

信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離

東北大学 白井正和

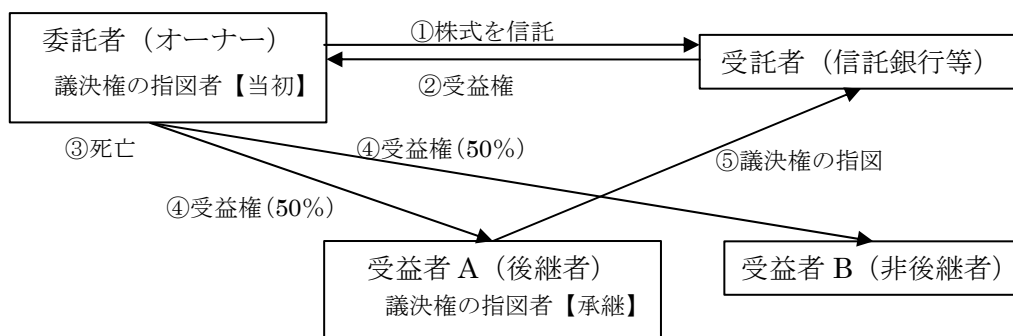
1 はじめに

- ・ 近年では、信託の仕組みを利用することで、株式の議決権と経済的な持分を分離し、異なる主体に帰属させる動きが観察できる→事業承継信託、持合解消信託など
- ・ 本報告では、事業承継信託および持合解消信託の内容を紹介するとともに、エンプティ・ボーディングに関する議論から得られた示唆に基づきながら、これらの信託の仕組みが有する会社法上の問題について検討し、問題への対処法を模索する

2 信託の紹介

(1) 事業承継信託

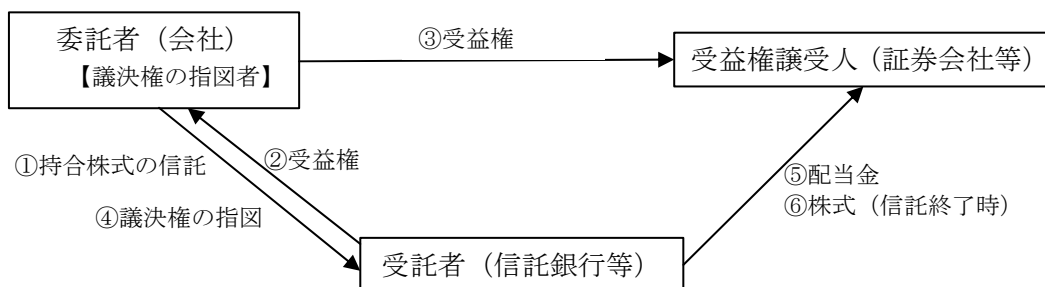
【図1】



- ・ 事業承継信託：株式の相続に際して信託の仕組みを利用することで、事業の非後継者にも相続株式の信託により生じる受益権（の一部）を相続させるとともに、後継者に当該株式に関する議決権行使の指図権を集中させることで、安定的な事業承継を可能にする仕組み

(2) 持合解消信託

【図2】



- ・ 持合解消信託：持合株式の発行会社に対する議決権は維持しつつ、持合株式の価格変動リスクを免れるための仕組みとして信託を利用

(3) 問題の所在

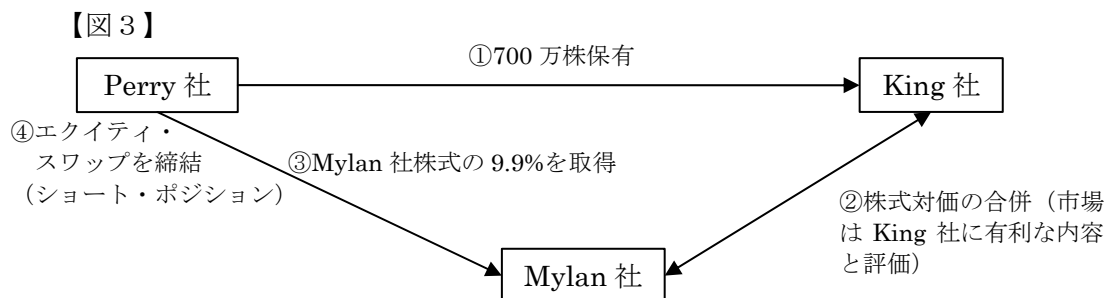
- 以上の信託の仕組みは、いずれも委託者に一定のメリットをもたらす
→こうした信託の仕組みが今後より一層利用される可能性も十分にある
- もっともいずれの仕組みも、信託を用いることで、信託財産である株式の議決権と経済的な持分の分離が生じる点に特徴がある（委託者が望むメリットを実現することを可能にする主な要因は、信託を利用した議決権と経済的な持分の分離にある）
→議決権と経済的な持分の分離という現象を会社法上どう評価すべきか？
 - **事業承継信託**：相続人間の争いの場面で指図者が自らに有利な議決権行使
Ex. 株式の配当をゼロ+多額の役員報酬の形で、通常は会社の役員を兼ねているであろう後継者（指図者）だけが会社から利益を享受
→他の受益者の利益を害するような議決権行使の危険
 - **持合解消信託**：議決権行使の結果生じうる株式の価格変動リスクを無視できる
Ex. 敵対的買収の脅威に直面した持合株式の発行会社の取締役会が、買収を阻止するために株主総会決議を通じて買収防衛策を導入しようとする場面で、導入の結果として、当該発行会社の企業価値が大幅に下落することが見込まれるとしても、持合解消信託を利用している持合株主としては、持合株式に関する価格変動リスクは負わない以上、当該発行会社（の取締役会）との関係を重視することで、買収防衛策の導入に賛成する議決権行使を指図する
→他の株主の利益を害するような議決権行使の危険
- 議決権と経済的な持分の分離という現象の評価とその対処法→3から示唆

3 エンプティ・ボートイングをめぐる議論

(1) エンプティ・ボートイングの概要

- エンプティ・ボートイング：株主としての経済的な持分（economic ownership）を超える議決権の行使を指して使われる言葉
→株主の議決権と経済的な持分を分離すること（decoupling）により可能となる
→分離を実現する方法：エクイティ・デリバティブを利用する方法が代表的

(2) エンプティ・ボートイングの具体例



(3) エンプティ・ボーティングをめぐる議論の状況

- ・ エンプティ・ボーティングの弊害：
議決権行使の時点で議決権を行使する者がすでに経済的な持分を有しない
→企業価値の向上を阻害する、または企業価値を下落させるような議決権行使を促す
Cf. 会社法上株主に議決権が与えられることの正当化根拠
→株主は残余請者、会社の価値をできるだけ高めようとするインセンティブが存在
→エンプティ・ボーティングには、会社法が前提としている株主の議決権行使の正当化根拠を根底から揺るがしかねない側面がある
- ・ エンプティ・ボーティングの利点：株主の集合行為問題の克服に貢献
→株主による経営に対する監視・監督を強化する機能がある
- ・ エンプティ・ボーティングに対する直接の規制：
比較法的にみても特段設けられてない場合がほとんど
∴ 開示規制が不十分→取引の実情が明らかではない
議決権を行使される発行会社のガバナンスにとって+の影響も-の影響もある
- ・ 米国の学説：
 - ① 各会社の定款 (charter) に定めを設けることにより、各会社の判断で、エンプティ・ボーティングによる議決権行使を規制できるようにすべきとする見解
 - ② 議決権行使の対象となる会社と株主の利害が相反する場合には、会社法の規定に基づき当該株主による議決権行使を禁止すべきとする見解
 - ③ 支配株主以外の株主に対しても、一定の場合にはその議決権行使に関して信託義務を負わせることで、エンプティ・ボーティングに対処することを提案する見解
 - ④ 現時点では情報開示規制の充実にとどめるべきとする見解

4 議決権と経済的な持分の分離がもたらす問題と問題への対処法

(1) 総論

- ・ 事業承継信託、持合解消信託の仕組み
→エンプティ・ボーティングと呼ばれる現象において問題とされていた状況に類似した状況を観察できる (株式の議決権と経済的な持分の分離に基づく問題)
- ・ エンプティ・ボーティングに関する議論から得られた示唆に基づきながら、事業承継信託および持合解消信託の会社法上の問題について検討
→検討に当たっての留意点
→それぞれの信託で、問題となりうる状況は大いに異なる
事業承継信託：主に小規模閉鎖会社が舞台
指図者による他の受益者の利益を害する行動の抑止が問題

持合解消信託：主に大規模公開会社が舞台

指図者による他の株主の利益を害する行動の抑止が問題

→統一的な解決のための枠組みを用意することは必ずしも望ましいとはいえない

→それぞれの信託ごとに、議決権と経済的な持分の分離がもたらす会社法上の問題を解決する上で有効な対処法は異なりうる

(2) 事業承継信託と会社法上の問題

(a) エンプティ・ボートイングとの比較

- ・ 利用することで、対象となる株式の議決権と経済的な持分の分離が生じ、他の受益者の議決権を奪う形で、一部の受益者による議決権行使が可能
→エンプティ・ボートイングにおいて議論されていた問題と共通する側面がある
- ・ ただし、主に問題となるのは他の受益者に対する加害の防止（一般に後継者として受益者のうちの一部の者を指図者と指定することが想定されるが、この場合、指図者も信託財産である株式に関する経済的な持分を有する以上、通常であれば企業価値の向上に資するような議決権行使を行うことが想定される）

(b) 考えうる対処法

- ・ 米国の学説：①各会社の定款に定めを設けることにより、各会社の判断で、エンプティ・ボートイングと評価できるような議決権行使を制限できるようにする
→事業承継信託がもたらすガバナンス上の問題に対する対処法としては限界あり
（各会社の判断に委ねるのでは、通常は会社の役員を兼ねているであろう後継者＝指図者による議決権行使を有効に抑止できないおそれがある）
- ・ ③支配株主以外の株主に対しても、その議決権行使に関して信託義務を負わせる
→事業承継信託で議決権の行使内容を判断するのは指図者
→指図者の他の受益者に対する信託法上の義務を観念できるのであれば、他の受益者の利益を害するような議決権行使の指図に関して、他の受益者から指図者の責任を追及することは可能（有効な抑止手段となりうるのではないか）

↓

- ・ 指図者に善管注意義務・忠実義務・公平義務を課すことは可能か？
→確かに信託法上、指図者の義務や責任に関する規定はない
信託契約において「指図者は、その権限を行使するに当たって、受益者のために善管注意義務・忠実義務・公平義務を負う」旨の規定があるとは限らない
→近年の見解：指図者に指図権限が与えられている趣旨が受益者の利益のために権限を行使する点にある場合、指図者は信託の受託者に準じた義務を負う（信託法 29 条 2 項本文・30 条の類推適用を認める）

+

複数の受益者のために指図権限を行使する立場にある指図者については、受益者に対する公平義務も負う（信託法 33 条の類推を認める）

→その上で、不適切な指図によって信託財産に損害が生じた場合、受益者または受託者による指図者の責任追及を認める（信託法 40 条・85 条の類推を認める）

（3）持合解消信託と会社法上の問題

（a）エンプティ・ボーディングとの比較

- ・ 利用することで、対象となる株式の議決権と経済的な持分の分離が生じ、議決権行使の結果として生じうる株式の価格変動リスクを無視できる状態で議決権行使が可能
→エンプティ・ボーディングと同じ機能を果たす
→持合解消信託では証券会社等の利益を害するような議決権への指図はなされない？
→持合解消信託の外で持合株式の経済的持分に伴うリスクをヘッジする可能性
そのような指図がなされないとは断言できない

+

- ・ エンプティ・ボーディングのプラスの面として評価可能であった株主による経営に対する監視・監督の機能を強化する側面は、持合解消信託の場合には想定困難

（b）考えうる対処法

- ・ 米国の学説：①各会社の定款に定めを設けることにより、各会社の判断で、エンプティ・ボーディングと評価できるような議決権行使を制限できるようにする
→持合解消信託がもたらすガバナンス上の問題に対する対処法としては限界あり
（発行会社の取締役会としては持合解消信託による議決権行使は望ましい場合が多い）
- ・ ③支配株主以外の株主に対しても、その議決権行使に関して信認義務を負わせる
→わが国では支配株主についてすら、他の株主に対する信認義務を認めていない
→現時点では採用することは難しい
- ・ 特別利害関係人の議決権行使に基づく株主総会決議取消の訴えの提起の規定（会社法 831 条 1 項 3 号）
→持合解消信託の場合、「特別の利害関係を有する者」に該当するかどうか問題となるのは、形式的には議決権行使の主体に当たる受託者である信託銀行等
→しかし、実際には委託者である会社（持合株主）の指図に従い議決権行使する以上、受託者である信託銀行等が特別の利害関係を有するかどうかを判断するに当たっては、委託者である会社（持合株主）が有する利害関係をも含めて考察すべき