

Trust Forum Foundation

# 株式と信託に関する研究

トラスト未来フォーラム研究叢書

令和6年7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、公益財団法人トラスト未来フォーラムに設置された「株式と信託に関する研究会」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、2021年3月から2022年9月までの間、16回にわたって開催された。COVID-19の影響でオンライン開催を余儀なくされたとはいえ、各回において、メンバーが交替で株式を信託財産とする場合に生ずるさまざまな問題について報告し、皆で議論するプロセスは、たいへん楽しく意義深いものであった。各テーマ選定の背景にある問題意識と各報告の意義については、最後に掲げた「各報告に対するコメント」をご参照いただきたいが、本報告書が、会社法、金融商品取引法、相続法、民事手続法等における議論が信託の文脈でどのように発展するかに関心を有する研究者・実務家の方々にとって参考になれば幸いである。

2024年3月

井上 聡

# 「株式と信託に関する研究」

## メンバーリスト

井上 聡	(いのうえ さとし)	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
後藤 元	(ごとう げん)	東京大学 教授
田中 亘	(たなか わたる)	東京大学 教授
松元 暢子	(まつもと のぶこ)	慶應義塾大学 教授
有吉 尚哉	(ありよし なおや)	西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士
田村 恵子	(たむら けいこ)	あさひ法律事務所 弁護士
水野 大	(みずの おおき)	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
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

(順不同、敬称略)

## 目 次

株式に係る開示規制・取得勧誘に関する業規制と信託	(有吉尚哉)…………… 1
公開買付制度・大量保有報告制度と信託	(水野大)…………… 27
株式不公正取引規制（インサイダー取引規制等）と信託	(田中和明)…………… 49
自己株式規制と信託・再説 ——信託を通じた法形成について	(田中亘)…………… 69
非上場会社の事業承継と信託	(田中和明)…………… 91
株式に関する訴訟と信託	(田村恵子)…………… 113
株式と信託に関する研究会報告書（各報告に対するコメント）	(井上聡)…………… 153



株式に係る開示規制・取得勧誘に関する  
業規制と信託

有 吉 尚 哉

# 目次

- 一 はじめに
- 二 株式と信託の受益権に対する開示規制・取得勧誘規制
  - 1 開示規制
  - 2 取得勧誘規制
- 三 信託の受託者が株式を取得する場合の開示規制上の取扱い
  - 1 適格機関投資家私募との関係
  - 2 少人数私募との関係
- 四 ビークルを介した権利取得に対する規制上の特例の例
  - 1 自己信託会社
  - 2 適格機関投資家等特例業務
  - 3 有価証券信託受益証券
- 五 株式信託に係る規制の適用関係に関する考察
  - 1 問題意識
  - 2 開示規制
  - 3 取得勧誘規制
- 六 終わりに

## 一 はじめに

金融商品取引法（以下「金商法」という）上、有価証券<sup>1</sup>の発行者には開示規制が適用され、また、有価証券の販売勧誘を行う金融業者には業規制が適用される。株式と信託の受益権<sup>2</sup>はいずれも有価証券に該当するものであるが、有価証券の類型ごとの特性を踏まえて規制を適用するという規制の柔軟化（柔構造化）の考え方により、有価証券に該当する証券や権利に対して、一律に同じ規制が適用されるのではなく、類型ごとに適用される規制の内容が異なっている。そのため、株式と株式を信託財産とする信託（以下「株式信託」という）の受益権とでは、開示規制・業規制の適用関係が違うことになる。一方で、具体的な条件次第ではあるものの、これらの権利者の経済的な権利は、実質的に近似する場合がある。

本稿では、株式に対する規制と比較して、株式信託の受益権に適用される金商法上の開示規制と取得勧誘に係る業規制（以下「取得勧誘規制」という）を整理した上で、信託の受託者が新たに発行される株式を取得した場面における開示規制の適用関係を中心に、株式信託における規制適用に関する論点について考察を行う。

## 二 株式と信託の受益権に対する開示規制・取得勧誘規制

まず、株式と（株式信託を含む）信託の受益権に対する開示規制・取得勧誘規制について、その相違点を整理する。

### 1 開示規制

開示規制については、株式には一般的に規制が適用されるのに対して、信託の受益権については有価証券投資事業権利等<sup>3</sup>に該当する場合にのみ規制が適用されることになる（金商法3条3号イ（2））。また、信託の受益権に開示規制が適用される場合に、誰が「発行者」として情報開示の主体となるのかという点と、どの時点が「発行時」として発行開

示が求められる時点となるのかという点の特例が定められている（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」という）14条3項1号、1号の2、4項1号）。さらに、株式は「第一項有価証券」に、信託の受益権は「第二項有価証券」にそれぞれ該当し（金商法2条3項柱書）、発行時における取得勧誘が、有価証券の私募と有価証券の募集のいずれに該当するかの要件が異なることになる。

以上の差異について、概要をまとめると図表1のとおりとなる。

図表1 株式と信託の受益権に対する開示規制の差異

	株式	信託の受益権
開示規制の適否	常に適用	有価証券投資事業権利等に該当する場合のみ適用（金商法3条3号イ（2））
発行者（情報開示の主体）	発行会社	① 有価証券信託受益証券（図表2参照）に該当する場合：受託有価証券の発行者 ② 委託者・委託者から指図の権限の委託を受けた者 <sup>4</sup> のみの指図により信託財産の管理又は処分が行われる場合：委託者 ③ ①・②以外の場合で自益信託であって、金銭を信託財産とする場合：受託者 ④ ①～③以外の場合：委託者及び受託者（定義府令14条3項1号、1号の2）
発行時（発行開示が求められる時点）	株式の発行時	① 自益信託である場合 <sup>5</sup> ：委託者が受益権を譲渡する時 ② ①以外の場合：信託の効力が生ずる時（定義府令14条4項1号）
私募要件の概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 少数私募 50名未満（適格機関投資家は算入しない）の者のみを相手方として勧誘を行う場合</li> <li>• 適格機関投資家私募 適格機関投資家のみを相手方として勧誘を行う場合</li> <li>• 特定投資家私募</li> </ul> ※金融商品取引所に上場されている場合などは私募の対象とならない	所有する者が500名未満に留まる場合

図表 2 有価証券信託受益証券の要件（金商法施行令 2 条の 3 第 3 号、企業内容等の開示に関する内閣府令 1 条の 2）

<p>金商法 2 条 1 項各号に掲げる有価証券を信託財産とするものであって、当該信託財産である有価証券（以下「受託有価証券」という）に係る権利の内容が当該信託の受益権の内容に含まれる旨その他以下の事項が当該信託に係る信託行為において定められているもの</p> <p>① 信託財産に次に掲げる財産以外の財産が含まれないこと。</p> <p>イ 受託有価証券</p> <p>ロ 受託有価証券に係る受取配当金、利息その他の給付金</p> <p>ハ 社債、株式等の振替に関する法律 127 条の 32 第 1 項に規定する措置に要する費用に充てるための金銭その他の財産</p> <p>② 受託有価証券が同一種類の有価証券（有価証券の発行者が同一で、定義府令 10 条の 2 第 1 項各号に掲げる有価証券の区分に応じ、当該各号に定める事項が同一である有価証券をいい、次に掲げる要件の全てを満たすものを除く）であること。</p> <p>イ 受託有価証券の発行者に適用される法令若しくは当該発行者の定款若しくは寄附行為その他これらに準ずるもの又は当該発行者の決定により受託者が受託有価証券の所有者として当該発行者が発行する有価証券の割当てを受ける権利の対象となる有価証券（下記ロにおいて「割当有価証券」という）であること。</p> <p>ロ 受益者による受託者に対する割当有価証券の引受けの申込みの指図に基づき、当該受益者のために当該受託者が信託財産として所有する有価証券であること。</p> <p>③ 各受益権の内容が、各受託有価証券に係る権利の内容に応じて均等であること。</p> <p>④ 受益権の内容に含まれる受託有価証券に係る権利の行使手続及び当該受託有価証券の発行者による当該受託有価証券に係る通知、報告その他書類の送付に関する手続の受託者に対する通知方法が規定されていること。</p> <p>⑤ 受託有価証券に係る権利の内容と異なる内容の受益権が発行されないこと。</p>
--

有価証券に関しては原則として金商法第 2 章の開示規制が適用されるものの、信託の受益権について開示規制の適用が除外されている理由は、「有価証券の券面が発行されないことや譲渡性が制限されていること等から、一般的に流動性が乏しく、その情報を公衆縦覧を通じて広く開示する必要性が乏しいものと考えられる」と説明されている<sup>6</sup>。

その上で、例外的に有価証券投資事業権利等に該当する信託の受益権には開示規制が適用されるものとされており、その理由については、「主として有価証券に対する投資を事業とするもので、投資規模等に関し相当な広がりを持つ集団投資スキーム持分等についての情報は、その集団投資スキーム等への直接の出資者はもとより、市場における他の投資者の投資判断にとっても重要な情報であり、その投資運用の状況等について定期的に開示させる必要性が高いものと考えられる」と説明されている<sup>7</sup>。もっとも、この説明に関し

ては、主として有価証券に対する投資を事業とする集団投資スキーム等について、それ以外のものを投資対象とする集団投資スキーム等よりも定期的な開示の必要性が高いとする理由が必ずしも明確ではないものと思われる<sup>8</sup>。また、集団投資スキーム等の投資対象となる有価証券自体には開示規制が適用されない場合にも「市場における他の投資者の投資判断」のために集団投資スキーム等の開示を求める必要性や、一般に第三者割当における割当先の開示や大量保有報告書による開示などを除き、有価証券の保有者についての情報開示は求められていないにもかかわらず、集団投資スキーム等により有価証券への投資が行われる場合に「他の投資者の投資判断」のために開示を求めることの整合性も明らかとはいえないように思われる。

このように制度設計の合理性について必ずしも明確ではない点があるものの、以上の信託の受益権に対する開示規制の適用関係を整理すると、信託の受益権については、そもそも有価証券投資事業権利等に該当しない限り、開示規制の適用がない。また、開示規制の適用がある場合であっても、受益権を所有する者が500名未満に留まる場合には、有価証券届出書の提出などの公衆縦覧の開示は必要とならない。この点は、信託の受益権が有価証券信託受益証券に該当する場合であっても変わらない。以上より、結果として、株式と比べて、信託の受益権については、有価証券届出書の提出などの公衆縦覧の開示が必要とされる場面が極めて限定されることになる。

## 2 取得勧誘規制

新たに発行される有価証券について、発行者が取得勧誘（自己募集）を業として行うことは、対象となる有価証券が一定の類型に該当する場合に限り、金融商品取引業に該当し（金商法2条8項7号）、業規制の対象となる。また、発行者以外の者が新たに発行される有価証券の取得勧誘を業として行うことは募集・私募の取扱いとして基本的に金融商品取引業に該当するが（金商法2条8項9号）、対象となる有価証券の類型に応じて第一種金融商品取引業となる場合と第二種金融商品取引業となる場合がある（金商法28条1項1号、2項1号）。この点は、金商法上、金融商品取引業の対象として包括的に有価証券の「販売・勧誘」を規制の対象とした上で、業務内容の範囲に応じて金融商品取引業を区分し、各区分に応じた参入規制・行為規制を設ける業規制の柔軟化（柔構造化）が図られていることの現れといえる。

図表 3 株式と信託の受益権の取得勧誘と金融商品取引業

	株式	信託の受益権
自己募集	金融商品取引業に該当しない	一定の例外を除き金融商品取引業に該当しない <sup>9</sup>
募集・私募の 取扱い	第一種金融商品取引業 (金商法 2 条 8 項 9 号、28 条 1 項 1 号)	第二種金融商品取引業 (金商法 2 条 8 項 9 号、28 条 2 項 2 号)
引受け	第一種金融商品取引業 (金商法 2 条 8 項 6 号、28 条 1 項 3 号)	第一種金融商品取引業 (金商法 2 条 8 項 6 号、28 条 1 項 3 号)

株式と信託の受益権の取得勧誘と金融商品取引業の関係について整理をすると、図表 3 のようになる。

有価証券の引受けを行う場合を除き、発行者以外の者が、第一項有価証券である株式の取得勧誘を行うことは第一種金融商品取引業に、第二項有価証券である信託の受益権の取得勧誘を行うことは第二種金融商品取引業にそれぞれ該当する。従って、株式を取り扱う場合と比べて、信託の受益権を取り扱う方が緩やかな業規制が適用されることになる。

なお、図表 1 のとおり、自益信託の受益権については、基本的に委託者が受益権を譲渡する時点が「発行」と取り扱われており（定義府令 14 条 4 項 1 号イ）、そもそも新たに発行される有価証券の取得勧誘として業規制の対象となる場面が株式と信託の受益権とは異なることになる。

### 三 信託の受託者が株式を取得する場合の開示規制上の取扱い

前述のとおり、株式の取得勧誘が有価証券の募集と有価証券の私募のいずれに該当するかは、勧誘対象が適格機関投資家私募又は少数人数私募の要件を充足するかどうかが基準となる<sup>10</sup>。ここで、信託の受託者が信託勘定により新たに発行される株式を取得しようとする場合、信託財産の形式的な帰属主体である受託者と実質的な帰属主体と評価できる受益者として属性や人数が異なる場合があり得る。このような信託の特殊性を踏まえ、有価証券の私募の要件の判定がどのように行われるものとされているか、関連する規律を整理する。

なお、下記五 2 (1) (a) で後述するとおり、信託の受託者が株式を取得する場面にお

いて、そもそも取得勧誘の相手方を受託者と捉えるべきかという点も別途論点となるが、以下の内容は受託者が取得勧誘の相手方である場合を前提とした整理であると考えられる。

## 1 適格機関投資家私募との関係

取得勧誘が適格機関投資家私募に該当するか否かを判定するにあたって、受託者を相手方として勧誘行為が行われた場合には、原則は取得勧誘の形式的な対象であり、取得勧誘の対象である株式が帰属する受託者が適格機関投資家であるかどうかを基準とする<sup>11</sup>。もっとも、図表4のとおり、「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」（以下「開示ガイドライン」という）2-5では、形式的な勧誘の相手方が適格機関投資家に該当する場合であっても、一定の類型に該当することを知りながら勧誘を行うときには、当該相手方は適格機関投資家には該当しないものとして取り扱うものとされている<sup>12</sup>。そして、開示ガイドライン2-5①において、適格機関投資家以外の者（以下「一般投資者」という）に有価証券が交付されるおそれのある信託契約に基づいて、有価証券を取得しようとする信託銀行は適格機関投資家に該当しないものとして取り扱うとされている。

図表4 開示ガイドライン2-5

<p>新たに発行される有価証券の取得勧誘又は既に発行された有価証券の売付け勧誘等（法第2条第4項に規定する売付け勧誘等をいう。以下同じ。）を適格機関投資家に該当する者に対し行う場合で、例えば、<b>相手方が次に掲げる者に該当することを知りながら勧誘を行うときには、当該相手方は適格機関投資家には該当しないものとして取り扱うことに留意する。</b></p> <p>① 信託に係る適格機関投資家以外の者（以下2-5において「一般投資者」という。）との契約等、一般投資者に有価証券が交付されるおそれのある信託の契約に基づいて、有価証券を取得し、又は買い付けようとする信託銀行</p> <p>② 一般投資者との投資一任契約（法第2条第8項第12号口に規定する投資一任契約をいう。）に基づいて、有価証券を取得し、又は買い付けようとする金融商品取引業者（法第28条第4項に規定する投資運用業を行う者に限る。）</p> <p>③ 一般投資者による有価証券の取得又は買付けに係る注文を取り次ぐために、自己の名において有価証券を取得し、又は買い付けようとする金融商品取引業者（法第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業（同条第8項に規定する有価証券関連業に該当するものに限る。）を行う者に限る。以下「金融商品取引業者」という。）</p> <p>④ 組合等（投資事業有限責任組合を除く。以下2-5において同じ。）の適格機関投資家以外の組合員に現物配当することを目的として、特定の有価証券の取得のみのために組成された</p>
---

組合等の業務執行組合員等

- ⑤ 投資事業有限責任組合の適格機関投資家以外の組合員に現物配当することを目的として、特定の有価証券の取得のみのために組成された投資事業有限責任組合
- ⑥ 取得し、又は買い付けようとする有価証券の権利と実質的に同一の内容の権利を表示する資産対応証券（資産の流動化に関する法律第2条第11項に規定する資産対応証券をいう。）を発行し、一般投資者に取得させようとする特定目的会社（同条第3項に規定する特定目的会社をいう。）

なお、開示ガイドライン2-5は「相手方が次に掲げる者に該当することを知りながら勧誘を行うときには、当該相手方は適格機関投資家には該当しないものとして取り扱う」と客観的な状況ではなく勧誘者の主観を基準としている。この点、例えば、勧誘者が信託の受託者を勧誘する場合、勧誘者は、相手方が信託の受託者として行動をしていることを認識していなかったり、信託の受託者であることは認識していても信託の具体的な内容までは把握していなかったりするなど、直接の相手方である受託者の背後の事情を把握していないことも十分に想定される。そのため、このような状況で勧誘者が開示規制違反の制裁の対象となってしまうことは不合理であり、勧誘者の主観を基準とすることは合理的であると考えられる。

## 2 少数人数私募との関係

少数人数私募との関係については、法令及び開示ガイドラインに特段の規定は設けられていない。そのため、信託の場面を含めて、基本的には、形式的に取得勧誘の相手方となった者を基準に勧誘対象の人数が判定されるものと考えられる。

## 四 ビークルを介した権利取得に対する規制上の特則の例

金融規制の中には、信託、特別目的会社、集団投資スキームなどの「ビークル」によって有価証券を保有する場合に、背後の実質的権利者の属性・数を考慮して金融規制の適用関係が判定される場面がある。以下では、株式信託に関する規制の適用関係を検討するにあたっての参考になり得るものとして、そのような規律の主なものを概観する。

## 1 自己信託会社

自己信託（信託法3条3号）によって信託をしようとする者は、当該信託の受益権を50名以上の者が取得することができる場合として政令で定める場合には、原則として自己信託会社の登録を受けなければならない（信託業法50条の2第1項）。そして、自己信託によって設定された特定の信託の受益者の数が50名以上となる場合に限らず、図表5に掲げる人数の合計数が50名以上である場合に登録が必要とされる（信託業法施行令15条の2第2項2号）。

図表5 信託業法施行令15条の2第2項2号

- |   |
|---|
| <p>イ 自己信託によってする一の信託（以下「対象信託」という）のその効力が生ずる時における受益者の人数（ロ（1）から（3）までに掲げる者の人数を除く。以下「対象信託受益者数」という）（ロに規定する場合におけるロの利益享受組合員等に係るロ（4）の匿名組合契約の営業者及びロ（5）の有価証券の発行者の人数を除く）</p> <p>ロ 当該対象信託をしようとする者が次に掲げる者（以下「利益享受組合員等」という）に当該対象信託の利益を享受させる目的をもって当該対象信託をしようとする場合において、当該対象信託の効力が生ずる時における当該利益享受組合員等の人数</p> <p>（1）組合契約の組合員</p> <p>（2）投資事業有限責任組合契約の組合員</p> <p>（3）有限責任事業組合契約の組合員</p> <p>（4）匿名組合契約の匿名組合員</p> <p>（5）有価証券（信託業法施行規則51条の3で定めるものに限る。なお、信託の受益権も含まれる）の取得者</p> <p>ハ ロに規定する場合以外の場合において、当該対象信託の効力が生ずる時における当該対象信託の受益権がロ（1）から（3）までの契約に基づき数人の共有に属するときにおける当該契約の一ごとに当該数人を一人とみなした人数</p> <p>ニ 当該対象信託をしようとする者が、当該対象信託の効力が生ずる時後にロ（1）から（3）までに掲げる者並びにロに規定する場合における利益享受組合員等に係るロ（4）の匿名組合契約の営業者及びロ（5）の有価証券の発行者に該当する者以外の者が当該対象信託の受益権を取得することとなることを知って当該対象信託をしようとする場合における当該者の人数</p> <p>ホ 当該対象信託をしようとする者が、当該対象信託の効力が生ずる時後に利益享受組合員等に該当する者に当該対象信託の利益を享受させる目的をもって当該対象信託をしようとする場合における当該利益享受組合員等に該当する者の人数</p> <p>ヘ ホに規定する場合以外の場合において、当該対象信託をしようとする者が、当該対象信託の効力が生ずる時後にロ（1）から（3）までに掲げる者に該当する者が当該対象信託の</p> |
|---|

受益権を取得することとなることを知って当該対象信託をしようとするときであって、当該対象信託の受益権がロ（１）から（３）までの契約に基づき数人の共有に属することとなるときにおける当該契約のごとに当該数人を一人とみなした人数

図表５のロのとおり、自己信託会社規制との関係では、組合や信託を介して間接的に受益権に係る収益を享受する者が存在する場合に、組合や信託（受託者）の数ではなく実質的な利益帰属主体の数を基準に規制の適用を判定することとされている。

## ２ 適格機関投資家等特例業務

集団投資スキームの自己募集・自己運用を業として行うことは金融商品取引業に該当し（金商法２条８項７号へ・１５号ハ）、これらを行うためには、原則として金融商品取引業の登録を受けることが必要となる（金商法２９条）。その上で、金融商品取引業に該当する行為のうち４９名以下の適格機関投資家以外の者で政令で定めるもの及び適格機関投資家だけを相手方として集団投資スキームの自己募集・自己運用を行う場合には、原則として、適格機関投資家等特例業務として、届出により金融商品取引業に該当する行為をすることが認められる（金商法６３条、６３条の３）。もっとも、形式的に直接の相手方が適格機関投資家に該当する場合であっても、図表６に該当する者を相手方とする場合は、適格機関投資家等特例業務の対象とならない（金商法６３条１項１号イ～ハ、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という）２３５条）。

図表６ 適格機関投資家等特例業務の対象から除外される相手方

- イ その発行する資産対応証券を適格機関投資家以外の者が取得している特定目的会社
- ロ 金商法２条２項５号又は６号に掲げる権利に対する投資事業に係る匿名組合契約で、適格機関投資家以外の者を匿名組合員とするものの営業者又は営業者になろうとする者
- ハ その発行する金商法２条１項５号、９号若しくは１５号に掲げる有価証券若しくは同項１７号に掲げる有価証券（同項５号、９号又は１５号に掲げる有価証券の性質を有するものに限る）に表示される権利又は同条２項３号若しくは４号に掲げる権利（その取得の対価の額を超えて財産の給付を受けることがないことを内容とする権利を除く）を適格機関投資家以外の者が取得している特別目的会社<sup>13</sup>
- ニ 金商法２条２項５号又は６号に掲げる権利に対する投資事業に係る契約その他の法律行為（当該契約その他の法律行為に基づく権利が同項５号又は６号に掲げる権利に該当するも

のに限る)で適格機関投資家以外の者を相手方とするもの(次に掲げるものを除く)に基づき当該相手方から出資又は拠出を受けた金銭その他の財産を充てて当該投資事業を行い、又は行おうとする者

a 次に掲げる数の合計数が49以下である場合における当該投資事業に係る投資事業有限責任組合契約及び有限責任事業組合契約(これらに類する外国の法令に基づく契約を含む。以下同じ)

(1) 当該投資事業として出資又は拠出された金銭その他の財産を充てて行う出資対象事業に係る契約その他の法律行為に基づく権利を有する適格機関投資家以外の者(当該投資事業を行い、又は行おうとする者を除く)の数

(2) 当該投資事業に係る投資事業有限責任組合契約又は有限責任事業組合契約(当該投資事業を行い、又は行おうとする者が金融商品取引業者等(投資運用業を行う者に限る)であるものを除く)に基づく権利を有する適格機関投資家以外の者の数

b 当該投資事業を行い、又は行おうとする者と当該投資事業として出資又は拠出をされた金銭その他の財産を充てて出資対象事業を行い、又は行おうとする者とが同一であり、かつ、次に掲げる数の合計が49以下である場合における当該投資事業に係る契約その他の法律行為

(1) 当該出資対象事業に係る契約その他の法律行為に基づく権利を有する適格機関投資家以外の者(当該投資事業を行い、又は行おうとする者を除く)の数

(2) 当該投資事業に係る契約その他の法律行為に基づく権利を有する適格機関投資家以外の者の数

図表6のとおり、適格機関投資家等特例業務との関係では、直接の相手方が適格機関投資家であっても、当該相手方の背後にいる実質的な利益の帰属主体が適格機関投資家には該当しない場合に、当該相手方を適格機関投資家に該当するものとは取り扱わずに規制の適用を判定する場合がある。もっとも、信託の受託者が相手方となる場合についての特例は設けられておらず、信託財産による取引については、受益者の属性などを考慮することなく、受託者の属性によって形式的に適格機関投資家等特例業務制度の適用の有無が判定される。

### 3 有価証券信託受益証券

上記二1で述べたとおり、有価証券信託受益証券に該当する信託の受益権については、規制上、当該信託の委託者や受託者ではなく、当該信託の信託財産である受託有価証券の

発行者が金商法上の「発行者」として取り扱われることに加えて、受託有価証券の性質に応じた開示規制が適用される場面がある。

## 五 株式信託に係る規制の適用関係に関する考察

### 1 問題意識

上記二で述べたとおり、株式と受益権とでは、開示規制や取得勧誘規制の適用関係が異なる。

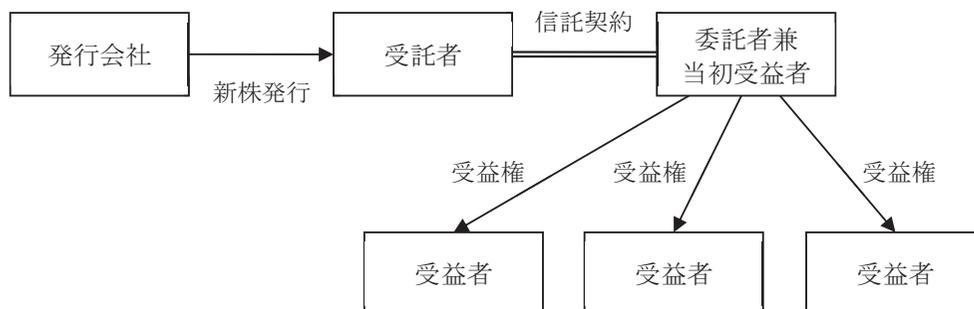
この点、上記四で見たとおり、開示規制や業規制に関して、取引の直接の相手方がビークルである場合において、法令上、ビークルの背後の権利者の属性や数を考慮して規制を適用することが定められている場面がある。もっとも、私募要件や金融商品取引業規制に関しては、法令上、ビークルの背後の要素を考慮して規制を適用する内容とはなっておらず、文言からは、専ら直接取引の対象となる商品・当事者を基準として規制が適用されるようにも思われる。

この原則に従うと、新たに発行される株式を信託の受託者が引き受ける場合、受益者の数が500名以上となる場合には信託の受益権に関して公衆縦覧の開示が求められることになるものの、そうでない場合には、受託者に対する株式の取得勧誘が形式的に私募に該当すると、株式についても受益権についても公衆縦覧の開示は不要となる<sup>14</sup>。また、株式信託の受益権の販売勧誘は、株式の販売勧誘が第一種金融商品取引業の対象となるのと異なり、第二種金融商品取引業の対象となる。

他方で、株式信託の内容にもよるものの、株主と株式信託の受益者にそれぞれ帰属する権利・利益は、実質的に近似する場面がある。そのため、株式と株式信託の受益権とで、規制の適用関係が異なることは、平仄がとれていないように思われる場合もあり得る。

以上の観点も踏まえ、図表7の想定スキームを前提として、受託者が株式を取得することに対する開示規制を中心に、株式信託に係る規制の適用関係のあり方や合理性について考察を行う。

図表 7 株式信託の想定スキーム



## 2 開示規制

### (1) 適格機関投資家私募

#### (a) 勧誘対象の捉え方

まず、新たに発行される株式を信託の受託者に取得させようとする場合、取得勧誘が有価証券の募集にあたるか、それとも有価証券の私募にあたるかを判定するにあたり、誰が取得勧誘の相手方となると捉えるべきか。この点、一義的には実際に勧誘を受ける者が取得勧誘の相手方となるものであり、信託によって株式を取得する場合も、少なくとも受託者が投資対象を自ら判断して運用を行う場合については、株式を取得する受託者が勧誘を受け、取得勧誘の相手方となることが一般的であるものと考えられる。

ここで、信託には特定金銭信託のように受託者以外の当事者が受託者に対して信託財産の運用方法について具体的な指図を行い、受託者は専らその指図に従って信託財産の運用を行う場合がある。このような場合において、(受託者に対する指図を行う権限を有する者(以下「指図権者」という)自体に対して取得勧誘がなされるのではなく)信託財産を対象とする取得勧誘がなされる場合、取得勧誘の相手方を株式を取得する受託者と捉えるべきか、それとも、指図権者と捉えるべきかが論点となる<sup>15</sup>。

この点、取得勧誘の相手方が適格機関投資家に限定される場合に有価証券の私募として取り扱われる趣旨については、「取得勧誘の対象者が適格機関投資家に限定される場合、適格機関投資家は有価証券に対する投資に係る専門的知識・経験を有し、独自に投資情報を入手し、分析することが期待できるため、一般投資者の場合と同様の開示規制による保護の必要性は小さいと考えられる」と説明されている<sup>16</sup>。この説明からは、投資判断を行

う者が独自に投資情報を入手し、分析するための専門的知識・経験を有しているかどうかを基準とすることが合理的と思われる。

そして、指図権者の定めのある信託について、能見善久教授は、指図権者の指図に従って信託事務を行うかどうかは、受託者の義務の内容の問題であると位置づけた上で、「受託者としてはそれ（筆者注：指図権者の指図）に従う義務があり、それに従っていれば、原則として責任は生じない」と論じている<sup>17</sup>。そのため、発行会社は、新たに発行する株式を指図権者の定めのある信託の受託者に取得させようとする場合、指図権者にそのような指図をさせることが必要となり、従って実質的な勧誘対象は受託者ではなく指図権者となると考えられる。

また、開示ガイドライン 2-5②では、「一般投資者との投資一任契約に基づいて、有価証券を取得し、又は買い付けようとする金融商品取引業者（投資運用業を行う者に限る）」について、相手方が適格機関投資家には該当しないものとして取り扱うものとされている（図表 4 参照）。このことは、投資一任契約に基づき金融商品取引業者が顧客から投資権限の委任を受けて有価証券の取得に係る取引を行う場合、取引の効果は顧客に帰属するにもかかわらず、原則として顧客ではなく金融商品取引業者を勧誘対象として取り扱う（その上で、例外的に顧客が一般投資者である場合には、適格機関投資家には該当しないものとして取り扱う）ことを意味していると考えられる。このような開示ガイドラインの規定は、誰に取引の効果が帰属するか（誰が有価証券を取得することになるか）ではなく、誰が有価証券を取得する判断を行うかを基準に勧誘対象を判定する考え方によるものと理解することができる。

以上を踏まえると、特定金銭信託のような指図権者の定めのある株式信託において新たに発行される株式を取得する場合については、受託者ではなく指図権者を取得勧誘の相手方として開示規制の適用関係が判定されると解すべきものと考えられる<sup>18</sup>。そのため、そのような信託においては、受託者が信託銀行であって適格機関投資家に該当するとしても、指図権者（特定金銭信託の場合は委託者）が一般投資者である場合には、適格機関投資家私募の対象にはならないものと解すべきものと考えられる<sup>19</sup>。もっとも、指図の内容は信託ごとに区々であり<sup>20</sup>、どの程度、取引を特定して指図を行った場合に指図権者が取得勧誘の相手方と評価されるかは個別的な事情を踏まえた検討が必要となる。

さらに、以上の考え方を前提に、受益者以外の者が指図権者となる場合において、指図

権者が適格機関投資家であるものの、受益者が一般投資者であり、信託契約上、受益者に対して信託財産である株式が交付される可能性がある場合、株式の取得勧誘の相手方について、指図権者を基準に適格機関投資家と取り扱うことができるか、それとも、開示ガイドライン 2-5 ①の考え方を踏まえて、受益者を基準に一般投資者と取り扱うべきかが論点となる。この点については、開示ガイドライン 2-5 ①の適用に関して、投資判断を受託者が行うか指図権者を行うかによって結論を異にする理由は見出しがたいように思われるため、取得勧誘の相手方を一般投資者と取り扱うことが整合的な解釈であるように思われる。

#### (b) 受益者に対する株式の交付可能性

前述のとおり、開示ガイドライン 2-5 ①は、一定の場合に適格機関投資家である受託者が有価証券を取得する場合<sup>21</sup>であっても、取得勧誘の相手方を一般投資者として取り扱うことを定めている<sup>22</sup>。ここでは、「一般投資者に有価証券が交付されるおそれのある信託の契約」に基づく有価証券の取得のみが対象とされており、一般投資者への有価証券の交付可能性が要素とされている。この点に関して、信託財産である株式の経済的なりスク・リターンや実質的な権限が受益者に帰属するものの、株式のままの交付が想定されない場合に、実質的な投資家保護の観点から受託者の適格機関投資家性を否定する必要はないかが論点となる。

この論点については、2つの異なる観点からの問題意識が生じる。1点目は、一般投資者への有価証券の交付可能性を要件とする必要があるのかという点であり、2点目は、有価証券の交付可能性にかかわらず受益者に信託財産である株式と同様の権利・権限が付与される場合に受益者の属性を考慮する必要がないのかという点である。

まず、1点目の問題意識について、そもそも開示ガイドライン 2-5 ①が受益者に対する株式の交付可能性を要素としている趣旨は明確ではないように思われる。すなわち、受益者の保護を考慮するとしても適格機関投資家私募により発行された株式について、実際に信託の受託者から一般投資者である受益者その他の者に対して譲渡される時点において、必要に応じて開示規制により求められる手続を履践すれば足りるのではないかとも思われる。また、適格機関投資家私募の要件として適格機関投資家以外への転売制限が要件とされており（株式の場合、金商法施行令1条の4第1号ハ）<sup>23</sup>、一般投資者である受益者に対する株式の交付可能性が認められる場合に受託者の適格機関投資家性を否定すること

は、二重の制限を付すものとの評価もあり得るように思われる。さらに、一般に適格機関投資家である投資家Aが、一般投資者である第三者と将来、株式を譲渡する合意をした上で、適格機関投資家私募に応じて当該株式を取得したとしても、Aの適格機関投資家性が否定されるものではないと解されるところ、信託の場合に限って受益者に株式が交付される可能性があることを理由に受託者の適格機関投資家性を否定する合理性は見出しがたいように思われる。以上を踏まえると、開示ガイドライン2-5①が受託者の適格機関投資家性を否定する要素として受益者に対する株式の交付可能性を含めていることは、必ずしもその合理性が自明とはいえないものと思われる。

次に、2点目の問題意識に関連して、開示ガイドライン2-5⑥では「取得し、又は買い付けようとする有価証券の権利と実質的に同一の内容の権利を表示する資産対応証券を発行し、一般投資者に取得させようとする特定目的会社」の適格機関投資家性が否定されることとされている（図表4参照）。このように、開示ガイドライン2-5⑥は、特定目的会社（資産の流動化に関する法律2条3項）が有価証券を取得する場面について、一般投資者への交付可能性を要素とすることなく、一方で、一般投資者が「有価証券の権利と実質的に同一の内容の権利」を取得することを要素としている。この点、特定目的会社は、資産流動化（証券化）において対象資産を保有する法人形態のビークルとして位置づけられるものであるところ、信託は資産流動化における（信託形態の）ビークルとして利用されることも少なくない。そのように利用実態として共通する面を有する特定目的会社と信託とを平行に捉えて、信託についても開示ガイドライン2-5⑥を準用し、（一般投資者である受益者への有価証券の交付可能性が認められない場合でも）一般投資者である受益者が「有価証券の権利と実質的に同一の内容の権利」を取得する場合には受託者の適格機関投資家性を否定するという考え方も成り立ち得るものと思われる<sup>24</sup>。

ここで、上記四で述べたとおり、立法例としては、自己信託会社制度や適格機関投資家等特例業務制度において、直接の相手方の属性だけでなく、その背後の投資家の属性も考慮して規制を適用することが明文で定められている例も存在する。このことは、金融規制の適用にあたって背後の投資家の属性も考慮すべきことがあり得ることを示すものとして信託に開示ガイドライン2-5⑥を準用することを肯定する方向に働く一方で、そのような実質的な解釈を行うためには明文の規定が必要であり、（下記（d）で後述するとおり、法令ではないガイドラインで定めることの当否も論点になるとして）明文の規定がない以

上、信託について受益者の権利の実質的な同一性を理由に適格機関投資家性を否定することはできないという考え方の根拠にもなると考えられる。

なお、信託法9条は「法令によりある財産権を享有することができない者は、その権利を有するのと同じ利益を受益者として享受することができない」という脱法信託の禁止の規律を定めている。そのため、開示規制を潜脱する目的で組成された株式信託については、同条に抵触するものとしてその効力が否定される可能性もあると考えられる<sup>25</sup>。この点については、当初から潜脱目的で信託が設定された場合のほか、当初は受益者が適格機関投資家であったものの、受益権が一般投資者に譲渡された場合についても、同条の規律により信託の効力が制限される可能性があると考えられる。

### (c) 信託財産に含まれる財産

開示ガイドライン2-5①においては、信託財産の内容にかかわらず「一般投資者に有価証券が交付されるおそれのある信託の契約」に基づく有価証券の取得が対象とされている。そのため、文理上は、例えば、信託財産に複数の銘柄の株式が含まれていたり、株式以外の資産が含まれていたりする場合であっても、開示ガイドライン2-5①の対象となると解するのが自然な解釈であると思われる。

これに対して、組合や投資事業有限責任組合に関して定める開示ガイドライン2-5④及び⑤において、「適格機関投資家以外の組合員に現物配当することを目的として、特定の有価証券の取得のみのために組成された」場合を対象に適格機関投資家性が否定されることとされており（図表4参照）、特定の有価証券を取得し、組合員に現物配当する目的であることが要素となっている。

この点、上記のように開示ガイドライン2-5①と④及び⑤とで異なる規律となっている理由は明確ではない。もっとも、運用財産を対象となる有価証券とする場合だけを例外的な取扱いの対象とするか、それとも、対象となる有価証券が含まれていれば運用財産の内容を問わず例外的な取扱いの対象とするかという点について、信託と組合とで結論を異にする合理性は見出しがたいように思われる。そのため、信託に関する開示ガイドライン2-5①についても、その対象範囲を限定的に解釈して、一般投資者である受益者に交付することを目的として、特定の有価証券の取得のみのために設定された場合に限り、受託者の適格機関投資家性を否定することもあり得るのではないかと考えられる。このような考

え方をとる場合には、信託契約上、一般投資者である受益者に対して適格機関投資家私募により取得した株式が交付される可能性がある場合であっても、例えば、信託財産によって当該株式以外の資産に対しても投資を行う場合や、例外的な場面において当該株式が受益者に交付される可能性があるだけであって受益者に当該株式を交付することが意図されているわけではない場合には、取得勧誘の相手方が一般投資者となるとは取り扱われないものと考えられる。

#### (d) 罪刑法定主義との関係

ここまで、開示ガイドライン 2-5 ①よりも広く受託者の適格機関投資家性を否定することを認める可能性や、逆に開示ガイドライン 2-5 ①の適用範囲を形式的な文言よりも限定的に解釈する可能性について検討してきた。

ここで、信託の受託者を適格機関投資家として取り扱う場面を限定的に解釈することは、背後にいる一般投資者に不相当な有価証券やそのリスクが帰属することを防止するものとして、一般投資者の保護に資する面があると評価できる。一方で、適格機関投資家であると発行者の側が取り扱った勧誘対象が、実際には一般投資者であった場合には<sup>26</sup>、結果として金商法 4 条 1 項に違反する届出前勧誘として取り扱われることになり得る。そして、この場合、発行者等には刑事罰（金商法 197 条の 2 第 1 号）や課徴金（金商法 172 条 1 項）が課せられる可能性があることになる。このような刑事罰や行政罰による不利益の場面については、罪刑法定主義の観点からあくまでも法令に明確に行為が定められ、その文理解釈により対象が定まることが求められていると考えられる。

この点、そもそも金商法及びその指定を受けた政令・内閣府令には、直接の相手方ではなくその背後の投資家を取得勧誘の相手方と捉える規定は設けられていない<sup>27</sup>。そのため、開示ガイドライン 2-5 を形式的に適用することは法令の解釈として（一般の当事者の行為を制限する方向で）広すぎ、個別的な事情も踏まえて明らかに潜脱的な場面のみ開示ガイドライン 2-5 を適用すべきではないかとも思われる。

以上を踏まえると、信託への適用を含めて開示ガイドライン 2-5 については、実務対応上、投資家・顧客保護の観点から、行為規範としては保守的に捉えることが望ましい場面もあり得ることは否定しないが、少なくとも金商法違反の疑義が生じた行為に対する刑事罰・行政処分の適用に際しての評価規範としては制限的に適用すべきと考える。

## (e) 小括

以上のとおり、株式信託において受託者が新たに発行される株式を取得する場面において、信託財産を対象とする取得勧誘がなされる場合に、規制上、取得勧誘の相手方が適格機関投資家と取り扱われるかどうかは、開示ガイドライン 2-5 ①の適用関係を含めて、難解な論点となる。ここで、受託者を信託銀行、委託者兼受益者を一般投資者とする一般的な金銭の信託（特定信託と指定信託）において受託者が新たに発行される株式を取得する場面が、適格機関投資家に対する取得勧誘と取り扱われるか、一般投資者に対する取得勧誘と取り扱われるかを概括的にまとめると、図表8のように整理できる。

図表8 受託者を信託銀行、委託者兼受益者を一般投資者とする金銭の信託に対する取得勧誘の取扱い

	特定信託	指定信託
金銭信託	一般投資者扱い (取得勧誘の相手方が一般投資者である指 図権者)	適格機関投資家扱い ※潜脱的な事例については開示ガイドライ ン 2-5 ⑥の類推により一般投資者扱いとな る可能性がある。
金外信託	一般投資者扱い (取得勧誘の相手方が一般投資者である指 図権者)	一般投資者扱い (開示ガイドライン 2-5 ①) ※開示ガイドライン 2-5 ①の対象となるの は潜脱的な事例に限られると解釈できる可 能性がある。

## (2) 少人数私募

前述のとおり、適格機関投資家私募と異なり、少人数私募との関係については開示ガイドライン 2-5 のような特段の定めは法令や開示ガイドラインに設けられていない。そのため、株式信託の信託契約上、複数の受益者に信託財産である株式が交付される可能性がある場合でも、株式の取得勧誘について信託の受託者の頭数を基準に少人数私募に該当するかの判定をすることになるものと考えられる<sup>28</sup>。

この点、このような取扱いは、適格機関投資家私募について受益者の属性を踏まえて規制の適用関係を判定する場合があることと平仄がとれていないようにも思われる。

もっとも、取得勧誘の相手方が少人数の場合を有価証券の私募と取り扱う趣旨は、「取得勧誘の相手方が少人数の場合には、そもそも、当該有価証券の発行規模は小さく、また、

これらの者は、投資判断に必要な情報をその有価証券の発行者から直接入手することが容易であると考えられることから、このような場合については、投資判断に必要と考えられる情報を広く市場に開示することを法令によって義務付ける必要性は低いものと考えられるため」であると説明されている<sup>29</sup>。そして、信託の受託者が新たに発行される株式を取得しようとする場合には、受益者が多数の場合であったとしても、有価証券の発行規模や「取得勧誘の相手方が少人数であることにより投資判断に必要な情報をその有価証券の発行者から直接入手することが容易である」という状況に変わりはない（この場合、受託者が発行者から情報を取得した上で、受益者に提供することができる）ものと考えられる。

そのため、少人数私募との関係については、受益者の属性や人数を考慮することなく規制の適用関係を判定することにも固有の合理性が認められ、必ずしも適格機関投資家私募に関する取扱いと矛盾が生じるものではないと解することも可能であると考えられる<sup>30</sup>。

### 3 取得勧誘規制

上記二 2 で述べたとおり、投資家に対して発行会社以外の者が株式の取得勧誘を行うことは第一種金融商品取引業に該当する一方で、株式を信託に取得させた上で投資家に対してその信託の受益権の取得勧誘を行うことは第二種金融商品取引業に該当する。また、投資家が委託者兼当初受益者となる場合、当該投資家に受益権を取得させることは基本的に金融商品取引業の対象とはならないが、信託契約の締結に関して受託者に信託業の規制が適用されることで、業規制による委託者兼受益者の保護が図られることになる。

そして、信託財産が株式の場合であっても、金商法上、（有価証券投資事業権利等や有価証券信託受益証券として取り扱われることはあるとしても）業規制について特例が設けられているものではなく、特別の取扱いをすることに言及するガイドラインなども存在しない。そのため、条文の文言どおり、信託財産の属性にかかわらず、株式信託の受益権を取り扱うことについてもその他の受益権と同様に業規制が適用されるものと考えられる。

この点、株式と株式信託の受益権とでは、経済的な権利が実質的に近似する場合があり、業規制の適用関係が異なることは平仄がとれていないとも思われる。しかしながら、一般論として株式と受益権とではその形式的な流動性に差異がある。また、株式信託においては、信託法や信託業法（兼営法）により受益者に対して善管注意義務などの義務を負う受

託者が、一種のゲートキーパーとして役割を果たしている。このように、（仮に経済的な条件が近似する場合であっても）株主と株式信託の受益者として権利内容や規制の適用状況に異なる面もあり、業規制の適用に際して別異に取り扱うことが不合理とまではいえないものと考えられる。

## 六 終わりに

信託には、信託財産の形式的な帰属主体（受託者）と実質的な帰属主体（受益者）とが分離するという特性があり、また、信託財産に関する投資運用の判断を受託者が担う場合と指図権者が担う場合とがある。このような複雑な当事者関係などに起因して、ここまで見てきたとおり、開示規制や取得勧誘規制の適用関係が難解なものとなっている。同時に、株式と株式信託の受益権として経済的な権利が実質的に近似する場合があることや、信託と投資一任、組合又は特定目的会社を用いた場合とで受益者その他の最終的な権利者の権利関係が実質的に近似する場合があることも踏まえて、“same business, same risk, same rules”の発想の下で規制を設計し、解釈することが適切であると考ええる。

信託の活用可能性をより高めていくためにも、株式信託における規制の適用関係について、解釈論・立法論が進展し、バランスがよく、かつ、明快な規制体系となっていくことを期待したい。

〔注〕

- 1 「有価証券」という概念は法令ごとにその意味内容が異なる概念であるが、本稿では金商法上の有価証券（有価証券とみなされる権利を含む）を意味するものとして「有価証券」の用語を用いる。
- 2 本稿では受益証券発行信託（信託法 185 条 3 項）ではない信託の受益権であって、かつ、電子記録移転権利（金商法 2 条 3 項柱書）に該当しないもののみを検討の対象とする。
- 3 その信託財産に属する資産の価額の総額の 100 分の 50 を超える額を有価証券に対する投資に充てて運用を行う信託の受益権（一定の類型のものを除く）（金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という）2 条の 10 第 1 項 1 号）
- 4 信託業法施行令 2 条各号に掲げる者以外の者である場合に限る。
- 5 信託契約が一個の信託約款に基づくものであって、当該信託契約に係る信託財産の管理又は処分が、当該信託約款に基づいて受託者が他の委託者との間に締結する信託契約に係る信託財産の管理又は処分と合同して行われる信託（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）6 条の規定により元本の補填の契約のある金銭信託を除く）に係るものを除く。
- 6 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール 1〔第 2 版〕』（商事法務、2018 年）323 頁〔谷口義幸＝峯岸健太郎〕
- 7 三井秀範＝池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答金融商品取引法〔改訂版〕』（商事法務、2008 年）153 頁
- 8 信託の受益権について、一般的に流動性が乏しいことからその情報を公衆縦覧を通じて広く開示する必要性が乏しいため、原則として開示規制を適用しないこととされていることとの関係も明確とはいえない。
- 9 一定の範囲の商品投資を目的とする信託の受益権（信託型商品ファンド持分）に該当するものについては、自己募集が金融商品取引業（第二種金融商品取引業）に該当する（金商法 2 条 8 項 7 号ト、金商法施行令 1 条の 9 の 2 第 1 号）。
- 10 第一項有価証券に関する有価証券の私募の類型の中には、主にプロ向け市場での取引を念頭に置いた特定投資家私募も存在するが、本稿の検討では捨象する。
- 11 受託者が信託銀行である場合は適格機関投資家に該当することとなり（定義府令 10 条 1 項 4 号）、運用型信託会社である場合は金融庁長官への届出を行うことにより適格機関投資家となることができる（同項 21 号）。
- 12 なお、後述するとおり、開示ガイドライン 2-5 は信託、投資一任、組合、特定目的会社といった類型毎に要件が区々であるが、要件が区々となっている根拠は明らかではなく、全体的に考え方が整合的なものとなっているのか、必ずしも明確ではないと思われる。
- 13 特定目的会社及び事業内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体をいう（金商法等府令 33 条 2 項）。
- 14 但し、適格機関投資家私募により株式を発行する場合には、取得勧誘の相手方が適格機関投資家である限り、人数を問わず有価証券の私募と取り扱われるのに対して、受益権については受益者の全員が適格機関投資家であったとしても、その人数が 500 名以上となる場合には、有価証券の募集と

取り扱われることになるため、常に株式（第一項有価証券）の方が受益権（第二項有価証券）よりも開示規制の適用が緩やかというわけではない。

- 15 上記三 1 で述べたとおり、開示ガイドライン 2-5 は、信託契約に基づいて有価証券を取得する場面などについて、客観的な状況ではなく勧誘者の主観を基準として適格機関投資家性の判断を行う内容となっている。同様の考え方から、以下で検討する内容についても、指図権者の存否など信託に関する事項を勧誘者が認識していることを前提とし、そうでない場合には勧誘者の認識している状況を下に規制の適用関係を判断すべきものと考えられる。
- 16 神田＝黒沼＝松尾編著・前掲注 6・94 頁〔谷口義幸〕
- 17 能見善久編『信託の実務と理論』（有斐閣、2009 年）13 頁〔能見善久〕。但し、指図の内容が不当であることを受託者が認識し、又は認識し得た場合には、例外的に受託者が指図権者の指図に従って信託事務を行った結果、信託財産に生じた損失について責任を負うこととなり、受託者は当該指図を拒絶するなどの義務を負う場合があると考えられる（西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全〔全訂版〕（下）』628 頁）。
- 18 なお、そのような株式信託においては、そもそも勧誘行為が指図権者に対してのみ行われ、受託者は取得勧誘に関するやり取りに関与しないことも多いと思われる。
- 19 指図権者の定めのある株式信託において、指図権者が適格機関投資家であるものの、受託者が一般投資者である場合の取扱いが論点となる。この場合、開示ガイドライン 2-5 ②を参考に、株式の帰属主体である受託者が一般投資者であることから、取得勧誘の相手方を一般投資者とすると取り扱うことが整合的であるように思われるが、信託の性質上、受託者が株式の実質的な帰属主体とはならないことから開示ガイドライン 2-5 ②の場面とは別異に取り扱う余地もあるのではないかとと思われる。もっとも、いずれにしてもこの点が論点となるのは、受託者が管理型信託会社や届出を行っていない運用型信託会社である場合（定義府令 10 条 1 項 21 号参照）などに限定される。
- 20 例えば、投資対象について具体的な単一の銘柄まで特定して指図をするのではなく、一定の種類や条件を特定して指図を行ったり、複数の銘柄を特定して指図をした上でそのうちのいずれに投資をするのかは受託者の裁量に委ねたりすることなども考えられる。
- 21 上記（a）の整理を前提とすると、開示ガイドライン 2-5 ①の直接の対象は、信託財産の運用に関して指図権者が定められておらず、受託者が自らの判断により株式の取得を行う信託に限られることになると考えられる。なお、委託者と投資一任契約を締結した金融商品取引業者が信託財産の投資運用に関して受託者に対する指図権を有し、取得勧誘を受ける場合などは、開示ガイドライン 2-5 ②の対象場面になると考えられる。
- 22 上記三 1 で述べたとおり、客観的には開示ガイドライン 2-5 ①に該当する場合であっても、勧誘者の主観により受託者を基準に適格機関投資家に該当するかどうか判断される場合があり得る。この場合、実質的な投資者である受益者の保護は、投資運用に関する受託者の善管注意義務などによって担保されるべきものと考えられる。但し、具体的な状況によっては、勧誘者からの委託を受けて受託者が受益者や指図権者に対する取得勧誘を行っているものと評価されて、開示規制や業規制が適用される可能性もあり得よう。

- 23 なお、一般投資者が適格機関投資家私募により発行された株式を取得することについては、その取得時点において投資判断に必要な情報が開示されることが制度上、担保されていないことに加えて、その後一般投資者が投下資本の回収のために取得した株式を売却しようとする場面においても売却の当否についての判断のために必要な情報の開示がなされていないままとする可能性があることが論点となり得る。このようにいったん取得した株式について売却する場面（イグジット）があることを踏まえると、投資判断を要しない態様で一般投資者が株式を取得する場面においても、直ちに適格機関投資家私募による転売制限を考慮しないでよいということにはならないと考えられる。
- 24 この点、資産流動化と並ぶ資産金融型の金融取引であるファンドにおいてピークルとして利用される組合や投資事業有限責任組合については、下記（c）で後述のとおり、開示ガイドライン2-5④及び⑤において、「適格機関投資家以外の組合員に現物配当することを目的として、特定の有価証券の取得のみのために組成された」場合を対象に適格機関投資家性が否定されることとされており、信託とも特定目的会社とも異なる規律となっている。
- 25 なお、脱法信託に該当した場合の私法上の効果については、信託自体が無効になるという見解（新井誠『信託法〔第4版〕』（有斐閣、2014年）179頁）と（特定の者が法令に違反してある財産権を享有する行為をした場合において、当該行為の私法上の効力までもが否定されるものでないときには）信託の私法上の効力までもが否定されるものではないという見解（寺本昌広『逐条解説新しい信託法〔補訂版〕』（商事法務、2008年）54頁）に分かれている。後者の見解に関しては、信託に基づく受益権の享受が信託法9条と抵触する限度で否定されることになり、このように受益権を制限することによって、信託本来の目的が達成できなくなるのであれば信託そのものの効力が失われると説明されている（道垣内弘人編『条解信託法』（弘文堂、2017年）60頁〔大村敦志〕）。
- 26 上記三1で述べたとおり、開示ガイドライン2-5の適用は勧誘者の主観を基準とされているが、発行者が事実関係を認識した上で、開示ガイドライン2-5の適用を誤って一般投資者となるべき勧誘対象を適格機関投資家と取り扱った場合には、規制違反と評価され得ると考えられる。
- 27 開示ガイドライン自体は立法手続によって制定される法令ではなく、あくまでも「法令の適用に当たり、留意すべき事項（制定・発出時点において最適と考えられる法令等の解釈・運用の基準）及び審査・処分の基準・目安等を示したもの」（開示ガイドライン1-1-1）として金融庁が制定したものに過ぎない。
- 28 適格機関投資家私募に関して上記（1）（a）で検討したような勧誘対象の捉え方は、理論的には少数人数私募との関係でも同様に論点になるものと思われる。そして、仮に委託者が複数となる信託において、各委託者がそれぞれ自らの持分に相当する信託財産の運用方法について指図を行うような場合に、各委託者に対して取得勧誘が行われた場合には、指図権者である委託者の人数を基準に少数人数私募の要件の判定を行うことが合理的であるように思われる。もっとも、実務的に信託財産の運用に関する指図権者が複数名となることは想定されにくいように思われるため、受託者と指図権者のいずれを基準としてもその人数は1名となることが通常であると思われる。
- 29 神田＝黒沼＝松尾編著・前掲注6・98頁〔谷口義幸〕。なお、実務上、少数人数私募により発行規模の大きな株式発行がなされることもあり得るところ、あくまでも一般論として少数人数私募の場合は有

価証券の募集の場合と比べて発行規模が小さい可能性が高いことを理由としたものと考えられる。

- 30 なお、少人数私募の要件として一括譲渡以外の譲渡を禁止することが求められる場合があり、このことにより受託者が少人数私募により取得した有価証券について多数の受益者へ交付される事態は生じにくいと評価できる。もっとも、株式など一括譲渡以外の譲渡を禁止することが少人数私募の要件とされていない場合があるほか、適格機関投資家私募についても、約定によって適格機関投資家以外の者への譲渡を禁止することが要件とされており、この点のみをもって少人数私募に関して受益者の属性・人数を考慮しないでよいと整理することは難しいように思われる。

# 公開買付制度・大量保有報告制度と信託

水 野 大

## 目 次

0. はじめに
1. 公開買付制度
  - (1) 株券等所有割合の計算
  - (2) 固有財産及び他の信託財産に属する株券等の合算
  - (3) 別途買付けの禁止
2. 大量保有報告制度
  - (1) 株券等保有割合の計算
  - (2) 固有財産及び他の信託財産に属する株券等の合算
3. 最後に

## 法令略称

株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令：大量保有報告府令

金融機関の信託業務の兼営等に関する法律：兼営法

金融商品取引業等に関する内閣府令：業府令

金融商品取引法：金商法

金融商品取引法施行令：金商法施行令

株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令：大量保有報告府令

私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律：独占禁止法

発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令：公開買付府令

## 0. はじめに

兼営法1条1項に定める認可を受けて信託業を営む金融機関（以下「信託兼営金融機関」という。）が複数の委託者（顧客）と信託契約（委託者指図型投資信託に係る信託契約を含む。）を締結し、それぞれの信託財産において同一銘柄の上場株式を取得、保有することは珍しいことではない。また、同時に、その銘柄を、当該信託兼営金融機関（や当該信託兼営金融機関のグループ会社）が固有財産で取得、保有することも珍しいことではない。この場合、当該信託兼営金融機関（や当該信託兼営金融機関のグループ会社）においては、金商法上の公開買付規制（金商法27条の2以下）及び大量保有報告規制（金商法27条の23以下）に留意する必要がある<sup>1</sup>。

上記のような場面は、受託者が信託兼営金融機関以外の者（例えば、信託業法上の信託会社）であるときも生じ得るが、本稿では、信託兼営金融機関が受託者である場合を念頭に置き、公開買付規制及び大量保有報告規制の具体的ルールを概観しつつ、実務上の重要論点について検討を行う。

本稿で採り上げる論点の一部については、小出卓哉「信託と公開買付規制・大量保有報告規制」『金融商品取引法と信託規制』（平成29年10月、トラスト未来フォーラム研究叢書）207頁以下において検討が行われており、本稿においてその検討内容を適宜引用している。

## 1. 公開買付制度

信託を離れた一般論として、公開買付規制は、株券等を多数の者から取得しようとする者がいる場合に当該株券等の全ての所有者に対して同一条件での売付けの機会を提供すること（合わせて売付けの判断に必要な情報開示をすること）などを目的とする規制であり、買付者の取得によって取得後の株券等所有割合（金商法27条の2第8項）が一定の値を超える場合には公開買付けが義務づけられる場合がある<sup>2</sup>。

信託兼営金融機関が（信託財産の計算であれ固有財産の計算であれ）上場株式を購入す

る場合又は当該信託兼営金融機関のグループ会社が上場株式を購入する場合、その取得によって取得後の株券等所有割合（金商法 27 条の 2 第 8 項）が一定の値を超える場合には公開買付けが必要になり得ることから、公開買付けの要否との関係で、信託兼営金融機関が受託者である信託の信託財産及び信託兼営金融機関の固有財産に属する同一銘柄に関して、株券等所有割合をどのように計算すべきかが問題になる。

## （１）株券等所有割合の計算

公開買付けの要否との関係で株券等所有割合を計算する場合、その計算方法の概要は以下の数式で表すことができる<sup>3</sup>。

$$\text{株券等所有割合} = (a + b) / (c + d)$$

a：買付者が買付け後に所有する株券等に係る議決権数

b：特別関係者が買付け後に所有する株券等に係る議決権数

c：当該株券等の発行者の総議決権数

d：買付者及び特別関係者が所有する株券等に係る議決権数（cに含まれるものを除く。）

信託兼営金融機関が（信託財産の計算であれ固有財産の計算であれ）上場株式の買付けを行う場合又は当該信託兼営金融機関のグループ会社が上場株式を購入する場合、信託財産に属する当該株式は、原則として信託兼営金融機関の「所有に係る当該株券等」（金商法 27 条の 2 第 8 項 1 号）として株券等所有割合に算入される（上記数式における「a：買付者が買付け後に所有する株券等に係る議決権数」又は「b：特別関係者が買付け後に所有する株券等に係る議決権数」に含まれる）。

但し、信託兼営金融機関（公開買付府令 7 条 1 項 1 号の語は「信託業を営む者」であり、信託兼営金融機関のみならず、信託会社も含まれる。）が信託財産として所有する株券等に関しては、特別のルールが定められている。具体的には、以下の①又は②の場合を除き、信託兼営金融機関が信託財産として所有する株券等は、株券等所有割合に算入されないことになっている（公開買付府令 7 条 1 項 1 号）。

- ① 「金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主・・・としての議決権・・・を行使することができる権限又は当該議決権の行使について指図を行うことができる権限を有する場合」(金商法施行令7条1項2号)(議決権行使権限)
- ② 「投資一任契約・・・その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資するのに必要な権限を有する場合」(金商法施行令7条1項3号)(投資権限)

上記①に関しては、後に述べる大量保有報告規制(株券等保有割合(金商法27条の23第4項))と異なり(大量保有報告府令4条1号、金商法27条の23第3項1号参照)、事業支配目的の有無は問わず、信託兼営金融機関が議決権行使権限を有する場合は信託兼営金融機関の「所有に係る当該株券等」(金商法27条の2第8項1号)として株券等所有割合に算入される。例えば、信託兼営金融機関が受託者である信託の信託契約において、信託財産に属する株式に係る議決権は受託者がその裁量によって行使する旨が定められている場合、当該株式は、当該信託兼営金融機関の「所有に係る当該株券等」(金商法27条の2第8項1号)として株券等所有割合に算入される。

上記②に関しては、後に述べる大量保有報告規制における株券等保有割合(金商法27条の23第4項)の計算と同じルールである。例えば、信託兼営金融機関が受託者である信託の信託契約において、信託財産に属する金銭の運用を受託者がその裁量によって行う旨が定められている場合、信託財産に属する株式は、当該信託兼営金融機関の株券等所有割合に算入される。いわゆる投資権限に関する論点は、株券等保有割合(金商法27条の23第4項)の計算の箇所を検討する。

## (2) 固有財産及び他の信託財産に属する株券等の合算

### (a) 一般的な条文解釈

上記(1)のとおり、信託兼営金融機関が信託財産として所有する株券等に関しては、受託者たる信託兼営金融機関が①議決権行使権限又は②投資権限を有する場合、株券等所有割合に算入される。この場合、株券等所有割合の計算に際しては、信託兼営金融機関の固有財産に属する株式及び信託兼営金融機関が受託者となっている他の信託財産に属する

株式を合算すべきであると一般的に解されている。金商法 27 条の 2 第 8 項 1 号、公開買付府令 7 条 1 項 1 号などの文言からは、そのような結論が自然である。信託財産ごとに非清算店頭デリバティブ取引における変動証拠金を算出すべきことを定める業府令 123 条 1 項 21 号の 10 ホの文言との対比からも、以上のような結論が裏付けられる。

ただ、以下に詳述するとおり、公開買付規制の趣旨に照らすと、信託兼営金融機関の株券等所有割合の計算に際して固有財産や各信託財産に属する株券等を合算するのが適当であるのかは疑問である<sup>4</sup>。解釈論のレベルでは、条文の文言（から自然に導かれる解釈）を無視することができない以上、株券等所有割合の計算に際して固有財産や各信託財産に属する株券等を合算するという結論が動かしがたいとしても、立法論としては、以下の点が多分に斟酌されるべきであると思われる。

#### **(b) 公開買付規制の趣旨に照らした検討**

公開買付規制の趣旨として、(i) 5%基準との関係で、株券等を多数の者から取得しようとする者がいる場合に当該株券等の全ての所有者に対して同一条件での売付けの機会を提供すること（合わせて売付けの判断に必要な情報開示をすること）が挙げられ、また、(ii) 3分の1ルールとの関係で、支配権プレミアムの独占的享受の防止が挙げられている<sup>5</sup>。

ここで、5%基準とは、金商法 27 条の 2 第 1 項 1 号が定めるとおり、取引所金融商品市場外における株券等の買付け等で、買付け等の後における株券等所有割合が5%を超える場合は、著しく少数の者から買付け等を行うとき（金融商品取引法施行令 6 条の 2 第 3 項）を除き、当該買付け等を公開買付けによって行われなければならないルールを指す。また、3分の1ルールとは、取引所金融商品市場外における株券等の買付け等により、買付け等の後における株券等所有割合が3分の1を超える場合は、当該買付け等を公開買付けによって行われなければならないルールを指す。以下、それぞれの趣旨に即して検討を行う。

##### **(i) 5%基準**

5%基準との趣旨との関係では、株券等を多数の者から取得しようとする者がいる場合に当該株券等の全ての所有者に対して同一条件での売付けの機会を提供すべきか否かが問題になるところ、固有財産と各信託財産に関しては、通常、共通の投資方針、投資判断で

株券等を取得するわけではないことから、固有財産と各信託財産を合算して株券等所有割合を計算する必要はないと思われる。例えば、信託兼営金融機関の固有財産における株券等の取得に関しては、信託兼営金融機関の経営判断として、取締役会その他の機関で取得の判断がなされるのに対し（この場合における取締役の判断は法人としての信託兼営金融機関に対する善管注意義務（会社法 330 条及び民法 644 条）及び忠実義務（会社法 355 条）に基づいて行われるのに対し）、信託財産での株券等の取得（受託者としての投資権限の行使）に関しては各信託契約で定められた運用方針の範囲内で受益者に対する善管注意義務（信託法 29 条 2 項及び兼営法 2 条 1 項が準用する信託業法 28 条 2 項）及び忠実義務（信託法 30 条及び兼営法 2 条 1 項が準用する信託業法 28 条 1 項）に基づき取得の判断がなされることになる。このように投資判断が別の基準に基づき、かつ、異なる者に対する善管注意義務等に基づき、別個に行われるのであれば、取得の主体が同一法人であるという形式的な面のみに着目して、株券等の全ての所有者に対して同一条件での売付けの機会を提供すべき理由はないと考えられる。もし固有財産と各信託財産の間で共通の投資方針が採用されたり共通の投資判断が行われたりする場合は、相互を、いわゆる実質的特別関係者（金商法 27 条の 2 第 7 項 2 号）と評価して株券等所有割合を合算することが可能であり、かつ、結論としてはその方が合理的であると考えられる。

## (ii) 3分の1ルール

### (ア) 総論

3分の1ルールの趣旨である支配権プレミアムの独占的享受の防止との関係では、固有財産と各信託財産において共通の行使方針に基づいて株券等に係る議決権が行使されるのでなければ固有財産と各信託財産に属する株式を合算して支配権を獲得したか否かを判断することが適当でないところ（別の基準で別個に行使されるのであればそれらを合算して「支配権」を得たと評価するのが困難であるため）、固有財産と各信託財産で共通の議決権行使方針が採用されるとは限らない以上、支配権プレミアムの独占的享受の防止という観点からも、固有財産と各信託財産を常に合算して株券等所有割合を計算する理由はないように思われる。(i) 5%基準との趣旨との関係で述べた結論と同様に、固有財産と各信託財産の間で共通の議決権行使方針が採用される場合は、相互を、いわゆる実質的特別関係者（金商法 27 条 7 項 2 号）と評価して株券等所有割合を計算することが可能であり、かつ、

結論としてはその方が合理的であると考えられる。

#### (イ) 独占禁止法及び銀行法の5%ルール

議決権を背景にした支配という観点からの規制に関しては、独占禁止法及び銀行法上の5%ルールでの信託財産に属する株式の取扱いが参考になる。

独占禁止法11条は、銀行（及び保険会社）の事業支配力過度集中を防止するため<sup>6</sup>、銀行（及び保険会社）が他の国内の会社の議決権を総株主の議決権の5%を超えて取得又は保有することを禁止しているところ、信託財産として株式を取得又は所有することにより議決権を取得又は保有する場合は、その禁止から除外されている（同条1項3号）。信託財産として株式を取得又は所有することにより議決権を取得又は保有する場合であっても、受託者が自らの裁量で議決権を行使するとき、かつ、議決権の保有が1年を超えるときは、公正取引委員会の認可が必要となるが（同条2項）、公正取引委員会は、「独占禁止法第11条の規定による銀行又は保険会社の議決権の保有等の認可についての考え方」において、以下のとおり、一定の要件の下で、期限を付さずに認可する方針を示している（強調は引用者）。

#### 第2 法第11条第2項の規定による認可

##### 1 (略)

2 信託財産については、委託者又は受益者の利益のために管理されており、また、信託勘定と銀行勘定の分別管理が義務付けられていることから、申請会社が信託財産として株式を所有等することにより、議決権を保有等する場合（当該議決権を取得し、又は保有する者以外の委託者又は受益者が議決権を行使することができる場合及び議決権の行使について当該委託者又は受益者が受託者に指図を行うことができる場合を除く。）であって、次の(1)及び(2)のいずれにも当たるものは認可することとし、認可に当たっては、原則として、期限を付さないこととする（注6）。

(1) 株式発行会社の総株主の議決権に占める信託財産として所有等する株式を除く株式に係る保有等する議決権の割合が5%以下であること。

(2) 信託財産として所有等した株式に係る議決権について、銀行勘定に係るものは別個に行使し、かつ、これを担保するための社内体制の整備がされていること。

（注6）認可の期間が1年を超える場合（認可に期限を付さない場合を含む。）

には、申請会社の毎年12月末日時点における議決権の分別行使に係る社内体制整備状況を速やかに公正取引委員会に報告することとする。

上記のとおり、独占禁止法11条の5%ルールとの関係では、信託兼営金融機関が受託者である信託の信託財産に属する株式に係る議決権は当該信託兼営金融機関の固有財産に属する議決権とは別個に行使される（場合がある）ことを想定しており、それを前提に、受託者が自らの裁量で議決権を行使する場合であっても、5%ルール上の議決権に含めない（固有財産に属する議決権と信託財産に属する議決権を合算しない）取扱いが認められている。

また、銀行法上、銀行主要株主（同法2条10項）又は銀行の子会社であるか否かを判定する場面（同法16条の2）及び銀行による議決権取得を制限する5%ルール（同法16条の4）との関係では、元本補てん等の特約が付されている金銭信託の信託財産に属する株式を除き、信託財産に属する株式に係る議決権は、受託者である銀行（信託兼営金融機関）が自らの裁量で議決権を行使できる場合を含めて、銀行が保有する議決権に含めない取扱いになっている（同法2条11項、同条8項及び10項、同法16条の4第9項、同法施行規則1条の3第1項2号）。

以上のとおり、独占禁止法及び銀行法上の5%ルールとの関係で、信託財産に属する株式に係る議決権について、受託者である銀行（信託兼営金融機関）が自らの裁量で議決権を行使する場合を含め、銀行が保有する議決権に含めない取扱いが認められていることは、公開買付規制（及び後述する大量保有報告規制）との関係で信託財産に属する株式について受託者たる信託兼営金融機関が自らの裁量で議決権を行使できる場合は常に株券等所有割合に含まれることと基本的な考え方において整合していないように見受けられる。

#### （ウ）議決権の行使についての関連ルール

信託兼営金融機関の固有財産に属する株券等と信託財産に属する株券等について、いわゆる実質的特別関係者（金商法27条7項2号）と評価すべき程度に議決権行使方針が共通しているか否かは個々のケースに応じて判断すべきであるが、この点に関連するルール（いわゆるソフトローを含む。）にここで言及しておきたい。

まず、信託兼営金融機関の固有財産に属する上場株式の議決権行使に関連するルールとしてコーポレートガバナンス・コード（最新版は2021年6月改訂版）<sup>7</sup>が挙げられる。広

く知られているとおり、プライム市場・スタンダード市場の上場会社は、東京証券取引所が策定したコーポレートガバナンス・コードにおいて定められた原則の全てについて、それを実施するか、実施しない場合はその理由を説明すること（いわゆる「comply or explain」）が求められている（東京証券取引所「有価証券上場規程」436条の3）。したがって、信託兼営金融機関がプライム市場・スタンダード市場の上場会社である場合、コーポレートガバナンス・コードにおいて定められた原則のうち政策保有株式の議決権行使に関するものを実施するか、実施しない場合はその理由を説明することが必要となる。また、信託兼営金融機関がプライム市場・スタンダード市場の上場会社（持株会社）の子会社である場合において、当該上場会社（持株会社）がコーポレートガバナンス・コードにおいて定められた原則のうち政策保有株式の議決権行使に関するものを実施するときは、コーポレートガバナンス・コード原則1-4により、当該上場会社（持株会社）のみならず子会社である信託兼営金融機関が保有する政策保有株式の議決権行使に関する具体的な基準を策定・開示することが通例になっているように見受けられる。例えば、信託兼営金融機関である三井住友信託銀行株式会社は、プライム市場に上場している三井住友トラスト・ホールディングス株式会社の子会社であるところ、三井住友トラスト・ホールディングス株式会社は、自社のみならず子会社である三井住友信託銀行株式会社の保有する政策保有株式について議決権行使方針を定めている<sup>8</sup>。

次に、信託財産に属する株券等の議決権について受託者たる信託兼営金融機関が自らの裁量で行使する場合、信託契約に議決権行使方針に関するガイドライン等があればそれに従い、そのようなガイドライン等がなければ信託の目的を勘案しつつ、受益者に対する善管注意義務及び忠実義務に基づき議決権を行使するものと考えられるところ、その際には、日本版スチュワードシップ・コード（最新版は2020年3月24日版）<sup>9</sup>に基づき定めた議決権行使方針に従って議決権が行使されると考えられる。広く知られているとおり、日本版スチュワードシップ・コードは、信託兼営金融機関を含めた機関投資家が「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めたものであり、機関投資家は、これを実施するか、実施しない場合はその理由を説明することが想定されている。信託兼営金融機関が日本版スチュワードシップ・コードのうち議決権の行使に関する原則を実施する場合、当該信託兼営金融機関は、信託財産に属する株式に関して議決権行使方

針を定め、これを公表することになる。例えば、信託兼営金融機関である三井住友信託銀行株式会社は、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、「スチュワードシップ責任に関する対応方針」を策定、公表しており<sup>10</sup>、「スチュワードシップ責任に関する対応方針」において、議決権行使方針を定めている。

以上のとおり、信託兼営金融機関の固有財産に属する上場株式の議決権行使に関してコーポレートガバナンス・コードの原則が実施され、かつ、信託兼営金融機関が受託者である信託の信託財産に属する株式の議決権行使に関して日本版スチュワードシップ・コードの原則が実施されるとしても、コーポレートガバナンス・コードと日本版スチュワードシップ・コードの該当箇所を見比べる限り、信託兼営金融機関の固有財産に属する株券等と信託財産に属する株券等について、いわゆる実質的特別関係者（金商法 27 条 7 項 2 号）と評価すべき程度に議決権行使方針が共通するとは限らないと考えられる。

#### （エ）具体例に即した検討

信託兼営金融機関の固有財産に属する上場株式と当該信託兼営金融機関が受託者である信託の信託財産に属する株式について議決権がどのように行使されるのか、上記で引用した三井住友トラスト・ホールディングス株式会社の議決権行使方針及び三井住友信託銀行株式会社の「スチュワードシップ責任に関する対応方針」に即して検討する<sup>11</sup>。三井住友トラスト・ホールディングス株式会社の議決権行使方針では、「政策保有株式の発行会社（以下、「発行会社」といいます）の中長期的な企業価値の向上を目指し、当該グループの株主や預金者等さまざまなステークホルダーの中長期的な価値向上も考慮して、保有する株式の議決権行使を行います」と定められており（強調は引用者）、三井住友信託銀行株式会社の固有財産に属する株式（政策保有株式）の議決権行使に際しては、発行会社の企業価値の向上（が反映された当該政策保有株式の価値）のみならず、三井住友信託銀行株式会社（の 100%親会社である三井住友トラスト・ホールディングス株式会社）の株式の価値向上も考慮すべきことになっている。例えば、当該発行会社と三井住友信託銀行株式会社の間で取引関係があり、その取引関係の維持等が三井住友信託銀行株式会社（の 100%親会社である三井住友トラスト・ホールディングス株式会社）の株式の価値向上に資する場合、その点を考慮して議決権を行使することも認められると考えられる<sup>12</sup>。

他方、三井住友信託銀行株式会社の「スチュワードシップ責任に関する対応方針」においては、「議決権行使は、投資先企業の持続的成長に資するものであり、ひいては顧客（受益者）の中長期的な投資リターンの最大化を図ることを目的とするものでなければなりません。」と定められている（強調は引用者）。したがって、信託兼営金融機関たる三井住友信託銀行株式会社が受託者である信託の信託財産に属する株式について議決権を行使する際、三井住友信託銀行株式会社は当該信託の受益者の中長期的な投資リターンの最大化を目的に、どのような議決権の行使が適切であるのかを判断することになる。ここで重要なのは、信託財産に属する株式の発行会社と三井住友信託銀行株式会社の間で取引関係があり、その取引関係の維持等が三井住友信託銀行株式会社（の100%親会社である三井住友トラスト・ホールディングス株式会社）の株式の価値向上に資するとしても、（三井住友信託銀行株式会社又は三井住友トラスト・ホールディングス株式会社の株式の価値の向上は受益者のリターンに全く影響を与えないため）それを考慮して議決権を行使することはできないと考えられる点である。

#### （オ）小括

以上の検討のとおり、信託兼営金融機関の固有財産に属する株式と当該信託兼営金融機関が受託者である信託の信託財産に属する株式につき、共通の行使方針に基づいて議決権が行使されるわけではなく、実際、独占禁止法では別個に議決権が行使される想定でルールが定められている。その点に鑑みると、公開買付規制の趣旨の一つである支配権プレミアムの独占的享受の防止との関係でも、取得の主体が同一法人であるという形式のみに着目して、固有財産や各信託財産に属する株券等を合算する理由はないと考えられる。もし固有財産と各信託財産の間で共通の議決権行使方針が採用される場合は、相互を、いわゆる実質的特別関係者（金商法27条7項2号）と評価して株券等所有割合を計算することが可能であり、かつ、結論としてはその方が合理的であると考えられる。

#### （参考）「買集め行為」

公開買付規制からは離れるが、以上のような、固有財産と各信託財産との合算問題は、「買集め行為」（金商法施行令31条）該当性においても存在する。

「買集め行為」とは、5%以上の議決権数の株券等を買集める行為であり（買い集めた

後の保有議決権数が5%であるか否かではなく、買い集める対象の株券等の議決権数が5%以上であるか否かが問題になる。)、買集め行為の決定<sup>13</sup>は、「公開買付け等の実施に関する事実」(金商法167条2項)及び法人関係情報(業府令1条4項14号)に該当することから、買集め行為の決定後、その決定が公表されていない間は、情報管理及び売買管理が必要となる。

固有財産と各信託財産において、近接した時期に同一銘柄の株券等の取得を決定した場合、それらを合算して「買集め行為」であるか否かを判断すべきか否かは、明文の規定が存在せず、純粋な解釈論であるが、決定自体が別個に行われていれば、それらを合算せずに「買集め行為」であるか否かを判断することで足りると考えるのが合理的である。

### (3) 別途買付けの禁止

公開買付規制の一つとして、公開買付者、特別関係者及び公開買付代理人は、公開買付期間中、公開買付けによらずに当該株券等の発行者の株券等の買付け等を行うことが禁止される(金商法27条の5)。特定の株主から現在進行形の公開買付けによらずに公開買付けの対象である株券等を買取ることを許容すると、当該株主から公開買付価格を上回る金額で買い取りを行ったり、公開買付けに応募する際の買取株数の按分比例を回避したりすることが可能となり、株主を平等に取り扱うという公開買付規制の趣旨に反するためである。この別途買付けの禁止それ自体は合理的なルールであるが、信託兼営金融機関に対してどのように適用されるのか、具体的には、信託兼営金融機関の固有財産と当該信託兼営金融機関が受託者となっている信託財産を一体としてこのルールを適用すべきか否かが論点となる。

この点、条文の文言上は、別途買付けの禁止ルールが法人単位で適用されると解するのが自然である。その帰結として、例えば、信託兼営金融機関が(固有財産において)公開買付けをしている場合、公開買付期間中は信託財産の計算で当該公開買付けの対象となっている株券等の発行者の株券等の買付け等を行うことも禁止されるという結論が自然である。しかも、禁止されるのは「買付け等」であるから、例えば、信託財産の計算で取得する株券等について、信託兼営金融機関(受託者)に議決権行使権限や投資権限があるか否かは関係がないと考えられる。公開買付府令7条1項各号は株券等所有割合の計算の問題

であって、「買付け等」であるか否かとは関係がないためである。少なくとも文言上はそのような解釈が自然である（前掲・小出 219 頁も「条文の形式上は解される」としている）。

しかしながら、そのように解すると、信託兼営金融機関が（固有財産において）公開買付けをしている場合、特定運用の受託者としても投資信託（インデックスの投資信託を含む。）の受託者としても当該株券等を取得することができなくなる。この結論は、信託兼営金融機関がインデックス（例えば、TOPIX）の投資信託の受託者になっていることを前提にすると、信託兼営金融機関による公開買付けを事実上不可能にしており、結論としては適当でないと考えられる<sup>14</sup>。

上記のとおり、少なくとも立法論のレベルでは、株券等所有割合の計算に際して固有財産や各信託財産に属する株券等を合算する理由はないと述べたが、その趣旨は、この別途買付けの禁止との関係でも妥当すると考えられる<sup>15</sup>。

## 2. 大量保有報告制度

信託を離れた一般論として、大量保有報告規制は、会社の支配権の存在に関する情報を投資家に対して迅速に提供することにより、市場の公正性、透明性を高めることを趣旨とする規制であり、株券等保有割合が5%を超える場合、大量保有報告書の提出が義務づけられる。

### （1）株券等保有割合の計算

株券等保有割合の計算方法の概要は以下の数式で表すことができる<sup>16</sup>。

$$\text{株券等保有割合} = a / (b + c)$$

a：保有株券等の総数（潜在株式数を含めた自己分と共同保有者分の合計）

b：発行済株式総数

c：潜在株式数（自己分と共同保有者分の合計）

大量保有報告規制上、信託財産に属する上場株式は原則として受託者の「保有に係る当該株券等」（金商法 27 条の 23 第 4 項）として株券等保有割合に算入される。

但し、信託業を営む者（信託兼営金融機関又は信託会社）が信託財産として保有する株券等に関しては、以下の①又は②の者に該当する場合を除き、株券等保有割合に算入されない（大量保有報告府令 4 条 1 号）。

- ① 「金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することができる権限又は当該議決権その他の権利の行使について指図を行うことができる権限を有する者であって、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者」（下線は引用者）（金商法 27 条の 23 第 3 項 1 号）（議決権行使権限）
  
- ② 「投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資するのに必要な権限を有する者」（金商法 27 条の 23 第 3 項 2 号）（投資権限）

上記①に関しては、先に述べた公開買付規制（株券等所有割合）と異なり、事業支配目的がなければ、議決権行使権限を有していても株券等保有割合に算入されない。事業活動を支配する目的とは、融資関係、人的関係、取引関係等を通じて、結果的に事業に影響を及ぼすことをいうと解されている<sup>17</sup>。

上記②に関しては、公開買付規制における株券等所有割合と同じルールである。例えば、指定運用信託の受託者の場合、受託者は投資権限を有し、他方、特定運用信託や投資信託の受託者の場合、受託者は投資権限を有さない。

もっとも、投資権限の有無の判断が常に明確というわけではなく、「株券等に投資するのに必要な権限を有する」か否かが実務上問題になるケースとして、信託兼営金融機関である受託者が信託財産に属する株券等の売却権限のみを有する場合（例えば、信託兼営金融機関である受託者が委託者から上場株式の信託を受け、それを信託事務として自らの裁量で売却し、売却代金を委託者兼受益者に交付するような信託が存在する。

大量保有報告規制が投資権限を有する者を「保有者」に含めているのは、大量の株券等に係る投資決定権限を有する者は、市場における当該株券等に係る需給に大きな影響を及ぼしうる立場にあることから、その者が誰であるかを明らかにするために、その者に大量保有報告書の提出義務を課したと説明されている<sup>18</sup>。投資権限の有無の判断基準について当局によるガイドラインやパブリックコメント回答などは存在しないが、例えば、（購入の権限がなく）売却の権限のみがある場合も、受託者の裁量で売却のタイミングや条件を決定できるのであれば、当該受託者は市場における当該株券等に係る需給に大きな影響を及ぼしうる立場にあると評価でき、したがって、投資権限を有する者に該当すると考えるのが自然であると思われる。

## （２）固有財産及び他の信託財産に属する株券等の合算

信託財産に属する株式が株券等保有割合に算入される場合、株券等保有割合の計算に際しては、固有財産に属する株式及び他の信託財産に属する株式と合算すべきであると一般的に解されているところ（金商法 27 条の 23 第 4 項、大量保有報告府令 4 条 1 号などの文言からは、そのような結論が自然であるところ）、大量保有報告規制の趣旨に照らすと、立法論として（あるいは解釈論として）、株券等保有割合の計算に際して固有財産や各信託財産に属する株券等を合算するのが適当であるのかは疑問である。具体的には、大量保有報告規制の趣旨として、(i) 大量の株式の保有を通じた会社の支配権の変更や経営への影響に関する可能性を開示させる、(ii) 市場の需給に関する情報を開示させるという点が挙げられるところ（上記 (i) は議決権行使権限に、上記 (ii) は投資権限にそれぞれ対応すると考えられるところ）、上記 2. において公開買付規制との関係で詳細に分析したとおり、固有財産と各信託財産の間では、通常、議決権行使方針や投資方針が共通というわけではないことから、相互をいわゆる実質的共同保有者（金商法 27 条の 23 第 5 項）と評価すべき場合は別として、原則としては、固有財産と各信託財産の間で合算せずに株券等保有割合を計算する方が合理的である<sup>19</sup>。

### 3. 最後に

金融規制において信託財産に属する株式をどのように取り扱うのかについては、解釈論のレベルでも立法論のレベルでも頭を悩ませることが少なくないが、簡単ではない場合こそ、金融規制の趣旨に立ち返り、かつ、信託法を含めた私法上のルール（ソフトローを含む。）を基礎にして、あるべき取扱いを分析する作業が必要になると考える。本稿の分析に関する方向性が仮に正しいとしても（この方向で立法的解決を指向するとしても）、固有財産や各信託財産がどのような場合に実質的特別関係者（金商法 27 条 7 項 2 号）として扱われるべきかなど検討すべき論点はなお残っている。本稿は、そのような論点が残ることを認識しつつも、そのような論点に立ち入る前の前提に焦点を合わせて検討・分析を試みたものである。

(参考資料1) 三井住友トラスト・ホールディングス「政策保有株式に係る議決権行使方針」

コーポレートガバナンス基本方針 別紙2

政策保有株式に係る議決権行使方針

1. 当社及び当社の中核子会社たる三井住友信託銀行株式会社は、政策保有株式の発行会社（以下、「発行会社」といいます）の中長期的な企業価値の向上を目指し、当グループの株主や預金者等さまざまなステークホルダーの中長期的な価値向上も考慮して、保有する株式の議決権行使を行います。
2. 発行会社との十分な対話を通じて、それぞれの発行会社が置かれている事業環境等の状況を考慮し、経営の独自性及び方向性も尊重しつつ、議決権を行使します。
3. 議決権行使にあたっては、別途定める議決権行使基準に基づき、以下の観点にも留意して議案毎に賛否を判断します。
  - ①外形的・形式的基準のみならず、発行会社及び発行会社が置かれている業界・経営環境等の固有性に留意して判断します。
  - ②当該年度のみならず、より中長期的な時間軸、未来志向で判断します。
  - ③財務的な数値に加え、非財務要素（コーポレートガバナンス及び社会的価値の創出状況等）も考慮して判断します。
4. 政策保有株式に係る議決権の行使にあたり、利益相反のおそれがある場合には、別途定める利益相反管理方針に従い、適切な対応を実施します。

以上

## (参考資料 2) 三井住友信託銀行「スチュワードシップ責任に関する対応方針」抜粋

### 原則5

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

当社は、運用機関に対し、投資先企業の持続的成長に資することを目的として、「三井住友信託銀行の議決権行使の考え方」（以下、議決権行使の考え方）に基づき議決権の行使を行うとともに、議決権の行使結果については、四半期毎に、全投資先企業を対象に、個別の投資先企業、個別の議案につき公表することを求めます。

- 当社は「責任ある機関投資家」として、議決権行使を重要なスチュワードシップ活動の一つと位置付けています。議決権行使は、投資先企業の持続的成長に資するものであり、ひいては顧客（受益者）の中長期的な投資リターンを最大化を図ることを目的とするものでなければなりません。当社は、運用機関に対し、当社の議決権行使の考え方に沿った行使判断を求めるとしては、投資先企業の状況や運用機関と当該企業とのエンゲージメントの内容等を踏まえた上で、単に形式的な判断基準に基づく議決権行使を行うことにとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長（ひいては顧客（受益者）の中長期的な投資リターンを最大化）に資するかどうかを総合的に判断することを求めます。また、複数の変更項目が含まれた議案等においては、持続的成長に資する項目を優先した行使判断を行うことを求めます。
- 原則として、議決権行使助言会社の助言サービスは利用しないこととしておりますが、親会社株等利益相反が疑われる議案については、独立性の担保された外部有識者の意見（議決権行使助言会社の助言含む）を参考に、利益相反を適切に管理した上で議決権を行使することを求めます。助言会社のサービスを利用した場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、当該助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法について公表することを求めます。
- 議決権の行使結果については、運用機関に対し、四半期毎に、全投資先企業を対象に個別の投資先企業、個別の議案につき公表することを求めます。なお、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使方針に照らして説明を要する判断を行なった議案等については、賛否を問わず個別議案毎に理由も公表することを求めます。

[注]

- 1 令和6年3月15日、国会に「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案」が提出されている。この法律案は、公開買付制度・大量保有報告制度に関する改正を含むものであるが、本稿の脱稿時点では、この法律案は成立しておらず、その内容を本稿に反映させることはしていない。
- 2 公開買付規制の趣旨を含め、公開買付規制の一般的な内容に関しては長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務（第3版）』（商事法務、2016年）など参照。
- 3 前掲・長島・大野・常松法律事務所編 43頁の数式を参照したものである。
- 4 小出卓哉「信託と公開買付規制・大量保有報告規制」『金融商品取引法と信託規制』（平成29年10月、トラスト未来フォーラム研究叢書）214頁及び田中和明ほか編著『信託法務大全 第2編 信託規制法・関連法』（清文社、2024年）492頁参照
- 5 前掲・長島・大野・常松法律事務所編 4頁
- 6 白石忠志『独占禁止法第4版』（有斐閣、令和5年）614頁
- 7 <https://www.jpex.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf>
- 8 [https://www.smth.jp/about\\_us/management/governance/voting.pdf](https://www.smth.jp/about_us/management/governance/voting.pdf)  
参考資料1として本文の末尾に掲載する。
- 9 <https://www.fsa.go.jp/news/rl/singi/20200324/01.pdf>
- 10 <https://www.smtb.jp/business/instrument/voting/stewardship.html>  
参考資料2として本文の末尾に抜粋を掲載する。
- 11 当然のことながら、ここでの検討は、三井住友トラスト・ホールディングス株式会社の議決権行使方針及び三井住友信託銀行株式会社の「スチュワードシップ責任に関する対応方針」の文言のみをベースにした検討であり、それぞれの会社内部においてどのような検討が行われているのかについて筆者は全く情報を有していない。
- 12 この点については、公開買付期間中に株式の市場価格が買付価格を上回ることがあった場合において、公開買付けへの応募を撤回しなかった会社の取締役らに善管注意義務・忠実義務違反がないと判断した東京地裁平成18年4月13日判例タイムズ1226号192頁が参考になる。当該判決では、公開買付期間中に株式の市場価格が買付価格を上回ったにもかかわらず応募を撤回しなかった会社取締役の行為について「取引先の企業からの公開買付けに応じて欲しい旨の要請があった場合、その要請に応じて買付けに応募するか否かは、その買付価格が合理的なものであるか否かが重要な判断要素の一つであるが、それのみにとどまらず、要請元の企業あるいはそのグループ等との円滑な取引関係の維持や発展の要否など複雑多様な諸要素を勘案したうえで行われる経営判断に属することであり、特に差し迫った資金的な需要がない限り、これに応じることが許されないと解すべき事由はない」と述べる。これは株式の売却の場面であるが、趣旨は議決権行使の場面にも妥当すると考えられる。
- 13 「決定」のタイミングがいつであるかは別途重要な論点となり、村上ファンド事件（最決平成23年6月6日刑集65巻4号385頁）の判示などを前提に検討することになるが、今回の検討対象とは関

係がないことからここでは立ち入らない。

- 14 本稿の執筆に際して EDINET を検索したところ、信託兼営金融機関が提出者である公開買付け届出書は見当たらなかった。なお、別途買付けの禁止と信託の関係を論じる文献として、前掲・田中和明ほか 494 頁が存在する。
- 15 本稿の問題関心からは離れるが、別途買付けの禁止に関しては、信託兼営金融機関が公開買付け者の特別関係者である場合にも不都合が生じており、立法的解決が望まれている（前掲・長島・大野・常松法律事務所編 192 頁）。
- 16 長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法第 3 版』（商事法務、2019 年）641 頁の数式を参照したものである。
- 17 5%ルール実務研究会『5%ルールの実務と Q&A』（大蔵財務協会、平成 3 年）12 頁
- 18 河本一郎「大量保有報告制度」『金融商品取引法の理論と実務』（別冊金融商事判例、2007 年）48 頁
- 19 この論点に言及する文献として、前掲・田中和明ほか 506 頁が存在する。



株式不公正取引規制  
(インサイダー取引規制等) と信託

田 中 和 明

# 目次

はじめに

1. 自己株式の取得と株式不公正取引規制
  - (1) 自己株式の取得
  - (2) インサイダー取引規制
  - (3) 相場操縦禁止規制
2. 自己株取得信託
  - (1) 発行会社による自己株式の取得
  - (2) 自己株取得信託の制度
  - (3) 自己株取得信託の設定の前提としての機関決定と取得指図
  - (4) 自己株取得信託の仕組み（事務フロー）
  - (5) 自己株取得信託の意義・メリット
  - (6) 自己株取得信託の信託目的
  - (7) 信託期間
  - (8) 委託者である発行会社の重要事実と信託銀行等の受託者の遮断
  - (9) 自己株取得信託における議決権の行使
  - (10) 自己株取得信託で保有する自己株式の会計処理
3. 自己株取得信託における株式不公正取引（インサイダー取引規制等）の問題
  - (1) 自己株取得信託におけるインサイダー取引の可能性
  - (2) インサイダー取引規制違反
  - (3) 自己株式取得信託の設定時における問題
  - (4) 自己株取得信託の信託期間中の問題
  - (5) 委託者が重要事実を保有している状況での信託の一部解約と信託の終了
4. 自己株取得信託の受託者
  - (1) 信託業法・金融機関の信託業務の兼営等に関する法律の規制
  - (2) インサイダー取引規制の違反における受託者の責任
5. 自己株取得信託における議決権の行使及び剰余金の配当

## はじめに

インサイダー取引規制等に抵触しないで上場株式を取得するために信託が利用されることがある。実務では、自己株取得信託（金庫株信託）と呼ばれる信託である。

自己株取得信託については、委託者が当該株式の発行会社自身である場合や内部者である場合が考えられるが、インサイダー取引規制等に抵触しないで自社株を取得する目的を達成するためには、信託の設計にあたりどのような点に配慮する必要があるか。株式を信託する時点で委託者がインサイダー取引規制における未公表の重要事実を知らないことのほか、信託契約において考えられる手当てのあり方を検討するとともに、自己株取得信託の実務における問題点を提起して検討するものとする。

なお、本稿における意見等に係る部分については、筆者の個人的見解であり、所属する組織等とは関係のないものであることをあらかじめご承知おきいただきたい。

## 1. 自己株式の取得と株式不公正取引規制

### (1) 自己株式の取得

会社法 113 条 4 項において、株式会社が有する自己の株式を「自己株式」と定義している。平成 13 年 6 月の商法改正前には、①会社債権者保護、②株主間の公平の確保、③不公正な株式取引の禁止、④会社支配権をめぐる不公正な取引の禁止、の観点から、自己株式の取得が原則として禁止されていたが、同改正により、一定の手續・方法・財源の規制のもとで取得目的や取得数量・保有期間の制約なく取得・保有が認められ、会社法もこれを引き継いだうえで規制を合理化している<sup>1</sup>。

上記の③不公正な株式取引の禁止については、現在も踏襲されており、会社法 963 条 5 項 1 号においては、会社の取締役、執行役、監査役等は、「何人の名義をもってするかを問わず、株式会社の計算において不正にその株式を取得したとき」には、5 年以下の懲役又は 500 万円以下の罰金に処せられる。

また、金融商品取引法においても、自己株式の取得について、インサイダー取引規制（同

法 166 条) 及び相場操縦禁止規制 (同法 162 条の 2) が重要な規制として存在する。

## (2) インサイダー取引規制

インサイダー取引規制については、上場会社や公開買付けについて一定の情報を得られる立場にある者が、投資判断に影響を与えうる情報を利用し、しかし未だ当該情報が市場価格に反映する前に取引等を行って、利益の獲得、もしくは損失の回避を図ろうとする点を規制対象としている<sup>2</sup>。金融商品取引法 166 条における会社関係者などのインサイダー取引規制の構成要件の概要<sup>3</sup>は、以下のとおりである。

- ①「上場会社等」の「会社関係者」又は第 1 次情報受領者であって、
- ②当該「上場会社等」にかかる「業務等に関する重要事実」を
- ③知ったものは
- ④当該「業務等に関する重要事実」の「公表」がされた後でなければ
- ⑤当該「上場会社等」の「特定有価証券等」にかかる「売買等」をしてはならない。

判例<sup>4</sup>において、このインサイダー取引規制の目的、必要性について、「上場会社等の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止することによって、一般投資家が不利益を受けることのないようにし、国民経済上重要な役割を果たしている証券取引市場の公平性、公正性を維持するとともに、これに対する一般投資家の信頼を確保するという経済政策に基づく目的を達成するためのもの」とされている。

## (3) 相場操縦禁止規制

相場操縦禁止規制については、投資者保護及び資本市場の健全性 (公正な価格形成) 確保を図るためには有価証券の売買取引やデリバティブ取引が、公開された公正な情報に基づく自然の需給関係に従って行われる必要があるが、それらの情報を操作しまたは自然の需給関係を人為的に操作するなどして、投資者の売買取引などに関する判断を誤らせ、市場における公正な価格形成を阻害する結果をもたらす行為を禁圧しようとするものである<sup>5</sup>。

金融商品取引法 159 条 1 項～3 項においては、①仮装取引・馴合取引、②繁盛操作・変動操作・虚偽等表示、③違法な安定操作取引を禁止している<sup>6</sup>。

さらに、会社による自己株式の取得には、会社経営者が株価の上昇・下落防止を目的として会社資金で買付けを行うという危険性が伴っており、平成 13 年の商法改正により自己株式の取得・保有が一般的に認められるようになったことを受けて、金融商品取引法 162 条の 2 に基づく内閣府令による規制が導入されている<sup>7</sup>。

すなわち、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令において、上場等株券等の発行者は、取引所金融商品市場において、① 1 日に 2 以上の金融商品取引業者等に対して、買付け等を行わないこと（同府令 17 条 1 号）、②価格規制として、前日の終値や当日の高値を上回る価格での買付注文や直近の公表価格を上回る価格での注文を反復継続して行わないこと（同条 2 号）、③ 1 日の買付け注文数量合計の規制として、買付日の属する週の前 4 週間の「1 日平均売買単位数」及び買付日の属する月の前 6 か月間の「月間平均売買単位数」に応じて定められている売買単位数を超えないこと（同条 3 号）が定められている。

また、日本取引所自主規制法人では、平成 20 年 6 月 20 日に「自己株式取得に関するガイドライン」を定めている。

さらに、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 23 条においては、取引所金融商品市場における上場等株券等の買付け等のうち、以下の一定の要件を満たす場合には、取引の公正の確保のため適当と認められる方法として上記の規制が適用されないものとされている。

i) 前日終値を上回らない価格の指値により注文を行うこと、ii) あらかじめ当該方法により買付け等を行う旨、買付け価格及び買付け数量などを公表した後に行うこと、iii) 株主間の公平が確保されること、iv) その日に当該方法によらずに買付け等を行わないことであり（同条 1 号）、たとえば東証は、当該要件を満たす事前公表型の自己株式取得の方法を定めている（オークション市場、終値取引（ToSTNeT-2）または自己株式立会外買付取引（ToSTNeT-3）の各利用）<sup>8</sup>。

## 2. 自己株取得信託

### (1) 発行会社による自己株式の取得

自己株式を取得する方法として、最も一般的なものは、取得者たる発行会社が一般投資家と共に立会時間内の取引に参加して自己株式を取得する単純買付けである。単純買付けによれば、株主総会決議又は取締役会決議により決定された①取得する株式数、②株式を取得するのと引換えに交付する金銭等の内容及び総額、③取得期間、を超過しなければ、市場の動向を見極めたうえで自由に自社株を買い進めることができ、その意味で、単純買付けは取得者にとって極めて自由度の高い自己株式の取得方法である<sup>9</sup>といえる。

しかしながら、社内で重要事実が発生したときに備えて、自己株式取得手続を各種規制に対応するための態勢整備が必要となる。例えば、①自己株取得についての統一的な管理部署を設け、社内に重要事実が発生した場合には直ちにその管理部署にその旨を通知し、自己株式取得などの取引をすべて停止させる仕組み、②取引部署を完全に重要事実から隔離する仕組みなどであるが、後者の隔離の方法は、事業会社の自己株式取得の決定が最上位の決裁権者である取締役会の決定に基づいていることが懸念される<sup>10</sup>。

### (2) 自己株取得信託の制度

上記のとおり、発行会社自身が自社株式の取得をするには、当該会社の経営者は重要事実を保有している可能性があることから、金融商品取引法上のインサイダー取引規制や相場操縦が懸念されるところ、自己株取得信託は、信託の仕組みを利用してこれらのリスクを極力回避するための信託である。発行会社が委託者兼受益者となり、信託銀行等の受託者に金銭を信託して自己株式（発行会社の株式）の取得の指図を行い、受託者は、自らの裁量で証券会社に対して発行会社の株式の買付を行い、取得した株式を保管又は委託者へ引き渡す単独運用指定金外信託である。

### (3) 自己株取得信託の設定の前提としての機関決定と取得指図

自己株取得信託の設定に先立ち、発行会社は、自己株取得について、株主総会の決議（会社法 156 条）又は定款の定めによる取締役会の決議（同法 165 条）が必要とされており、i）取得する株式の数（種類株式発行会社では、株式の種類及び種類ごとの数）、ii）株式を取得するのと引換えに交付する金銭等（当該株式会社の株式等を除く）の内容及びその総額、iii）株式を取得することができる期間（1年を超えることができない）を定めなければならない。発行会社は、委託者として受託者に対してこの内容で取得の指図を行うことになる。

### (4) 自己株取得信託の仕組み（事務フロー）

① 発行会社である委託者は、信託銀行等を受託者として、金銭信託以外の金銭の信託の信託契約を締結し、金銭を受託者に拠出するとともに、自己株取得の指図を行う。

また、受託者である信託銀行等は、信託設定時に委託者より、自社の株式にかかる未公表の重要事実がない旨の確認書の提出を受けることにより、信託設定前に発生したインサイダー情報を遮断する。

② 受託者は、証券会社から当該会社の株式を買い付ける。

③ 受託者は、当該会社の株式の買付日ごとに、委託者宛に約定を報告する。

④ 受託者は、証券会社との株式の受渡決済を行う。

⑤ 受託者は、信託財産状況報告書（決算報告書）を作成し、委託者宛送付する。

⑥ 受託者は、信託終了後、信託財産（株式、金銭）を委託者兼受益者に交付する（委託者の指定する保管場所等へ交付する）。

なお、受託者である信託銀行等の買付け担当部署が当該会社の重要事実を知った場合には、これが公表されるまでの間、買付けは停止される。

### (5) 自己株取得信託の意義・メリット

自己株取得信託の意義・メリットとしては、第1に、会社が自己株式を取得する場合に

は、重要事実が発生するとすぐに自己株式の取得を中断するか、当該重要事実を公表しなければならないが、自己株取得信託を利用すれば、信託設定時に、信託銀行等の受託者に取得の指図をした後は、自己株の取得は、受託者の裁量で行われるため、委託者内で重要事実が発生したとしても、信託銀行等の買付け部門に伝達されなければ、信託銀行等は、引き続き当該自己株式を取得し続けることができる。

第2に、会社が自己株式を取得する場合には、相場操縦規制として、上記の金融商品取引法162条の2に基づく内閣府令による規制への対応が必要となり、専門の担当者を確認した上で、取得する場合の厳正な対応や証券会社との株式の受渡し、決済、保管等を行わなければならないが、自己株取得信託を利用すれば、すべて受託者である信託銀行等が行うことになり、会社の負担が大幅に軽減される。

## (6) 自己株取得信託の信託目的

自己株取得信託の信託目的としては、会社法等の法令に従い、株主総会等の決議に基づいて、当該株主総会等の決議で定められた株数及び取得価額の総額の範囲内で自己株式を市場取引により買い付けることとしている。

## (7) 信託期間

自己株式の取得期間は、会社法156条及び165条により、1年を超えることができないが、取得後、当該株式を金庫株として管理する場合には、その期間までが信託期間となる。

なお、実務上は、慎重を期して、「受託する期間を限定しており、重要情報を持っている可能性が高い期間というのは、原則として受託しない<sup>11</sup>」ことにしている。

## (8) 委託者である発行会社の重要事実と信託銀行等の受託者の遮断

金融庁・証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関するQ&A」（平成20年11月18日 最終改訂令和5年12月8日）の応用編（問1）において、「上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に

違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。」との問いに対して、以下の回答がなされている。

「金融商品取引法第 166 条においては、「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知った者は、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。(インサイダー取引規制)

上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合、実際には第三者である信託銀行等が買付主体となるところ、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当するかどうか問題となります。

この点については、例えば、(1) 信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものであって、(2) ①当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、又は、②当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合、においては、一般に、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当しないと考えられることから、基本的にインサイダー取引規制に違反しないものと考えられます。」

自己株取得信託の受託者である信託銀行等では、上記「インサイダー取引規制に関する Q&A」に留意して実務を遂行している。その方法としては、ほとんどが、(2) ①当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約としているものと思われるが、一般には、以下の考え方と対応をしているようである。

- ① 自己株取得信託の設定の際には、信託設定時に重要事実が存在しないことが必要であり、受託者は、発行会社である委託者から信託契約書及び確認書において重要事実が存在しない旨の誓約を受けている。
- ② 自己株式の取得について、委託者は、期間（1 年超不可）、銘柄、数量等の条件を指定することができるが、売買の指示を行うことはできない。
- ③ 委託者は単独で、中途解約や契約の変更を行うことはできないものとされている。
- ④ 委託者である発行会社の重要事実が受託者である信託銀行等の自己株式の取得の担当部署に伝達されないことが必要である。そのために、信託銀行等の受託者側では、通常、

委託者である発行会社との窓口（営業担当部署）とは別に、自己株取得信託に関する委託者とのリレーションのための専任部署を設け、この部署が発行会社である委託者と受託者の自己株式の買付の担当部署との情報を遮断するチャイニーズ・ウォールの役割を果たしている。

- ⑤ 自己株式の取得の状況に関する情報についても重要事実となることから、自己株式の買付けが受託者である信託銀行の他の部署、とりわけ、上場株式等の運用部門に伝達されない社内体制を構築しておく必要があり、自己株式の買付の部署は、他の運用部署から独立した組織にしている。

## （9）自己株取得信託における議決権の行使

株式会社の議決権については、原則として株式の所有者が持つところ、株式が信託財産の場合にはその所有者は受託者である信託銀行等であることから、当該信託銀行等は、固有勘定で保有する当該会社の株式と合わせて保有することとなり、議決権は合算されて計算される。受託者が信託銀行の場合、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（以下「独占禁止法」という。）11条により、他の国内の会社の議決権をその総株主の議決権の100分の5を超えて有することとなる場合には、その議決権を取得し、又は保有してはならないものとされている。しかしながら、同条3号において、金銭又は有価証券の信託に係る信託財産として株式を取得し、又は所有する場合で、委託者又は受益者が議決権を行使することができる場合及び議決権の行使について当該委託者又は受益者が受託者に指図を行うことができる場合については、適用除外となっている。

そのため、株式運用のための特定金銭信託等では、信託契約において、議決権の指図権が委託者に付与されているが、自己株取得信託においては、そのような定めを置いていない。したがって、自己株式の所有者である受託者が議決権を有することになる。

しかしながら、法務省の平成13年商法改正の立案担当者によれば、「会社が、信託を、いわば道具として利用しているにすぎないと考えられる右のような場合においては、信託会社が信託契約に基づき信託財産として保有する自己株式について、他人が保有するものとして、信託会社の議決権行使を認めたり、信託会社に配当を支払ったりすることは適切ではない。したがって、発行会社のために自己株式を取得することを目的として設定され

た信託が保有する発行会社の自己株式については、商法 241 条 2 項や 293 条ただし書を類推適用し、これらの権利を否定すべきものと考えられる<sup>12</sup>。」とされている。

すなわち、自己株取得信託については、発行会社としては、自己株式を取得することを目的として設定した信託であることから、現行会社法 308 条 2 項及び 453 条を類推適用して、議決権の行使を認めることはできないし、剰余金の配当もできないということである。

実務においては、信託契約において議決権行使についての記載がないことから、当該自己株式の所有者である受託者が議決権を有することになっているが、議決権の行使等の時期までに信託が終了しない場合には、自己株取得信託を一部解約することにより、当該株式を委託者兼受益者である発行会社に引き渡すこととされており、議決権の行使及び剰余金の配当の問題には、関与しないものとされている。

## (10) 自己株取得信託で保有する自己株式の会計処理

自己株式の会計処理については、企業会計基準第 1 号「自己株式及び準備金の額の減少等に関する会計基準」（以下、「自己株式等会計基準」という。）に定められている。

自己株式の取得については、会社法が「株主に対する金銭の払戻し」という考え方を採用しているため、自己株式等会計基準もその考え方と整合する処理を定めている。すなわち、自己株式を取得したときは、取得原価をもって純資産の部の株主資本から控除するものとされており（自己株式等会計基準 7 項）、また、期末に保有する自己株式は、純資産の部の株主資本の末尾に自己株式として一括して控除する形式で表示するものとされている（同基準 8 項）。

一方、自己株取得信託においては、発行会社である委託者の会計処理としては、通常の信託では、「信託受益権」又は「金銭信託等」として貸借対照表に表示すべきところ、委託者が自ら保有するものとして会計処理をする。すなわち、上記の自己株式の会計処理と同じ処理をすべきものと考えられている。ただし、実務上は、決算処理を行う前に自己株取得信託の一部解約等を行い、自己株式を信託から引き出して、委託者が保有している状態にして、上記の処理を行っている。

### 3. 自己株取得信託における株式不公正取引（インサイダー取引規制等）の問題

#### (1) 自己株取得信託におけるインサイダー取引の可能性

インサイダー取引として禁止される行為は、当該上場会社等の特定有価証券等にかかる「売買等」（売買その他の有償の譲渡もしくは譲受け、合併もしくは分割による承継またはデリバティブ取引）である（金融商品取引法 166 条 1 項）。したがって、自己株取得信託における発行会社が委託者となって受託者に金銭を信託する行為は、インサイダー取引の要件である「売買等」に該当せず、インサイダー取引規制違反となることはない。

しかしながら、受託者が信託期間中に当該自己株式を取得する際に、インサイダー取引に該当するおそれがある。

すなわち、まず考えられるのが、発行会社が重要事実を保有している状態で自己株取得信託を設定し、受託者が自己株式を取得した場合である。

上場会社等の会社関係者に当たる役職員が未公表の業務等に関する重要事実を知った場合には、①自己の計算において当該上場会社等の株式の売買をすることのみならず、②当該上場会社等の計算において自己株式を取得・処分することについても、「売買等」に該当し、インサイダー取引規制違反となる<sup>13</sup>。

上場会社等自体は会社関係者ではないが（金融商品取引法 166 条 1 項 1 号）、上場会社等の会社関係者に当たる役職員が重要事実を知って、当該上場会社等の計算において自己株式を取得した場合には、当該役職員ではなく当該会社が課徴金納付命令の対象とされている（同法 175 条 9 項）。

当該会社の役職員が、重要事実を知りながら、自己株式の取得を指図している以上、インサイダー取引規制違反になると言わざるを得ない。

#### (2) インサイダー取引規制違反

インサイダー取引規制違反については、刑事罰（懲役・罰金・没収・追徴）と課徴金が課せられることになっている（金融商品取引法 197 条の 2 第 13 号、175 条 1 項、2 項）。

役職員の違反行為については、法人も罰金刑を課される両罰規定が置かれている（同法 207 条 1 項 2 号）。個人についての懲役・罰金は、5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金、又はこれらが併科されることになっている（同法 197 条の 2 第 13 号）。

法人の行為者及び法人に対しては、5 億円以下の罰金が科される（同法 207 条 1 項 2 号）。没収・追徴の対象は、インサイダー取引で得た全ての財産とされている。

さらに、平成 16 年の証券取引法の改正により、行政上の措置として課徴金の制度が導入されている。課徴金の金額は、重要事実公表日前 6 か月以内に行ったインサイダー取引の価額と重要事実公表後 2 週間の最安値または最高値の差額に取引の数量を乗じた額とされている（同法 175 条 1 項 1 号、2 号）。

一方、他人の計算によるインサイダー取引規制違反の場合には、当該買付け等又は売付け等に係る手数料、報酬その他の対価の額として金融商品取引法第 6 章の 2 の規定による課徴金に関する内閣府令で定める額とされている（同法 175 条 1 項 3 号口）。

### （3）自己株式取得信託の設定時における問題

前述した金融庁・証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関する Q&A」（平成 20 年 11 月 18 日 最終改訂令和 5 年 12 月 8 日）では、「(1) 信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものである」ことが必要であるが、一般に、信託契約書には、委託者は、信託契約締結日に未公表の事実が存在しないことを同日付の確認書により確約したうえで、当初信託金を受託者に信託することが定められており、(1) は満たしている。

しかしながら、発行会社からの要請により、信託契約締結後、あらかじめ金銭の抛出日を定めておいてその日に金銭を抛出する場合、又は、発行会社の判断で抛出日を決定し金銭を抛出する場合、さらには、信託契約日に金銭を抛出していても、自己株式の取得の開始日を遅らせる場合も考えられる。

そのような場合、重要事実が存在していないことの確認は、信託契約締結日のみ確認していればよいのか、それとも、金銭の抛出日、自己株式取得の開始日のいずれにおいても、再度確認が必要なのかが問題となり得る。

上記 Q&A では、信託契約の締結・変更の際に、重要事実を知ることなく行われたもの

であればよいように読める。

しかしながら、発行会社は、重要事実の発生の可能性について知り得る立場にあることから、例えば、とりあえず、重要事実の発生前に、信託契約を締結して信託を成立させておき、株価が下落するようなネガティブな重要事実（ポジティブな重要事実も含む）が発生し、その公表後に、受託者が自己株式の買付けの発注を行うようにしておけば、利益を得る、又は、損失を減少させることになる。

したがって、受託者である信託銀行等には、発行会社がこのような恣意的なことができないような設計及び運用が求められる。すなわち、信託契約締結日と金銭の拠出日を一致させてあとは受託者の裁量に任せるか、そうでなければ、金銭の拠出日、自己株式取得の開始日のいずれにおいても、再度重要事実がない旨の確認が必要であると考えられる。なお、追加信託の場合にも、同様のことがいえる。

#### （４）自己株取得信託の信託期間中の問題

自己株取得信託の信託期間中に、委託者である発行会社に業務等に関する重要事実が発生し、当該会社の会社関係者に当たる役職員がその重要事実を知りながら、受託者である信託銀行に当該株式の買付けの中断の指図をしなかった、すなわち、指図がなかったことにより信託銀行が自己株式の買付けを進めた場合についても問題となり得る。

信託期間中においては、上記 Q&A の「(2) ①当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、又は、②当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合が必要とされる。

通常、信託契約においては、株式の買付は、受託者の裁量で単独で行うものとされており、委託者による買付け条件の指定はできないと定められていることから、(2) ①を満たしている。また、②当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合も実務上あるようであるが、委託者から、指示を行う部署が重要事実から遮断されていること等に関し、その旨を表明してもらっているようである<sup>14</sup>。

自己株取得信託の信託期間中に、会社の役職員がその重要事実を知りながら、受託者で

ある信託銀行に当該株式の買付けの中断の指図をしなかったという点については、村上ファンド事件<sup>15</sup>をきっかけに議論されてきた。

すなわち、「発行会社の自己株式担当者が自己株式の買付けを停止する旨を信託銀行に対して指示することができるという状況下において、当該自己株式買付担当者が未公表重要事実の発生を認識しながら自己株式買付けの停止を指示せずに信託銀行による自己株式買付けが行われることを漫然と放置すると、実質的に、「未公表の重要事実を知りつつ、信託銀行による自社株買いを停止させなかった」という不作為によって、インサイダー取引規制違反を行っているのではないか<sup>16</sup>」との議論である。

問題提起された太田洋弁護士は、「少なくとも発行会社が自己株式の買付けを停止する旨を信託銀行に対して指示することができる旨が定められていなければ、このようなインサイダー取引規制に関する不真正不作為犯は成立しないものと解したい<sup>17</sup>」との見解を述べられていたところ、「インサイダー取引規制に関する Q&A」が発出されたことにより、「今後は信託方式による場合の上記懸念は、基本的に解決されたといえる。<sup>18</sup>」と述べられている。

法務省の平成 13 年商法改正の立案担当者のように、自己株式取得信託の構造を「会社が、信託を、いわば道具として利用しているにすぎない<sup>19</sup>」との考え方をそのまま敷衍すると、「未公表の重要事実を知りつつ、信託銀行の取引を停止しなかった」という不作為によってインサイダー取引規制違反が行われていると解される余地はあるが、問題は、上記 Q&A において、「その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合」かどうかであり、さらに、その場合の停止の指示をしなかったという不作為が「売買等」に該当するかどうかである。

まず、発行会社の自己株式担当者が自己株式の買付けを停止する旨を信託銀行に対して指示することができるという状況においても、委託者である発行会社の自己株式買付担当者が未公表重要事実の発生を知らない場合については、Q&A の「重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合」に該当し、作為、不作為にかかわらず、インサイダー取引規制に抵触しないと考えてよいのではないかと。

一方、当該自己株式担当者が未公表重要事実の発生を認識しながら自己株式の買付けの停止を指示せずに信託銀行による自己株式買付けが行われることを放置することは、当該担当者は「売買等」の直接の指図はしていないが、その間、信託銀行では「売買等」を進

めていることから、上記 Q&A の「重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合」には該当しない。すなわち、この場合の委託者の自己株取得の担当者の不作為については、形式的に「売買等」ではないことから、インサイダー取引には該当しないとの考え方はあり得るが、「売買等」の指図と評価され、インサイダー取引規制に抵触するおそれがある。

## (5) 委託者が重要事実を保有している状況での信託の一部解約と信託の終了

通常、自己株取得信託の契約書においては、委託者は単独で、中途解約や契約の変更を行うことはできないものとされているが、一部解約については、委託者が契約の一部解約の意思表示をした場合には、意思表示の日以後、委託者と受託者が合意した日を一部解約日とし、受託者は、この一部解約日に請求書と引き換えに信託株式の一部を受益者に交付するものとしている。

このような信託契約において、一部解約の意思表示の日に委託者である発行会社が、既に重要事実を保有していた場合には、特段の問題はないのであろうか。

自己株取得信託の信託期間中に委託者に重要事実が発生しても、受託者の行う自己株式の取得がインサイダー取引規制違反にならないとすれば、委託者が、信託を一部解約して当該株式の交付を受けることについては、一部解約により売買行為は停止されず、また、自己株式の交付は、形式的な所有者の変更はあるものの「売買等」には該当せず、インサイダー取引規制には抵触しないと考えられる。

なお、上記の信託契約では、一部解約時に、金銭を交付することは認めていないが、株式の一部交付に替えて、金銭を交付する場合には、その交付が売買の停止と同様の効果があることから、行うべきではない。また、委託者は、信託契約上、信託契約の全部を解約することはできないが、委託者と受託者の合意により信託を終了させることは可能である。その場合、受託者としては、委託者からその時点で重要事実がない旨の誓約がない限り、信託の終了に合意すべきではない。

しかしながら、上記の金銭交付による信託契約の一部解約、及び、信託を終了させる行為は、いずれも、行うべきではないと考えるが、当該株式の「売買等」が行われていない

ことから、インサイダー取引規制には抵触するとまではいえないのではないかと。

## 4. 自己株取得信託の受託者

### (1) 信託業法・金融機関の信託業務の兼営等に関する法律の規制

例えば、顧客分別金信託については、金融商品取引法 43 条の 2 の 2 に基づく信託であり、金融商品取引業等に関する内閣府令 141 条 1 項 1 号により、「信託会社又は信託業務を営む金融機関」を受託者とすることが定められているが、自己株取得信託の制度は、法令に基づくものではなく、また、法令に基づいて受託者が定められているわけではない。そのため、受託者を信託兼営銀行や信託会社以外とすることの選択肢もある。ただし、信託業法・兼営法の規制に基づく監督官庁の厳格な監督の下での信託兼営銀行や信託会社を受託者とすることは、自己株取得信託の制度の信頼性を担保しているといえることから、重要なファクターであると考えられる。

さらに、相場操縦の規制としての金融商品取引法 162 条の 2 において、会社が信託により自己株式を買い付けることを予定した「信託会社等が信託契約に基づいて上場等株券等の発行者の計算において行うこれらの取引の委託等」との文言からも、そもそも、信託兼営銀行又は信託会社を受託者とすることを想定したものと考えられ、前述の金融庁・証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関する Q&A」（平成 20 年 11 月 18 日 最終改訂令和 5 年 12 月 8 日）についても、そのことを前提として発出されたものと考えられる。

### (2) インサイダー取引規制の違反における受託者の責任

発行会社である委託者が、重要事実がない旨の誓約をしたにもかかわらず、実際には、重要事実を保有しながら信託を設定した場合、受託者の自己株式の買付担当者がそのことを知らなかったとき、さらには、知っていたときに、受託者の責任はどのようなのか。

前述のとおり、上場会社等の会社関係者に当たる役職員が重要事実を知って当該自己株式の取得を指図し、受託者が当該株式を取得した場合、当該役職員及び委託者である発行会社については、インサイダー取引規制違反となる。

一方、受託者については、受託者の自己株式の買付担当者がそのことを知らなかったときには、インサイダー取引規制違反とはならないが、知っていた場合については、受託者は、発行会社である委託者との間で自己株取得信託の契約を締結していることから、会社関係者（金融商品取引法 166 条 1 項 4 号）となり、インサイダー取引規制違反の対象となる。なお、この点について、受託者が発行会社である委託者が重要事実を保有しているかどうかを知る手立てとして確認書による誓約を受けているが、実務上、はたしてそれだけでよいのか議論があるが、この方法に頼らざるを得ない。

## 5. 自己株取得信託における議決権の行使及び剰余金の配当

自己株取得信託における議決権の行使及び剰余金の配当については、常に、委託者及び受託者のいずれも議決権を行使できず、また、剰余金の配当についても否定される应考虑すべきであろうか。

自己株取得信託は、インサイダー取引規制等を回避するために、発行会社とは別の人格である信託銀行等を取得者とするものであり、当該取得株式は、受託者名義となることから、信託契約に特段の定めがない限り、受託者は、議決権の行使権限を有することになる。

信託法上、受託者には、善管注意義務が課されており、受託者側としては、委託者兼受益者である発行会社のために、議決権の行使を行うべきであり、剰余金の配当についても請求すべきであるとの考え方もあり得るのではないか。

信託法上、脱法信託の禁止の規定がある。信託法 9 条では、法令によりある財産権を享有することができない者は、その権利を有するのと同じ利益を受益者として享受することができないものとされている。この規定は、強行規定であり、違反行為は、基本的には無効となるが、禁止の適用の有無は、形式的に一律に判断するのではなく、その法令の趣旨、信託目的、受益権の内容等を総合的に勘案して決すべきであること、特定の者が、法令に違反して財産権を享有する行為をした場合において、その行為の私法上の効力が否定されないときは、信託を利用して同じ財産権を有し利益を享受することとなっても、信託の私法上の効力が否定されるわけではないと解されている。

自己株取得信託は、自己株式を取得することを目的とする信託である以上、やはり、受

託者の側からも、議決権の行使と剰余金の配当は否定されると考えられる。

[注]

- 1 神田秀樹『会社法〔第25版〕』（弘文堂 2023年）107頁
- 2 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説 第2版』〔後藤元〕（有斐閣 2017年）307頁
- 3 松尾直彦『金融商品取引法〔第6版〕』（商事法務 2021年）625頁
- 4 平成14年2月13日最判（民集56巻2号331頁）
- 5 上記注3 松尾直彦602頁
- 6 上記注3 松尾直彦602頁
- 7 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説 第2版』〔後藤元〕（有斐閣 2017年）354頁
- 8 上記注3 松尾直彦621頁
- 9 宮崎裕介「自己株取得と信託銀行の責任」（信託研究奨励金論集第39号 2018年）96頁
- 10 中村直人「自己株式取得に関する最近の留意点」  
<https://www.tosyodai.co.jp/topics/nakamura/041/index.html>（2024年3月10日）
- 11 佐々木清隆ほか「特集＝インサイダー取引規制と未然防止態勢整備〈事例研究座談会〉③インサイダー取引防止における実務上の留意点と求められる態勢整備」〔鈴木秀昭発言〕（金融法務事情No1866 2009年）74頁
- 12 原田晃治＝泰田啓太＝郡谷大輔「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説〔下〕」（商事法務1609号）11頁
- 13 上記注3 松尾直彦653頁
- 14 上記注11 佐々木清隆ほか〔師尾信寛発言〕75頁
- 15 東京地判平成19年7月19日（LEX/DB28145217）、東京高判平成21年2月3日（判例タイムズ1299号99頁）
- 16 太田洋「村上ファンド事件東京地裁判決の意義と実務への影響」（商事法務1830号 2008年）30頁
- 17 太田洋＝宇野伸太郎「村上ファンド事件東京高裁判決の意義と実務への影響」（金融・商事判例No.1315 2009年）11、12頁
- 18 上記注17 太田洋＝宇野伸太郎12頁
- 19 上記注12 原田晃治＝泰田啓太＝郡谷大輔11頁

自己株式規制と信託・再説  
——信託を通じた法形成について

田 中 亘

# 目 次

- 1 はじめに
  - 2 旧稿の主張の概要
    - (1) 信託に対する自己株式規制の適用のあり方
    - (2) 自己株式取得規制について
    - (3) 自己株式処分規制について
  - 3 自己株式処分規制の適用の有無についての補論
    - (1) 信託による株式の市場売却は立法趣旨の潜脱とならないか
    - (2) 緩衝信による発行会社株式の市場売却が立法の趣旨の潜脱にあたらない理由
  - 4 緩衝信に対する金融商品取引法の発行開示規制の適用の有無
  - 5 終わりに
- 【追記】**
- (1) 株価が下落した場合における取締役の損害賠償責任及び株主平等原則違反について
  - (2) 自己株式処分規制との関係について
  - (3) 市場売却による自己株式処分または新株発行の解禁について

# 1 はじめに

株式会社を委託者とする信託において、受託者が委託者の株式を取得する場合に、自己株式の取得、保有および処分に関する会社法の規制（以下、それらをまとめて「自己株式規制」という）がどこまで及ぶのかは、従来、議論のあるところであるが<sup>1</sup>、近年、株式需給緩衝信託<sup>® 2</sup>（以下、「緩衝信」という）という新しいタイプの信託が開発され、それに対する自己株式規制の適用の有無ないし適用の仕方が論点となっている。緩衝信は、上場会社のガバナンス向上に資する株式売却ニーズに応えることを目的に開発された、上場会社（以下、「発行会社」という）を委託者兼受益者とする信託（自益信託）である。緩衝信の受託者は、政策保有株主や創業者株主などの大株主等から発行会社の株式を取得した上で、その株式を、信託期間内に、株式市場の需給動向を勘案しながら、立会内取引市場で時間をかけて売却していくことが想定されている<sup>3</sup>。

筆者は、トラスト未来フォーラムの「株式と信託に関する研究会」（以下、「本研究会」という）において、緩衝信に対する自己株式規制の適用のあり方について報告を行い、そこで得られたコメント・意見も踏まえて、旬刊商事法務誌上で論文（以下、「旧稿」という）を公表した<sup>4</sup>。筆者の主な主張は、①会社法は、自己株式の取得、保有および処分の各段階で規制（それぞれ、「自己株式取得規制」、「自己株式保有規制」、「自己株式処分規制」という）を課しているが、それらの規制は、おのおの趣旨・目的を異にすることから、緩衝信にそれらの規制がどこまで及ぶかは、規制ごとに判断すべきであること、②緩衝信による発行会社株式の取得には、自己株式取得規制が課されると解すべきこと、これに対し、③緩衝信のスキームに従い受託者が発行会社株式を立会内取引市場で売却することに対しては、自己株式処分規制は課されないと解すべきであること、である。

以上の主張に対しては、基本的に、研究会の参加者の賛同が得られたと認識している。また、緩衝信のスキームの公表後、本稿の脱稿時（2023年5月）までに、同スキームの適法性について疑義を呈する見解は、筆者の知る限り出てきておらず、緩衝信は、上場会社における株式売却のニーズに応じるスキームの一つとして定着しつつあるように見受けられる（ただし、脱稿後、緩衝信に対し批判的な検討を加える岩原紳作教授の論考に接した。同教授の見解については、本稿の【追記】で議論することにする<sup>5</sup>）。とはいえ、緩衝

信のような新しい法的スキームについては、それを巡る法的不明確性が普及の妨げになる可能性は無視できない。旧稿で述べたとおり、筆者は、緩衝信には、現行の会社法が経済社会の合理的ニーズに必ずしも応えていない部分を補うという意義があると考え<sup>6</sup>、緩衝信を巡る法的不明確性は、できるだけ除去することが望ましいと考える。また、緩衝信に対する自己株式規制の適用の有無を考えることは、発行会社を委託者とする信託を通じた発行会社株式の取得、保有または処分に対し、自己株式規制がどのような形で及ぶかという、より一般的な法律問題を考える上でも重要性を持つ。本稿は、そのような問題意識から、旧稿で取り上げた論点の中でも、特に、緩衝信のスキームに従った発行会社株式の処分に対して自己株式処分規制が課されるかという論点を中心に、旧稿を補足する議論を行いたい。以下では、まず2で、旧稿の主張の概要を説明した後、3において、緩衝信のスキームに従った発行会社株式の処分に対しては自己株式処分規制は課されないため、緩衝信は、発行会社の株式を、立会内取引市場で適法に売却することができるという解釈論を展開する。4では、旧稿で取り上げなかった論点として、緩衝信による発行会社株式の売却に対し、金融商品取引法の発行開示規制が及ぶかという問題を検討し、規制は及ばないという解釈を述べる。最後に、5では、旧稿および本稿で展開した議論を、法の形成・発展に寄与するという信託の存在意義や、信託に対する適切な法の規律のあり方といったより一般的な問題の中に位置付けることを試みる。

## 2 旧稿の主張の概要

旧稿は、主に次の3点の主張を行った。

### (1) 信託に対する自己株式規制の適用のあり方

会社法における自己株式規制は、自己株式取得規制（取得手続や財源規制）、自己株式保有規制（自己株式の自益権や共益権の否定）および自己株式処分規制（募集株式の発行と基本的に同一の手続規制 [会社法 199 条以下]）から構成されている。これらの規制は、それぞれ、異なる趣旨・目的を有するものであるから、信託を通じた株式の取得、保有ま

たは処分に対してそれらの規制が課されるか否かを判断する上では、それらの規制が一律に及ぶかまたは及ばないかという、オール・オア・ナッシングの発想で考えることは妥当ではない。むしろ、それぞれの規制ごとに、規制の趣旨・目的および信託の具体的な内容を勘案し、当該規制を当該信託にも及ばさなければ、規制の趣旨・目的を実現できない（規制の潜脱になる）といえるかどうかにより、当該規制が及ぶか否かを判断するべきである<sup>7</sup>。

## （２）自己株式取得規制について

緩衝信が自益信託であり、緩衝信による株式取得の経済効果が発行会社に帰属する（実質において、発行会社の財産を株主〔株式の売主〕に分配することになる）ことからすれば、緩衝信による発行会社株式の取得行為に対しては、自己株式取得規制が課される（当該規制の趣旨が及ぶ、または当該規制が類推適用される）と解するべきである<sup>8</sup>。

## （３）自己株式処分規制について

信託による発行会社の株式の取得が、①公開会社が発行する上場株式を対象とするものであり、②株式の処分の決定に発行会社の業務執行機関が影響を及ぼすおそれがなく、かつ、③株式の処分が、立会内取引市場での取引によって行われる場合には、それに対して自己株式処分規制を課さなければ、当該規制の趣旨・目的を実現できないとは解されない。公表されている緩衝信のスキームは、①～③の要件を満たすため、（発行会社が資本関係等を通じて受託者の判断に影響を及ぼすことができるような例外的な場合を除き）緩衝信による発行会社株式の処分には、自己株式処分規制は課されない（当該規制の趣旨は及ばず、類推適用もされない）と解すべきである<sup>9</sup>。

### 3 自己株式処分規制の適用の有無についての補論

#### (1) 信託による株式の市場売却は立法趣旨の潜脱とならないか

日本の自己株式規制が、1990年代から2005年の会社法制定までの期間に、自己株式の取得・保有を原則的に禁止する法制から、一定の手続規制および財源規制のもとで自己株式の取得・保有を自由に行えるものとする法制に転換したことは周知のとおりであるが<sup>10</sup>、同じ頃に、英国やドイツなどの欧州の主要国でも、自己株式保有の自由化（いわゆる金庫株の解禁）を主な内容とする規制緩和が行われた<sup>11</sup>。もっとも、規制緩和の趣旨や内容は、日本とそれらの欧州諸国では異なる点があったようである。

すなわち、欧州諸国の中には、上場会社は、自己株式を取引所市場で売却すること（以下、「市場売却」ともいう）ができるものとしている国が少なくない<sup>12</sup>。英国のように、自己株式の市場売却を可能にすることが、自己株式保有（金庫株）を解禁する主な目的となっていた国もある<sup>13</sup>。

これに対し、日本の会社法は、自己株式の処分は、株主の利益に与える影響が募集株式の発行と同一であるから、両者を同一の手続規制に服しめるべきであるという立場で立法された（会社法199条以下）<sup>14</sup>。法案段階では、発行会社が反対株主の株式買取請求に応じるなど一定の事由により取得した自己株式については、例外的に市場売却を認める旨の規定（会社法案179条）が存したが、その規定も、衆議院における法案審議において、内部者取引や株価操縦に悪用されるおそれがあることを理由に削除された<sup>15</sup>。現行の会社法は、発行会社が自己株式を市場売却することを例外なく禁止していると解される<sup>16</sup>。

以上のような日本の（特に欧州諸国と比較した）立法の経緯を踏まえると、緩衝信が発行会社株式を立会内市場取引により売却することに対しては、次のような疑義が呈されるかもしれない。すなわち、当初から自己株式の市場売却を許容する意図で規制緩和を行った欧州諸国とは異なり、日本では、自己株式の処分は募集株式の発行と同一の手続によるべきであり、自己株式の市場売却は認めるべきではないという立法府の明確な判断のもとに自己株式規制が設けられたものである。そうだとすれば、発行会社を委託者とする自益信託を通じて取得した発行会社株式を市場売却することは、そうした立法府の判断（立法の趣旨）を潜脱するものであり、許されないのではないか、という疑義である。このよう

な疑義に対しては、次の3点をもって答えておきたい。

## (2) 緩衝信による発行会社株式の市場売却が立法の趣旨の潜脱にあたらない理由

第一に指摘したい点は、会社法の制定過程で示された立法府の判断とは、あくまで、発行会社自身が自己株式を市場売却することは認めないということにとどまることである。信託を通じて取得された発行会社株式を市場売却することの可否については、特段、立法府の判断が示されたわけではない。また、信託法9条<sup>17</sup>は、信託を通じた法令の潜脱を許さないという立法府の判断を示していると解されるが、信託の受益者としての権利の享有がどういう場合に本条違反となるかは、「本条を形式的に適用して一律に判断するのではなく、当該法令の趣旨、信託の目的、受益権の内容等を総合的に考慮して決すべきもの」であるという信託法の立案担当官の解説にあるとおり<sup>18</sup>、多分に解釈の余地を認めるものである。もしも立法府が、発行会社自身が自己株式を市場売却することを禁じるだけでなく、発行会社を委託者とする自益信託を通じて取得した発行会社株式を市場売却することをも禁じようと考えたのであれば、その旨の明文の規定を会社法または信託法に置くこともできたはずである。ところが、立法府は、そうした明文の規定を置くことなく、ただ、発行会社自身による自己株式の取得、保有および処分を規律する諸規定を会社法に置く他、前述のような一般的な（多分に解釈の余地のある）脱法行為の禁止規定を信託法に置くにとどめたのである。このことは、発行会社を委託者とする自益信託を通じた発行会社株式の取得、保有または処分に対し、会社法の規律がどこまで及ぶか（とりわけ、発行会社自身による自己株式の市場売却の禁止は、信託を通じた発行会社株式の処分にも及ぶか）について、立法府は判断を下すことなく、裁判所による法解釈を通じた法形成に委ねたものであると理解するべきである。

第二に、発行会社を委託者とする自益信託を通じた発行会社株式の処分は、その行為の経済的効果（発行会社およびその既存株主の利益に及ぼす影響）の面では、発行会社自身による自己株式の処分と共通するが、だからといって、両者が全く同一の行為であるというわけではない。特に、自己株式の処分を行うのは発行会社の業務執行機関であるのに対し、信託において発行会社株式の処分を行うのは、信託の受託者（業として行う信託の場

合、信託会社または信託銀行)である。旧稿でも述べたとおり、とりわけ業として行われる信託においては、監督規制および信用・評判維持の考慮から適切な判断を行うことが相当程度に期待できる受託者(信託会社・信託銀行)が目的財産に関する決定を行うことにより、目的財産の権利者(それが会社の場合、会社の業務執行機関)自身が決定を行う場合に生じうる濫用の危険をある程度未然に防止できると考えられる。このことは、目的財産の権利者(会社の場合、その業務執行機関)自身が目的財産に関する決定を行う場合に課される規制を不要ならしめる場合もあると考える<sup>19</sup>。信託の受託者が、発行会社株式を市場売却により処分することについていえば、そうした処分の決定が受託者によって行われ、発行会社の業務執行機関が処分の決定に影響を及ぼす恐れがない場合には、発行会社の現経営陣の支配権の維持・確保などの不当な目的で株式の処分をすることは考えがたいから、既存株主に差止め請求権(会社法210条)を付与したり、既存株主に差止め機会を与えるために事前の通知・公告を要求する(同法201条3～5項)といった規制は不要であると考えられる。また、そのような場合は、株式の処分が内部者取引や株価操縦に利用される危険が典型的に高いともいえないから、発行会社自身による自己株式の市場売却を禁止する会社法の規制を及ぼす必要もないと考えられる<sup>20</sup>。

第三に、もしもわが国において、自己株式規制の緩和後、自己株式の取引(取得・処分)が内部者取引や株価操縦に利用されるなどの弊害が数多く生じているとすれば、信託を通じて自己株式規制を回避しようとする試みは、さらなる弊害の発生につながりかねないため、容易に認めてはならないという解釈につながりうるであろう。しかし、少なくとも緩衝信が発行会社として想定している上場会社において、自己株式規制の緩和の弊害が目立っているというような事情は認められない。むしろ、上場会社において自己株式の取引が相場操縦に利用されることを防止するための金融商品取引法(金商法)の規制(同法162条の2、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令[取引規制府令]16～23条)が、世界金融危機で株価が急落した2008年10月に時限措置として緩和された後<sup>21</sup>、緩和状態が継続した末に2013年9月に恒久化されたという経緯<sup>22</sup>からは、自己株式規制の緩和によって目立った弊害は現れていないことがうかがえる<sup>23</sup>。また、自己株式取得を行った上場会社において、取得の決定後長期間(5年間)に渡り、株式市場全体の動向から推計される正常収益率を上回る株式投資収益率(プラスの異常収益率)が実現しているという実証研究がある<sup>24</sup>。これは、自己株式規制の緩和が、平均的に見て、発行会社やその株主の

利益になっていることを示唆する。このような事情の下では、発行会社を委託者とする自己信託を通じた発行会社株式の処分について、その処分の決定が受託者によって行われ、発行会社の業務執行機関が影響を及ぼす恐れがない場合にまで、あえて自己株式処分規制を課すといった形で、自己株式規制を拡大・強化する必要があるとは思われない。

旧稿で論じた理由に加えて、以上に述べた諸点をも考慮すれば、緩衝信がそのスキームに従い、発行会社株式を立会内取引市場で売却することに対して、自己株式処分規制は課されない（同規制の趣旨は及ばず、類推適用もされない）という解釈を十分に正当化できると考える。

## 4 緩衝信に対する金融商品取引法の発行開示規制の適用の有無

旧稿では、緩衝信に対して会社法の自己株式規制が適用されるかという論点のみを検討対象とし、金融商品取引法の適用の有無、とりわけ、同法の発行開示規制が、緩衝信による発行会社株式の処分にも適用されるかという問題は、特に検討しなかった。これは、紙幅の制約という理由もあるが、緩衝信のスキームに従った発行会社株式の処分に対して会社法の自己株式処分規制が及ばないと解する以上、金商法の発行開示規制も及ばないのは当然であると考えていたためでもある<sup>25</sup>。ただ、緩衝信に対して金商法の発行開示規制が課されるか否かは、緩衝信というスキームの成否を左右しうる問題であると考えられることから<sup>26</sup>、本稿では以下、念のため、この論点について検討したい。

現行の金商法の発行開示規制においては、発行会社による自己株式の処分は、新株の発行（募集株式の発行）と同様に取り扱われ（同法2条3項・金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令〔定義府令〕9条1号参照）、それについて同法2条3項の募集の要件に該当する限り、発行開示規制の適用を受けることになる。しかし、金商法2条3項・定義府令9条1号により、「取得勧誘類似行為」として募集と同様に扱われるのは、「当該株券の発行者が会社法第199条第1項又は第774条の2の規定に基づいて行う当該株券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘」に限られる（同号）。3で論じたとおり、緩衝信のスキームに従って受託者が立会内取引市場で行う発行会社株式の売却には、会社法199条以下の自己株式処分規制は及ばないと解される。それゆえ、たとえ当該売却に際

して勧誘が行われるとしても、それは「当該株券の発行者が会社法第199条第1項…に基づいて行う」勧誘であるとはいえず、募集には該当し得ないと解される。また、現行の発行開示規制は、取引所金融市場における有価証券の売買に係る売付け勧誘等を、明文をもって売出しの定義から除外している（金商法2条4項、金融商品取引法施行令〔金商令〕1条の7の3第1号）から、緩衝信による立会内取引市場での発行会社の株式の売却に際し、売出しに該当する勧誘行為が行われることもあり得ないことになる。以上より、緩衝信のスキームに従って受託者が立会内取引市場で行う発行会社株式の売却については、募集に当たる行為も売出しに当たる行為も存在しないため、金商法の発行開示規制が課されることはないと解される。実質的に考えても、緩衝信のスキームに従って受託者が立会内取引市場で発行会社株式を売却する場合は、発行会社が新規発行有価証券の取得勧誘を行う場合に生じるような情報非対称および販売圧力の問題は生じないため、金商法の発行開示規制を課す必要はないと考えられる<sup>27</sup>。

## 5 終わりに

本稿では、緩衝信に対する自己株式規制の適用のあり方という論点について、特に自己株式処分規制の適用の有無の問題を中心として、旧稿を補完する議論を行った。最後に、旧稿・本稿で取り上げた論点を、信託の意義あるいは信託に対する法の規律のあり方という、より一般的な問題に位置付けることを試みて、結びに代えたい。

第一に、旧稿および本稿における中心的な主張を一般化すれば、「自益信託の受託者が行う目的財産に関する行為であっても、委託者（委託者が会社の場合、その業務執行機関）自身の行為と法的に完全に同一に取り扱われる必要はない（後者に対して課される規制が、前者にも当然課されると解する必要はない）」ということになる。とりわけ、目的財産に関する行為が、受託者の決定により、委託者（その業務執行機関）の影響が及ぶ恐れのない形で行われる場合には、委託者（その業務執行機関）による権限濫用の予防のために設けられた法規制を課す必要はないと評価される場合があると考えられる。これは、特に業として行われる信託の場合に、受託者が監督規制や信用・評判の維持の考慮等から適切な行為を行うことが相当程度に期待できることを踏まえて、信託のスキームをもって予防

的な規制に「代替」する可能性を認めるということである。このような規制上の取扱いは、ある予防的規制には一定の合理性を認めうる一方、無視できない費用も生じさせていると考えられる場合において、当該予防的規制を維持すること（その場合、規制の費用を引き続き生じさせることになる）とも、またそれを撤廃すること（その場合、予防的規制が防ごうとした濫用的行為のリスクが生じる）とも異なる、第3の法制度の選択肢といえるものであり、信託が法の形成・発展に寄与する一つのあり方を示しているように思われる。

第二に、旧稿および本稿で展開した、「自己株式の取得、保有および処分の各段階で課される規制は、おのおの異なる趣旨・目的を有していることから、それぞれの規制ごとに、信託への適用の有無を判断するべきである」という解釈論の方向性は、緩衝信以外の様々な信託にも適用できるように思われる。

本稿が、信託を通じた法制度・法実務の合理的な発展に何ほどかでも貢献できたなら、筆者としては望外の喜びである。

## 【追記】

本稿の脱稿（2023年5月）後、緩衝信のスキームは、「会社法、金融商品取引法に関して多くの問題を孕んで（いる）」として批判する、岩原紳作教授の論考に接した<sup>28</sup>。本追記では、同教授の批判に対して応答したい。

### （1）株価が下落した場合における取締役の損害賠償責任及び株主平等原則違反について

まず、岩原教授は、緩衝信のスキームによって大株主等から ToSTNeT-2 により発行会社株式を取得した後、同スキームの公表により発行会社株式の株価が下落し、自己株式取得価格を下回る価額で当該株式を処分することになった場合には、その差額分について受益者である発行会社ひいてはその残存株主（株式の売主となった大株主等以外の株主）が損害を負担することになることから、取締役の損害賠償責任が生じうる<sup>29</sup>。他、実質的には残存株主の負担において大株主等を優遇しているため、株主平等原則違反の懸念も生じるとする<sup>30</sup>。

しかし、発行会社が、ToSTNeT-2またはToSTNeT-3（以下、両者を合わせていうときは「ToSTNeT-2/3」という）により大株主等から取得した自己株式を、募集株式の発行等の手続（会社法199条以下）に従い公募によって一般投資家に売却する場合も、公募の公表により市場株価が下落し、自己株式の取得価格と処分価額の差額分の損失が発行会社に生じることはままたる<sup>31</sup>。その場合でも、ToSTNeT-2/3による株式取得及び公募による自己株式の処分が、それぞれ、会社法上の自己株式取得手続及び募集株式の発行等の手続を遵守して行われる限り、特に株主平等の原則違反とか取締役の損害賠償責任といった法的問題が生じるとは一般に考えられていないと思われる。そうであれば、緩衝信のときだけ、違法の問題が生じるとするのはおかしいであろう。

より具体的にいうと、まず、緩衝信と株主平等の原則との関係については、橋本=太田=野澤論文において既に検討がされている。そこでは、緩衝信においては、大株主等に対してToSTNeT-2による株式の売却機会を与える点で、大株主等を有利に取り扱う面があることは否定できないが、株式の売却は時間優先の原則で行われ、他の株主にも平等な売却機会の付与を前提にしていることから、有利取扱いの程度は軽微であること、並びに、ToSTNeT-2を用いることによって大株主等から株式を取得する可能性を高めることができ、それにより、大株主等が短期間で株式を市場で売却した場合に生じる株価下落を防ぐことができる点で、有利な取扱いの必要性及び相当性が認められることから、株主平等の原則には反しないという見解が示されており<sup>32</sup>、筆者も同意見である。岩原教授の見解は、ToSTNeT-2/3においては、事前通知から実際の取得までの時間が限られているため、他の株主の売却機会が十分与えられておらず、實際上、大株主等が優遇されている点を問題視していると解される<sup>33</sup>。だが、それは、別に緩衝信に特有の問題ではなく、むしろToSTNeT-2/3による自己株式取得が会社法165条1項にいう「市場において行う」取引に当たるものとして、会社法157条～160条の適用除外を認めることの是非の問題として、議論されるべきであるように思われる。現行のToSTNeT-2/3の仕組みでは、株主に対して実質的に平等な株式売却機会が与えられていないとして、これを「市場において行う」取引でないと解することは、一つのあり得る解釈ではある。ただそれは、上場会社がこれまでToSTNeT-2/3により行ってきた自己株式取得を全て違法とすることとなり、実務に非常な混乱をもたらすであろう。そのような解釈をとらないのであれば、ToSTNeT-2で取得した株式を緩衝信によって市場売却したときだけ、なぜ株主平等原則の違反を理由に

違法とされるのか、筆者には理解しがたい。

また、取締役の損害賠償責任についていえば、まず、緩衝信スキームを公表しても発行会社の株価が下落するとは限らない。実際、これまでの緩衝信の事例（6件）に関する調査によれば、平均的に見てそのような株価下落は起きておらず、信託を通じて時間をかけて発行会社株式を市場売却することによって株価下落を抑えるという、緩衝信の狙い通りの結果になっているといえる<sup>34</sup>。また、株価が下落した場合であっても、緩衝信スキームを通じて政策保有株式等を縮減し、流通株式を増やすことによって中長期的に会社・株主に生じる利益が、短期的な株式の需給悪化による株価下落による不利益を上回るという判断は十分ありうるものであり、取締役がそのような判断のもとに緩衝信スキームを採用することについては、経営判断原則の適用があり、意思決定の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、善管注意義務・忠実義務違反による責任は生じないと解される<sup>35</sup>。

## （２）自己株式処分規制との関係について

現行法上、緩衝信のスキームを適法に行えるか否かは、緩衝信による発行会社株式の市場売却について、自己株式処分規制が課されないという解釈をとることができるか否かにかかっていると見える。この点について、筆者は、信託による発行会社株式の取得が、①公開会社が発行する上場株式を対象とするものであり、②株式の処分の決定に発行会社の業務執行機関が影響を及ぼすおそれがなく、かつ、③株式の処分が立会内取引市場での取引によって行われる場合には、自己株式処分規制は課されない（規制の趣旨は及ばず、類推適用もされない）と解していることは、本稿の 2（3）で述べたとおりであり、実際の緩衝信スキームも、このような解釈を前提に行われていると見られる<sup>36</sup>。

この点について、岩原教授は、緩衝信のスキームにおいて「売却の決定に発行会社の業務執行機関が影響を及ぼす恐れがないといえるのか、必ずしも明らかではない」とされ、信託契約において委託者（発行会社）は信託が取得した委託者株式の処分について指図できない旨を規定したとしても、「発行会社と受託者の間でファイアウォール等が構築され、それが実効的に守られているのか等が確認されなければ、発行会社の業務執行機関の影響がないと、断言はできない」と批判されている<sup>37</sup>。もっとも、この批判は、信託による発行会社株式の処分について、上記①②③の要件が充足すれば自己株式処分規制は課さ

れないという解釈を否定するものではなく、むしろその解釈を前提に、②の要件の認定は慎重に行うべきことを説いているように解される。そうだとすれば、岩原教授の見解と、実際に緩衝信スキームを行っている関係者の見解（及びそれを支持する私見）の間の差異は、必ずしも大きなものではないといえるように思われる。

そのように述べた上で、どのような事実が確認されれば、「株式の処分の決定に発行会社の業務執行機関が影響を及ぼす恐れがない」といえるのかという岩原教授の問題提起に答えてみたい。まず、信託契約において、発行会社は、株式の処分について指図することはできないことを規定していることが、最低限、必要であろう。もっとも、発行会社が受託者の支配株主である場合のように、資本関係その他の特殊な関係を通じて、発行会社が受託者の業務執行に影響力を及ぼせる場合には、たとえ契約上は指図ができないとされていたとしても、事実上、発行会社の業務執行機関は株式の処分について受託者に指図できる（受託者はその指図に逆らえない）ことになるおそれがある<sup>38</sup>。従って、「株式の処分の決定に発行会社の業務執行機関が影響を及ぼす恐れがない」といえるためには、発行会社が受託者の業務執行に影響力を及ぼせるような特殊な関係がないことの確認が必要であると考えられる。

他方、発行会社と受託者の間にそうした特殊な関係がない場合（以下、これを、受託者が「発行会社から独立している」という）には、受託者が、信託契約上発行会社は指図できないものとされているにも関わらず、発行会社の業務執行機関が（事実上）指図してきたときにそれに従うということは、通常考えがたいように思われる。受託者がそうした指図に従うことは、信託契約の違反であるというだけでなく、それによる株式の処分は、自己株式処分規制の潜脱として違法となるものである。そうなれば、発行会社の業務執行機関が法令違反の責任を負うだけでなく、受託者も、法令違反の幫助として、発行会社やその株主に対して不法行為責任を負うと解されるし、また、受託者が業として信託を受託する者である場合（緩衝信の受託者は信託銀行であり、そのような者であることは前提である）は、監督規制による処分の対象ともなるものである。発行会社が独立している受託者が、このような法令違反による不利益を甘受してまで発行会社の指図にあえて従う動機は、想定しがたいように思われる。

もっとも、受託者において緩衝信の業務を担当する者（特に、信託が取得する発行会社株式の処分を行う者）は、発行会社の業務執行機関からの指図に従うことによって生じる上記の法的問題を認識せずに、自益信託において委託者兼受益者の指図に従うことは問題

ないと考えて、発行会社の業務執行機関の指図に従う可能性はあるかもしれない。その点を考えると、緩衝信の業務担当者に対しては、「緩衝信が取得する発行会社株式の売却について発行会社が指図できないのは、単に信託契約上の定めというだけでなく、会社法の自己株式処分規制の潜脱とならないための法的要請であるため、発行会社の業務執行機関が株式売却について何らかの指図ないし意向の表明等をしてきたとしても、それに従うことは厳に禁じられる」ということについて周知徹底される必要があると考えられる。そうすると、「株式の処分の決定に発行会社の業務執行機関が影響を及ぼす恐れがない」というためには、受託者の業務担当者に対してそのような周知徹底が図られていることの確認も必要と考えられるのではないか。

なお、岩原教授は、「発行会社と受託者の間でファイアーウォール等が構築され、それが実効的に守られているのか等」の確認が必要であるとされている。ただ、この点は、発行会社と受託者が同一の企業グループに属するような場合は、情報共有防止のためのファイアーウォールが構築され、実効的に守られているかの確認が必要とされるかもしれないが、そうでなければ、別法人である発行会社と受託者の間では、両社間で情報共有するための仕組みをあえて作らない限り情報共有はされないと考えられるため、ことさらにファイアーウォールを構築してそれが守られているかの確認をする必要はないのではなかろうか。岩原教授はまた、「ファイアーウォール等の実効性を担保するには、…信託業法による監督法的な規制（監督指針等を含む）が必要ではなかろうか」ともされているが<sup>39</sup>、前述のとおり、ファイアーウォール自体がそもそも必要ないように思われるし、監督法的な規制（監督指針等を含む）については、現在の監督指針においても、法令等遵守態勢の整備はもとより監督上の留意事項であることから<sup>40</sup>、既に手当はされているとみてよいのではないか<sup>41</sup>。

以上をまとめると、(i) 信託契約において、発行会社は株式の売却について指図できないとされていることに加え、(ii) 受託者が発行会社から独立していて、かつ、(iii) 発行会社が株式の売却について指図ないし意向の表明等をしたとしてもそれに応じてはならないことについて、受託者の担当者に周知徹底がされていることが確認されれば、「株式の処分の決定に発行会社の業務執行機関が影響を及ぼす恐れがない」との要件は基本的に（他に、発行会社の業務執行機関による影響が及ぶと考えられる特別な事情がない限り）充足されると解してよいと考える。

### (3) 市場売却による自己株式処分または新株発行の解禁について

岩原教授は、緩衝信について上記のような批判を展開される一方で、インサイダー取引規制等の必要な制度上の対応がされた上であれば、「わが国においても、自己株式の市場売却や市場売却による新株発行を認めてもよい」とされ<sup>42</sup>、米国の ATM 制度を参考にし、市場売却による自己株式処分・新株発行のための会社法・金商法上の制度設計を提案されている。

旧稿でも述べたとおり、筆者は、市場売却によって自己株式の処分を行えないものとしている日本の現行法は過剰規制であると考えているため<sup>43</sup>、岩原教授が上記のような提案をされたことは、大いに歓迎したい。その上で、具体的な制度設計についての岩原教授の見解については、特に参考にされている米国の ATM 制度について筆者が不案内であることから、現時点で十分な論評ができず、後日の検討課題とさせて頂きたい。ただ、現時点で指摘しておきたい点としては、米国の ATM 制度は、市場売却による新株発行と市場売却による自己株式処分の両者を含むものとして構築されていると見られるが、関係者の利害に与える影響については両者に差異もあると思われるため、その点に注意した法制度設計が必要と思われる。特に、岩原教授も認める通り<sup>44</sup>、発行会社がいったん取得した自己株式を市場売却する場合には、既存株主の株式の希釈化が生じないため、株主による差止め請求や株主への公示制度は、新株発行の場合には必要であるとしても自己株式の処分の場合には不要と思われる。市場売却による新株発行の場合の規制をそのまま市場売却による自己株式処分にも課すことにより、過剰規制となることのないような配慮が必要と考える。この点では、米国の ATM 制度を参考にするだけでなく、現に市場売却による自己株式処分を許容している英国その他の欧州諸国の制度<sup>45</sup>も参考にすることが有益と考える。

また、新制度の設計に際しては、そうした外国の制度だけでなく、わが国でまきに行われている緩衝信の実務も参照するべきであろう。わが国において、仮に、発行会社自身が市場売却による自己株式処分、さらには市場売却による新株発行を行うことが法制上可能になったとしても、インサイダー取引や相場操縦規制の抵触を可及的に避ける等の観点から、個別の株式の売却判断は、発行会社自身が行うのではなく、信託銀行その他の市場のプロフェッショナルに委ねる制度が主流になるのではないかと予想される。その点で、現在行われている緩衝信のスキームは、市場売却による自己株式処分や新株発行が許容され

た暁には、実務のベースになっていくと考えられる。そこで、現在の緩衝信の実務（株式の取得や処分の方法の他、自主的に行われている情報開示も含む）について、問題となる点や改善を要する点がないかを検討し、その検討結果を踏まえて、新たな制度設計を行うことが考えられる。

この問題に限らず、筆者は、新しい制度は、実務の否定の上に一から（あるいは外国法に基づいて）作り出すよりは、むしろ実務の積み重ねたものをベースにして、規制の必要性が現に認められるものについて適切な規制を課していくというアプローチをとるほうが、大抵の場合はよりうまくゆくと考える。本稿が、よりよい制度設計のための議論の契機となれば幸いである。

## （校正段階の付記）

【追記】の脱稿後、東証スタンダード市場上場会社のカノークスが緩衝信を設定したとの公表資料に接した（2024年1月31日付 株式会社カノークス「当社のコーポレート・ガバナンス強化および流通株式比率の向上を目的とする株式需給緩衝信託<sup>®</sup>の設定に関するお知らせ」）。岩原教授の論考の公表後も、緩衝信が適法であるとの理解の下に実務が継続していることの現れとして、歓迎したい。今後、自己株式の市場売却を正面から認める法制度の整備が進むことを期待している。

[注]

- 1 特に、従業員持株制度に基づく信託（ESOP 信託）による株式取得に対する自己株式規制の適用の有無に関し、新たな自社株保有スキーム検討会『新たな自社株式保有スキームに関する報告書』（2008年11月17日）、太田洋監修・野村証券株式会社ライフプラン・サービス部著『新しい持株会設立・運営の実務（第2版）』（商事法務、2022）294-296頁。
- 2 株式需給緩衝信託<sup>®</sup>は、野村証券の登録商標である。野村証券・野村信託銀行2022年2月14日付「株式需給緩衝信託<sup>®</sup>のサービス提供開始について」（以下、「野村プレスリリース」として引用）。
- 3 緩衝信のスキームについては、橋本基美＝太田洋＝野澤大和「株式需給緩衝信託の仕組みと法的論点」旬刊商事法務2302号61-71頁（2022）（以下、「橋本＝太田＝野澤論文」という）参照。
- 4 田中亘「自己株式規制と信託」旬刊商事法務2302号（2022）53-61頁。
- 5 旧稿の公表時において既に、緩衝信の実施事例は3件あったが（橋本＝太田＝野澤・前掲（注3）61頁）、2023年10月までに、5社・6事例の緩衝信の設定が公表されている（橋本＝宮島・後掲（注34）55頁）。
- 6 田中・前掲（注4）54～56頁。なお、そこでも述べたとおり、筆者は、現行の会社法が自己株式の市場売却を禁じていることは厳格に過ぎ、立法論としては改正が適切であると考えているが、緩衝信について本文の①～③として示した解釈論は、現行の会社法について筆者のような評価をとらなくても、成立可能と思われる。特に、③については、発行会社自身による自己株式の売却処分は、内部者取引や相場操縦の危険を理由に禁止を支持しつつ、緩衝信のような、受託者が発行会社の影響を受けずに株式の処分の決定をする場合にはその危険がないとして、市場売却を許容するという解釈は成り立つと思われる。
- 7 田中・前掲注4）56頁。
- 8 田中・前掲注4）56-57頁。なお、企業会計上も、緩衝信が保有する株式は、発行会社の自己株式と同様に扱われるべきである（秋葉賢一「気になる論点（321）株式需給緩衝信託に関する会計処理：何が懸念されているか」週刊経営財務3573号48-51頁）。
- 9 田中・前掲注4）57-58頁。
- 10 わが国における自己株式規制緩和の経緯については、久保田安彦「自己株式と会社法」『企業金融と会社法・資本市場規制』（有斐閣、2015）第1部第1章（5頁以下）参照。
- 11 英国の自己株式規制の緩和につき、伊藤靖史「イギリスにおける金庫株の解禁」同志社法学56巻1号（2004）1頁、久保田安彦「英国会社法上の自己株式規制」前掲注10の文献第3部第4章（227頁以下）[初出・国際商事法務238巻211号（2010）]。ドイツにつき、篝火「海外情報：ドイツにおける自己株式取得の規制緩和とストック・オプションの導入」旬刊商事法務1482号（1998）32頁。欧州諸国の自己株式規制の概要について、弥永真生「ヨーロッパ諸国における『金庫株』法制（上）（下）」商事1586号4頁、1587号14頁（2001）参照。
- 12 英国では、自己株式の処分は、会社による株式の売却であり、新株の発行（allotment of new shares）ではないという整理がされている（Paul L. Davies, et al, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law (11th ed.), § 17-024, p.639 (Sweet & Maxwell, 2021)）。もっとも、既存株主の

新株引受権は、新株発行だけでなく自己株式の処分においても存するが（英国 2006 年会社法 560 条（3））、新株引受権は、株主総会の特別決議によって事前に排除可能である（同法 570 条（1）・551 条）。従って、会社は新株引受権を事前に排除しておけば、自己株式を適宜市場で売却することが可能になる。ドイツでは、自己株式の処分は株主平等の原則の適用を受けるものとされるが、取引所での株式の売却は、平等原則の要請を満たす旨が明文で規定されている（ドイツ株式法 71 条 8 項 4 文）。イタリアでも、自己株式の市場売却が可能であり、実務上もよく行われているとされる（Amedeo De Cesari, et al., “Stock Repurchases and Treasury Share Sales: Do They Stabilize Price and Enhance Liquidity?,” *Journal of Corporate Finance* 17(5), 1558-1579）。以上のような欧州諸国の規制のあり方については、田中亘「自己株式規制の過去・現在・未来——需給調整のための自己株式取得を真剣に考える」『吉本健一先生古稀記念論文集・金融市場・資本市場の法規制』（商事法務、2020）57 頁、94 頁注 61 で説明した。

- 13 英国では、2003 年改正で自己株式保有（金庫株）が解禁されたが、「こうした規制緩和にあたっては、金庫株が認められて、市場での売却という形で金庫株を処分することができるのであれば、新株発行と比べて、容易に資金調達——とくに小規模な資金調達——をすることができるし、資本構成も柔軟に変更できるという点が強調された。英国では、わが国におけるのと異なり、市場での自己株式の売却が認められることを前提に、金庫株の解禁が実現されたのである。」（久保田・前掲（注 11）238 頁）。金庫株解禁を最初に提案した 1998 年の英国通商産業省（DTI）の意見照会において、既に解禁のメリットとして、自己株式の市場売却が可能になる点が強調されていたことにつき、伊藤・前掲（注 10）11-13 頁参照。
- 14 相澤哲編著『立案担当者による新・会社法の解説（別冊商事法務 295 号）』（商事法務、2006）50 頁 [相澤哲＝豊田祐子]。
- 15 相澤・前掲（注 14）45 頁 [相澤＝豊田]。ただし、このように、自己株式の処分を徹底して募集株式の発行と同一の手續に服せしめる現行会社法に対しては、会社が取得した株式を株価に影響を与えないように徐々に処分することも考えられるのであるから、常に募集株式の発行と同一の手續で規律することが適切であるかは議論の余地があるとする学説が、以前から存在していたことに留意すべきである（神田秀樹編『会社法コンメンタール（5）』（商事法務、2013）7 頁 [吉本健一]）。明田川昌幸「公開会社における株式および新株予約権の発行規制」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生古稀記念・企業法の理論（上）』（商事法務、2007）351 頁、367 頁（「旧来の新株発行についての規制は、…相当程度の新株が発行されることを前提としており、自己株式の処分の手續としてはかなり重たい規制となっている」）も参照。
- 16 相澤・前掲（注 14）45 頁 [相澤＝豊田]。
- 17 信託法 9 条（脱法信託の禁止）は、「法令によりある財産権を享有することができない者は、その権利を有するのと同一の利益を受益者として享受することができない」と規定する。
- 18 寺本昌広『新しい信託法（補訂版）』（商事法務、2008）53-54 頁。
- 19 田中・前掲（注 4）56 頁。
- 20 田中・前掲（注 4）58 頁。なお、資本関係その他の要因により、受託者の決定に発行会社が影響を

及ばず恐れがある場合には、信託を通じて自己株式処分規制を回避することは、会社法の潜脱となり、また、脱法行為を通じる信託法9条の趣旨にも反し、許されないと解すべきであろう。

- 21 金商法162条の2を受けた取引規制府令第5章は、上場会社等による自己株式の取得（買付け）について、相場操縦を防止する観点から、①1日の買付数量の制限（直近4週間の1日当たり平均売買高の25%を上限とする）、②買付時間の制限（取引終了時刻の直前30分間は禁止）、③買付価格の制限（直近の売買価格を上回らない価格に限る）、および④証券会社数の制限（1日1社の証券会社を通じた買付けに限る）を課してきたところ、金融庁は、平成20年（2008年）10月14日に、「現下の我が国株式市場の状況にかんがみ、上場企業による自己株取得を円滑に行うことができるよう」にするため、同年末までの時限措置として、①の制限の上限を25%から100%に引き上げるとともに、②の制限は適用しないこととした（金融庁平成20年10月13日付「自己株取得に係る市場規制の緩和について」<https://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20081013-1.html>）。
- 22 金融庁が、平成25年（2013年）3月に、空売り規制の総合的な見直しとともに、自己株式取得規制の恒久化について意見照会を行い（金融庁平成25年3月7日付「空売り規制の総合的な見直し（案）等に係る御意見の募集について」<https://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130307-1.html>）、同年9月1日施行の改正取引規制府令により、恒久化が実現した。規制緩和後の自己株式取得に係る規制の内容について、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法（第3版）』（商事法務、2019）1293～1296頁参照。
- 23 2008年10月の時限的な規制緩和（注21）は、金融危機による世界的な株価下落への対策として、当時の麻生太郎首相の指示で緊急に実施されたものであり（「自社株買い、首相『規制を一部撤廃』、株安対策で年内いっぱい」日本経済新聞2008年10月11日朝刊1面）、発行会社が自社の株式の買い手（需要者）となることにより、株式の需給を調整して株価を下支える目的を明らかに有していた。自己株式規制の緩和に従来慎重であった商法学説が説くように（岩原紳作「自己株式取得規制の見直し」『会社法論集』（有斐閣、2016）95-101頁）、需給調整を目的として自己株式規制を緩和すれば、自社の株価を引き上げたいと考える経営陣によって無理な自己株式取得が行われ（「無理な」とは、発行会社の1株当たりの企業価値を上回る価格により、または過剰な規模で行われるという意味である）、長期的に会社・株主の利益を害する危険がある。もしも緩和された規制の下でそうした無理な自己株式取得が頻繁に行われたとすれば、自己株式取得を行った上場会社が相場操縦で摘発されたり、あるいは、自己株式取得後に財産状態が悪化した場合によって倒産に追い込まれるといった事態が頻発し、緩和の継続に対する反対論が起きていたであろう。しかし、実際には、時限的な緩和措置はその後も延長され、2013年には、特段の反対意見にあうこともなく恒久化された（金融庁平成25年8月21日付「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令（案）」等に対するパブリックコメントの結果等について」（<https://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130821-3.html>）参照）。このことは、上場会社の経営陣が株価の維持・向上を目論んで無理な自己株式の取引を行うという危険が理論上はありうるとしても、実際にはその危険は顕在化しなかったことを示唆していると思われる。発行会社が需給調整を目的として自己株式の取引を行うことのメリットとデメリットについては、田中・前掲（注12）で詳しく論じた。

- 24 Alberto Manconi, et al., "Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 54 (5): 1899-1935(2019). 同論文を含む自己株式取得に関する実証研究の紹介として、田中・前掲（注13）85-90頁。
- 25 野村證券の関係者および西村あさひ法律事務所弁護士の共著である橋本＝太田＝野澤論文（橋本＝太田＝野澤・前掲（注3）参照）においても、緩衝信に対する発行開示規制の適用の有無については特に論じられていないことから、緩衝信の関係者の間でも、緩衝信には会社法の自己株式処分規制が及ばないと解する以上、金商法の発行開示規制も当然及ばないと解されていることが窺える。
- 26 もしも発行開示規制が課されるとすれば、有価証券届出書の提出や目論見書の交付の負担から、緩衝信において取得した株式を市場の需給動向を勘案しながら市場売却していくスキームは実行が難しくなると思われる。
- 27 金商法の改正により、金融商品取引所市場における有価証券の売買等一定の取引が明文で「売出し」の定義から除外された際も、それらの取引においては、情報非対称や販売圧力が存在しないことが理由とされていた（谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」旬刊商事法務 1773号（2006）38頁、45頁、神田秀樹ほか編著『金融商品コンメンタール1（第2版）』（商事法務、2018）114頁〔谷口義幸＝高山泰之〕）。
- 28 岩原伸作「株式需給緩衝信託<sup>®</sup>が提起する諸問題—自己株式の市場売却—」商事法務 2333号（2023）4-25頁。
- 29 岩原・前掲（注28）6頁。
- 30 岩原・前掲（注28）7-8頁。
- 31 Julian FRANKS, Colin MAYER, MIYAJIMA Hideaki, and OGAWA Ryo, *Managing Ownership by Management* (RIETI Discussion Paper Series 23-E-022, March 2023), <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/23e022.pdf> 参照。同論文によると、① ToSTNeT-2/3を用いた自己株式の取得が公表されると発行会社の市場株価は平均的に上昇するが（公表日前日から3営業日後までの累積異常収益率〔CAR〕は有意に正）、②その株式を公募で処分することが公表されると市場株価は下落し（CARは負）、①②のCARを合計すると-6.8%と有意に負である（同論文 Table 12）。
- 32 橋本＝太田＝野澤・前掲（注3）67-68頁。
- 33 岩原・前掲（注28）7頁。
- 34 橋本基美＝宮島亮「株式需給緩衝信託<sup>®</sup>の導入意義と効果～政策保有株式の縮減と東証新市場区分への対応～」月刊資本市場 458号（2023）54頁、60頁図表4は、立会外分売や売出しが公表された場合は、公表日後15営業日にかけて発行会社の市場株価は（TOPIXと比較して）平均的に下落するのに対し、従来の緩衝信による売却スキームの公表事例では、そうした下落が起きないことを報告している。
- 35 橋本＝太田＝野澤・前掲（注3）67-68頁。岩原教授の論考について気になることは、同教授が、緩衝信について、発行会社が一般株主の利益を犠牲にして「プライム市場に残」ろうとするスキームというように、極めて否定的に捉えておられるように見えることである（岩原・前掲（注28）7頁）

参照)。東京証券取引所（以下「東証」）が、プライム市場の上場要件として厳格な流通株式要件を定めた（流通株式時価総額要件を定めた他、政策保有株式等を流通株式から除外した）ことが、緩衝信を利用する動機の一つになっていることは事実であると思われる（橋本＝宮島・前掲（注34）54頁参照）。ただ、東証は、理由もなしにそのような要件を課したのではなく、機関投資家の投資対象となる流通株式が増加することが、一般株主にとって利益になると判断したがために、そうしたのだと考えられる。そうであれば、発行会社が、流通株式要件を満たすために、緩衝信を通じて、政策保有株主等から株式を取得した上、市場売却によって株価へのインパクトを極力抑えつつこれを流通株式化することも、まずは一般株主の利益のために行うものであると評価してよいのではなかろうか。発行会社が、緩衝信を通じて政策保有株式等を取得・売却するという方法をとらなければ、政策保有株主等は、株価下落のリスクを嫌ってその保有株式を売却しないため、政策保有株式の縮減や流通株式の増加が進まなくなる可能性があることにも留意すべきである。

- 36 橋本＝太田＝野澤・前掲（注3）65-66頁参照。
- 37 岩原・前掲（注28）10頁。
- 38 この点は旧稿でも述べた。田中・前掲（注4）56頁。
- 39 岩原・前掲（注28）10頁。
- 40 信託会社等に関する総合的な監督指針（令和5年6月最終改訂）3-3「経営管理の評価に関する留意事項」参照。
- 41 もちろん、監督当局において、緩衝信について特に監督する必要性を認めて、監督指針等に留意事項として記載することは考えられるし、そのような監督規制の存在により、緩衝信を適法に行えることが明確になるなら、その方が望ましいともいえよう。
- 42 岩原・前掲（注28）16頁。
- 43 田中・前掲（注4）54-55頁。
- 44 岩原・前掲（注28）24-25頁。
- 45 本稿の注12～13およびそこで引用している文献を参照。

# 非上場会社の事業承継と信託

田 中 和 明

# 目 次

はじめに

1. 事業の承継の方法
2. 種類株式等を活用した事業の承継
3. 信託を活用した事業承継
  - (1) 信託を活用した事業承継における議決権の行使
  - (2) 他益信託を活用した事業承継
4. 遺言代用信託を活用した事業承継
5. 遺言代用信託の性質
6. 本件遺言代用信託の法的問題点
  - (1) 株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性
  - (2) 本件遺言代用信託における自益権的権利と共益権的権利の分属
  - (3) 議決権拘束契約とその有効性
  - (4) 議決権信託とその有効性
  - (5) 本件遺言代用信託契約の有効性
  - (6) 実務上のバリエーション
7. 本件遺言代用信託における成年後見人によるスキームの変更リスク
8. 本件遺言代用信託における遺留分の問題
9. 職務分掌型の共同受託による事業承継を目的とする遺言代用信託
  - (1) 議決権行使の指図権者を職務分掌型の共同受託とする遺言代用信託
  - (2) 本件共同受託方式による遺言代用信託の問題点とそれに対する考え方

おわりに

## はじめに

本稿は、事業承継における信託の活用方法とその法的問題等について検討するものである。具体的には、まず、事業の承継の方法として、会社法による種類株式等の活用方法とそれに一部代替する方法としての他益信託の活用について紹介する。

次に、本稿の主たる検討として、遺言代用信託を活用した事業承継について、ある想定事例を設定して、議決権拘束契約、議決権信託を踏まえて法的な問題を提起し、それに対する考え方を考察する。また、事業承継に関連して、成年後見人が選任された場合のスキームの変更リスク、遺留分の問題等について検討し、さらに、職務分掌型の共同受託による事業承継を目的とする遺言代用信託についても言及したい。

なお、本稿における意見等に係る部分については、筆者の個人的見解であり、所属する組織等とは関係のないものであることをあらかじめご承知おきいただきたい。

## 1. 事業の承継の方法

株式会社の経営は取締役等の役員が行うが、株主総会により株式会社の基本方針の決定や役員を選任が行われることから、会社の経営は、株式の議決権の行使に基づいている。

ある会社のオーナー経営者が死亡すると、自社株式を含め、その経営者が有していた財産上の権利義務は、その経営者の相続人が当然かつ包括的に承継することになる。

そのため、事業承継に関しては、特段のプランニングをしていなければ、その経営者が保有していた会社の株式は、各相続人が法定相続の割合に応じて取得することになり、分散されてしまうという問題が生じる。

もっとも、その経営者は、民法の制度に従い、遺贈、遺産分割方法の指定により自分の意向に沿った後継者に承継をさせることができる。しかしながら、財産の承継の部分だけに着目したプランニングとなり、例えば、経営者の長男を後継者として、株式という経営権と財産権の両方とも承継させるという場合には問題はないが、事業承継は、①経営権（会社の議決権）、②財産権（剰余金の配当等）の両方について、どのように承継させるかを

考えなければならない。それを実現するための方法として代表的なものが、種類株式と信託である。

## 2. 種類株式等を活用した事業の承継<sup>1</sup>

株主の権利は、講学上、自益権と共益権とに分類される。

自益権は、会社から財産的利益を受けることを内容とする権利であり、共益権は、会社の経営に関与し、監督是正を行うことを内容とする権利である。株主総会における議決権（会社法 105 条 1 項 3 号）は、共益権の中心となる権利である。

株式会社の事業承継のプランニングを考える場合、この自益権と共益権を実質的に分離させることを考えなければならないが、そのためには、種類株が有効である。

会社法では、権利の内容の異なる複数の種類の株式の発行を認めている（会社法 108 条 1 項）。すなわち、普通株式とは別に、①剰余金の配当、②残余財産分配、③議決権を行使することができる事項、④株式の譲渡についての会社の承認、⑤株主から会社への取得請求権、⑥会社から株主への取得請求権、⑦株主総会特別決議による当該種類の株式全部の強制取得、⑧株主総会決議事項等に関する拒否権、⑨種類株主総会での取締役等の選解任について、異なる株式を発行することができる。さらに、公開会社でない株式会社は、株主ごとに異なる取扱いを行う旨を定款に定めることにより、異なる取扱いができる（会社法 109 条 2 項）。

従前より、中小企業の場合には、経営者によって望ましくない者に対して譲渡しようとしたときには、通常、すべての株式を取得する際に会社の承認を必要とする「譲渡制限株式」とし、会社がこれを承認しないことにより、株式の分散を防止する等の方法をとってきたが、近年では、より積極的な形で、事業承継において、種類株式を活用したプランニングが検討されるようになってきている。

- ① 例えば、ある非上場会社のオーナー経営者が、後継者を長男にしたいが、当該経営者が死亡した際に、株式が法定相続割合で分散してしまうおそれがある場合、経営者が生きていたうちに、議決権のある普通株式を後継者にしようとする長男に贈与し、議決権

制限株式を後継者以外の推定相続人である妻や後継者の他の兄弟に贈与しておく方法が考えられる。また、高額となる贈与税の問題を勘案すると、これらの株式を贈与ではなく、遺言書を作成し、遺贈により、それぞれに承継させることが考えられる。

これらのスキームによれば、経営権を後継者に承継させるとともに、後継者以外の推定相続人に株式を配分することで、遺留分の侵害を避けることができることになる。

② 例えば、ある非上場会社のオーナー経営者が、当該会社の業況が好調で企業の価値が上がることが予想されることから、企業価値が上がり課税額が大きくなる前に、長男に株式を承継させたいが、一方で、重要な事項については会社経営に関与したいという場合、オーナー経営者が黄金株を発行して保有し、他の普通株を経営者である長男に贈与する方法が考えられる。なお、黄金株については、遺言により、長男に遺贈する必要がある。

③ 例えば、経営者以外の株主が死亡した場合、その株主の相続により株が分散してしまうことが考えられる。そこで、「株主の死亡」を取得条項における条件としておくと、株主が死亡した場合には会社がこれを買取ることになることから、株式の分散を防止することができる。

④ 種類株式の発行ではないが、「株主ごとの異なる取扱い」を活用することもできる。

例えば、認知症等により現経営者の判断能力が低下した場合への対応策として、「株式の大半を後継者に生前贈与し、先代経営者は1株だけ保有している状態において、先代経営者が株主である限りは議決権を100個とする、としておき、さらに「(先代経営者)が医師の診断により認知症と診断された場合においては、議決権は1個となる」旨を定めておけば、会社の意思決定に空白期間が生ずることを防止することが可能となり、さらに、「株主ごとの異なる取扱い」は種類株式と異なって登記されないため、外部からその存在や内容を知られることがない<sup>2)</sup>というメリットもある。

上記のとおり、種類株式等を活用すれば、事業承継を円滑に進めることができるが、種類株式の発行や株主ごとに異なる取扱いをするためには、株主総会の特別決議による定款

変更が必要となる。また、既発行の普通株式を種類株式に転換することもできるが、当該株主の利益を害するおそれがあるため、全株主の同意が必要である<sup>3</sup>。

### 3. 信託を活用した事業承継

#### (1) 信託を活用した事業承継における議決権の行使

自益権と共益権とを実質的に分離して承継させるためのもう一つの有力な手法が信託である。信託と会社法の制度を比較した場合、「株主総会決議や定款変更等、会社法の所定の手続きを要するのに対し、信託の場合は、委託者と受託者の信託契約のみで行うことができるということ、さらには、スキームの柔軟性、委託者の意思を長期にわたり反映させることができるという特徴がある。<sup>4</sup>」といわれている。

承継する会社の株式を信託した場合、当該会社に対する議決権の行使権限については、当該会社の株式の所有権者である受託者が有している。しかしながら、信託行為の定めで、ある者に、その議決権について指図をする権利を付与することができる。

ある者とは、当該信託の委託者でも、受益者でも、それ以外の第三者でもかまわない。受益者が複数存在している場合には、受益者の多数決による意思決定による場合で、さらには受益者のうち1名だけを決めてその者に指図権を付与してもかまわない。

また、受益権の保有割合とは別の基準により議決権の行使についての指図をすることも可能であり、信託行為の定め方により、不統一行使をすることもできる。

すなわち、信託行為の定めにより、議決権の行使の指図を自由に設計することができるということであり、様々なバリエーションの信託をつくることができる<sup>5</sup>。

#### (2) 他益信託を活用した事業承継<sup>6</sup>

例えば、上記 2. 種類株式等を活用した事業の承継の事例の、①ある非上場会社のオーナー経営者が、後継者を長男にしたいが、当該経営者が死亡した際に、株式が法定相続割合で分散してしまうおそれがあるような場合、また、②当該会社の業況が好調で企業の価値が上がる事が予想されることから、企業価値が上がり課税額が大きくなる前に、長男

に株式を承継させたいが、一方で、重要な事項については経営に関与したいという場合については、他益信託の活用が考えられる。

すなわち、オーナー経営者が委託者となり、当該会社の株式を信託財産とし、信託会社等に信託し、信託契約にその株式の議決権の行使の指図権を委託者に留保しておくスキームが考えられる。

このスキームでは、i) 経営者が議決権行使の指図権を保持することで、経営者は、経営権を維持しつつ、自社株式の財産的部分のみを後継者に取得させることができること、ii) 信託契約に信託終了時に後継者が自社株式の交付を受ける旨を定めておくことで、後継者の地位を確立することができることになる。

また、受益権を他の推定相続人に対して、法定相続分に応じた割合で配分することや遺留分に抵触しない割合で配分することもできる。

## 4. 遺言代用信託を活用した事業承継

例えば、ある会社のオーナー経営者代表取締役 X（推定相続人は妻 Y と長男 A、次男 B、三男 C）が高齢となり、自分の意思能力が正常なうちに、長男 A を当該会社の経営者の後継者にしたいが、自分が生きているうちは、経営権（株式の保有と代表取締役）を保持しつつ、自らの生活のために剰余金の配当等も受け取りたいというニーズは、よくあることではないかと思われる。

そこで、このニーズに応えるような遺言代用信託を検討してみたい。

例えば、X が委託者となり、その保有する当該会社の株式を信託財産として、受託者（信託会社 T）に遺言代用信託を設定し、信託行為において、委託者 X が死亡するまでの間（又は事理弁識能力の喪失等があるまでの間）、議決権行使の指図権を X が留保し、受益権（第一次受益権）も X が 100% 保有するものとする。また、委託者 X が認知症等により意思能力が減退・喪失<sup>7</sup>又は死亡した場合には、議決権の指図権は、長男 A が取得し、委託者 X の死亡後は、長男 A、次男 B、三男 C が第二次受益者として三分の一ずつ受益権を取得するスキームを想定する。

本件信託の期限は、第二次受益者の全てが死亡するときまでとし、信託財産は、現状有

姿のまま、それぞれの受益者に帰属するものとする。また、議決権行使の指図権については、長男 A が死亡後は、次男 B、三男 C、長男 A の子の D の順に付与するものとする。

なお、本件信託は、委託者が当初受益者である遺言代用信託であることから、委託者 X は生存中、いつでも信託を終了させることができるが（信託法 90 条 2 項、164 条）、信託行為の定めにより、X が生存中に信託が終了した場合には、X を帰属権利者とする。また、信託目的としては、当該「株式の管理および将来受益権を取得する第二次受益者に承継させること」とし、X は、当該株式以外には、財産的価値のある資産は有していないものとする。

この想定スキームにおいては、①経営者 X は、生存中は経営権を維持しつつ、剰余金の配当等を受け取ることができ、意思能力が減退・喪失した場合には、後継者 A に会社の議決権行使の指図権が付与されることから、安心して経営を任せられること、②信託会社 T が株式を管理するため、経営者 X が第三者に当該自社株式を処分してしまうリスクを防止することができ、後継者 A としても、事業を安定的かつ確実に承継することができること、③ X が死亡した場合、相続開始と同時に、A に議決権行使の指図権が付与され、A、B、C それぞれが「受益者」となるため、経営上の空白期間が生じず、また、財産上の争いにならないこと、についてメリットがあると考えられる。

## 5. 遺言代用信託の性質

上記のスキームでは、遺言代用信託を前提としているため、まず、遺言代用信託の性質について整理しておく。

遺言代用信託は、遺言等の代替として、生前における行為により自らの死亡後の財産承継を図る死因贈与と類似する機能を有する信託である。

信託法においては、遺言代用信託という文言は使われていないが、①委託者の死亡の時に受益者となるべき者として指定された者が受益権を取得する旨の定めのある信託（信託法 90 条 1 項 1 号）、または、②委託者の死亡の時以後に受益者が信託財産に係る給付を受ける旨の定めのある信託（同項 2 号）、通常、この①と②の信託を遺言代用信託と呼んでいる。

この遺言代用信託は、信託法 89 条で規定されている受益者指定権等の行使についての特則という形で規定されている。すなわち、一般の信託においては、受益者を指定し、またはこれを変更する権利（以下「受益者指定権等」という。）を有する者の定めのある信託については、受益者指定権等は、受託者に対する意思表示、または、遺言によって受益者を指定または変更する権利を行使することができるものとされているところ（同法 89 条）、遺言代用信託も、受益者を指定し、またはこれを変更する権利を有する者の定めのある信託であることから、この規定が適用される。しかしながら、一般の信託と原則と例外を逆転させ、デフォルト状態では、委託者の生存中は、受益者を変更する権利を付与するとともに、受益者の権利をはく奪している（同法 90 条 2 項）。

また、遺言代用信託は、受益者が現に存せず、または、受益者としての権利を有しないときは（同法 148 条）、信託行為による別段の定めを許容しつつ、委託者の監視・監督権を強化（同法 145 条 2 項各号）し、委託者の権利の確保のために受託者の義務を厳格化（同法 4 項各号）している。

民法上の死因贈与については、遺贈に関する規定がその方式を除いて準用され（民法 554 条）、贈与者は、いつでも贈与を撤回することができる（同法 1022 条）と解されているが<sup>8</sup>、遺言代用信託においても、死因贈与と遺贈の規定とパラレルにするために、委託者が死亡後受益者の変更権を有し、いつでもこれを行行使することができるものとしている（信託法 90 条）。

しかしながら、遺言代用信託の場合は、デフォルト・ルールであるため、信託行為で、受益者変更ができない旨を定めれば、委託者、受益者および受託者全員の合意により信託契約を変更しない限り、受益者が確定する。さらに、委託者が生前に信託会社等の受託者に財産を信託することにより、受託者に管理処分権が移ることから、物理的にも、財産の保全が図られる。

## 6. 本件遺言代用信託の法的問題点

### （1）株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性

株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性については、株式は、株主の会社に対す

る社員としての地位を細分化したものであり、通常の債権とは異なり、株主としての地位に基づく諸権利のうち個々の権利についてそれを別個独立に処分することはできない<sup>9</sup>とされる株主社員権説が通説であるといわれている<sup>10</sup>。

また、判例<sup>11</sup>においても、有限会社における社員持分についてはあるが、「このような共益権の性質に照らせば、それは自益権と密接不可分の関係において全体として社員の法律上の地位としての持分に包含され、したがって、持分の移転が認められる以上（有限会社法19条）、共益権もまたこれによって移転するものと解するのが相当であり、共益権をもって社員の一身専属的な権利であるとし、譲渡または相続の対象となりえないと解するいわれはないのである。」と通説と同様の見解を示している。

すなわち、株式の自益権と共益権は、別々に譲渡、相続することはできないものと考えられる。

## （2）本件遺言代用信託における自益権的権利と共益権的権利の分属

一般の株式の管理を目的とする信託においては、受託者が所有者となることから、会社に対する自益権、共益権は、いずれも形式的には受託者が保有することになる。しかしながら、実質的には、委託者兼受益者が剰余金の配当等の自益権的権利を取得し、また、会社に対する議決権については、信託行為の定めにより、委託者兼受益者がその指図権を有することとされており、実質的にも、委託者兼受益者が保有することになっている。

一方、本件遺言代用信託においては、Xが正常な能力を有して、会社の議決権の指図権を有している場合は、当該会社の株式の自益権と共益権は、形式的には受託者が有するものの、実質的には、いずれも、Xが保有することになり、自益権と共益権は別人に分属することにはならないが、Xが認知症等になり議決権の指図権がAに付与された場合や、Xが死亡し、議決権の指図権がAに付与された場合には、自益権的な信託受益権はA、B、Cが取得するため、当該会社の株式の自益権と議決権行使の指図権は、実質的に異なる者が持つことになる。

### (3) 議決権拘束契約<sup>12</sup>とその有効性

議決権は、原則として株主の自由な意思により行使されるべきものであるが、実務においては、会社支配を単なる株式による多数決で決定することを避けるために、株主間の契約で、株主総会における議決権の行使の仕方について合意しておくことがある。この契約を「議決権拘束契約」<sup>13</sup>というが、この契約が締結された場合にも、公益権としての議決権と剰余金配当請求権等の自益権の実質的な権利者は、異なるものとなる。

しかしながら、通説では、議決権拘束契約は、「元来、議決権を任意に行使できるのであり、自らの意思に基づきその行使の仕方についてあらかじめ他の株主と合意することも、これを禁じる理由はないから、議決権拘束契約は、一般に有効<sup>14</sup>」と解されている<sup>15</sup>。

もっとも、株主の一人が当該契約に違反して議決権を行使した場合には、株主全員が契約当事者ではないときには、その一人の株主の意思による行使であることから、その効力は有効であり、契約の当事者による契約違反となるだけであると解されており、裁判例<sup>16</sup>においても、同様の見解がとられている。

すなわち、議決権拘束契約は、債権的な拘束力に留まり、議決権拘束契約の当事者による契約違反は、契約の相手方は、損害賠償請求により救済を受けることになるが、議決権拘束契約に損害賠償額の予定が定められていない限り、損害額の立証は困難である。そのため、実効性には疑義があるともいわれている。

### (4) 議決権信託とその有効性

議決権拘束契約については上記の問題があり、合意内容をより確実に実効性のあるものにした場合については、議決権信託が有効な手段である。

議決権信託は、「議決権を統一的に行使するため株主が株式を一人の受託者に対して信託するものである（株式自体の信託であり、議決権だけの信託<sup>17</sup>ではない）<sup>18</sup>」と整理されており、通説では、「議決権信託を会社法 310 条 2 項の脱法行為のようにも見えるが、会社法 310 条 2 項の趣旨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なので、同規定の効力を議決権信託にまで当然に及ぼすべき理由はなく、同信託は一応有効と認めてよい」<sup>19</sup>と解されて

いる。

一方、信託法の観点からも、旧信託法下において、議決権は、信託法1条の「財産権」ではないと考えられていたものの、四宮和夫教授は、議決権信託を「議決権のみの信託ではなく、特定の会社の複数の株主権を一個所に集積して、議決権の統一行使を実現しようとする株式の信託」であると定義し、「議決権行使の目的をもってする株式の信託的譲渡(議決権信託)は原則として有効であるとみるべき」<sup>20</sup>と述べられている。

議決権信託は、株式そのものの所有権が委託者から受託者に移転していることから、受託者が信託違反をしない限り、合意した当事者の一部が合意内容に反する議決権行使をするという事態は発生しない。

株式会社における議決権信託の有効性に関する判例はないが、会社法制定前の有限会社に関するもので、議決権信託の有効性について議論されたものとして、大阪高決昭和58年10月27日(高裁民集36巻3号250頁)がある。

同裁判例においては、会社の従業員が自社の株式を同社の共済会の理事に信託した事案であるが、大阪高裁は、「原告人の従業員は、従業員持株制度によって株式を取得することができるものの、株式信託契約を締結しない者は株式を取得できないから、株式を取得するためには株式信託契約を強制され、株主として契約を締結するかどうかを選択する自由はなく、又、信託期間は株主たる地位を喪失する時までというのであるから、契約の解除も認められていない。したがって、原告人の株主は、信託契約の受託者による議決権の行使はあっても、自己が株主として議決権の行使をする道はないこととなる。そして、株式信託制度が原告人関与のもとに創設されたことは記録上明らかであり、右信託契約は、株主の議決権を含む共益権の自由な行使を阻止するためのものというほかなく、委託者の利益保護に著しく欠け、会社法の精神に照らして無効と解すべきである。」として、持株信託契約の効力を否定している。

議決権信託は、通説では、一応有効であると解されているものの、上記裁判例のように、無効とされる場合も存在する。それでは、どのような場合に無効とされるのであろうか。

鈴木隆元教授は、現在の学説について、以下のとおり整理されている<sup>21</sup>。

①多数説では、信託契約の意図により、会社法310条2項の脱法となる場合、株式会社法の精神または公序良俗に反する場合に無効とする<sup>22</sup>。

②有力説は、受託者に対し議決権行使の方針が指示できるか、信託期間が長期にわたる

ものでないか、委託者に信託契約の解約の自由が確保されているかの点を総合的に判断するとする<sup>23</sup>。

③弱小株主の議決権を不当に制限する等の目的で用いられる場合には、会社法 310 条 2 項の精神に照らし無効となる場合がある。有効・無効は、委託者・受託者の関係、議決権行使の基準の明確性、信託期間等を基準として判断すべきであるとの見解<sup>24</sup>のほか、いくつかの見解がみられる<sup>25</sup>。

これらの議論を上場株式にまで拡大すると、さらに、持合解消信託と Empty Voting の問題における議論も検討しておく必要があるが<sup>26</sup>、本稿においては、非上場会社を検討対象としていることから言及しない。別の機会に検討したい。

## (5) 本件遺言代用信託契約の有効性

上記のとおり、議決権信託は、「議決権を統一的に行使するため株主が株式を一人の受託者に対して信託するものである」ことから、本件遺言代用信託は、X の意思能力が減退・喪失した場合や X が死亡した場合、A が議決権（の指図権）を統一的に行使することから、議決権信託の一種であるといえる。

事業承継を目的とする信託において、事業の後継者で議決権の指図権を有する A は、その議決権に基づき代表取締役就任していることが多いと考えられるが、その A が B、C との間で何らかの紛争が生じた場合には、例えば、一定の剰余金の配当が継続していた株式についてその配当をなくし、その分の利益を自らが務める代表取締役の役員報酬として享受することを認めるような議決権行使の指図が想定される。

このような場合を想定すると、事業承継を目的とする信託の仕組みには、他の受益者の利益を害するような議決権行使の指図の危険性が潜んでいるといえる。

この危険性への対処法として、「事業承継信託において議決権行使の指図をするのは指図者であるため、解釈により指図者に受益者に対する信託法上の義務を負わせるのができるのであれば、受益者または受託者からの指図の義務違反に対する責任追及等の脅威を通じて、受益者の利益を害するような議決権行使を有効に阻止することが可能になるとも考えられる<sup>27</sup>」との見解がある。

学説においては、「第三者が委託者からの委任を受けて指図者となっているときは、

委託者に対して委任契約上の債務を負うことはもちろん、受益者に対しても、受託者と同様の善管注意執行義務・忠実義務を負うという見解<sup>28</sup>」が有力であり、私見もこれに賛成する。

とすれば、事業承継を目的する信託においては、他の受益者の利益を害するような議決権行使の危険性が潜んでいるものの、その指図権を付与されている者には、その信託の別の受益者に対する義務についても課せられていることから、そもそも、不当な指図を阻止することができるシステムであるといえるのではないか。

## （6）実務上のバリエーション

実務では、事業承継を目的する信託において、議決権と自益権的権利を分属させることを避けるため、本件のような遺言代用信託においては、信託行為において、受益者 A、B、C それぞれの受益権の持分に応じた議決権の指図権を付与したうえで、B と C は、指図権を A に委任することができるようにしている場合がある。

このバリエーションにおけるポイントは、信託設定時において、委託者が指図権者を決定しているのではなく、受益者がそれぞれ受益権の持分に応じた指図権を保有し、受益者自身の意思で、その指図を代理人に委任することができる場所にある<sup>29</sup>。

## 7. 本件遺言代用信託における成年後見人によるスキームの変更リスク

遺言代用信託は、高齢者が財産を承継する前の財産の管理の手段としても活用されている。ところが、例えば、本件事例においては、委託者 X が遺言代用信託を設定した後に、認知症になり法定成年後見人が選任された場合に、その成年後見人がこの信託の設計を変えてしまうことが懸念される。X にとって自らの生活・療養のための資金の確保等、望ましい変更であれば問題ないが、会社に対する議決権行使の指図権や X が死亡した場合の受益権を A、B、C に三分の一ずつ承継させない等、X が望んでいない信託の変更や終了がなされないかという懸念である。

ここで、上記の懸念を視野に入れて、委託者兼当初受益者 X が認知症になり成年後見人 Z が選任された場合の成年後見人 Z の権限について検討してみる。

例えば、X が認知症になったことにより介護費が発生し、そのための毎月の給付額を増額するような信託の変更については、成年後見人は、被後見人の財産を管理し、かつ、その財産に関する法律行為について被後見人を代表する権限を有していることから（民法 859 条 1 項）、委託者兼受益者 X の成年後見人 Z は、信託の委託者として、また、受益者としての財産上の権利を行使することができる。

すなわち、受益者の給付金額の増額についての信託の変更については、信託法 149 条 3 項 1 号の「受託者の利益を害しないことが明らかであるとき」に該当するものと考えられることから、委託者兼受益者は単独で、このような信託の変更を決定することができる。この信託の変更は、X が認知症になったことによる介護費のための給付額の増額であることから、委託者兼受益者の成年後見人の権限内の行為であり、信託を変更することができるものと考えられる。この場合、X への給付額の増額により、第二次受益者である A、B、C への給付額は減額されることになるが、X の介護に必要な額であれば、特段問題にはならないものと考えられる。なお、この場合の給付額の増額変更については、信託行為の別段の定めにより、信託の変更が制限されていたとしても、認められるのではないか。

しかしながら、第二次受益権の割合を変更するようなことは許されない。「成年後見人は、被後見人の財産を管理し、その財産に関する法律行為について、被後見人を代表するが（民法 859 条 1 項）、遺言・身分行為等の一身専属的な行為は、原則として代理権の対象とならない」<sup>30</sup> からである。ただし、信託行為の別段の定めとして、成年後見人にかかる変更の権限を与えていれば、認められる。なお、この段階では、当該会社の議決限行使の指図権については、長男 A に引き継がれている。

次に、信託の終了については、信託法 164 条 1 項では、委託者と受益者の合意により信託を終了させることができるが、A、B、C は、X の生存中は受益者としての権利を有していないことから、委託者兼受益者である X は、単独で信託を終了させることができる。

本件の場合、信託を終了させると、信託財産は帰属権利者である委託者に戻ってくるため、委託者兼受益者 X の生活・療養・介護に必要であれば、被後見人たる委託者兼受益者 X の成年後見人 Z としては、信託の終了は行使可能であると考えられる。

しかしながら、信託を終了させることにより、当該財産は、委託者 X の相続財産となるため、X が死亡した場合には、Y、A、B、C への相続財産の帰属割合としては、0.5 対 0.17 対 0.17 対 0.17 となり、委託者 X の意図していた A、B、C の受益権の割合とは異なることになる。したがって、成年後見人 Z によるかかる信託の終了は、善管注意義務違反を問われる可能性が高いものと考えられる。ただし、X への給付を増額する方法が信託の終了しかないような場合には、容認されるものとする。

なお、信託行為の別段の定めとして、成年後見人に信託の終了権限を付与していれば、信託は終了することができる。

## 8. 本件遺言代用信託における遺留分の問題<sup>31</sup>

遺言代用信託の設定または受益権の取得については、民法 1046 条 2 項における「遺贈」、「贈与」のいずれでもないが、無償行為であり、遺留分の侵害対象であるものと考えられている。

本件遺言代用信託においては、X が死亡した際には、A、B、C が受益者とされ、Y については排除されていることから、Y の遺留分侵害が問題となり得る。(また、A のみに議決権が付与されていることから、B、C との間でも問題となる可能性がある)。

遺留分の侵害に関しては、信託設定に関して遺留分を侵害している行為は何か、信託設定のどの部分が遺留分を侵害しているのかが問題となるが、この点について、学説上、旧民法下より見解が対立している。

①信託設定行為を侵害行為と見る見解（信託行為減殺説）と、②信託の受益権の付与行為を侵害行為と見る見解（受益権減殺説）の対立である<sup>32</sup>。現時点では下級審に裁判例はあるものの、通説、判例はない。相続法の改正後も、この議論は続いている。

なお、遺留分の侵害額は、信託行為減殺説では、信託財産たる会社の株式の評価額が、受益権減殺説では、受益権の評価額がその算定の基礎となる。また、侵害額請求の相手は、信託行為減殺説では受託者であり、受益権減殺説では受益者となる。

信託行為減殺説をとった場合、現民法 1046 条 1 項の遺留分侵害額に相当する金銭債権に係る債務は、信託財産責任負担債務となるものと考えられるが、その債務は、信託財産

に限定された債務なのか、それとも、受託者の固有財産も引き当てにすることができる債務なのか問題となる。今般の相続法の改正は、遺留分の減殺請求により物権的效果を生じさせることなく、金銭債権を遺留分権者に付与することになっていることから、この金銭債権に係る債務は、信託財産に責任財産を限定しない通常の信託財産責任負担債務であるとも考えられ、その場合、信託法 21 条 1 項 2 号の「信託財産に属する財産について信託前の原因によって生じた権利」に該当するものと考えられる。

また、信託の設定により、委託者から受託者に財産が移転した時点が遺留分の侵害時点となる信託行為減殺説によれば、遺言代用信託の設定により、共同相続人の一人が受益者となった場合には、その設定が、委託者の死亡による相続の開始時の 10 年以上前であれば、現民法 1044 条 3 項の類推適用により、遺留分の算定をするための価額には算入しないことになる。すなわち、信託の設定が、委託者死亡時から 10 年以上前であれば、遺留分侵害額の請求はできないことになる。

一方、受益権減殺説の場合は、受益権の帰属により侵害された額（受益権の価額）に相当する金銭債権が発生することになり、受益者に請求することになる。当該金銭債権については、受益権だけが引き当てになるのではなく、単に、受益者に対する金銭債権となるものと考えられる。受益者は、委託者が死亡した時点の信託受益権の価額に相当する金銭を遺留分権者に交付するだけで、信託の他の関係者にも影響を与えることなく完了することになる。

ただし、依然、受益権の付与を遺留分侵害と見るため、遺留分侵害に相当する金銭債権の額は受益権の価額となり、評価が難しいという問題は残る。さらに、例えば、信託行為の定めで、信託が終了するまでは信託財産たる株式の処分を制限しているような場合には、信託設定時に移転した株式の評価と受益権の評価は、大きく異なることも考えられる<sup>33</sup>。

## 9. 職務分掌型の共同受託による事業承継を目的とする遺言代用信託

### (1) 議決権行使の指図権者を職務分掌型の共同受託とする遺言代用信託

上記の 6.(5) 本件遺言代用信託の有効性において、他の受益者の利益を害するような議決権行使の危険性への対処法として、「解釈により指図者に受益者に対する信託法上の義務を負わせる」ことを述べたが、本件遺言代用信託において、信託行為の定めにより、指図者を共同受託者とすれば、指図権者は、受託者として、信託法上の各種義務を負うことになる。

指図権者に信託法上の義務を負わせるためには、本件遺言代用信託の受託者を信託設定の段階から信託会社 T と X の職務分掌型の共同受託とし、さらに、信託行為の定めで、X の意思能力の減退・喪失または死亡により、後継者 A に指図権が移った段階においては、共同受託者を X から A に変更することにしておくことが考えられる。

この場合、議決権については、そもそも、株式の所有者である受託者が保有していることから、T と X が共同で保有することになるが、議決権行使については、職務分掌として X さらには A に持たせ、その他の信託事務については、信託会社 T が行うものとする。

この場合、A が取得する議決権行使に対する指図権については、生前であれ、死後であれ、現状、課税されていないものの、法的には、何らかの贈与等があったものと考えられ、遺留分等には影響が考えられる。ところが、受託者が信託事務処理の一環として議決権の行使を行う場合には、贈与等とはみなされないのではないか。

さらに、議決権行使者が受託者である場合には、当然に、受託者としてすべての受益者に対して、信託法における善管注意義務、忠実義務、公平義務等が課せられ、信託事務処理としての議決権行使も適正に行わなければならない。

ただし、逆に、受託者としての強力な権限を持つことになることから、これを監視・監督するシステムを用意しておくことが望まれる。

## (2) 本件共同受託方式による遺言代用信託の問題点とそれに対する考え方

本件共同受託方式による遺言代用信託は、委託者 X が第一次受益者となるが、設定した時点では、委託者が受託者となり、かつ、受益者ともなることから、信託の終了事由を定めた信託法 163 条 2 号に該当し、1 年間で終了するのではないかとの疑念が生じる<sup>34</sup>。

しかしながら、信託法 163 条 2 号においては、「受託者が受益権の全部を固有財産で有する状態が 1 年間継続したときに終了する」ものとされているところ、この「状態」については、本件遺言代用信託において、受託者が、第一次受益権に加えて第二次受益権についても取得していない限り、条文上受託者が受益権の全部を固有財産で有する状態ではない。したがって、本件遺言代用信託は、1 年間で終了される事由には該当しないものと考え<sup>35</sup>。

## おわりに

以上、本稿においては、事業承継における信託の活用方法とその法的問題等について遺言代用信託を中心に検討してきたが、最後に言及した職務分掌型の共同受託による事業承継を目的とする遺言代用信託については、自己信託で遺言代用信託を設定できるか否かという問題があり、信託の効力に関わる問題を包含していることから、実務上の設定については、しばらくは留保し、学説の集積を待ちたいと考える。

〔注〕

- 1 畠山久志 = 田中和明編著『地域金融機関の信託・相続関連業務の手引き』（日本加除出版 2019年）170頁～172頁
- 2 中小企業庁「事業承継ガイドライン（第3版）」（令和4年3月）105頁
- 3 中小企業庁「事業承継ガイドライン（第3版）」（令和4年3月）106頁
- 4 山田裕子「事業承継目的の株式信託について」（信託法研究 第38号）91頁
- 5 信託を活用した中小企業の事業承継の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）においては、i 遺言代用信託、ii 他益信託、iii 後継ぎ遺贈型受益者連続信託、を活用した事業承継が検討されている。
- 6 畠山久志監修・田中和明編著『地域金融機関の信託・相続関連業務の手引き』〔田中和明〕（日本加除出版 2019年）172頁、173頁
- 7 例えば、委託者の配偶者、特定の子供、特定の医師が全員一致でそうだと判断すれば、議決権の指図目検をAに付与する等。
- 8 死因贈与については、判例（最判昭和57年4月30日（民集36巻4号763頁）において、負担付贈与契約については、制限的に解釈されている。
- 9 神田秀樹『会社法〔第25版〕』（弘文堂 2023年）71頁
- 10 株式は株式会社における社員の地位と解し、株式が譲渡されると自益権も共益権も移転すると解する通説（株主社員権説）の他に、議決権等の共益権は株主が会社の機関としての資格で有する権限に過ぎず、株式の内容は株主が社員の資格で有する剰余金配当請求権等の自益権だけとする見解（社員権否定説）、株式は自益権のうち剰余金配当請求権のような金銭債権自体であり、共益権は株主が株式会社において有するいわば公権の一種とする見解で、株式の譲渡により自益権が移転し、譲受人は株式を取得して構成員となると原始的に一身専属的な人格権である共益権を取得すると解する（株式債権説）、株式会社を営利社団法人ではなく営利財団法人と解し、株式は、自益権中の剰余金配当請求権と残余財産分配請求権を内容とする純粋な債権であって、これだけが譲渡性を有し、これ以外の自益権と共益権はすべて法が株主保護のために与えた権利であって譲渡性はないと解する見解（株式会社財団説）がある（神田秀樹『会社法〔第25版〕（弘文堂 2023年）』）74頁、75頁
- 11 最判昭和45年7月15日（民集24巻7号804頁）
- 12 楊林凱 = 田中和明「受託財産の運用としての株式の議決権行使に関する比較研究」（青山ビジネスロー・レビュー6巻1号 2016年）186頁、187頁
- 13 議決権拘束契約には、①全契約株主の同意がない限り賛成議決をしない形のもののほか、②ある株主から申入れがあった場合に限り全当事者が拘束される、③特定の第三者の決定に従い議決権を行使する等、様々なタイプがあり得る（江頭憲治郎『株式会社法 第8版』（有斐閣 2021年）351頁）。
- 14 田中亘『会社法 第4版』（東京大学出版会 2023年）192頁
- 15 ただし、「契約の目的や態様が会社法の精神に反するような場合には無効になる」とされ、「(ア) 会社が契約当事者あるいは会社の拘束を受ける議決権拘束信託や、取締役の指図に従うような議決権拘束契約は、経営陣による会社支配に利用されるものであり無効とする見解。イ) 長期間の議決権

- 拘束契約は、議決権の行使に過度の制限を加えるものであり有効性に疑義があるとする見解。ウ)少数株主を不当に圧迫している等、濫用的に利用されている場合は無効になり得るとする見解。」があるとされる(山田裕子「事業承継目的の株式信託について」(信託法研究 38号 2013年) 93頁)。
- 16 東京高判平成 12 年 5 月 30 日(判時 1750 号 169 頁)
  - 17 なお、四宮和夫『信託法 [新版]』(有斐閣 1989 年) 136 頁では、議決権だけの信託については、「議決権は「財産権」ではないし、それに、株式によって表章され権利は一体をなすものであるから(鈴木竹雄 = 竹内昭夫・会社法(新版)(法律学全集) 219 頁注(9) 参照)、議決権だけを信託することはできないのである。」とその効力を否定されている。また、田中亘『会社法 第 3 版』(東京大学出版会 2021 年) 129 頁では、「株式を構成する種々の権利を分割して処分することは、法律関係を過度に複雑にするため、できないと解されている」と同様の見解を述べられている。
  - 18 江頭憲治郎『株式会社法 第 8 版』(有斐閣 2021 年) 353 頁
  - 19 江頭憲治郎『株式会社法 第 8 版』(有斐閣 2021 年) 353 頁、鈴木竹雄「議決権信託の効力」商法研究Ⅲ(有斐閣 1972 年) 102 頁
  - 20 四宮和夫『信託法 [新版]』(有斐閣 1989 年) 133 頁、135 頁
  - 21 鈴木隆元「従業員持株制度と株式信託契約の有効性」(別冊ジュリスト 229 号会社法判例百選[第 3 版]) 70 頁、71 頁
  - 22 大森忠夫「議決権」田中耕・講座Ⅲ 894 頁、菱田政宏『株主の議決権行使と会社支配』(酒井書店 1960 年) 183 頁
  - 23 鈴木竹雄「議決権信託の効力」商法研究Ⅲ(有斐閣 1972 年) 104 頁
  - 24 江頭憲治郎『株式会社法 第 8 版』(有斐閣 2021 年) 353 頁、大阪高決昭和 58 年 10 月 27 日(高民 36 卷 3 号 250 頁)、(大阪高決昭和 60 年 4 月 16 日判タ 561 号 159 頁)
  - 25 この点について、本研究会の松元暢子教授は、トラスト未来フォーラム研究叢書『信託その他制度における財産管理承継機能』[松元暢子]「信託を用いた事業信託—株式管理信託(議決権信託)の有効性」(2021 年) 72 頁において、「指図権等の権限が「取締役の立場にあることに起因して」与えられた場合には、会社法 308 条 2 項や 310 条 2 項を類推適用することによって、信託の効力を否定すべき場合があるが、指図権等の権限が「取締役の立場にあることに起因して」与えられたのであれば、会社法 308 条 2 項や 310 条 2 項の類推適用によって信託の効力は否定されることはない。議決権行使の有効性が問題となる場合でも、「信託期間がごく短期間である等、取締役の保身や経営者支配といったガバナンス上の懸念が生じるおそれがない場合には、会社法 308 条 2 項や 310 条 2 項を類推適用する必要はない。」と述べられている。
  - 26 楊林凱 = 田中和明「受託財産の運用としての株式の議決権行使に関する比較研究」(青山ビジネスロー・レビュー 6 卷 1 号 2016 年) 197 頁~199 頁
  - 27 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」[シンポジウム]「商事法・法人法の観点から見た信託」(信託法研究 39 号) 87 頁
  - 28 道垣内弘人『信託法第 2 版(現代民法別巻)』(有斐閣 2022 年) 187 頁、188 頁、また、中田直茂「指図権を利用した場合の受託者責任(下)」(金融法務事情 1860 号) 45 頁、佐藤勤「現代型信託にか

かる信託関係者の責任」新井誠＝神田秀樹＝木南敦『信託法制の展望』（日本評論社 2011年）257頁、258頁

- 29 この委任は、通常、信託設定時になされていることから、会社法310条2項の議決権の代理権の授与は、株主総会ごとにしなければならないこととの関係が問題となる可能性はあるが、事業承継の信託のスキームにおいては、そもそもこの問題は包含しており、会社法310条2項の趣旨は、「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なので、同規定の効力を議決権信託にまで当然に及ぼすべき理由はなく、同信託は一応有効と認めてよい」と解されていることから、問題ないものとする。
- 30 木村仁「信託の委託者の権利と後見人による代理行使について―米国の撤回可能信託を中心に―」（関西学院大学 法と政治70巻1号 2019年）61頁、62頁、小林昭彦ほか編著『新成年後見制度の解説〔改訂〕』（きんざい 2017年）103頁
- 31 田中和明『信託法務大全 第1編 信託法』（清文社 2023年）101頁～110頁参照。
- 32 この二つの見解の他にも、信託財産移転行為減殺説や折衷説等がある。
- 33 例えば、同族会社等の中小企業においては、剰余金の配当をほとんど行わず、役員の報酬によって給付するケースが多く、そのような会社の株式を事業承継の信託の信託財産としたときには、さらにその差は、大きくなる。
- 34 旧信託法においては、共同受託者の1人が受益権の全部を固有財産で保有する場合は、信託の構造が維持されているとして、受託者が受益権の全部を固有財産で保有する状態に該当しないと解されていたが、信託法では、信託法部会での議論の結果、忠実義務を負わない受託者を認めることになりかねないことなどにより、受託者が受益権の全部を固有財産で保有する状態に該当すると解されている。
- 35 この問題については、遺言代用信託を自己信託で設定できるか否かという問題となるが、田中和明『信託法務大全 第1編 信託法』（清文社 2023年）578頁～583頁を参照願いたい。

# 株式に関する訴訟と信託

田 村 恵 子

## 目 次

- 1 はじめに
- 2 提訴又は応訴義務の有無等（受託者が遂行すべき義務の範囲と訴訟）
- 3 訴訟に関する判断
- 4 訴訟係属中に信託が終了する場合
- 5 最終計算手続終了後に債権が判明し、又は訴訟提起された場合
- 6 訴訟に関する負担と費用、信託報酬等

# 1 はじめに

## (1) 信託株式に関する訴訟

信託財産に属する株式（以下「**信託株式**」という。）に関する訴訟としては、受託者による信託財産の管理処分（運用）に関して受益者が受託者に損害賠償請求をするといった信託の関係者間の訴訟も考えられるが、本稿では、株主である受託者と、信託株式の発行会社等の株式の関係者との間の信託事務としての訴訟を取り上げる。この意味での信託株式に関する裁判例は多くはないものの、2008年以降、受託者等が、信託株式の発行会社の有価証券報告書等に虚偽記載があったことに基づき損害を被ったとして発行会社等を被告として提訴した事件の判決が何件も公刊物に掲載された。代表的なものとしては、上場会社であった西武鉄道株式会社（以下「**西武鉄道**」という。）が、その有価証券報告書等に、親会社である株式会社コクドの持株数を過少に記載する等していた件において、西武鉄道の株式を取得した受託者等が、有価証券報告書等の虚偽記載に関し、西武鉄道等を被告として不法行為等に基づく損害賠償請求をした事件【<sup>1</sup>】（複数の訴訟が係属したが、以下、これらを一括して「**西武鉄道訴訟**」という。）、上場会社であった株式会社ライブドア（当時。以下、商号変更後も含め「**ライブドア**」という。）が、有価証券報告書等に、売上計上が認められないライブドア株式の売却益を売上計上する等した件において、ライブドアの株式を取得した受託者等がライブドアを被告として金融商品取引法21条の2（当時のもの）等に基づく損害賠償請求をした事件【<sup>2</sup>】（以下「**ライブドア訴訟**」という。）等がある。受託者が、信託株式について発行会社等から訴訟提起された事例は、公刊物上、これまでのところ見当たらないようだが、今後このような事態が生じるかもしれない。

## (2) 信託株式であることに関する検討事項

信託においては、受託者は、一定の目的を達成すべく、信託の本旨に従って、受益者のために忠実に信託財産の管理又は処分その他の信託事務の処理等を行わなければならない（信託法2条1項、29条1項、30条）。

受託者は、信託期間中、自己の名義で信託株式等の信託財産を保有するものの、信託の利益を享受するのは受益者であり（信託法8条参照）、受託者は受益者のために信託財産の管理又は処分を行う立場に立つ。そのため、信託財産は、法的及び形式的には受託者に帰属するが、経済的及び実質的には受益者に帰属する。債務は、信託法が定義する信託財産（信託法2条3項）に含まれないものの【<sup>3</sup>】、受託者が信託財産のためにした行為であって受託者の権限に属するものによって生じた権利に係る債務（信託法21条1項5号）等は、信託財産責任負担債務として、受託者が信託財産に属する財産をもって履行する責任を負う債務（信託法2条9項）となる。そのため、法的及び形式的には受託者の債務であるものの、経済的及び実質的には受益者の債務と評価することができる。このように、法的、形式的に帰属する者と、経済的、実質的に帰属する者が乖離するため、信託契約締結時に通常あまり想定していないと思われる訴訟の場面に関して検討すべき事項がいくつかあると思われる。

例えば、受託者は提訴又は応訴の義務を負うのか、受託者が提訴又は訴訟追行する場合、訴訟に関する判断は誰が行うかといった論点が考えられる。

また、信託には時限性があり、上記の法的、形式的に帰属する者と、経済的、実質的に帰属する者との乖離とも相俟って、訴訟係属中に信託が終了した場合や、最終計算手続終了後等に、債権の存在が判明し、又は、受託者に対して訴訟提起された場合に受託者がどのように対応すべきであるかについても検討すべき事項があると思われる。

さらに、信託には法人格がなく【<sup>4</sup>】、受託者が信託財産の管理又は処分に関して負担する債務は受託者自身（固有の受託者）の債務になり、信託財産のみならず、受託者の固有財産もまた責任財産になる（信託法21条参照）ところ、利益を享受する者が費用も負担することが合理的であり、上記の信託の基本構造からすると、信託財産の管理又は処分に要する費用は、基本的には、信託財産（合意がある場合には受益者等）が負担することが相当と考えられる（信託法48条以下等）。訴訟という、信託契約締結時に通常あまり想定されていなかった事態が生じた場合における費用や信託報酬、さらには、信託が終了したのものとして受託者が残余財産受益者又は帰属権利者（以下「**残余財産受益者等**」と総称する。）に残余財産【<sup>5</sup>】を給付した後に訴訟を進行する必要が生じる場合の費用や信託報酬の負担についても検討すべき事項があると思わ

れる。

なお、信託前に株式を取得した委託者が当該株式を信託した場合にどのように考えるべきであるか等、ここで述べる事項以外にもいくつもの論点があると思われ、また、信託契約（信託商品）の内容によっては別途の検討が必要な場合もあるが（例えば、信託の関係者が委託者兼受益者1名と受託者のみである場合と、委託者指図型証券投資信託（以下、単に「証券投資信託」という。）のように投資信託委託会社（以下「**投信委託会社**」という。）が大きな役割を果たし、受託者と受益者との関係が限定的であり、かつ、場合によっては極めて多数の受益者が存在するような場合とでは状況が大きく異なる。）、本稿では、基本的な考え方の整理を行うこととしたい。

### (3) 想定事例

本稿では、以下の2つの事例を想定事例として、主として上記(2)で述べた点についての考察を行う。なお、本稿で検討する事項が問題となり得る信託は、典型的には株式等の有価証券への投資によって信託財産の運用を行う信託（以下「**有価証券運用信託**」という。）であり、このような信託、具体的には、指定運用の金銭の信託（金銭信託又は金銭信託以外の金銭の信託）、委託者自身が運用指図を行う特定運用の金銭の信託（金銭信託又は金銭信託以外の金銭の信託）、投資顧問付の特定運用の金銭の信託（金銭信託又は金銭信託以外の金銭の信託）及び証券投資信託を念頭において検討を進める。

#### (ア) 信託株式の発行会社の有価証券報告書等の虚偽記載が判明したために、信託株式の市場価額が下落し、受託者が、市場での購入価格を大きく下回る金額で信託株式を売却した場合（受託者原告事例）

上述の西武鉄道訴訟やライブドア訴訟のような事例である。この場合、発行会社等に対して、民法709条（不法行為）、会社法350条、金融商品取引法21条の2等に基づく損害賠償請求をすることが考えられる。

(イ) 信託株式について粉飾決算があり、分配可能額を超える剰余金の配当が行われたとして、受託者が発行会社から、会社法 462 条 1 項に基づく配当金返還請求を受けた場合（受託者被告事例）

株主の責任は有限責任であるため株主が発行会社から訴えられる事態が生じることはあまりないと思われるが、会社法の定めに抵触する剰余金の配当があった場合にはその返還請求を受けることがあり得る。なお、会社が財源規制に違反して剰余金の配当を行った場合、会社は、株主のみならず、剰余金の配当に関する職務を行った業務執行取締役等に対しても配当金相当額の請求を行うことができる（会社法 462 条 1 項）。上場会社の場合、多数の株主に対して配当金返還請求をすることは容易ではなく、また、コスト倒れになるおそれもあり、実際に株主に請求することは困難な場合が多いように思われる。しかしながら、非上場会社の場合には上記のような点は問題とならない。信託株式に関する事案ではないものの、非上場会社については、会社が、株主に対して、会社法 462 条 1 項に基づく配当金返還請求訴訟を提起した裁判例が何件か存在する【<sup>6</sup>】。

## 2 提訴又は応訴義務の有無等（受託者が遂行すべき義務の範囲と訴訟）

### (1) はじめに

有価証券運用信託においては、通常、信託契約締結時点では、将来、訴訟が係属することはあまり想定されていない。訴訟になれば、受託者はその対応のために多大な労力と時間を割く必要が生じ、しかもそれが年単位で続くことになるが、そのような信託事務が生じることを想定した信託報酬の定めがあることはほとんどない。まずは、それにもかかわらず、受託者は、信託株式に関する訴訟を提起し、または、訴訟を提起された場合に応訴する義務を負うか、また、義務を負う場合があるとして、どのような場合に提訴又は応訴の義務を負うかについて検討したい。

受託者原告事例は、信託財産に属する損害賠償請求権（債権）について訴訟を提起する事例であり、受託者が提訴義務を負わない場合は、信託契約の一部解除、債権譲

渡等によって受益者（受益者以外の者も考えられるが、本稿では基本的な考え方の整理を行うものとし、受益者に限定して検討を進める。）が損害賠償請求権を取得し、自ら提訴することが可能である。しかし、受託者被告事例の場合は債務であるため、受益者に債務を引き受けさせることができるとは限らない。このように、受託者原告事例と受託者被告事例とでは大きく異なる点があるため、それぞれについて検討する。

## (2) 受託者原告事例

### ① 受託者の提訴義務の有無

まず、受託者原告事例における受託者の提訴義務の有無について検討する。

受託者が信託事務として提訴義務を負うか否かの問題であるため、提訴が、信託契約が定める信託事務の範囲に含まれるか否かによって決まると考える。そのため、信託契約にこの点に関する明文の定めがあればその定めに従うことになる。したがって、信託契約に受託者は提訴義務を負わない旨の定めがあれば提訴義務を負うことはない。もっとも、不動産の信託では、信託契約に、一定の場合を除き受託者は提訴又は応訴義務を負わない旨の定めがあることがあるが、有価証券運用信託ではこのような定めがあることはあまりないのではないかと。上記のとおり、しばらく前から信託株式に関する訴訟が一定数係属してきているものの、それ以前はほとんどなく（公刊物に掲載されたものとしては見当たらない。）、信託株式に関して訴訟になることをあまり念頭におくことなく信託契約が締結されてきたということかもしれない。

信託契約に提訴義務を負わない旨の明文の定めがない場合は、損害賠償請求権は信託財産に属する債権として受託者に帰属し、また、提訴は債権の履行を求める手続であって信託財産の管理又は処分に該当すると解されることから、提訴が信託事務に含まれないと解すべき特段の事情がない限り、受託者は提訴義務を負うと考える。訴訟になれば、受託者は年単位で多大な労力と時間を割く必要が生じるころ、このような信託事務が生じることを想定した信託報酬の定めがない場合であっても受託者が提訴義務を免れると解することは基本的には困難と考える。もっとも、この点は最終的には信託契約ごとに判断されるべき事項であって、信託契約に明文の

定めがない場合であっても、信託契約締結に際してのやり取りの内容、受託者の役割についての信託契約の定め、信託契約に関して締結された信託報酬についての合意の内容等から、受託者が提訴義務を負わないと解される場合もないわけではないと思われる。なお、後述のとおり、提訴についての指図権者が存在する場合は、受託者は、指図があってはじめて提訴義務を負うことになる。

## ② 提訴義務がない場合の対応（一部解除・債権譲渡）

受託者が提訴義務を負わない場合において、受益者に提訴の意向があるときは、信託財産のうち損害賠償請求権部分について信託契約を解除して損害賠償請求権の移転を受けた受益者が提訴すること、または、受託者が損害賠償請求権を受益者に債権譲渡し、債権を譲り受けた受益者が提訴することが考えられる。なお、一部解除については、金銭信託の場合、信託契約上、受益者に対する信託財産の交付は金銭の交付によると定められているため、信託契約の一部解除によって当然に受益者に損害賠償請求権を移転することができるわけではないが、信託契約の当事者（受益者が信託契約の当事者ではない場合は信託契約の当事者及び受益者。以下、特段の断りがない限り、本稿において同様とする。）が金銭ではなく損害賠償請求権の移転によることを合意すれば損害賠償請求権の移転によることも可能だと考える。念のために付言すると、上記のとおり、信託契約に受託者が提訴義務を負わない旨定めることは可能だと考えるが、受益者が多数である場合、複数の受益者の意向が異なる場合、受益者が不特定である場合等においては、一部解除、債権譲渡等の方法によって受益者が提訴することは困難であり、このような場合については、当該定めの有効性が問題になり得る。

## ③ 提訴義務がある場合の一部解除・債権譲渡

受託者に提訴義務がある場合であっても、信託契約の当事者の合意により信託契約の一部解除又は債権譲渡をすることによって、受託者ではなく受益者が提訴することも可能である。信託契約締結時点で信託株式について訴訟提起が必要なることを想定していることはあまりないと思われ、また、信託財産が経済的、実質的に受益者に帰属することからすると、信託契約の当事者が、受託者ではなく、受益者が訴訟提起することが相当と判断して信託契約の一部合意解除又は債権譲渡をすることも十分考えられる。もっとも、受益者が多数である場合、複数の受益者の意

向が異なる場合等、一部解除又は債権譲渡の合意をすることが困難な場合はこのような方法をとることはできない。

受託者の提訴義務の有無についてどのような判断がなされたか定かではなく、また、公刊物に掲載された内容からは信託契約や損害賠償請求権の移転の法律関係の詳細が明らかではないが、西武鉄道訴訟の中には、損害賠償請求権の限度で信託契約を一部解除して受託者から損害賠償請求権の移転を受けたとして、委託者（兼受益者）が損害賠償請求訴訟を提起した事例（東京地裁平成21年3月31日判決・判例タイムズ1297号106頁、東京地裁平成21年1月30日判決≪平成18年（ワ）207号、208号≫・金融・商事判例1316号34頁）や、受託者から損害賠償請求権を譲り受けた委託者兼受益者が損害賠償請求訴訟を提起した事例（東京地裁平成21年1月30日判決≪平成18年（ワ）1569号≫・金融・商事判例1316号52頁）がある。

#### ④ 受益権が侵害されたと解されるか

なお、受託者のみならず、受益者もまた受益権の価値が減少する損害を被ったとして、受益者も原告適格を取得するとの見解もあり得るとされるが【7】、受託者が、信託財産に属する財産として損害賠償請求権を保有する場合は、具体的な金額等が明確になっていないとしても、理論的には、受益者は、当該損害賠償請求権もまた信託財産に属する財産である受益権を有することから、受益権の価値が減少したことにはならず、受託者と別に受益者が損害賠償請求権を有するものとして受益者に原告適格を認めることは困難ではないか。

### (3) 受託者被告事例

次に、受託者被告事例について検討する。

応訴義務の有無は、信託契約の当事者との関係においては、受託者被告事例も受託者原告事例と同様に、応訴が信託契約が定める信託事務の範囲に含まれるか否かによって決まると考える。しかしながら、受託者被告事例の場合は、係争物が受託者の第三者に対する債務であって債権者の承諾等なく移転することができないため、応訴を免れることは容易ではない。受託者が応訴を免れるためには、(ア) 受益者が受託

者から免責的債務引受をし、(イ)債権者が免責的債務引受を承諾し(民法472条3項)、さらに(ウ)(既に提訴されている状態であるため)訴訟手続において、免責的債務引受をした受益者が参加承継又は引受承継を行い(民事訴訟法50条、51条)、原告(債権者)が受託者の訴訟脱退を承諾する必要がある(民事訴訟法48条、50条、51条)。上記の手続を経て受託者が応訴を免れることができる場合もなくはないかもしれないが、おそらく非常に限られるのではないか。なお、債務引受の方法としては、併存的債務引受もあるが、この場合であっても債権者の承諾が必要である(民法470条3項)。もっとも、併存的債務引受であれば比較的債権者の承諾を得やすいかもしれない。併存的債務引受が行われる場合、受託者はこれによって応訴を免れることはないが、併存的債務引受をした受益者が主導的に訴訟追行をすることによって実質的に受託者の訴訟追行に関する負担が減少する効果が生じることは考えられる。

上記のとおり、受託者が応訴を免れることができるのは極めて限定的な場合に限られ、信託契約の関係者間における法律関係としては、信託契約に受託者は応訴義務を負わない旨定めることはできなくはないが、これによって実際に応訴を免れることができるのは例外的な場合のみである。そのため、信託契約に受託者の応訴義務についての定めを設ける場合は、その内容及び効果をよく検討した上で定める必要がある。なお、後に信託報酬の定めについても若干の検討をするが、応訴義務はない旨の定めがあるにもかかわらず、応訴せざるを得ない場合については、信託報酬の定めとの関係については、応訴せざるを得ないとしても、応訴に関する信託報酬が別途認められるべきであるとの整理をしやすいようには思われる。

最後に配当金相当額を受益者に交付済みの場合について付言すると、信託株式発行会社との関係において配当金返還債務を負担するのは株主として配当金を受領した受託者であり、配当金相当額を信託の収益として受益者に交付済の場合であっても、配当金について利益を享受したのは受託者ではなく受益者である等として、受託者が配当金返還債務を免れることはできないと考える。

### 3 訴訟に関する判断

#### (1) はじめに

受託者に提訴又は応訴の義務がある場合（受託者が応訴せざるを得ない場合を含む。）、提訴や訴訟追行に関する判断は誰が行うのであろうか。なお、応訴は、訴えられた場合に可及的に有利な結論を得るべく争う行為である。上記 2 (3) のとおり、免責的債務引受によって被告の立場を免れることはあり得るものの、受託者が応訴するか否か、即ち、応訴するか一切争うことなく原告の請求のとおり敗訴判決を甘受するかという意味において応訴の判断をすることはおよそ考えにくく、受託者被告事例においては受託者は応訴せざるを得ない。そのため、受託者が応訴するか否かの判断をする余地はなく、この点は本稿の検討から除かれる。

受託者が訴訟の当事者になる場合であっても、損害賠償請求権又は配当金返還債務が経済的、実質的に帰属する者が受託者ではなく受益者であることからすると、一般論としては、提訴又は訴訟追行に関する判断——受託者原告事例については訴訟を提起するか否か、訴訟提起する場合、いつ、誰を被告としてどのような請求原因でもって訴訟提起するか、また、双方の事例について、いつ、どのような主張を行い、証拠を提出するか、和解をするか否か、和解をする場合どのような内容で和解をするか、敗訴した場合上訴をするか否か等——を受託者が行うことが常に相当であるとは限らず、受託者が常にそのような判断をすべき立場にあるわけではない。(2) 以下で具体的に検討するが、誰が訴訟に関する判断をするかについては、上記 2 の提訴又は応訴義務の有無等と異なり受託者原告事例と受託者被告事例とで大きな相違はなく、信託契約に明文の定めがあればその定めにより、定めがない場合は、当該信託において受託者がどのような機能、役割を担う者として位置づけられているかによると考える。例えば、受託者が信託財産・信託財産責任負担債務について全面的に自己の判断で管理、処分を行う信託と、受託者に期待された役割が関係者から独立した存在として堅実に信託財産の保管、売買の執行等を行うことである信託（証券投資信託等）とでは異なる結論になると考える。また、有価証券運用信託の中には、信託財産の運用について受託者に指図を行う者（以下「指図権者」という。）の定めがある特定運用型の

信託（委託者等が運用方法を受託者に対して具体的に指図する信託をいう。以下同じ。）であって、信託契約以外の契約に基づいて受託者に指図を行う指図権者（委託者代理人等）が存在する場合もあるところ、この場合、信託契約以外の契約が関係する点についても検討が必要になる。

以下においては、誰が訴訟に関する判断をするかについての検討の次に、受託者が訴訟に関する判断をする者に該当する場合における受託者の判断の内容等についても若干の検討をしたい。

## (2) 信託契約に明記されている場合等

まず、信託契約に訴訟に関する判断を行う者について明文の定めがあるとき（信託契約の当事者間で訴訟に関して誰が判断をするかについて改めて合意をする場合を含む。）は当該定めによる。

## (3) 信託財産・信託財産責任負担債務全般について受託者が判断する定めがある場合

信託契約に訴訟に関する判断を行う者についての明文の規定はないものの、信託財産・信託財産責任負担債務全般について受託者が自己の判断で管理、処分する旨の定めがある場合は、特段の事情がない限り、提訴等の訴訟に関する判断も受託者が行わなければならないと考える。訴訟は、多くの場合、信託契約締結時にあまり想定されていないと考えられるものの、信託財産・信託財産責任負担債務全般について受託者が管理、処分をする以上、特段の事情がない限り、想定外の異例な対応の判断についても受託者が行うと考えることが自然かつ合理的である。

## (4) 指定運用型の信託の場合

有価証券運用信託においては、信託財産・信託財産責任負担債務全般について誰が判断するかについての定めがない場合であっても、運用に関する判断をする者について

は定めがあり、指定運用型の信託（信託契約で指定された範囲で受託者が自らの裁量で運用を行う信託をいう。以下同じ。）と、特定運用型の信託に大別される。指定運用型の信託の場合、運用以外について誰が判断するかに関する定めがない場合であっても、受託者以外に判断者は存在せず、受託者は、訴訟についても自ら判断しなければならないと考える。

## (5) 特定運用型の信託の場合

### ① 運用と訴訟

指定運用型の信託の場合は上記(4)のとおり受託者以外に判断者が存在しないが、特定運用型の信託の場合は指図権者が存在するため、受託者か指図権者かいずれが訴訟に関する判断をするかについての検討が必要である。

仮に訴訟が運用に含まれるのであれば、信託財産の運用について受託者に指図を行う指図権者が訴訟に関する判断をすることになるため、まず、訴訟が運用に含まれるかについて検討する。

運用は、信託財産をどのような資産に投資するかといった意味で用いられる用語であり（投資信託及び投資法人に関する法律1条、2条1項、金融商品取引法2条8項12号、14号等参照）、提訴等の訴訟に関する判断を含む用語ではないようにも思われる。指図権者が投信委託会社である場合や、委託者から委託を受けた者である場合は、投資運用業者である必要があるため、投資運用業者に関する金融商品取引法の定めを見てみたい。金融商品取引法における投資運用業者は、「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として」「財産の運用」を行う者である（金融商品取引法28条4項、2条8項12号、14号）。そして、金融商品の価値等は「金融商品（第24項第3号の3に掲げるものにあつては、金融商品取引所に上場されているものに限る。）の価値、オプションの対価の額又は金融指標（同号に掲げる金融商品に係るものにあつては、金融商品取引所に上場されているものに限る。）の動向をいう。」（金融商品取引法2条8項11号ロ）こと、投資判断が「投資の対象となる有価証券の種類、銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断又は行うべきデリ

バティブ取引の内容及び時期についての判断をいう。」(金融商品取引法2条8項11号口) ことからすると、やはり、運用は「投資」に関する行為であって、運用には訴訟に関する業務(訴訟提起・追行に関する指図等)は含まれていないと解すべきであるように思われる。

もっとも、訴訟が運用に含まれないとしても、そのことのみから訴訟に関する判断を行う者は指図権者ではなく受託者であるとの結論になるわけではない。以下、証券投資信託、その他の投資運用業者が指図権者である特定運用型の信託、委託者自身が指図権者である信託の順に検討する。

## ② 証券投資信託

証券投資信託に限らず、有価証券運用信託においては、運用に関する判断は、信託財産の管理、処分に関する信託事務のうち、最も重要な、その根幹をなすものである。証券投資信託においては、投信委託会社が、この最も重要な、その根幹をなす運用に関する判断を行う。一方で、受託者は、運用に関する判断を行うことはなく、信託財産の管理、処分に関して受託者が行う信託事務は、信託財産の保管、売買の執行等に限られる。そうであるとする、証券投資信託等の特定運用型の有価証券運用信託において受託者が担う機能、役割は、関係者から独立した存在として堅実に信託財産を保管し、運用の指図に従って売買の執行等を行うことであって、信託財産の管理、処分に関して大きな判断をすることは予定されていないと思われる。

また、証券投資信託においては、委託者である投信委託会社は、運用に係る指図を行うほか、受益証券の発行、収益分配金・償還金等の支払、計算書の発行等の幅広い業務を行い、信託の設定、運用、金銭の授受を含む受益者との関係等のすべての側面において、受託者ではなく、投信委託会社が主導していると解される。一方で、受託者は、信託財産の保管、委託者からの指図による有価証券の売買の執行、信託財産の計算、収益分配金・償還金等の投信委託会社が指示する口座への交付等の限定された信託事務を行うにすぎない。

上記のとおり、証券投資信託においては、指図権者が信託財産の管理、処分のうち最も重要な、その根幹をなす運用に関する判断を行い、主要な役割を果たす一方で、受託者の機能、役割が信託財産の保管、売買の執行等に限定されていることに

加え、投信委託会社が証券投資信託全体を主導していると考えられる。そうであるとする、少なくとも、投信委託会社（指図権者）が運用の指図をした結果受託者が売買することとなった信託株式に関する訴訟は、運用に付随する事項についての信託事務であって受託者がこれに関して判断をする役割を担うことは予定されておらず、投信委託会社が訴訟提起・追行に関する判断者であると考えることが自然かつ合理的である。投信委託会社及び受託者も、証券投資信託におけるそれぞれの職務の内容等から、証券投資信託における有価証券に関する訴訟については、投信委託会社が訴訟の提起・追行に関する判断を行い、受託者に対して指図を行うものとの共通の認識を有しているようである。証券投資信託における受託者の信託報酬も上記の受託者の機能、役割、職務を踏まえた抑えられた金額になっており、この点からも受託者が信託株式に関する訴訟についての判断を行うべき立場にあるとは考えにくい。

なお、証券投資信託において運用指図を行うのは投信委託会社自身であるとは限らず、投信委託会社が投資運用業者との間で運用委託契約を締結して運用を委託する場合もあるが、この場合であっても、そのことによって、投信委託会社と受託者の関係が変わることはなく、訴訟に関する判断を行うのは、投信委託会社から委託を受けた投資運用業者（又は投信委託会社）であると考えられる。

最後に金融商品取引法の条文との関係について述べると、金融商品取引法上、投資運用業者（投信委託会社は投資運用業者でなければならない。）が行うことができる業務は原則として金融商品取引業及び付随業務・届出業務に限定される（金融商品取引法 35 条）が、自己又は自己が運用を委託した投資運用業者が運用を指図した有価証券に関する訴訟への関与は、投資運用業を行うに際し当然に付随する業務として、金融商品取引法第 35 条第 1 項柱書の付随業務に該当すると考えて良いのではないかと考えられる。

### ③ 投資顧問付の特定運用型の金銭の信託

次に、投資顧問付の特定運用型の金銭の信託について検討する。

この場合、投資運用業者である投資顧問会社は、投資一任契約（当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部又は一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のため投資を行うのに必要な権限を

委任されることを内容とする契約) (金融商品取引法 28 条 4 項、2 条 8 項 12 号ロ) に基づき運用の指図を行う。投資顧問付の特定運用型の金銭の信託の場合、投資顧問会社は、証券投資信託における投信委託会社ほどの主導的な役割は果たしていないと考えられるが、投信委託会社と同様に、信託財産の管理、処分に関する信託事務のうち、最も重要な、その根幹をなす運用に関する判断を行うことにより信託財産の管理、処分における主要な役割を果たしている。一方で、受託者が担う機能、役割は、運用に関する判断ではなく、関係者から独立した存在として堅実に信託財産の保管、売買の執行等を行うことである。そうであれば、少なくとも、運用に付随する事項というべき信託株式に関する訴訟については、証券投資信託の場合と同様に、投資顧問会社が訴訟提起・追行に関する判断者であると考えることが自然かつ合理的である。投資顧問会社も受託者も、少なくとも一定の範囲については、投資顧問会社が受託者に対して訴訟の提起・追行に関する指図を行うものとの共通の認識を有しているようである。投資顧問付の特定運用型の金銭の信託においても、受託者の職務の範囲が限定的であることを反映して、通常、信託報酬額が抑えられた金額であることから上記解釈は妥当であると思われる。なお、金融商品取引法の条文との関係については、投資顧問会社についても、上記③で証券投資信託について検討したところと同様と考える。

#### ④ 委託者自身が運用指図を行う特定運用型の金銭の信託

最後に委託者自身が運用指図を行う特定運用型の金銭の信託について検討する。

この場合、運用指図をするのが投資顧問会社ではなく委託者自身であるという相違はあるものの、指図権者(委託者)と受託者それぞれの機能、役割、受託者の職務の内容という意味では、上記③の投資顧問付の特定運用型の金銭の信託に関して検討したところと変わらず、信託報酬についても、通常、投資顧問付の特定運用型の金銭の信託と同様に抑えられた金額である。これらの点からすると、委託者自身が運用指図を行う特定運用型の金銭の信託についても、運用指図を行う委託者が訴訟提起・追行に関する判断者であると考えることが自然かつ合理的である。

## (6) 受託者が判断者となる場合の受託者の判断等

受託者が訴訟に関する判断者である場合は、受託者は、判断する権限を有し、義務を負う。受託者原告事例については、受託者は、善良なる管理者の注意（信託法 29 条 2 項）をもって、受益者のために忠実に（信託法 30 条）、勝訴の見込み、勝訴した場合に見込まれる経済的利益の多寡、勝訴した場合の債権回収の見込み、債権回収終了までの見込み期間、費用対効果等を勘案して、訴訟提起の是非及び訴訟提起する場合に誰を被告としてどのような請求原因で訴訟提起するか等を判断し、訴訟提起した場合には、どのように訴訟進行するか、特に和解をするか否か、どのような内容で和解をするか、仮に敗訴した場合には上訴するか否か等について判断しなければならない。受託者被告事例については、受託者は、同様に、善良なる管理者の注意をもって、受益者のために忠実に、和解、上訴を含む訴訟の進行について判断しなければならない。

訴訟になるような事案は、通常、不確実な点が多く、訴訟の結果等について見通しを立てにくい。そのため、受託者の訴訟に関する判断については、優劣つけがたい様々な選択肢があることが珍しくない。不確実な点が多く、見通しを立てにくいことからすると、一つの事項についての複数の判断がいずれも善管注意義務、忠実義務を尽くした判断に該当することも往々にしてあると考えられる。例えば、運用対象は国内株式とは限らず、外国株式であることもあるところ、外国株式の場合、海外での訴訟となること等から、訴訟に関する様々な事項について不確実性が非常に高い場合もあると思われる。適用法規が外国法であり、海外での訴訟になることのみから、当然に訴訟提起・進行を避けることが許容されることにはならないものの、不確実性が非常に高いこと等から提訴を控える判断になることもあると思われる。この場合、その判断が善管注意義務、忠実義務を尽くしたものであったか否かの評価は不確実性が非常に高いこと等を踏まえた上での評価となる。

また、受託者の訴訟に関する判断が善管注意義務、忠実義務を尽くしたものであったか否かの評価においては、結果が芳しくなかった場合であっても、そのことのみから義務違反があったものと評価されるべきではなく、各判断の時点で善管注意義務、忠実義務を尽くして判断したかが問われることになる。

なお、受託者が訴訟に関する判断をする義務を負っていることは、受益者の意見を聞くことを妨げるものではない。通常、信託契約締結時に信託株式に関する訴訟が係属することはあまり想定されておらず、また、ケースバイケースではあるものの、訴訟については多額の費用を要する可能性があり、受益者に信託契約締結当時に想定していなかった大きな影響を与える可能性がある。信託財産・信託財産責任負担債務が経済的、実質的に受益者に帰属することからすると、人数が限定されている場合等、可能であるときは、基本的には、受託者は、受益者の意見を確認し、その意見も踏まえて訴訟に関する判断をすることが妥当であると考えられる。もっとも、受益者が複数存在するときは、その意見が一致するとは限らず、意見を確認したために、方針決定がかえって難しくなる場合もあると思われるため、この点については留意が必要である【<sup>8</sup>】。

受託者以外の者が訴訟に関する判断をする場合、受託者は、訴訟に関する判断は行わないものの、訴訟に関する判断をする者が適切な判断をするためには判断材料となる情報が必要である。そのため、受託者原告事例については、受託者には、委託者等の訴訟に関する判断者が提訴するか否かを判断することができるよう必要な情報を判断者に提供する義務があると解され、また、訴訟係属中は、双方の事例について、委託者等の訴訟に関する判断をする者に対して訴訟に関する情報を提供する義務を負うと解される。

## 4 訴訟係属中に信託が終了する場合

### (1) はじめに

信託株式に関する訴訟が係属し、善管注意義務、忠実義務を尽くして訴訟活動を行う場合、信託終了までに訴訟が終了するとは限らない。

以下、まず信託の清算手続を概観し、次に特定運用型の信託に関し信託が終了した場合の指図権者について検討したうえで、受託者原告事例と受託者被告事例のそれぞれについて、清算受託者が訴訟終了まで訴訟を行うことになるか、訴訟承継が行われる場合における手続、清算受託者の権限等について検討する。

## (2) 清算手続の概観

信託が終了すると原則として清算が開始される（信託法 175 条）。受託者は清算受託者となり（信託法 177 条）、信託期間中に行われるべきところの、信託の目的を達成するための信託事務の処理を中止し、できる限り速やかに清算手続を行って、残余財産を残余財産受益者等に給付することになる【9】【10】。信託が、一定の目的達成のために、経済的、実質的に受益者（残余財産については残余財産受益者等）に帰属する財産を、法的、形式的に受託者に帰属させて、受託者がその管理又は処分を行うものであることからすると、信託が終了し、受託者が信託財産の管理又は処分を行うべき期間が終了した以上、清算受託者は、できる限り速やかに残余財産を残余財産受益者等に給付し、残余財産受益者等が自ら財産を管理又は処分することができるようにすべきである。一方で、同時に、後に述べるとおり、清算受託者は、残余財産受益者を含む受益者及び帰属権利者に対して善管注意義務や忠実義務を負うことから（信託法 29 条 2 項、30 条、183 条 6 項）、できる限り受益者等に有利になるように清算手続を行わなければならない【11】。

具体的には、清算受託者は、①現務の結了、②信託財産に属する債権の取立て及び信託債権に係る債務の弁済、③受益債権（残余財産の給付を内容とするものを除く。）に係る債務の弁済及び④残余財産受益者等への残余財産の給付を行うことになり（信託法 177 条）、職務を終了したときは、信託事務に関する最終の計算を行い、残余財産受益者その他の信託法が定める者にその承認を求める（信託法 184 条 1 項）。清算受託者は、これらを行うために、信託行為に別段の定めがない限り、信託の清算のために必要な一切の行為をする権限を有する。清算受託者の上記①から④までの職務は、必ずしも①から④の順序で行う必要はないものの【12】、上記②の信託債権に係る債務の弁済は上記③の受益債権に係る債務の弁済より優先されなければならない（信託法 101 条）、また、原則として、上記②及び③の債務を弁済した後でなければ、信託財産に属する財産を残余財産受益者等に給付することができない（信託法 181 条）。

なお、信託法においては上記のとおり①から④が列記されているが、上記①の現務の結了と、上記②の債権の取立て及び信託債権に係る債務の弁済は、必ずしも明確に区分されるものではない。清算受託者の上記の職務内容は、株式会社等の法人の清算

人の職務内容とほぼ同様であり【13】、会社法の条項の解釈が参考になると考えられるところ、株式会社について、現務の結了とは、会社の解散当時未了の状態にある事務の後始末をつけることであると解されている【14】。清算受託者の職務としての現務の結了も同様に信託の終了当時未了の状態にある事務の後始末を付けることと解してよいと思われるところ、信託の終了当時未了の状態にある債権の取立て又は信託債権に係る債務の弁済がある場合は、これらを行う行為は、上記①の現務の結了に該当するとともに、上記②の債権の取立て又は信託債権に係る債務の弁済にも該当すると考えられる。換言すると、上記①の現務の結了に該当する場合であっても、そのことから、上記②の債権の取立て又は信託債権に係る債務の弁済に該当しないことにはならず、上述の上記②に関する優先劣後又は時間的先後関係の制約を免れることはない【15】。

上記から明らかであるとおおり、一般論としては、清算受託者は、債権の取立て又は信託債権に係る債務の弁済として、信託終了時に係属している訴訟を進行する権限を有すると考えられる。そうであるとすると、受託者原告事例の訴訟又は受託者被告事例の訴訟が債権の取立て又は信託債権に係る債務の弁済に該当すると、常に清算受託者が訴訟終了まで訴訟を継続しなければならないようにも思われるが、必ずしもそうではなく、この点については(4)以下で具体的に検討したい。

また、信託終了後も、信託は、清算が結了するまでは存続するものとみなされる（信託法 176 条）。これは、信託の終了によって、清算受託者は清算に必要な範囲の権限のみを有することになり職務内容が変容するものの、委託者、受託者及び受益者の権利義務等に関する信託行為の定めは、信託終了前と基本的に同様の効力を有することとするのが適当であり【16】、清算受託者は、善管注意義務や忠実義務などの義務を負いつつ残務の処理を行うべきであるためとされる【17】。費用等の償還権、前払受領権、信託報酬、信託財産からの損害の賠償についても信託終了前と同様とされる【18】。

なお、万一、清算中の信託において、信託財産に属する財産がその債務を完済するに足りないことが明らかになったときは、清算受託者は、直ちに信託財産についての破産手続開始の申立てをしなければならない（信託法 179 条 1 項）。

### (3) 信託終了と指図権者

上述の清算手続に関する信託法の定めからしても、原則として、信託の終了と同時に受託者が訴訟から脱退することにはならず、清算受託者は少なくとも一定の期間訴訟の追行を継続する必要があることは明らかである。

また、上記(2)で述べたとおり、信託の終了後も信託が存続するとみなされ（信託法176条）、委託者、受託者（清算受託者）等の間の法律関係は基本的に変わらないと考えられる。この間の訴訟の追行に関する判断者についても、基本的に上記3で述べたとおりと考えるべきである。

もっとも、特定運用型の信託のうち、投信委託会社との間で運用委託契約を締結した投資運用業者又は委託者との間で投資一任契約を締結した投資顧問会社が判断者として訴訟追行に関する指図をする場合については、両者は信託契約ではない運用指図に関する契約に基づいて指図を行う立場にあるため、信託の終了による影響の有無について検討する必要がある。この点については、運用の指図自体は、信託の終了又は有価証券を換金する必要があるときは換金の終了によって終了すると考えられるが、上記のとおり、信託終了後も委託者、受託者及び受益者の権利義務関係は基本的に変わらないと解され、既に係属している訴訟について、信託の終了によって、委託者、投資運用業者・投資顧問会社と受託者（清算受託者）との関係が大きく変わると解すべき理由はなく、少なくとも、信託終了時点において既に係属していた訴訟に関する指図については、投資運用業者・投資顧問会社が継続して行うものと解することが相当と考える。なお、仮に、運用委託契約又は投資一任契約の解釈としてそのように解されない場合であっても、投信委託会社・委託者と受託者（清算受託者）との間の法律関係が信託の終了によって大きく変わる理由はなく、投信委託会社又は委託者が、投資運用業者・投資顧問会社に代わる判断者となり、清算受託者に対して訴訟追行に関する指図をすることになるものとする。

### (4) 受託者原告事例において訴訟係属中に信託が終了する場合

まず、受託者原告事例において訴訟係属中に信託が終了する場合について検討する。

### ① 残余財産受益者等に給付すべき残余財産（債権か金銭か）

上記のとおり、清算受託者は、できる限り速やかに清算手続を行って、残余財産を残余財産受益者等に給付すべきである。そうであるとする、残余財産受益者等に給付すべき残余財産が金銭と定められている場合（金銭信託及び証券投資信託）は信託財産が金銭にならない限り残余財産受益者等に給付することができないが、現物と定められている場合（金銭信託以外の金銭の信託）は、係争物となっている場合であっても、残余財産受益者等への残余財産の給付前に行うべき清算事務が終了になり次第、債権（損害賠償請求権）を残余財産受益者等に給付すべきであると考ええる。

以下、残余財産受益者等への残余財産の給付前に行うべき清算事務についてやや具体的に述べる。原告受託者事例における損害賠償請求権に係る訴訟は、上記②の信託財産に属する債権の取立てに該当し、清算受託者が行うべき職務の一部ではあるものの、清算受託者は、係属中の訴訟対応以外の上記の残余財産の給付前に行うべき清算事務を終了した場合には、残余財産受益者等に対して、現物として損害賠償請求権を給付することができると考える。何故なら、清算手続の最終的な目的は残余財産の給付であり、また、繰り返しになるが、信託財産が経済的、実質的に帰属するのは受益者又は残余財産受益者等であって、受託者が信託財産を管理又は処分すべき信託期間が終了しているのであれば、清算受託者は速やかに残余財産（損害賠償請求権）を残余財産受益者等に給付することが相当であると考えられるためである。清算受託者は、残余財産を残余財産受益者等に対して給付することができる状況になるまでは自ら訴訟を進行する必要があるものの、残余財産の給付が可能になったときには、速やかに債権を残余財産受益者等に給付し（後に述べる当然移転説による場合は、当然に債権が移転することになると思われる。）、残余財産受益者等が訴訟進行することができるようにすべきである。

このように、残余財産として、債権（損害賠償請求権）を給付すべき信託と、債権ではなく金銭を給付すべき信託とでは、清算受託者の訴訟への対応が異なることになるため、以下、先に、債権を残余財産として給付すべき信託について検討し、次に金銭を残余財産として給付すべき信託について検討する。

## ② 債権（損害賠償請求権）が残余財産になる場合——実体法上の権利移転時期等

訴訟係属中の損害賠償請求権が残余財産になる場合、訴訟の承継方法も検討する必要があるが、その前に、実体法上、いつ、どのようにして損害賠償請求権が残余財産受益者等に移転するか（残余財産の移転のためには清算受託者の移転行為が必要であるか）について検討したい。後に述べるとおり、清算受託者の移転行為（意思表示）が必要とする説（以下「**意思表示必要説**」という。）と当然に移転するとする説（以下「**当然移転説**」という。）があり、この点は訴訟手続にも関係してくる。受託者は損害賠償請求権が自己に帰属するものとして訴訟を提起し、追行しているところ、仮に、清算受託者が債権譲渡の意思表示をすることなく、一定のタイミングで当然に当該損害賠償請求権が残余財産受益者等に移転すると解する場合には、清算受託者は、以後、損害賠償請求権を有していないとして、その請求が棄却される可能性がある。実際に、このような理由によって請求が棄却された事件がある。旧信託法（大正 11 年法律第 62 号。以下「**旧信託法**」という。）適用の事案であるが、知財高裁平成 24 年 2 月 14 日判決（裁判所ウェブサイト）は、受託者が音楽著作物の著作権を管理し、その管理によって得た著作権使用料等を受益者に分配する信託契約に関し、信託契約の解除による終了によって信託財産である著作権及び損害賠償請求権が直ちに委託者に移転し、清算受託者は管理権限を喪失したとして清算受託者の損害賠償請求を棄却した。

残余財産が移転する時期については、現行信託法制定前から見解の対立があったところ、現行信託法制定時にこの点に関する規定が設けられず、解釈に委ねられることになったことから【19】、現行信託法のもとでも見解の対立がある。意思表示必要説は、信託が終了する場合、当然に残余財産受益者等に残余財産が移転するのではなく、残余財産が残余財産受益者等に移転するためには残余財産移転を意図する清算受託者の意思表示が必要とする【20】【21】。一方で、当然移転説は、民法 176 条の意思表示について物権行為の独自性を否定する判例・通説のもとでは、移転すべき信託財産が特定している場合には、信託終了と同時に（ただし、それを妨げる事情があるときは当該事情がなくなった時点で）帰属権利者への権利移転が生じると解すべきであるとする【22】。もっとも、この点については、信託債権に係る債務の弁済が必要な場合を含め、残余財産の移転を妨げる事情があるときは、いずれの説

に立つにせよ当該事情がなくなるまで残余財産が移転することはなく、また、信託契約に残余財産移転手続が明記されている場合は信託契約の定めが優先すると考えられ、見解の相違によって結論が大きく異なることはそれほどないように思われる【<sup>23</sup>】。

裁判例としては、上記知財高裁平成24年2月14日判決（裁判所ウェブサイト）が信託の終了によって信託財産である著作権及び損害賠償請求権が直ちに委託者に移転した旨判示したほか、その2年半ほど前には、旧信託法ではなく現行の信託法が適用される事案において、名古屋高裁金沢支部平成21年7月22日判決（判タ1312号315頁）が、公共工事の前払金に係る預金払戻請求権に関して、発注者をS市長、請負者を破産会社とする工事請負契約につき、S市を委託者兼受益者、破産会社を受託者兼帰属権利者とする信託が成立したものとして、残余財産が帰属権利者に帰属する時期について「残余財産がその帰属すべき者に対して移転する時期については、信託が終了し、かつ、残余財産の帰属すべき者に対して帰属すべき残余財産が特定されれば、その時点で即時に、残余財産の帰属すべき者に対して権利移転が生じるものと解するのが相当である。」と判示している。

私見としては、信託終了による残余財産受益者等への残余財産の帰属は清算受託者から残余財産受益者等への財産権の承継的な移転であると考えられるところ【<sup>24</sup>】、承継的な移転であれば、清算受託者が特定の残余財産受益者等（信託契約締結時以降に変動することもあり得る。）に対して残余財産を移転する旨の意思表示は必要であって、残余財産移転を意図する清算受託者の意思表示があったと解される時点で移転するものとする（信託契約に残余財産受益者等への残余財産移転時期等に関する明文の定めがある場合は当該定めによることになる。）。なお、有価証券運用信託の信託契約で信託終了時に損害賠償請求権が存在することを踏まえた規定があることは珍しいと思われる。原告受託者事例における損害賠償請求権の残余財産受益者等への移転時期等について信託契約に明文の定めがない場合は、清算受託者と残余財産受益者等との間で損害賠償請求権の移転時期及び移転方法について合意することが望ましいであろう。

### ③ 債権（損害賠償請求権）を残余財産として給付した場合の訴訟手続

次に、清算受託者が残余財産受益者等に対して係争物である損害賠償請求権を給

付した場合の訴訟手続について検討する。訴訟係属中に訴訟の目的である損害賠償請求権の帰属主体が変更したことになるため、損害賠償請求権の移転を受けた残余財産受益者等が訴訟を承継する必要がある。

民事訴訟法上、受託者の任務が終了した場合等については、(新受託者等が当然に訴訟を承継することを前提として) 中断についての定め(民事訴訟法 124 条 1 項 4 号)があるが、訴訟係属中に信託が終了する場合については定めがなく、見解の対立がある。通説は、民事訴訟法 124 条 1 項 4 号を類推適用又は準用するとし、少数説は、特定承継があったものとして、参加承継(民事訴訟法 49 条)又は引受承継(民事訴訟法 51 条)の手続が取られる必要があるとする【25】。

私見としては、参加承継又は引受承継の手続が必要と考える。

通説は、訴訟物の譲渡がある場合についての民事訴訟法の規定には不備があり(実体法上の承継に基づく訴訟参加又は訴訟引受がある場合に、実体法上の承継以降訴訟手続が進行したときの取扱いが明確ではない。)【26】、また、民事訴訟法 124 条 1 項 4 号は信託財産の法主体性を前提として、受託者の交代等を代表者の交代と同じようにみており、その趣旨に鑑みて【27】、残余財産受益者等が当然に訴訟を承継し、民事訴訟法 124 条 1 項 4 号が類推適用又は準用されるべきであるとする【28】。

民事訴訟法 124 条 1 項 4 号が類推適用又は準用されるべきであるとする説(以下「民事訴訟法 124 条 1 項 4 号類推適用説」という。)は、信託財産の法主体性を前提として、清算受託者から残余財産受益者等への残余財産の移転は代表者の交代と同様のものであって、その時点で残余財産が包括的に移転することを前提とするものと思われるが、残余財産が常に包括的に移転するとは限らない。残余財産の移転時期について敷衍すると、仮に、民事訴訟法 124 条 1 項 4 号類推適用が、信託終了時に信託財産が包括的に残余財産受益者等に移転するものとして、その時点で訴訟手続について当然承継が生じることを前提としているとすると、清算手続を定める信託法と相容れないと言わざるを得ない【29】。信託終了時ではなく、清算結了時に残余財産が包括的に残余財産受益者等に移転し、訴訟手続の当然承継が生じることを前提とするものであるとしても【30】、上記 4 (4)②の残余財産の移転時期等についていずれの見解に立つにせよ、残余財産が常に清算結了時に包括的に残余財産受益者等に移転することはなく、清算受託者の意思表示が行われたとき、または、残

余財産が特定され、権利移転を妨げる事情がなくなったときに、その対象となる財産が移転するのであって、清算終了時に残余財産が包括的に移転することを前提とする民事訴訟法 124 条 1 項 4 号類推適用説によることはできないと思われる。信託法 181 条は、信託債権に係る債務等の弁済に必要と認められる財産を留保した場合は、これらの債務弁済前（清算終了前）に残余財産を残余財産受益者等に給付することを許容しているところ、この条項は清算終了前に残余財産を残余財産受益者等に給付することを許容することに加えて、複数回に分けて残余財産を残余財産受益者等に給付する必要があることを容認していると思われ、この条項とも整合しない。受託者交代の場合は、信託に関する権利義務が当然に包括的に前受託者から新受託者に承継される（信託法 75 条 1 項）【<sup>31</sup>】が、残余財産の残余財産受益者等への移転はそうではない。そうであれば、訴訟物の特定承継があった場合の一般的な取扱いと同様に、当然承継が生じるのではなく、参加承継又は引受承継が行われる必要があると解すべきではないか。実体法上の特定承継がある場合についての民事訴訟法の規定に不備があるとしても、特定承継の場合については一般に参加承継又は引受承継が行われているのであって、信託の終了の場合について特別な問題が生じることはなく、また、竺原摩紀氏が「信託事務としての訴訟に関する一考察」17、41 頁注 56（信託法研究第 42 号、2017 年）で述べるとおり、取引行為ではなく組織法上の行為として権利義務が包括的に承継される会社分割の場合ですら参加承継又は引受承継によると解されており、これらの点からも、信託終了後の残余財産の残余財産受益者等への給付については、参加承継又は引受承継によることが相当であると考え【<sup>32</sup>】。竺原摩紀氏の上記論考においては費用も含めた詳細な検討がなされている。同論考でも述べられているとおり、参加承継と異なり引受承継であれば手数料は安価であるが、引受承継については、相手方当事者に加えて、被承継人も申立できるかについては争いがある【<sup>33</sup>】。

なお、上記知財高裁平成 24 年 2 月 14 日判決（裁判所ウェブサイト）は、信託終了時に即時に信託財産が委託者に移転したとして受託者の請求を棄却しており、民事訴訟法 124 条 1 項 4 号類推適用説に立つものではないと解される。仮に民事訴訟法 124 条 1 項 4 号類推適用説に立つのであれば、訴訟手続は当然に委託者に承継され、訴訟代理人が選任されていたことから訴訟手続が中断することなく委託者が訴

訟当事者になったものとして続行されることになったと考えられるためである（民事訴訟法 124 条 2 項）【<sup>34</sup>】。

参加承継又は引受承継が行われる場合、被承継人は当然に訴訟から脱退することにはならず、清算受託者は、相手方（被告）の承諾を得てはじめて訴訟から脱退することができる（民事訴訟法 48 条、49 条、51 条）。

#### ④ 金銭が残余財産になる場合

損害賠償請求権が残余財産になる場合と異なり、金銭信託等の残余財産が金銭と定められている場合は、清算受託者は、損害賠償請求権を残余財産受益者等に給付することができないため、①現務の結了及び②信託財産に属する債権の取立てとして訴訟を継続せざるを得ない。訴訟は一般に終了までに年単位の時間を要するものであるため、信託が終了したことによって訴訟を即時に終了する必要があるとは思われないが【<sup>35</sup>】、上記 4 (2) のとおり、清算手続はできる限り速やかに行うべきであるため、訴訟追行に関する方針変更が必要になるか検討する必要がある。

この点は、指図権者がどのような指図をすべきであるかにも関係するため、受託者が訴訟追行に関する判断をする指定運用型の信託のみならず、特定運用型の信託についても検討することとしたい。まず、清算受託者が訴訟追行に関する判断をする指定運用型の信託について検討し、その後に指図権者が存在する場合について検討する。

指定運用型の信託においては、上記のとおり、清算受託者はできる限り速やかに清算手続を行うべきであるが、同時に、できる限り残余財産受益者等に有利に訴訟を進行しなければならない【<sup>36</sup>】【<sup>37</sup>】。これらの要請、及び信託終了前であっても徒に時間をかけることなく訴訟進行すべきであることからすると、一般論としては、信託の終了後に訴訟追行に関する方針を抜本的に変更する必要はなく、できる限り残余財産受益者等に有利に訴訟を進行することを前提として、訴訟の見通しについては不確実な点があること等を反映して様々な優劣をつけがたい選択肢がある中で、できる限り速やかに訴訟を終了して債権を回収することに重きを置いた選択をする必要が生じると考える。訴訟追行の方針が抜本的に変わるということではないため、場合によっては、結果的に、信託の終了後数年継続するような事態も生じ得ると思われる。

もともと、信託契約の内容による側面があるため常に上記の一般論が妥当するとは限らず（信託契約で定められた信託の終了から間もない時期に残余財産を残余財産受益者等に給付することに重きを置く信託契約も、必ずしもそうではない信託契約もあるであろう。）、また、残余財産受益者等の訴訟の追行に関する意向を確認することができる場合は当該意向も勘案して訴訟追行の方針を決めることが妥当と考える。なお、清算受託者と残余財産受益者等（他に信託契約の当事者が存在する場合はさらに当該当事者）が合意する場合には、金銭に代えて損害賠償請求権を残余財産受益者等に給付し、残余財産受益者等が参加承継又は引受承継によって訴訟承継して訴訟を追行することも可能である。

次に、特定運用型の信託について述べる。

上記 4 (3) のとおり、指図権者が存在する場合の訴訟の追行に関する判断者は信託の終了後も基本的に変わず、特定運用型の信託においては、清算受託者は指図権者の指図に従って訴訟の追行を行う。指図権者の指図は、信託契約に基づく委託者、又は信託契約の当事者である委託者（投信委託会社）との間で投資顧問契約若しくは投資一任契約を締結した投資運用業者による指図である場合もあるところ、この場合は、基本となる法律関係である信託契約の内容を踏まえた指図でなければならない。上記のとおり、信託の終了後は、できる限り残余財産受益者等に有利に、かつ、出来る限り速やかに訴訟追行が行われるべきであり、指図権者は、これらの点を踏まえた指図（上記指定運用型の信託についての訴訟追行に関する考え方についての記述参照）を行うべきであると考え（金融商品取引法 42 条参照）。

## (5) 受託者被告事例において訴訟係属中に信託が終了する場合

受託者被告事例の場合、係争物は信託財産ではなく信託債権に係る債務であり、訴訟の追行は、現務の結了及び信託債権に係る債務の弁済として、清算受託者が行うべき事項になる。上記 4 (2) で述べたとおり、現務の結了に該当するものであっても、そのことによって信託債権に係る債務の弁済に該当しなくなることはなく、配当金返還債務が存在する場合は、原則として、これを弁済した後でなければ信託財産を残余財産受益者等に給付することができない（信託法 181 条）。また、債務であるため、

配当金返還請求権の債権者（原告）の承諾がない限り残余財産受益者等に承継することはできない。そのため、原則として、清算受託者は訴訟終了まで訴訟を進行せざるを得ない。上記 4 (4)④で金銭が残余財産になる場合について述べたところと同様に、清算受託者は、一般論としては、信託の終了後に訴訟進行に関する方針を抜本的に変更する必要はなく、できる限り残余財産受益者等に有利に、かつ、できる限り速やかに訴訟を進行することになると考える。指図権者が存在する場合についても上記 4 (4)④で述べたところと同様であり、これらの点を踏まえた指図を行うべきであると考ええる。

なお、信託法 181 条において、信託債権に係る債務の弁済及び受益債権（残余財産の給付を内容とするものを除く。）に係る債務を弁済した後でなければ、信託財産を残余財産受益者等に給付することができない旨定められている点は、全ての信託債権者及び受益債権（残余財産の給付を内容とするものを除く。）を有する者の承諾がある場合にはこれを行うことができると解される【<sup>38</sup>】。また、配当金返還請求が認められる場合、その支払によって信託財産が減少し、訴訟進行に関する費用もまた信託財産から償還等が行われる等するため残余財産受益者等の経済的利益に影響する（信託法 48 条。費用については合意によって残余財産受益者等の負担となる場合も考えられる。なお、これらの法律関係は、上記のとおり、信託の終了後も信託の終了前と同様と解される。）。そのため、配当金返還請求権の債権者を含む全ての信託債権者及び受益債権（残余財産の給付を内容とするものを除く。）を有する者の承諾（配当金返還請求権の債権者については免責的債務引受又は併存的債務引受（民法 470 条、472 条）を得ることができるときは、係争物である配当金返還請求権に係る債務を残余財産受益者等に承継し、残余財産受益者等が訴訟承継することは十分合理性がある。この場合の訴訟手続については、上記 4 (4)③で述べたところと同様であり、争いがある。私見は、参加承継又は引受承継（民事訴訟法 50 条、51 条）が行われるべきであると考えており、清算受託者は、相手方（原告）の同意を得た場合は訴訟脱退することができる。

## 5 最終計算手続終了後に債権が判明し、又は訴訟提起された場合

### (1) はじめに

清算受託者は、その職務を終了したときは、信託事務に関する最終の計算を行い、残余財産受益者その他の信託法が定める者にその承認を求める（信託法 184 条 1 項）。しかしながら、非常に限られた場合であるものの、最終計算手続終了後に債権又は債務の存在が判明する場合（債務が存在するものとして訴訟提起される場合を含む。）がある。清算が終了したか否かは、客観的に清算手続が全て終了したか否かによって決まるのであって、最終計算手続終了後に債権等の存在が判明する場合は清算が終了していなかったことになり、清算受託者は、未了の清算手続を続行しなければならない。

### (2) 最終計算手続終了後の債権（損害賠償請求権）の判明

受託者原告事例であって、信託株式を換価したうえで金銭を残余財産受益者に給付すべき信託の場合（金銭信託等）は、遅くとも清算手続中に損害賠償請求権の存在が判明するため（又は、有価証券報告書等の虚偽記載が判明する前に売却することによって損害が生じないため）、最終計算手続終了後に損害賠償請求権の存在が判明する事態は考えにくい。

一方で、残余財産受益者等に対して現物を給付すべき信託（金銭信託以外の金銭の信託）であって、信託株式を残余財産受益者等に給付した場合は、最終計算手続終了後に清算受託者が損害賠償請求権を有していることが判明する場合があります。この場合は、基本的に上記 4 (4) ①及び②で述べた内容と同様である。なお、訴訟は係属していないため、訴訟手続上の承継に関する問題はない。清算受託者は現物である損害賠償請求権を残余財産受益者等に給付すれば足り（当然移転説に立つ場合は当然に移転されていたことになると思われるが、対抗要件の具備は必要である。）、仮に、債務者が任意に弁済しない場合であっても、債権の取立てとして自ら訴訟提起すること

にはならない。

念のために補足すると、残余財産受益者等が最終計算を承認した場合は、原則として、清算受託者の責任が免除されたものとみなされる（信託法 184 条 2 項）が、これによって、清算受託者が未了の残余財産の給付（損害賠償請求権の譲渡、対抗要件の具備等）義務を免れることはない【<sup>39</sup>】。

### (3) 最終計算手続終了後に訴訟提起された場合

信託には、株式会社について定められている債権者に対する公告（会社法 499 条）や清算からの除斥（会社法 503 条）のような制度が存在せず、最終計算手続終了後に債務の存在が判明し、訴訟提起されることがあり得る。この場合は上記 2 (3) 及び 4 (5) で述べた内容と基本的に同様であり、清算受託者は、免責的債務引受が行われ、訴訟から脱退する場合を除き、原則として信託債権に係る債務の弁済に関する手続として訴訟追行せざるを得ない。受託者が原告となる事案であれば、信託法 52 条の定めからすると、信託終了後であっても、受託者は費用の償還又は前払を受けることができないにもかかわらず信託事務を遂行することは義務付けられていないとして訴訟提起、追行の義務はないと解することができるかもしれないが【<sup>40</sup>】、受託者被告事例等の受託者が被告となる事案の場合は、受託者は、受託者自身（固有の受託者）としても債務を負うことになるため、訴訟を追行せざるを得ないと考える。

この場合、最終計算手続終了後であって残余財産を残余財産受益者等に給付済みであるため、清算受託者が敗訴する場合の配当金返還債務又は和解する場合の和解金支払債務、弁護士費用等の費用、さらには信託報酬の支払原資をどのように手当するかといった点が問題とならざるを得ない。この点については、次の 6 (2) において検討したい。

## 6 訴訟に関する負担と費用、信託報酬等

### (1) 訴訟に関する負担と費用、信託報酬

前述のとおり、有価証券運用信託の場合、通常、信託契約締結時には、将来訴訟が係属することをあまり想定していないと思われ、訴訟になれば、受託者は年単位で多大な労力と時間を割かなければならないにもかかわらず、そのような信託事務が生じることを想定した信託報酬の定めがあることはほとんどない。ここでは、信託契約締結時に想定していなかった訴訟が係属したことに伴って受託者に生じる負担について、受託者が自ら負担せざるを得ないのか、費用又は追加の信託報酬として信託財産から償還等を行うことができるかについて検討する。

#### ① 信託事務処理費用とする方法について

信託法は、信託事務を処理するのに必要と認められる費用については、信託契約に別段の定めがない限り、受託者は信託財産から償還を受け又は前払を受けることができる旨（信託法 48 条）、さらに、費用償還権又は費用前払受領権があるときは、受益者又は帰属権利者に対する信託財産交付を拒否することができ（信託法 51 条）、信託財産から費用の償還又は前払を受けるのに信託財産が不足する場合は、委託者及び受益者にその旨及び相当の期間内に費用の償還又は前払を受けないときは信託を終了させる旨通知し、それでも相当の期間内に委託者又は受益者から費用の償還又は前払を受けなかったときは信託を終了することができる旨（信託法 52 条）定める。また、受託者が受益者との間の合意に基づいて受益者から費用の償還又は前払を受けることを妨げない旨定められている（信託法 48 条 5 項）。なお、合意による費用の償還又は前払については、受託者は、受益者に限らず委託者との間で合意することも可能であり、相当程度の信託において、受託者は受益者又は委託者との間でこのような合意をしている。

訴訟に関する弁護士費用は信託事務を処理するのに必要と認められる費用に該当し、上記の信託法の定め又は合意によることができるが、訴訟が係属する場合に受託者がかけることになる多大な労力と時間（人件費）について同様に考えることができるであろうか。受託者は、通常、特定の信託契約と関係なく、信託業

務を行うために必要な職員を雇用し、雇用契約に基づいて職員への給与支払義務を負っている。そのため、人件費は上記の信託法の定め又は合意によって請求する性質のものではないようにも思われる。もっとも、全く不可能ではないと思われ、例えば、想定されていなかった訴訟が係属して受託者が多大な労力と時間（人件費）を必要とすることとなり、当該信託に係る業務のみを行う労働者派遣を受ける場合の派遣料金は信託事務を処理するのに必要と認められる費用に該当する余地があるのではないであろうか。そうであれば、受託者の職員についても同様のものについては費用と解される場合がないわけではないと思われる。この点は十分整理されていない点であり、今後さらなる検討が必要であると思われる【41】。

## ② 追加の信託報酬とする方法について

上述のとおり、通常、多大な労力と時間を要する訴訟に見合う信託報酬は定められていないことから、次に、想定していなかった訴訟が係属することになったために多大な労力と時間を要することになったことに関して、追加の信託報酬を請求することができないかについて検討する。

信託法上、受託者は、信託の引受けについて商法 512 条の適用がある場合と信託契約を含む信託行為に信託財産から信託報酬を受ける旨の定めがある場合に限り信託財産から信託報酬を受けることができる旨定められ（信託法 54 条 1 項）、信託報酬の額については、信託行為に信託報酬の額又は算定方法に関する定めがあるときはその定めるところにより、その定めがないときは相当の額とされている（信託法 54 条 2 項）。また、費用についての信託法 48 条 5 項、51 条及び 52 条が信託報酬に準用されている（信託法 54 条 4 項）。

そして、有価証券運用信託については、通常、受託者は、受益者又は委託者との間で信託行為又は別途の合意によって信託報酬の額又は算定方法を定めている。

そうであるとする、訴訟が係属する場合の信託報酬について特段の定めがあれば、当該定めによることになるものの、そうではない場合は、（訴訟が信託事務の範囲外であるにもかかわらず応訴を余儀なくされた場合（2(3)参照）を除き）想定していなかった訴訟が係属し、多大な労力と時間を要することになった場合であっても、一度合意した以上、改めて信託報酬についての合意（変更の合意）をしない限り、追加の信託報酬を得ることは基本的に困難であると思われる。上記のと

おり、信託法上、商法 512 条に基づき相当の額の信託報酬を請求することができる旨定められているものの、これは、信託報酬についての合意がない場合に適用があると解することが相当である【42】【43】。

ただし、信託の終了前に係属した訴訟が信託終了までに終了しない場合又は最終計算手続終了後に訴訟が係属する場合であって、信託の終了後又は最終計算手続終了後の訴訟係属の期間について信託報酬の合意が存在しない場合（信託報酬の合意があるものの、信託終了までの期間についての合意しかない場合等）については、新たな合意をしない場合であっても、商法 512 条に基づく相当の額の信託報酬が認められるのではないであろうか。「相当の額」をどのように考えるかについては、当該信託における信託報酬の定め、同種の信託における一般的な信託報酬の定め、訴訟に関する信託事務遂行のために要した労力・時間等を勘案して決めることになると思われる。信託についての事例ではないが、商法 512 条の「相当な報酬」が争われた裁判例の中には、人件費（○人月と表記されており、厳密な意味の人件費 +  $a$  であると思われる。）が考慮されもの（東京地裁平成 26 年 11 月 5 日判決・金融・商事判例 1460 号 44 頁）、業務の内容、作業時間等が考慮されたもの（東京地裁平成 28 年 5 月 13 日判決・判例時報 2340 号 83 頁）等がある。

## (2) 最終計算手続終了後に訴訟が開始する場合において敗訴又は和解する場合の弁済金支払債務、費用、信託報酬の原資について

最後に、受託者被告事例において、最終計算手続終了後に訴訟が開始する場合に敗訴又は和解する場合の弁済金支払債務、費用及び信託報酬の原資について検討する。上記 5 (3) のとおり、この場合、残余財産を残余財産受益者等に給付済みであるため、清算受託者が敗訴する場合の配当金返還債務又は和解する場合の和解金支払債務、弁護士費用等の費用、さらには信託報酬の支払原資をどのように手当するかといった点が問題となる。清算受託者自身（固有の清算受託者）も配当金返還債務又は和解金支払債務の支払義務を負うため、清算受託者は原則としてその支払をせざるを得ない。その場合、信託事務を処理するのに必要と認められる費用を固有財産から支出したものととして、信託財産から償還を受けることができる費用に該当することになる。費用

及び信託報酬について、受益者又は委託者との間の合意によって受益者又は委託者に請求することができる場合は問題ないが、信託財産からの償還又は前払による必要がある場合は、この点は大きな問題となる。

受託者被告事例において清算受託者が敗訴又は和解する場合、その支払債務は信託債権に係る債務に該当する。信託法 181 条が、清算受託者は、信託債権に係る債務を弁済した後でなければ信託財産を残余財産受益者等に給付することができない旨定めているにもかかわらず、信託債権に係る債務（さらにはこれに関連する費用等）の存在の判明が遅れたために、同条に反して信託財産が残余財産受益者等に給付されたことになる。この場合、清算受託者が、残余財産受益者等に対して、何らかの請求をすることができることは異論がないと考えられるものの、どのような請求権を有することになるかについては、不当利得返還請求権とする見解【44】【45】と、信託法 181 条違反に基づく返還請求権とする見解【46】【47】がある。不当利得返還請求権の要件を充足する場合に不当利得返還請求をすることができることについては争いがないと思われ、見解の相違は、これに加えて信託法 181 条違反に基づく返還請求を行うことができるかどうかという点にある。

信託法 177 条の清算受託者の職務内容と会社法 481 条の清算人の職務内容はほぼ同様であって、信託法の清算手続と会社法の清算手続には類似する側面があり、会社法にも、原則として清算株式会社の債務を弁済した後でなければその財産を株主に分配することができない旨の信託法 181 条と類似する条文(会社法 502 条)がある。まずは、会社法 502 条がどのように解されているかを見てみたい。会社法 502 条については、株主の残余財産分配請求権は、会社法 502 条に定める要件が充足された後でなければ具体的に行使することができず、また、同条に違反して財産の分配が行われた場合は、清算株式会社は分配を受けた株主に対して（不当利得返還請求権によることなく）返還請求することができるかと解されている【48】。また、旧商法下の同様の条文についての判例として、清算株式会社は（不当利得返還請求権によるのではなく）その返還を請求することができる旨の大審院判決【49】が存在する。信託法 181 条及び会社法 502 条はいずれも債権者の保護を図るためのものであり、また、信託の清算と株式会社の清算の基本的な構造の類似性からすると、残余財産受益者等の残余財産給付請求権は株主の残余財産分配請求権と同様の性質のものと解することが相当と考える【50】。す

なわち、信託法 181 条の要件を充足しない以上、残余財産受益者等は残余財産給付請求権を行使することはできなかったのであって、清算受託者は、残余財産受益者等に対して、不当利得返還請求権によることなく、残余財産返還請求権を行使することができる。このように解する場合、不当利得返還請求権であれば、利益の存在及び金額等の不当利得返還請求権の要件を充足しない限りその行使をすることができないが、信託法 181 条の要件を充足しない給付が行われた場合には、そのことによって当然に返還請求することができることになる【51】。もっとも、この見解に立つとしても、証券投資信託であって、受託者が直接的な接点をもたない多数の残余財産受益者等が存在する場合等、実際に清算受託者が残余財産受益者等に返還請求をして返還を受けることが困難な場合もあると考えられ、委託者又は受益者との間で費用償還に関する合意をすることは重要である。

なお、旧信託法が適用される事案であるが、以下のような事案がある。投資信託契約の受託者がエンロン社 (Enron Corp.) の株式価格等急落後に同社発行のコマーシャルペーパーを売却し、その後、投資信託契約が解約されたため、償還金を投信委託会社に支払い、投信委託会社は受益者への支払のために償還金を販売会社に支払ったところ、破産管財人から、受託者と投信委託会社が否認訴訟を提起されて、信託終了後に和解金及び訴訟費用 (弁護士費用) の支払が発生し、これを受けて、受託者が投信委託会社に対して、投信委託会社と受託者との間の費用償還の合意、受託者の投信委託会社に対する民法 650 条 (受任者による費用等の償還請求等) 1 項及び 3 項に基づく費用償還請求、旧信託法 64 条、54 条、36 条に基づく補償請求、債務不履行に基づく損害賠償請求について訴訟を提起した。この事案においては、信義則上の付随義務違反 (信託財産を留置する選択をするために必要な情報を提供する義務の違反) が認められたものの (ただし、3 分の 1 の割合による過失相殺)、その他の請求は認められなかった (東京地裁平成 21 年 6 月 29 日判決・判例タイムズ 1311 号 283 頁)。

また、残余財産受益者等への返還請求によっても費用等の支払原資が不足する場合は、信託契約における受益者への信託財産給付の要件による側面もあると思われるが、可能である場合は、残余財産受益者等以外の受益者に対する信託財産の給付 (信託法 177 条 3 号) についても、給付の要件を充足していなかったにもかかわらず給付がなされたとして返還請求することを検討せざるを得ない (信託法 101 条)。さらに不足

する場合は、信託の終了前における、受益者に対する信託財産の給付についても、信託財産給付の要件を充足していなかったものとして返還請求することを検討せざるを得ないと思われる。

なお、上述のとおり、信託財産に属する財産がその債務を完済するに足りないことが明らかになったときは、清算受託者は、直ちに信託財産についての破産手続開始の申立てをしなければならない（信託法 179 条 1 項）。

〔注〕

- 1 最高裁平成 23 年 9 月 13 日判決<平成 22 年（受）1485 号>・判例タイムズ 1361 号 114 頁、東京高裁平成 26 年 8 月 28 日判決・資料版商事法務 367 号 20 頁（差戻控訴審）、最高裁平成 23 年 9 月 13 日判決<平成 21 年（受）1189 号>・資料版商事法務 332 号 121 頁、東京高裁平成 26 年 3 月 27 日判決・判例時報 2230 号 102 頁（差戻控訴審）等
- 2 最高裁平成 24 年 3 月 13 日判決・判例タイムズ 1369 号 128 頁
- 3 寺本昌広著「逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕」34 頁注 5（商事法務、2008 年）
- 4 道垣内弘人著「信託法 第 2 版（現代民法 別巻）」79 頁（有斐閣、2022 年）
- 5 本稿では、信託法 181 条の要件を充足していなかったにもかかわらず、受託者が不充足を認識していなかったために充足したものとして信託財産の給付をした場合の法律関係の検討も行っており、後に残余財産ではないことが判明した財産についても残余財産と称することがある。
- 6 東京高裁令和元年 9 月 19 日判決・TKC 法律情報データベース文献番号 25567169、東京地裁平成 25 年 3 月 28 日判決・TKC 法律情報データベース文献番号 25511496（更生手続がとられた旧株式会社武富士の管財人が株主であった者に対して提訴した事案）等
- 7 能见善久・道垣内弘人編「信託法セミナー 2 受託者」23 頁（有斐閣、2014 年）
- 8 前掲注 7 能见善久・道垣内弘人編「信託法セミナー 2 受託者」25 頁
- 9 前掲注 3 寺本昌広著「逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕」375 頁
- 10 村松秀樹編著「概説 信託法」334 頁（金融財政事情研究会、2023 年）参照
- 11 新井誠監修「コンメンタール信託法」468 頁〔金久直樹〕（きんざい、2008 年）参照
- 12 前掲注 3 寺本昌広著「逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕」376 頁
- 13 前掲注 3 寺本昌広著「逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕」376 頁、前掲注 10 村松秀樹編著「概説 信託法」335 頁
- 14 落合誠一編著「会社法コンメンタール 12 ——定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算(1)」187 頁〔畠田公明〕（商事法務、2009 年）
- 15 前掲注 4 道垣内弘人著「信託法 第 2 版（現代民法 別巻）」440 頁、441 頁では、債権の取立て、さらには、信託債権に係る債務の弁済も現務の結了の 1 つであるところ、受益債権が信託債権に劣後すること、残余財産の給付は受益債権まで支払った後の残余財産が確定しなければ不可能であること等から、信託法 177 条 1 号から 4 号は清算受託者の職務執行の順序を意味し、現務の結了から信託債権・受益債権に係る債務の弁済を取り出したことには意味があることになる旨述べられている。
- 16 前掲注 3 寺本昌広著「逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕」375 頁
- 17 前掲注 10 村松秀樹編著「概説 信託法」334 頁
- 18 前掲注 4 道垣内弘人著「信託法 第 2 版（現代民法 別巻）」446 頁
- 19 前掲注 3 寺本昌広著「逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕」380 頁
- 20 旧信託法下の文献であるが、四宮和夫「信託法〔新版〕」（有斐閣、1989 年）352 頁は、特別の意思表示なく物権変動を生ずるとすると、物権変動の時期が不明確になるおそれがあり、また、信託法（筆

者注：旧信託法）が信託終了後も法定信託が存続することを認めるのは信託終了と同時に信託財産が帰属権利者に物権的に帰属しないことを常態として前提とするものと考えられることを理由とする。

- 21 能見善久「信託の終了・清算をめぐる諸問題」トラスト未来フォーラム研究叢書『信託の理論的深化を求めて』109頁（公益財団法人 トラスト未来フォーラム、2017年）
- 22 道垣内弘人「最近信託法判例批評(3)」金融法務事情 1593号 22、23頁（2000年）、「最高裁判所判例解説民事編平成14年度（上）」28頁（中村也寸志）
- 23 前掲注 21 能見善久「信託の終了・清算をめぐる諸問題」106頁、111頁参照
- 24 前掲注 21 能見善久「信託の終了・清算をめぐる諸問題」107頁
- 25 比較的新しい民事訴訟法の文献である秋山幹男ほか著「コンメンタール民事訴訟法Ⅱ〔第3版〕」603頁（日本評論社、2022年）では、清算手続が行われる場合は、会社の解散の場合と同様であり、従来の受託者がそのまま清算受託者になるような場合は訴訟手続は中断しないとのみ述べられていて（この場合は、受託者が清算受託者になるだけであって、訴訟手続の承継は問題にならない）、残余財産受益者等への権利移転の場合の取扱いに関する見解は明記されていない。
- 26 斎藤秀夫ほか編著「〔第2版〕注解民事訴訟法(5)」290頁〔遠藤功・奈良次郎・林屋礼二〕（第一法規、1991年）
- 27 前掲注 26 斎藤秀夫ほか編著「〔第2版〕注解民事訴訟法(5)」290頁、鈴木正裕・青山善充編著「注釈民事訴訟法(4)裁判」567頁〔佐藤鉄男〕（有斐閣、1997年）参照
- 28 栗田隆「信託と訴訟手続の中断・受継」關西大學法学論集 58巻 3号 4頁（310頁）（2008年）
- 29 前掲注 28 栗田隆「信託と訴訟手続の中断・受継」16頁（322頁）
- 30 加藤新太郎・松下淳一編「新基本法コンメンタール民事訴訟法1」340頁〔酒井博行〕（日本評論社、2018年）は清算の結了までは清算受託者が当事者として訴訟を進行し、清算結了後は残余財産は残余財産受益者等に帰属するとして、124条1項4号の準用ないし類推適用により受継させるべきであるとの見解が通説であるとする。
- 31 前掲注 10 村松秀樹編著「概説 信託法」211頁
- 32 小野傑「訴訟手続における受託者・信託財産・受益者の関係」160頁注 68『東京大学法科大学院ローレビュー』Vol.4（2009年）は、通説が理由とする2点目について詳論したうえで現行信託法下で同様の議論が成立するか検討の余地があるとする。
- 33 竺原摩紀「信託事務としての訴訟に関する一考察」17、40頁注 55（信託法研究第 42号、2017年）
- 34 栗田隆「管理信託の終了と受託者が追行中の訴訟—音楽の著作権管理信託を例にして—」關西大學法学論集関法 62巻 3号 107頁（878頁）（2012年）
- 35 前掲注 14 落合誠一編著「会社法コンメンタール 12 ——定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算(1)」187頁参照〔島田公明〕
- 36 前掲注 11 新井誠監修「コンメンタール信託法」468頁〔金久直樹〕。現務の結了に関する記述であるが、信託債権の取立てについても同様と考える。
- 37 前掲注 14 落合誠一編著「会社法コンメンタール 12 ——定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算(1)」

187頁参照〔畠田公明〕。現務の終了に関する記述であるが、信託債権の取立てについても同様と考える。

- 38 前掲注10 村松秀樹編著「概説 信託法」335頁
- 39 「信託事務に関する最終の計算の承認・受託者の変更後に信託債権に係る債務などが判明した場合の法律関係の処理」62、63頁『商事信託法研究会報告（平成24年度）』（信託協会、2013年）
- 40 注33 竺原摩紀「信託事務としての訴訟に関する一考察」27頁
- 41 「信託報酬を巡る法的論点の検討」21頁以下『商事信託法研究会報告（平成30年度）』（信託協会、2019年）は、法令改正によって新たに付加された信託事務処理にかかる負担（特定の信託の事務負担ではなく、複数の信託の対応に要した費用を各信託に割り当てた金額）は費用に該当する旨述べる。どのように割当てべきであるかについては十分な検討が必要であると考え、信託契約締結時に想定されなかった法令改正に対応するための費用が、信託事務を処理するのに必要と認められる費用に該当するとの整理自体は妥当と考える。
- 42 小出篤「信託報酬について」64頁、65頁（信託法研究第39号、2014年）
- 43 前掲注41「信託報酬を巡る法的論点の検討」24頁注13参照
- 44 前掲注21 能見善久「信託の終了・清算をめぐる諸問題」114頁以下では、残余財産を移転した清算受託者の処分行為は有効としたうえで、帰属権利者（本稿でいう残余財産受益者等）は不当利得返還義務を負うのではないかと述べられている。
- 45 前掲注4 道垣内弘人著「信託法 第2版（現代民法 別巻）」447、448頁
- 46 前掲注11 新井誠監修「コンメンタール信託法」474頁〔金久直樹〕（後掲注49の大審院判決大正7年7月2日・民録24輯1331頁参照として返還請求することができる旨述べられている。）
- 47 前掲注33 竺原摩紀「信託事務としての訴訟に関する一考察」22頁以下
- 48 前掲注14 落合誠一編著「会社法コンメンタール12 ——定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算(1)」280頁、281頁〔川島いづみ〕
- 49 大審院判決大正7年7月2日・民録24輯1331頁、大審院判決昭和11年12月17日・新聞4081号15頁
- 50 前掲注33 竺原摩紀「信託事務としての訴訟に関する一考察」22頁以下
- 51 この点については、前掲注33 竺原摩紀氏「信託事務としての訴訟に関する一考察」22頁以下において、利益衡量を含め、詳細な検討が行われており、26頁で信託法181条違反に基づく返還請求権が生ずるとの考え方の特徴について（不当利得返還請求権の場合、現に訴訟で争われているような不確定な債務については敗訴して債務が確定するまで清算受託者は残余財産受益者等に請求できないが、これと異なり）「現に訴訟で争われているような不確定な債務についても、ただちに残余財産受益者等に対して返還請求権を行使できるという点である」旨述べられている。

株式と信託に関する研究会報告書  
(各報告に対するコメント)

井 上 聡

## 目 次

1. 問題意識
2. 株式に係る開示規制・取得勧誘に関する業規制と信託（有吉報告）
3. 公開買付制度・大量保有報告制度と信託（水野報告）
4. 株式不公正取引規制（インサイダー取引規制等）と信託（田中和明第1報告）
5. 自己株式規制と信託・再説——信託を通じた法形成について（田中亘報告）
6. 非上場会社の事業承継と信託（田中和明第2報告）
7. 株式に関する訴訟と信託（田村報告）

## 1. 問題意識

信託は、信認関係と目的財産性を必須の要素とする法制度であり、柔軟性や倒産隔離性等の特長を生かして、比較的限定された目的で一定の範囲・種類の財産を取得・管理・処分するための主体（ヴィークル）として利用されることが多い。会社を新設して同様の目的を達成することもあるが、そのような目的での会社の利用は、会社制度全体から見ればかなり限られたものである。これに対し、上記のような信託の利用は、信託制度の利用形態としてはむしろ典型的なものといえる。

信託を通じて取得・管理・処分される財産の例として、株式は比較的一般的なものであるが、そのような信託の目的はさまざまである。分散投資を目的とすることもあれば、企業買収を目的とすることもあれば、議決権行使を委ねることを目的とすることもあれば、インサイダー取引規制等に抵触しないように株式を取得又は売却することを目的とすることもあれば、円滑な事業承継・相続を目的とすることもある。いずれも信託の重要な利用形態であるものの、信託を通じて株式を取得・管理・処分する際に、株式にまつわる規律がどのように適用されるのか明らかでない場合が少なくない。信託を通じた株式保有に関する規律が法令に定められていることもあるが、その定めが網羅的でない場合には、かえって解釈が難しくなることもある。

そこで、本研究会では、信託を通じて株式を取得・保有・処分する際に生じる問題を中心として、株式と信託に関わる問題を順次取り上げて検討を行った。

## 2. 株式に係る開示規制・取得勧誘に関する業規制と信託（有吉報告）

株式の発行に際し、信託（受託者）が投資家（引受人又は買主）として現れる場合に、情報開示規制や販売勧誘規制がどのように適用されるか。信託の設計として、受益者への

財産交付の形態に着目すれば、信託の終了時に信託財産を換価して金銭を受益者に交付する場合（金銭信託の場合）も、信託財産を現状有姿のまま受益者に交付する場合（金外信託の場合）もあり、また、投資判断権限に着目すれば、受託者に投資判断権限がある場合（指定運用信託の場合）も、委託者の指図に従って投資する場合（特定運用信託の場合）もあり、委託者の指図に従って投資する場合の中には、委託者が指図権限の行使を投資運用業者に一任する場合（投資顧問付特定運用信託の場合）もあることから、規制の趣旨に応じた分析が必要となるように思われる。

この問題について、有吉報告は、主として株式や信託受益権の発行にあたっての金融商品取引法上の開示規制及び業規制を概観したうえ、最初に、信託の受託者が取得勧誘を受けて新たに発行される株式を取得する場合の私募該当性判定基準について論を進め、原則としては、被勧誘者である受託者の属性（適格機関投資家か否か）又は人数（50名未満か否か）によって判定されるとしつつ、開示ガイドライン2-5①によれば、例外的に、信託銀行が「一般投資者に有価証券が交付されるおそれのある信託」の受託者であるとして当該信託銀行に勧誘するときは、適格機関投資家私募とはならないことに言及する<sup>1</sup>。

有吉報告は、次に、信託業法に基づく業規制が及ぶ自己信託の範囲や金融商品取引法に基づく業規制が緩和される適格機関投資家等特例業務の範囲を画する際に適用されるいわゆるルックスルー・ルールが私募と募集の区別や第一種金融商品取引業と第二種金融商品取引業との区別には定められていないことに鑑み、信託の受託者が新たに発行される株式を取得する際のこれらの区別に関する解釈論上の問題について検討を進める。

この点、有吉報告は、信託の受託者が新たに発行される株式を取得する際の適格機関投資家私募の適用範囲を判断するにあたり、まずは勧誘対象の捉え方を検討し、投資判断権者が受託者である信託（指定金銭信託又は指定金外信託）においては、受託者が被勧誘者であることに疑いはないが、投資判断権者が委託者兼受益者である信託（特定金銭信託又は特定金外信託）においては、受託者ではなく指図権者を被勧誘者と解すべきものとする。説得力のある分析である。

ただ、より具体的に見てみると、特定金銭信託又は特定金外信託にもいろいろなパターンがある。そのうち、一般投資者が有価証券の勧誘を受けた結果、投資意欲を持つに至り、信託銀行との間で特定金銭信託契約又は特定金外信託契約を締結し、その委託者兼受益者として受託者に対し当該有価証券の購入を指図する場合は、委託者兼受益者となる一般投資者が被勧誘者であることに異論はなさそうである。それに加えて、信託の設定が先行しているときに、勧誘者が、信託銀行が特定金銭信託又は特定金外信託の受託者であることを知ったうえで、委託者兼受益者である一般投資者に参照してもらうことを期待して信託銀行に勧誘書類を交付する等して有価証券を勧誘する場合も同じように考えるのであろう。これに対し、勧誘者が特定金銭信託又は特定金外信託の存在を知らずに信託銀行に対して有価証券の勧誘を行い、信託銀行が特定金銭信託又は特定金外信託の委託者兼受益者である一般投資者に対し勧誘書類等を交付して運用指図を仰ぐ場合に、投資家を一般投資者として扱うことを勧誘者に求めるのは酷な場合があろう。その場合、信託銀行は、受領した勧誘書類等を交付して運用指図を仰ぐ際に当該有価証券への投資指図を促すようなことをすると、一般投資者に対して発行者のために有価証券の取得勧誘をしていると見られるか、あるいは一般投資者のために投資助言をしていると見られることになるのだろうか。難しい問題である。

次に、有吉報告は、受益者に対する株式の交付可能性を検討する。この点、信託財産を現状有姿のまま受益者に交付する信託（金外信託）においては、たとえ被勧誘者が適格機関投資家である信託銀行であっても、受益者が一般投資者である場合には（受託者又は投資一任業者が投資判断をするか否かを問わず）適格機関投資家に該当しないものとする開示ガイドライン 2-5 ①について、一般投資者への交付可能性に着目することの是非ないし射程に疑問を呈する。また、交付可能性に代えて、実質的に同一内容の権利を取得することになるか否かを考慮すべきかについて、有吉報告は、開示ガイドライン 2-5 ⑥を参照しつつ、受託者の適格機関投資家性を否定する可能性に言及する。この点については、信託銀行又は投資一任業者が一般投資者のために購入のみならず保有・売却についても投資判断を行うことが確保されているか否かが考慮される可能性があるだろう。

有吉報告は、以上のほか、開示規制のうち少数人数私募の要件や、取得勧誘に係る業規制

についても、信託財産において株式を取得する場合の適用関係を検討し、論を終える。有吉報告の問題提起を契機として、明快な規制体系に向けて解釈論・立法論が進展することが望まれる。

### 3. 公開買付制度・大量保有報告制度と信託（水野報告）

公開買付制度・大量保有報告制度において、営業信託を通じた上場株式等の保有数は、原則として受託者の株券等所有割合又は株券等保有割合の算定にあたって算入せず、例外的に受託者が議決権行使権限（大量保有報告については事業支配目的を伴う議決権行使権限）又は投資権限を有する場合に算入することとされている。しかし、信託財産に属する上場株式等に関する権限及び利益を信託関係者の間でどのように配分するか設計は多様であり、受託者の固有財産と各信託財産との間で議決権行使方針や投資方針に必ずしも共通性があるわけではないため、上記のルールをあてはめた結論が明確でない場合があるほか、上記のルールをあてはめた結果が不都合・不合理となる場合がある。

この点、水野報告は、まずは公開買付制度について、株券等所有割合が5%を超える者に対して他の株主に対する同一条件での売付機会の提供及び情報の開示を求め、3分の1を超える者に対して支配権プレミアムの独占的享受を許さないこととしている法の趣旨や、独占禁止法や銀行法における5%ルール上の取扱いに照らし、少なくとも立法論としては、公開買付制度における株券等所有割合の計算上、受託者たる信託兼営金融機関が議決権行使権限又は投資権限を有する場合であっても信託財産において保有する株式数を合算せずに、いわゆる実質的特別関係者と評価することができる場合に限り合算する方が合理的ではないかと述べる。また、水野報告は、信託兼営金融機関の固有財産と各信託財産とをどのような場合に実質的特別関係者と評価すべきかについて、具体例に即して丁寧に検討する。このような法人単位でのルールの適用は、別途買付けの禁止の適用に際しても問題となり、水野報告によれば、基本的には同じ議論が妥当する。

また、大量保有報告制度における株券等保有割合の算定にあたって、会社の支配権の

変更や経営への影響に関する可能性又は市場の需給に関する情報を開示させようとする大量保有報告制度の趣旨に照らし、少なくとも立法論としては、受託者たる信託兼営金融機関が議決権行使権限又は投資権限を有する場合であっても信託財産において保有する株式数を合算せずに、いわゆる実質的共同保有者と評価することができる場合に限り合算する方が合理的ではないかと述べる。

以上のように、水野報告は、両制度における解釈論の可能性及び立法論としてのあるべき規律について、示唆に富む視点を提示している。

#### 4. 株式不公正取引規制（インサイダー取引規制等）と信託（田中和明第1報告）

インサイダー取引規制及び相場操縦規制に抵触しないで上場株式を取得したり処分したりするために信託が利用されることがある。典型的には、委託者が当該株式の発行会社自身である場合や内部者である場合が考えられるが、その目的を達成するために、信託の設計にあたりどのような点に配慮する必要があるか。

この点、田中和明第1報告は、実際に利用されている自己株式取得信託の内容を具体的かつ詳細に紹介したうえ、信託設定時点でインサイダー取引規制における未公表の重要事実が存在しないこと、委託者が自己株式の取得について受託者に指図できないこと、委託者が信託契約の解約権・変更権を持たないこと、委託者と受託者との間の情報遮断が機能していることなどの契約条件の持つ意味を検討する。

その際、田中和明第1報告は、金融庁・証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関するQ&A」（最終改訂令和元年7月29日）の応用編（問1）を参照しつつ、その趣旨を実質的に達成するために、①信託契約の締結日、金銭の拠出日、株式の取得開始日のいずれにおいても未公表の重要事実が存在しないことを確認すべきとする。また、信託期間中に委託者が未公表の重要事実が発生したことを知った場合であっても受託者が株式を

取得し続けることができるようにするために、②委託者が自己株式の取得又は取得の中止について受託者に指図できないことのほか、委託者が信託契約の解約権・変更権を持たないことを求めるべきか、③委託者が解約権を持たないだけでなく、実務運用として受託者が解約に応じることも避けるべきか、といった問題を提起する。そこでは、どこまで厳格に、いったん未公表の重要事実が存在しない状況でスタートした自己株式の取得スキームを委託者が中止することを許すかを検討する必要がある。信託設定時点で、まだ重要事実が発生したとはいえないものの、近いうちに重要事実となるかもしれない大規模な M&A の打診を受けたことや、近いうちに新技術の開発に成功しそうなこと等を委託者が知っている場合は、難しい問題が生ずることとなる。田中和明第 1 報告は、そのような状況にも実務上堪えうる仕組みを示唆しているように思われる。

田中和明第 1 報告は、自己株式取得信託について、インサイダー取引規制のほかに、会社法に基づく受託者による議決権の行使と剰余金配当の受領の可否についても検討し、この信託が自己株式の取得を目的としていることに鑑み、脱法信託の禁止（信託法 9 条）の解釈上、否定されるべきものとする。妥当な解釈といえよう。

なお、インサイダー取引規制と信託というテーマで言えば、自己株式取得信託における株式の取得とは異なるが、合同運用指定金銭信託の受託者におけるパッシブ運用の担当者がインデックスの構成銘柄に係る未公表の重要事実を知ってパッシブ運用を続けた場合や、特定金銭信託の受託者における売買発注担当者が未公表の重要事実を知って対象株式を売買した場合に、受託者の裁量が極めて限定的なことを理由として、金融商品取引法 166 条 6 項 12 号の適用ないし類推適用の可能性が問題となる。このような場合には、結論として、規制に抵触しない方向で解釈する必要性を感じるところである。

## 5. 自己株式規制と信託・再説—信託を通じた法形成について (田中亘報告)

田中亘報告は、具体的な検討対象として、株式需給緩衝信託<sup>® 2</sup>（以下、「緩衝信」とい

う。)を取り上げる。緩衝信は、上場会社を委託者兼受益者とする信託であって、その受託者が、当該上場会社の株式を、信託設定直後に政策保有株主や創業者株主などの大株主から取得し、信託期間内に株式市場の需給動向を勘案しながら立会内取引市場で時間をかけて売却していくことが想定されている。

田中亘報告は、まず、緩衝信に対する自己株式規制の適用のあり方に関する自身の先行論文<sup>3</sup>の主張を概観する。その眼目は、自己株式に関する会社法の規制は、自己株式取得規制、自己株式保有規制、自己株式処分規制から構成されるところ、それらの規制はそれぞれ異なる趣旨・目的を有するのであるから、信託を通じた株式の取得、保有又は処分に課されるか否かを、それぞれについて検討すべきという点にある。先行論文は、その前提に立って、緩衝信における受託者による株式の取得行為に対しては、自己株式取得規制が課されると解すべきとする一方で、株式の処分行為に対しては、①株式が上場株式であり、②会社の業務執行機関が処分の決定に影響を及ぼすおそれがなく、③立会内取引市場において株式が処分されることを理由として、自己株式処分規制は課されないと解すべきとする<sup>4</sup>。従来、自己株式の取得・保有・処分に係る会社法規制については、一体のものとしてその適用・類推適用の範囲が検討されてきたが、先行論文は、そこに新たな視点を持ち込むものである。

田中亘報告は、次に、緩衝信における株式の処分行為に自己株式処分規制が課されるか否かについて、先行論文における議論を補足する。その前提として、田中亘報告は、会社法の自己株式処分規制が、株主の利益に与える影響において募集株式の発行と異なることに鑑み、募集株式の発行と同一の規律に服せしめるべきとの立場で立法されたことを確認する。そして、信託を通じた委託者兼受益者の株式の市場売却が、そうした立法の趣旨の潜脱にならないかを丁寧に検証し、これを否定する。そこで挙げられる理由のうち、おそらく最も重要なのは、信託を通じた委託者兼受益者の株式の市場売却においては、その株式の発行会社自身の業務執行機関が売却に関する決定を行う場合に生じうる濫用の危険を、ある程度未然に防止できるという点であろう。そこでは、先行論文に挙げられた理由②、すなわち会社の業務執行機関が処分の決定に影響を及ぼすおそれがないことが前提となっている。

この点、受益者のみに善管注意義務・忠実義務を負う受託者の議決権行使が真に受益者から独立して行われると法的に評価できるかが問題となる。これについては、唯一の受益者から明示・黙示に強い希望を伝えられているにもかかわらず、受託者がそれに沿った行動を取らないことは一般論としては容易ではないと思われるものの、田中亘論文が指摘するように、受託者が信託業務を兼営する金融機関や信託会社である場合には、田中亘論文末尾の【追記】に示されている受託者の担当者への周知徹底を含め、金融監督の下で適切な行動を取ることが相応に期待できるように思われる。特に、緩衝信における株式の処分は、比較的短期間で株価に大きな影響を与えないように配慮しつつ上場株式を市場売却することが想定されている点で、受託者の裁量は限られており、実際には濫用の危険をある程度未然に防止できると考えられる。

田中亘報告は、さらに、緩衝信における株式の処分について、金融商品取引法に基づく発行開示規制が及ばないことを確認する。

田中亘報告は、最後に、先行論文をふまえた以上の検討から導かれる一般法理として、第1に、ある者の財産に関する当該者の行為に課される規制が、当該財産を信託財産とし、当該者を委託者兼受益者とする信託の受託者の行為に当然に課されると解する必要はないと述べる。これは、田中亘報告が指摘するように、信託が法の形成・発展に寄与する1つのあり方<sup>5</sup>を示しているように思われる。また、第2に、自己株式の取得、保有及び処分の各段階で課される会社法の規制は、おのおの異なる趣旨・目的を有していることから、それぞれの規制ごとに信託への適用の有無を判断すべきであると指摘する点については、会社法における自己株式規制の新たな解釈枠組みを提示するものとして、今後の議論のさらなる深化が期待される場所である。

## 6. 非上場会社の事業承継と信託（田中和明第2報告）

信託には後見制度を代替・補完する機能や遺言制度を代替する機能がある。そこで、会社のオーナー株主の高齢化に伴い、その能力の低下や突然の死亡に備えて、その保有する

株式の承継のための仕組みを設計する際に、信託を利用することが考えられ、実際にそのような利用例は近時増加しているように見受けられる。その場合に財産的な観点と会社経営の観点から留意すべき法律問題を検討することには意味があるように思われる。

田中和明第2報告は、事業の承継の方法として、種類株式の利用例と他益信託の利用例を簡単に概観する。そして、会社のオーナー株主が委託者となり、その保有していた株式を信託財産とする遺言代用信託を例にとって、自益権と共益権の分属の問題、議決権拘束契約の有効性の問題、いわゆる議決権信託の有効性の問題、成年後見制度との緊張関係の問題、遺留分侵害の問題を検討したうえ、職務分掌型の共同受託による遺言代用信託を提案する。自益権と共益権の分属に伴う問題を解消するために、指図権者による指図を受益者の利益に沿うものとするためのスキームが実務上はいろいろと検討されているが、田中和明第2報告の提唱する職務分掌型の共同受託による遺言代用信託は、別の観点からの問題解決方法として興味深い。田中和明第2報告がその末尾において言及するように、今後の議論の深化・展開が期待される。

## 7. 株式に関する訴訟と信託（田村報告）

知的財産の無効を主張されたり知的財産の侵害を主張することがある知的財産の信託や、土地工作物責任を追及されたり不払賃料の支払いを請求することがある不動産の信託と比べ、株式を保有する信託の受託者が紛争に巻き込まれることは、伝統的には多くなかったといえよう。しかしながら、近年は、国内外において、継続開示書類における虚偽記載その他の会計不祥事等に関連して株主が発行会社を訴えたり、粉飾決算により分配可能額を超えて分配された剰余金の返還を株主が請求されたりする事案が見られるところ、そのような株式を信託財産において保有している場合に、受託者としてどう対応すべきか、その費用をどこまで信託財産の負担とすることができるか、紛争が起きたときに信託が終了し清算が完了していたときはどうすべきか、といった点の検討が必要になることがある。

田村報告は、まず、受託者原告事例と受託者被告事例に分けて、訴訟提起及び応訴を受

託者のなすべき信託事務の範囲外である旨の定めを信託契約に置くことなどについて検討し、受益者が多数又は不特定であるなど信託財産に属する損害賠償請求権の受益者への移転が困難な場合、受託者の金銭返還債務の受益者による引受けについて債権者の免責を得られない場合など、信託契約の定めにより問題を解決することの限界を示す。

次に、田村報告は、受託者が訴訟の原告又は被告となる場合の訴訟追行の判断権者が信託契約に明記されていないときの帰結について、①信託財産・信託財産責任負担債務全般について受託者が判断する定めがある信託、②信託財産を株式に投資する指定運用型の信託及び③特定運用型の信託に分けて分析する。①及び②の信託について受託者が判断すべきことに異論はないが、③の信託について、田村報告は、訴訟追行の判断は運用判断とは異なるとしつつ、証券投資信託、投資一任業者が付いている特定運用型信託及び投資一任業者が付いていない特定運用型信託の類型毎に、それぞれにおける委託者及び受託者の役割に即して分析を試みている。そして、受託者が判断すべき場合は、受託者が受益者の意向をふまえつつ善管注意義務に従って判断すべき旨を指摘する。

さらに、田村報告は、信託終了時に訴訟が続いている場合について、まず、訴訟追行に関し投資一任業者に判断権限（指図権限）がある場合に、その権限が存続するものとする。これは、運用型信託の清算過程において運用指図権者がいつ責任を免れるかの一般論に通ずる議論であり、興味深い。次いで、田村報告は、受託者原告事例と受託者被告事例に分けて、受託者原告事例のうち、信託財産の現状有姿交付が許される金外信託については、訴訟係属中の損害賠償請求権が残余財産受益者に移転され、訴訟を当該受益者に承継してもらうことを想定して、当該損害賠償請求権の移転及び訴訟承継の手續に関する分析を行う。これに対し、信託財産を換価する必要がある金銭信託については、清算過程においてもそれまでと同様に受託者が訴訟追行を行うべきことを指摘する。また、田村報告は、受託者被告事例については、信託契約の類型を問わず、清算過程においてもそれまでと同様に受託者が訴訟追行を行うべきものとする。いずれも説得力のある指摘であるが、場合によっては、結果的に、信託の終了後数年にわたって受託者の訴訟追行責任が継続する事態が生ずることになる。今後は、このような事態を想定した定めを信託契約に予め置いておくことを検討すべきかもしれない。

そのほか、田村報告は、最終計算手続終了後に損害賠償請求権が信託財産に属することが判明した場合や、最終計算手続終了後に受託者に対して訴訟を提起された場合に受託者が何をなすべきかについても目配りして議論している。

最後に、田村報告は、訴訟に関する費用負担や追加報酬について、難しい問題に切り込んでいく。まず、信託事務処理費用とする方法については、信託法の規律を確認したうえで、訴訟代理人に対して受託者が負担する弁護士費用等に加えて、訴訟対応のために労力を割いた受託者の従業員等の人件費についても、信託事務処理費用とすることができないかを検討する。この点、一般論としては困難だとしつつも、少なくとも、当該訴訟が係属している特定の信託の事務に従事するためだけに訴訟係属期間に限定して派遣を受けた労働者の派遣費用については、信託事務処理費用と評価する余地があるのではないかと指摘する。その考え方には共感するところであるが、それをその他の役職員の給与に及ぼすのは、容易ではないように思われる<sup>6</sup>。田村報告も、追加報酬については、信託終了後に信託の清算過程で受託者が訴訟対応を求められた場合に信託期間中の信託報酬の定めに必ずしも拘束されずに「相当の額」（商法 512 条）の信託報酬が認められる場合を除き、一般的には、信託報酬の定めがある以上、その定めを変更することなしに追加報酬を受け取ることは困難であると指摘する。

なお、受託者が信託の清算事務を完了したと置いていたところ信託財産に属する損害賠償請求権又は金銭返還債務の存在が発覚し、訴訟を提起し又は応訴することとなった場合について、受益者又は委託者との合意によって訴訟費用及び信託報酬を請求できる事案は限られることから、受託者にとって大きな問題となり得る旨を田村報告は指摘する。その場合、受託者は、実務的には難しい局面に立たされるが、田村報告は、会社の清算における議論を参照しつつ、信託の清算過程で残余財産を受領した受益者に対し、受託者が信託法 181 条に基づき給付した残余財産の返還を請求することができると述べる。もっとも、残余財産を交付した後に受益者であった者に対して財産の返還を請求することが現実には極めて困難であることに照らすと、なお受託者に酷なように思われるが、その点に関連して、田村報告は、信託法 179 条 1 項に従い、信託財産の破産手続の開始を申し立てることにより、受託者が債務の拡大を回避すべきことにも言及する。

信託に関連する訴訟費用や追加信託報酬については、いずれも理論的にも実務的にも難しい問題を孕んでおり、さらなる検討の必要性を感じさせられる。

〔注〕

- 1 特定の場面についてはあるが、このガイドラインの具体的な射程について1つの考え方を示すものとして酒井敦史・鈴木謙輔「ファンド規制におけるルックスルーの要否」商事法務 2246号 54頁がある。
- 2 株式需給緩衝信託<sup>®</sup>は、野村証券の登録商標である。
- 3 田中亘「自己株式規制と信託」旬刊商事法務 2302号（2022） 53頁
- 4 なお、株式の取得を立会外市場（ToSTNeT-2）で行う一方で株式の処分を立会内市場で行うことにより、会社ひいては残存株主が損害を被る可能性とその場合の問題点については、岩原紳作「株式需給緩衝信託<sup>®</sup>が提起する諸問題—自己株式の市場売却—」商事法務 2333号 4頁が指摘している。これについては、田中亘報告末尾の【追記】における応答もあわせて参照されたい。
- 5 一定の制約・条件の下で自己株式の市場売却は認められてしかるべきであるとの同じ価値判断に立ちつつ、信託のこのようなあり方に疑問を呈する見解として、前掲・岩原 19頁がある。
- 6 高橋智彦「信託報酬と信託事務処理費用の区別」田中和明編著『信託の80の難問に挑戦します！』（2021年、日本加除出版）90頁



(不許複製・禁無断転載)

〔非売品〕

令和6年7月12日印刷

令和6年7月12日発行

**株式と信託に関する研究**

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)

<https://trust-mf.or.jp>

印刷：(株) デイグ

