考えられる。また、会社法310条2項の趣旨にはやや不明確な点があるが、この条文については、「現経営陣が議決権行使の代理権限を会社支配の手段として濫用する等の危険性に鑑み必要以上に厳しい規制を置いたもの」<sup>68</sup>であるという指摘がある。株主が会社に対

して長期間に渡って議決権行使についての代理権を授与した場合、会社が保有している代理権は、実際には取締役の意向に応じて行使されることになり、やはり取締役の保身や経営支配の手段として用いられる危険性があるということである。そうすると、会社法 308 条 2 項と 310 条 2 項が主として懸念している状況は、取締役が、「取締役の立場にあることに起因して」与えられ、行使することができる権限を、自身に都合の良いように利用することによって、自身の保身を図ったり、経営者支配を行ったりするという状況だと理解することができる。

以上の点を考えると、議決権信託のうち会社法 308 条 2 項及び 310 条 2 項の趣旨に鑑みてその効力を制約する必要があるのは、議決権行使の方法を決定する権限が「取締役の立場にあることに起因して」取締役に与えられる場合であると考えられる。例えば、当該株式の発行会社が受託者となる議決権信託が設定された場合には、発行会社が保有する議決権の行使についての意思決定は、会社の取締役の立場にある者によって行われることになり、上記で懸念されていると同様の状況が生じるため、議決権信託の有効性が問題となりうる。

他方で、当該発行会社の取締役が議決権行使についての権限を有している場合であっても、こうした権限が「取締役の立場にあることに起因して」与えられたのではない場合については、会社法 308 条 2 項や 310 条 2 項の趣旨を理由として議決権信託の有効性を否定する必要はなく、否定すべきでもないと考えられる。会社法 308 条 2 項や 310 条 2 項は、取締役が個人として保有する株式の議決権を行使したり、個人として第三者から与えられた代理権を行使することを制限する趣旨ではないためである。上記の 1 で挙げた①や②の事例では、議決権行使についての指図権が C や R に与えられているが、これらの議決権信託の有効性が会社法 308 条 2 項や 310 条 2 項との関係で問題となることはないと考えられる。C や R は、取締役の立場にいることによって会社が保有している議決権や指図権について決定する権限を有することになったわけではなく、C や R 自身に与えられた指図権を行使するに過ぎないためである<sup>69</sup>。

### 3 日本法の下で議決権信託の期間に制限はあるか

2 で検討した議決権信託の有効性の問題とも関連するが、日本法の下で議決権信託の期

間に制限はあるかという問題にも触れておきたい。

本稿のⅢの2で紹介したように、米国では多くの州は議決権信託の期間の上限を10年としているが、その一方で、デラウェア州一般会社法や、モデル事業会社法においては、議決権信託の期間の上限の定めが撤廃されている。

日本の信託法の下では、受益者連続型信託の場合には信託法91条の制約があり、信託設定時から30年経過した時点で現に存する受益者が死亡するまでしか効力を持たないことになる。事業承継において、信託設定者の直系卑属に順番に受益権を与えることを内容とするような信託を設定しようとする場合には、この制限が適用されることになる。

議決権信託について、この信託法91条による制約の他に、期間の制約、すなわち、一定の期間を超えた場合に信託が無効と解されることはあるかが問題となり得るが、私見としては、議決権信託の場合にのみ厳格な期間制限を課すべき理由は見当たらないように思われる<sup>70</sup>。

#### 4 開示を要求する立法の必要性

本稿のⅢの3で紹介したように、米国のデラウェア州一般会社法やモデル事業会社法では、議決権信託契約書の写しを会社に提出することが要求されている。議決権信託に指図権者がいる場合には、実際に議決権の行使方法を決定する権限を有するのは指図権者であるため、他の株主には、議決権信託契約書を閲覧することで指図権者を知りたいというニーズがあるだろうことは理解できる。

この点、日本法の下では、上場会社の場合には、大量保有報告書において、会社の「事業活動を支配する目的を有する」指図権者についての開示が要求されている（金商法27条の23第3項1号）。これに対し、大量保有報告書の提出が要求されない非上場会社の場合にも議決権信託契約の内容や指図権者について開示を要求する立法が必要であるかは難しい問題である。議決権信託契約以外にも、議決権拘束契約が締結されている場合等、株主以外の者が議決権の行使方法について影響力を有している場合はありうる。非上場会社の場合に開示を要求すべきか否かについては、こうした場面とのバランスも考えながら慎重に検討する必要がある。

## V 小括

本稿では、米国で古くから用いられてきた議決権信託の仕組みや使われ方、これに関する学説・裁判例・立法を紹介した上で、日本法の下での利用可能性について検討してきた。研究の蓄積は必ずしも多くない分野であるが、議決権信託を用いることで、例えば、被承継者の希望に柔軟に対応した事業承継を実現することが可能となる。本稿が議決権信託についての今後の議論の一助となれば幸いである。



〔注〕

- 1 中小企業庁・信託を活用した中小企業の事業承継円滑化に関する研究会「中間整理～信託を活用した中小企業の事業承継の円滑化に向けて～」(平成20年9月。[https://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/shoukei/2008/download/080901shokei\\_chun.pdf](https://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/shoukei/2008/download/080901shokei_chun.pdf)。以下、「中小企業庁中間整理」という。本稿中に挙げるウェブサイトの最終訪問日は2021年5月5日である)。中小企業庁中間整理で取り上げられたスキームについては、拙稿「信託を用いた事業承継:株式管理信託(議決権信託)の有効性」(トラスト未来フォーラム研究叢書[88]「信託と類似制度の比較研究」に掲載予定)にて詳細に検討している。  
信託を用いて議決権と経済的な持分を分離することについて検討した文献として、例えば、白井正和「信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離」信託法研究39号(2014年)77頁、山田裕子「事業承継目的の株式信託」信託法研究38号(2013年)89頁、今川嘉文「事業承継における民事信託の活用提案と課題」鳥山恭一ほか編集委員『現代商事法の諸問題』(成文堂・2016年)61頁を参照。
- 2 菱田政宏『株主の議決権行使と会社支配』(酒井書店・1960年)161頁、鈴木竹雄「議決権信託の効力」同『商法研究Ⅲ 会社法(2)』(有斐閣・1971年)98頁参照。鈴木・98-99頁は、「議決権信託も法律的には株式の管理信託にはかならないものであって、ただ、受託者に議決権を行使させることが信託の動機になっているにすぎない」と説明する。
- 3 訴訟になった最初の議決権信託は1864年に設定されたものだとされる(Coleman Burke, Voting Trusts Currently Observed, 24 Minn. L. Rev. 347, at 348 (1939-1940))。
- 4 米国の議決権信託を取り上げた主な先行研究としては、鈴木・前掲注2)、菱田・前掲注2)、浜田道代『アメリカ閉鎖会社法』(商事法務研究会・1974年)、吉本健一「議決権信託に関する若干の法的问题点」阪大法学95号(1975年)69頁、砂田太士「アメリカにおける議決権信託」福岡大学法学論叢37巻1号(1992年)1頁、森田果「株主間契約(一～六・完)」法協118巻3号54頁～121巻1号1頁(2001～2004年)などがある。
- 5 浜田・前掲注4)52-53頁、菱田・前掲注2)161頁、吉本・前掲注4)72-73頁、砂田・前掲注4)3頁、Wanda C. P. Bartos, Note, The Voting Trust, 34 N.Y.U. L. Rev. 290, at 290 (1959)、Harry Alonzo Cushing, Voting Trusts: A Chapter in Recent Corporate History at 2 (Macmillan, 1916)、John J. Woloszyn, A Practical Guide to Voting Trusts, 4 Balt. L. Rev. 245, at 245 (1975)。
- 6 議決権信託が用いられる場面を整理している文献として、Cushing, supra note 5 at 1-31、Burke, supra note 3 at 350、Bartos, supra note 5 at 290-292、Gary D. Berger, The Voting Trust: California Erects a Barrier to a Rational Law of Corporation Control, 18 Stan. L. Rev. 1210, at 1212-1215 (1965-1966)など。邦語文献としては、菱田・前掲注2)164-167頁、吉本・前掲注4)76頁を参照。
- 7 Bartos, supra note 5 at 291。菱田・前掲注2)165頁注3は、会社の更生に際する使用が「最もしばしば用いられるところである」と表現している。
- 8 必ずしも債権者自身が受託者になるわけではなく、たとえば、異なる利益を代表する5名の代表者が「再建役員会」を構成し、その多数決により株式の議決権が行使されることとされた事案もある



(Simeon E. Baldwin, 1 Yale L. J. 1, at 4 (1981))。

- 9 Cushing, *supra* note 5 at 1-17 (especially at 14-15), Baldwin, *supra* note 8 at 4, Bartos, *supra* note 5 at 291.
- 10 Baldwin, *supra* note 8 at 4.
- 11 Cushing, *supra* note 5 at 7-8.
- 12 15 Harv. L. Rev. at 756 (1902).
- 13 伊藤靖史ほか『リーガルクレスト会社法〔第5版〕』（有斐閣・2021年）74-75頁。
- 14 佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的効果であるエンプティ・ボートینگ規制」前田重行先生古稀記念『企業法・金融法の新潮流』（2013年）70頁参照。
- 15 John F. Meck & William L. Cary, Regulation of Corporate Finance and Management Under the Public Utility Holding Company Act of 1935, 52 Harv. L. Rev. 216, at 226-229 (1938).
- 16 米国では、19世紀の末期に近い頃から、議決権信託が独占的企業の結成に利用されるようになり、その後トラスト禁止法の制定により株式の信託によるトラストが厳重に禁止されたとされる（菱田・前掲注2）169頁）。本稿では独占的企業の結成の問題については扱わない。
- 17 Bartos, *supra* note 5 at 290.
- 18 Bartos, *supra* note 5 at 301、吉本・前掲注4）77頁。
- 19 砂田・前掲注4）23-25頁。
- 20 砂田・前掲注4）23-25頁が紹介する *Selig v. Wexler* 247 N.E.2d 567 (1969)の事例を参照。
- 21 Burke, *supra* note 3 at 355-356, Bartos, *supra* note 5 at 291-292, Berger, *supra* note 6 at 1215.
- 22 Burke, *supra* note 3 at 356, Bartos, *supra* note 5 at 292.
- 23 Bartos, *supra* note 5 at 291、吉本・前掲注4）77頁。
- 24 George S. Hoban, Voting Control Methods, 1958 U. Ill. L.F. 110, at 119-120 (1958).
- 25 <https://jrwiener.com/mission-protection-for-traditional-companies-episode-2-voting-trusts/>（社会的企業に対するコンサルティングサービスを提供している会社のウェブサイトである）。
- 26 デンマークでは、財団を設立し、財団に株式会社の株式を保有させることによってこうした目的を達成する場合があるようである（Industrial Foundation などと呼ばれる。Steen Thomsen, *The Danish Industrial Foundations* at 15, 23 (Djøf Publishing, 2017)。拙稿「財団における事業会社株式の保有——デンマークの状況を中心に」神田秀樹責任編集『企業法制の将来展望〔2021年度版〕』311頁も参照。
- 27 米国の議決権信託を巡る学説、裁判例、制定法を紹介する邦語文献として、菱田・前掲注2）168-175頁、砂田・前掲注4）4-22頁、佐藤勤「議決権と経済的所有権の分離」南山法学 35巻3・4号（2012年）96-98頁、佐藤・前掲注14）52-57頁がある。
- 28 Baldwin, *supra* note 8.
- 29 Baldwin, *supra* note 8 at 11.
- 30 Baldwin, *supra* note 8 at 11, 15.
- 31 Henry W. Ballantine, Voting Trusts, Their Abuses and Regulation, 21 Tex. L. Rev. 139 (1942).

- 32 Ballantine, *supra* note 31 at 168.
- 33 Ballantine, *supra* note 31 at 153.
- 34 Ballantine, *supra* note 31 at 149.
- 35 Edwin White Moore, Voting Trusts in Corporation, 36 Am. L. Rev. 222 (1902).
- 36 Moore, *supra* note 35 at 222, 231-232.
- 37 15 Harv. L. Rev. 756 (1902).
- 38 Cushing, *supra* note 5.
- 39 Cushing, *supra* note 5 at 3.
- 40 Cushing, *supra* note 5 at 99.
- 41 Burke, *supra* note 3 at 378.
- 42 Meck & Cary, *supra* note 15 at 226.
- 43 Berger, *supra* note 6 at 1212-1213.
- 44 Bartos, *supra* note 5 at 293-294.
- 45 Burke, *supra* note 3 at 349, Woloszyn, *supra* note 5 at 246.
- 46 Burke, *supra* note 3 at 351.
- 47 Bartos, *supra* note 5 at 294.
- 48 Burke, *supra* note 3 at 351.
- 49 Burke, *supra* note 3 at 360.
- 50 Thomas W. Watkins, The Development of Voting Trust Legislation, 35 U. Det. L. J. 595, at 595 (1958).
- 51 Bartos, *supra* note 5 at 294.
- 52 Bartos, *supra* note 5 at 295.
- 53 Brenda G. Houck, 1994 Statutory Amendments to the Delaware General Corporation Law, 20 Del. J. Corp. L. 477, at 492-493 (1995).
- 54 Houck, *supra* note 53 at 493-494.
- 55 Houck, *supra* note 53 at 494-495.
- 56 Woloszyn, *supra* note 5 at 249.
- 57 American Bar Association, Model Business Corporation Act (2016 Revision), Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References (American Bar Association, 2016).
- 58 「議決権信託契約が署名されたときには、受託者は全ての議決権信託の受益者の名前と住所のリストを、それぞれが信託に譲渡した株式の数と種類を含めて準備しなければならない、そのリストと契約書のコピーを会社の本店に提出しなければならない。」と規定されている。
- 59 American Bar Association, Revised Model Business Corporation Act (1984), Official Text with Official Comments and Statutory Cross-References (American Bar Association, 1985). 砂田・前掲注4) 7頁も参照。
- 60 Bartos, *supra* note 5 at 294.

- 61 Bartos, *supra* note 5 at 295, Woloszyn, *supra* note 5 at 251.
- 62 中小企業庁中間整理を参照。
- 63 このほか、実際に日本において議決権信託が用いられた事案としては、40%を超える大株主である社主一族に対抗するため、多数の少数株主（株式数50%超、株主数60%超）が共通の信託約款によって持株を信託したケースである「朝日新聞株式管理信託」があり（鈴木・前掲注2）97頁以下で検討されている）、これは、本稿のⅡの2の分類でいうと、(4)「少数株主が統一して議決権行使をすることで大株主に對抗する目的」にあたる。
- 64 Donovan Waters, *Voting Trust Agreements and the Zeidler Case*, 9 *Est. & Tr. J.* 51, at 75 (1988).  
また、デンマークにおいては財団に株式を保有させる例がみられることについて、注26に挙げた拙稿を参照。
- 65 デンマークの Industrial Foundation（株式会社の株式を保有している財団）においては、ほとんどの場合において、財団の定款が、財団が公益目的を支援することを義務付けているとされる（Thomsen, *supra* note 26 at 188）。例えば、製薬会社である Novo Nordisk 社と酵素製造会社 Novozymes 社の株式を保有している The Novo-Nordisk 財団の定款では、① Novo Nordisk 社や Novozymes 社、そして、財団が保有し影響を与えるその他の会社の経営と研究活動にとって安定的な土台となること、②一般的な医療研究をサポートすること、③ Novo Nordisk 社の研究病院の継続のために貢献すること、④その他の科学的、人道的、または社会的な目的をサポートすることが財団の主な目的として掲げられているとされる（Thomsen, *supra* note 26 at 170）。
- 66 中小企業庁中間整理における「スキーム2」の事例である。なお、議決権信託を用いれば、2世代先の経営後継者を指定することも可能となる。この点を含め、事業承継の場面における議決権信託の使用の詳細については、注1に挙げた拙稿を参照。
- 67 議決権信託の有効性についての学説をまとめたものとして、鈴木隆元「従業員持株制度と株式信託契約の有効性」岩原紳作ほか編『会社法判例百選〔3版〕』（有斐閣・2016年）70-71頁。
- 68 江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』（有斐閣・2021年）353頁注3。
- 69 この点は、取締役が自身が保有している当該発行会社の株式についての議決権を行使することは制約されないことと平行に理解することができるだろう。以上の議論の詳細については、注1に挙げた拙稿を参照頂きたい。
- 70 注1に挙げた拙稿参照。但し、議決権信託の存続期間が長期にわたると委託者の財産の管理・処分を著しく制限することになるとする見解（青竹正一「株主の契約」平出慶道ら編『現代企業法の理論』（1998年・信山社）20頁）や、「商法239条4項の存在にもかかわらず議決権信託の有効性を承認するところまで譲歩するとしても、契約的次元を離れて濫用の容易な制度に昇華しうる議決権信託の法的性格を考え合わせれば、法政策上少なくとも、信託契約を随時解約する自由は委託者側に留保されなければならないと解すべきである」とする見解（浜田・前掲注4）310頁）もある。

(不許複製・禁無断転載)

[非売品]

令和3年6月30日印刷

令和3年6月30日発行

**商事信託法の現代的課題**

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



