

I. 信託財産の運用における受託者の信認義務	2
1. 善管注意義務	2
(1) 現行法の状況	2
(2) 立法論的な提案	3
2. 忠実義務	4
(1) 現行法の状況——忠実義務とは	4
(2) 立法論的な提案	6
II. 運用権限が分担される場合の信認義務	7
1. 指図権者と受託者	7
(1) 現行法の状況	7
(2) 立法論的な検討課題	8
2. 受託者と委託先たる第三者	9
(1) 現行法の状況①——委託元の義務と責任	9
(2) 現行法の状況②——委託先の義務と責任	11
(3) 立法論的な検討課題	13
III. いわゆる合同運用に関する規律	14
1. 合同運用とは	14
2. 現行法の状況——受益者の権利行使について	15
(1) 損失てん補等請求権	15
(2) 帳簿等閲覧謄写請求権	16
3. 立法論的な検討課題	17
引用文献	18

Ⅰ. 信託財産の運用における受託者の信託義務

1. 善管注意義務

(1) 現行法の状況

信託財産の運用

- ✓ どのようなリスク・リターンを目指すか
- ✓ どの程度のコストを投じるか
- ✓ どのようなポートフォリオを構築するか

信託法上の規律

- ・ 信託の本旨に従い、信託事務を処理する義務（信託法 29 条 1 項）
 - ・ 善良な管理者の注意をもって、信託事務を処理する義務（同条 2 項本文）
- 信託財産の運用における行為規範は？

米国の Prudent Investor Rule¹

- ・ 「受託者は、信託の目的、条項、分配義務その他の当該信託に関する状況に照らして、賢明な投資家（prudent investor）であれば行うであろう方法により、信託財産を投資および管理する義務を受益者に対して負う」²。
 - ✓ 分散投資による分散可能リスク³の最小化
 - ✓ 適切なリスク・リターン目標の設定
 - ✓ 合理的かつ妥当な費用の支出
 - ✓ 適切な場合には第三者への委託

信託法の解釈

- ・ 「信託財産の管理運用として何をすべきか、どのくらいの投資運用リスクを取るべきかは、信託の目的次第であり、信託行為の解釈による。一般には、投資運用については、個々の投資ごとではなく信託財産全体として健全な投資運用を図るという視点によることが合理的であるとされる。……信託財産全体のポートフォリオの適正を図りつつ個々の投資を行うべきこと、分散投資をすべきこと、管理費用に配慮すべきこと、受託者自身に投資運用の専門的知識が十分でないときは専門家をを用いるべきことなどが、信託行為に特に定めがないときのデフォルトの規律といえる」⁴。

¹ アメリカ法律協会編＝早川訳（1996）参照。

² Restatement (Third) of Trusts § 90.

³ 分散投資によって軽減・排除できるリスクのこと。固有リスク、非システムティックリスクなどとも呼ばれる。その反対語は分散不能リスク（市場リスク、システムティックリスク）である。

⁴ 道垣内編著（2026）189～190 頁〔沖野眞己〕。

(2) 立法論的な提案

商事信託法要綱 431 条 2 項⁵

受託者は、信託財産の運用については、信託契約に別段の定めがない限り、分散投資をする等の信託財産全体におけるリスクとリターンの関係及び管理費用について配慮しなければならない。

- 信託財産の運用に係る受託者の善管注意義務の内容を具体化するために、上記のような規定を信託法に置くことが考えられないか？
 - ✓ ①分散投資をすべきこと、②適切なリスク・リターン目標を設定すべきこと、③支出する費用を合理的な範囲・金額に抑えるべきことに加え、④必要に応じて第三者に委託をすべきことも、受託者の基本的な義務として明確化すべきではないか。
 - ✓ 上記のような明文の規定は、投資運用の専門家ではない者が受託者となる場合にも有用であると考えられる（むしろ、そのような場合にこそ有用かもしれない）。

- 信託行為の別段の定めによるアレンジは可能
 - ✓ 運用型信託の商品設計
 - ・ 商品設計としての運用対象・運用方針の定め
例：特定の産業分野の株式のみを対象とする投資信託

 - ✓ 信託商品の投資家（受益者）への適合性
 - ・ 投資家は、自らの投資目的・リスク選好・リスク許容度に適合した商品を選択
 - ・ 信託商品の販売・勧誘における適合性が重要⁶

 - ✓ 信託業法 28 条 2 項、兼営法 2 条 1 項との関係
 - ・ 注意義務の水準を引き下げること
 - ・ 信託財産の運用方法を定めること

⁵ 商事信託研究会（2001）64 頁。

⁶ 行岡（2025）参照。

2. 忠実義務

(1) 現行法の状況——忠実義務とは

- 米国の信託における忠実義務 (duty of loyalty) ⁷
 - 基本的な考え方：受益者の利益専一原則 (sole interest rule)
 - ✓ 「受託者の専一的な忠実義務 (duty of undivided loyalty) に違反する取引においては、いわゆる『さらなる審査不要 (no further inquiry)』の原則のもと、問題となる行為が誠実に (in good faith) 行われたこと、取引条件が公正 (fair) であったこと、受託者に利益が生じなかったことを受託者が立証できたとしても、それは重要ではない」⁸。「受託者は、信託の管理において、第三者の利益や、信託目的の達成以外の動機 (motives) に左右されないという義務を、受益者に対して負っている」⁹。
 - ✓ 「動機が混在した状態で (with mixed motives) 行動すれば、『不正行為であるとの反証不可能な推定』が生じる」¹⁰。——多事考慮をカテゴリーカルに禁止。
 - 受益者の利益専一原則 (sole interest rule) の正当化根拠
 - ✓ 「その正当化根拠は、受託者自身の利益と信託義務とが衝突する場合において、受託者が誘惑に抵抗することは難しいかもしれないという認識から出発する。このような状況について、典型的な信託関係に特有の理由から、信託法のポリシーは、(任意法規として) 誘惑が生じる機会そのものを完全に排除する方が、受託者の行動を監視し、受託者が実際に誘惑に屈した際にその濫用行為を発見・処罰しようと試みるよりも好ましいとしているのだ」¹¹。——規制よりも予防が好ましいという判断。
 - ✓ 「かかる取引〔利益相反取引〕は望ましくない場合があまりにも多いため、かかる取引類型全体を根絶することによるコスト (ルールによる規制) の方が、個別事案ごとに審査・判断するコスト (完全公正性基準〔スタンダード〕による審査) よりも小さい」¹²。——スタンダードよりもルールが好ましいという判断。
 - 受益者の最善利益原則 (best interest rule)
 - ✓ 信託条項の定めにより利益専一原則の適用を排除することは可能だが (任意法規)、その場合も、「公正、誠実かつ受益者の利益のために」行動する義務を免れるわけではない¹³。

⁷ 道垣内編著 (2026) 213~216 頁〔沖野眞已〕参照。

⁸ Restatement (Third) of Trusts § 78(1)-(2) cmt. b.

⁹ Restatement (Third) of Trusts § 78(1) cmt. f.

¹⁰ Schanzenbach & Sitkoff (2020) at 401.

¹¹ Restatement (Third) of Trusts § 78(1)-(2) cmt. b.

¹² Sitkoff (2003) at 573-574.

¹³ Restatement (Third) of Trusts § 78(1)-(2) cmt. c.

○ 日本における忠実義務

- ✓ 「忠実義務とは、受託者はおもっぱら信託財産（受益者）の利益のためにのみ行動すべきである、ということである。三つの原則を含むといわれる。第一原則——信託財産の利益と受託者個人の利益とが衝突するような地位に身を置いてはならない。第二原則——信託事務の処理に際して自ら利益を得てはならない。第三原則——信託事務の処理に際して第三者の利益を図ってはならない」¹⁴。

- ✓ 「受託者は、受託者としての地位を利用して、受益者の利益の犠牲のもとに、自己または第三者の利益を図ってはならない。しかし、受託者が、受託者であることにより、およそ何らかの利益を得てもならないということではない。あくまで、自己の利益のために受益者の利益を犠牲にしてはならない、ということである。……一般的忠実義務は、……受託者が、受益者の利益の犠牲のもとに、自己または第三者の利益を図ることを問題とするのである。したがって、一般的忠実義務違反と評価されるためには、受託者が、上記のような意思をもって行動していることが必要である」¹⁵。

- ✓ 「日本法において忠実義務は、米国法でいえば、厳格な忠実義務（sole interest rule）ではなく、受益者利益最大化義務としての忠実義務（best interest rule）に近い概念であり、他事考慮〔注：たとえば投資判断において ESG 課題の解決という目的を考慮すること〕をカテゴリーカルに禁止するわけではないものと考えられているものと思われる」¹⁶。

- ✓ 「これらの規律〔信託法 31 条 2 項 4 号、40 条 3 項〕は、米国における……有力説の考え方〔注：Langbein (2005)参照〕に沿った規律内容を含みうるものと見ることができ、伝統的な受益者の利益専一の考え方に対する緩和措置が組み込まれているといえる」。とはいえ、「忠実義務の一般論として、あるいは、30 条の忠実義務の定式として、受益者の利益専一から最善の利益へと転じているとまでは断言できないと思われる」¹⁷。

- 米国の利益専一原則（sole interest rule）と異なり、受益者の利益以外の利益を考慮すること（多事考慮）が直ちに忠実義務違反となるわけではないが、受益者の利益を犠牲にしてまで受益者の利益以外の利益（受託者や第三者の利益）を図る意思で行動することは忠実義務違反に該当する、ということになると思われる。

- 受託者が受益者の利益を犠牲にする意思を持つのでない限り、たとえ受益者の利益以外の利益を追求する意思（動機）が混在していても、忠実義務違反にはならない、ということになると思われる。

¹⁴ 四宮（1989）231 頁。

¹⁵ 道垣内（2022）247 頁。

¹⁶ 山下徹哉（2025）229 頁。

¹⁷ 道垣内編著（2026）215～216 頁〔沖野眞已〕。

(2) 立法論的な提案

現行法が米国のような厳格な利益専一原則を採用せず、これを一定の限度で緩和していることは、少なくとも商事信託の文脈では、積極的に評価できると考える¹⁸。

しかしながら、信託財産の運用を目的とする信託においては、受託者は、信託行為に別段の定めがない限り、もっぱら受益者の経済的な利益のために信託財産を運用しなければならない（それ以外の利益〔たとえば社会的・環境的課題の解決〕を図るための運用をしてはならない）、とすることが合理的ではなかろうか。

∴ 信託財産の運用を目的とする信託においては、別段の定めがない限り、委託者ないし受益者は、受託者が受益者の経済的な利益のために（信託財産の経済的な価値の向上を目的として）信託財産を運用するものと合理的に期待することが通常であると考えられるため。

- 受託者は、信託行為に別段の定めがない限り、もっぱら受益者の経済的利益の最大化のみを目的として行動しなければならないが、それ以外の利益のために行動することは、たとえそれが副次的な目的であるとしても許されない（動機の混在〔mixed motives〕も許されない）¹⁹。
- ただし、信託行為の別段の定めがあれば、受益者の経済的利益以外の利益を図るための運用をすること（たとえば、インパクト投資）も可能である。ポイントは、受益者の経済的利益以外の目的に向けた運用をするためには、信託行為でその旨を定めておかなければならない、ということである。
 - ✓ 「ESG 要素を考慮した運用を行うことを明示している公募の投資信託など、明示的に ESG 投資を行うことが投資方針の内容として定められている場合……などは、機関投資家が ESG 投資を行うことが受益者の意思に基づくものであって、善管注意義務の違反にならないと評価できる場合が多いものと考えられる」²⁰。——忠実義務との関係でも同様であろう。なお、ここでも信託商品の販売・勧誘における適合性が重要となる。
- なお、年金信託のように受益者に実質的な選択の余地がない場合には、受益者の経済的利益の追求を強行法規とすることも考えられる（cf. 米国 ERISA²¹）。
 - ✓ 「例えば確定給付企業年金の場合には、最終受益者である従業員には受託者を選択する機会が存在しません。そのため、このような年金基金の受託をしている場合に、受託者が投資リターンを一部犠牲にしてまで ESG 課題の解決を図るということは、忠実義務違反の可能性を含んでいると言わざるを得ないかと思います」²²。

¹⁸ 米国における利益専一原則に対する批判として、Langbein (2005) 参照。

¹⁹ 念のため付言すると、このような考え方の下でも、信託財産の運用において、受益者の経済的利益の最大化のために（たとえばリスク調整後リターンを改善するために）非財務的要素を考慮すること（いわゆる risk-return ESG）が禁止されるわけではない。

²⁰ 有吉 (2023) 193 頁。

²¹ See Schanzenbach & Sitkoff (2020) at 403-411.

²² 後藤 (2021) 14 頁。

II. 運用権限が分担される場合の信託義務

1. 指図権者と受託者

(1) 現行法の状況

信託法上の規律

- 信託法には明文の規定なし（なお、信託業法 65 条・66 条参照）。
- 信託法の解釈論²³
 - ✓ 指図権者について、受託者の義務・責任に関する規定の類推適用
 - ・ 受益者に対する善管注意義務・忠実義務（信託法 29 条 2 項・30 条）
 - ・ 任務懈怠による信託財産の損失てん補責任（信託法 40 条 1 項）
 - ✓ 受託者について、指図権者との権限分担に応じた義務・責任の縮減

投資運用業者（投資一任契約の受任者や投資信託委託会社）に関する規律

- 金商法 42 条 1 項・2 項——権利者²⁴に対する忠実義務・善管注意義務
 - ✓ 「この規定〔昭和 42 年改正後投信法 17 条。現在の金商法 42 条 1 項 2 号に対応〕は、委託会社に公法上の義務を課するとともに、私法上の義務をも規定するものであるから、これに違反した場合には、新法 23 条に規定する行政処分の対象となるとともに、私法上も債務不履行ないし不法行為責任を生ずることとなる」²⁵。
 - ✓ 「委託者指図型投資信託において、受益者は信託契約の当事者ではないが、投資者として自己の資金の運用を業者に託している者であることから、本条〔平成 12 年改正投信法 14 条。現在の金商法 42 条 1 項 2 号・2 項に対応〕では、投資信託委託業者は業務遂行において、受益者に対して忠実義務、善管注意義務を負うことを定めている。これは英米法の受託者責任と共通する考え方である」²⁶。
- 投信法 21 条——投資信託委託会社（指図権者）の受益者に対する直接の損害賠償責任
 - ✓ 「この規定〔平成 12 年改正投信法 33 条の 2。現在の投信法 21 条に対応〕は平成 12 年の法改正時に導入された規定である。改正前にも解釈上同様の責任を有すると解されていたが、投資信託委託業者〔現行法の投資信託委託会社に対応〕の受託者責任を明確にするため、明文の規定を置いたものである」²⁷。
 - ✓ 「受益者の委託者〔投資信託委託会社〕に対する忠実義務違反による損害賠償請求権のように、受益者に私法上の権利が認められるとしても、その実行は困難で、会社法上の株主代表訴訟のような、より効率的なエンフォースメントの手段が必要」である²⁸。

²³ たとえば木村（2013）、商事信託法研究会（2013）。

²⁴ 委託者指図型投資信託の場合は受益者が「権利者」となるが、投資一任契約の場合は当該契約の相手方が「権利者」となる。

²⁵ 戸田（1968）8 頁。

²⁶ 乙部（2001）63 頁。

²⁷ 乙部（2001）86 頁。

²⁸ 岩原（2020）5～6 頁。同 16 頁も参照。

(2) 立法論的な検討課題

商事信託法要綱 461 条²⁹

受託者に対し信託財産の運用指図を行う者は、信託財産の運用指図につき、受益者に対し受託者と同様の義務を負う。

信託財産の運用指図権限を有する者が信認義務を負う旨を明確化するために、上記のような規定を信託法に置くことが考えられる。ただし、以下の点については慎重な検討を要する。

① 指図権者に信託法上の義務・責任を課すことについて

○ 信託法上の義務・責任を課すことの当否

- ✓ 「指図権者がいる信託においては、指図権者が通常的信託の受託者と同様に機能しているのであり、また、裁量権は指図権者に帰属しているのであるから、指図権者にもフィデューシャリー・デューティーを課す必要があると考えるのは合理的」³⁰。
- ✓ 「受益者保護の観点だけでなく、第三者に投資運用権限や指図権限を付与する場面のうち、信託における指図権者にのみ特別の義務を課すことの必要性・合理性についても検討されるべきであろう」³¹。

○ 指図権者の任務懈怠責任の法的構造

- ✓ 受益者に対する直接の損害賠償責任（投信法 21 条参照。直接訴訟型）
- ✓ 信託財産に対する損失てん補責任（信託法 40 条参照。代表訴訟型）
- ※ 仮に、指図権者に信託財産に対する損失てん補責任を負わせるとすると、投信法 21 条の責任（受益者に対する直接責任）との関係はどうなるかという問題が生ずる。
→ この問題は、信託業法 23 条 1 項や投信法 56 条について既に存在していた³²。

② 受託者の義務・責任を限定することについて

○ 当該スキームにおいて受託者に期待される役割

○ スキーム全体として適切な受益者の保護を図る必要性

- ✓ 「最近、米国の Uniform Directed Trust Act に倣い、指図権者が存在する場合の受託者の義務を極小化（違法・信託行為違反の指図の場合以外の受託者の責任を免責する等）しようとする見解がわが国でも提唱されることがあるが、そうした米国 Uniform Directed Trust Act における法規制は、指図権者の私法上の信認義務が法定されていることとセットで成り立っていることを見落としてはならない」³³。

²⁹ 商事信託研究会（2001）88 頁。

³⁰ 松元（2018）326 頁。

³¹ 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業編（2025）548 頁（ただし、「事案の直截的な解決を図りやすくする観点から、一定の場合には、受託者（信託財産）と直接の契約関係のない指図権者が、直接信託財産に対して損害賠償を行うことを、法律上の責任として信託法に定めることも考えられよう」とする〔同頁注 22〕）。

³² 信託業法 23 条 1 項につき藤田（2014）、投信法 56 条につき田澤（2014）参照。

³³ 渡辺（2019）43～44 頁。

2. 受託者と委託先たる第三者

(1) 現行法の状況①——委託元の義務と責任

信託法上の規律

- 受託者は、委託先の選任・監督について義務・責任を負う（信託法 35 条）³⁴。
 - ✓ 「受託者が、40 条によって責任を負うのは任務懈怠があったときのみであり、適法な第三者委託がされ、選任・監督義務を尽くしている限り、受託者が責任を負うことはない」³⁵。
 - ✓ 「信託事務の委託をするか否か、委託をするとして、誰に、どのように委託をするかの判断そのものが受託者の裁量判断に委ねられるとすれば、受託者がその判断権限を適切に行使したと評価される場合には、受託者は裁量権限逸脱の責任を負うことはない」³⁶。
- 受託者の任務懈怠責任は、信託財産に対する損失でん補責任である（信託法 40 条 1 項）。
 - ✓ 「間接損害の場合（信託財産に損害が生じ、その結果受益者に損害が生じる場合）については、信託法 40 条 1 項は民法 415 条 1 項の特別規定であって民法 415 条 1 項の適用は排除される、すなわち受託者に義務違反があった場合に受託者は受益者に対して損害賠償責任を負うことはないと解するしかなさそうにみえる」が、「間接損害についても受託者の受益者に対する損害賠償責任を肯定すべきではないかと思われる」³⁷。

信託業法上の規律（信託業法 23 条、兼営法 2 条 1 項）

- 責任の相手方——受益者に対する損害賠償責任
 - ✓ 「信託業法 23 条は受益者に対して直接賠償責任を負う点で、信託法 40 条とは異なる。したがって両者は異なった内容の責任であるが、その関係はなかなか面倒である」³⁸。
- 責任の内容——事実上の無過失責任？
 - ✓ 「本条〔平成 16 年改正信託業法 23 条。現在の信託業法 23 条 1 項に対応〕を設けることにより責任を軽減する特約を信託契約に盛り込むことを事実上排除するとともに、私法上の責任を民法 715 条の使用者責任として規定することにより立証責任を信託会社に転換し、受益者保護を図るものである……。ただし書で免責規定が設けられているが、民法上の使用者責任については、戦後は判例上免責が認められた例が報告されておらず、事実上無過失責任に近い運用がなされているといわれるので、本条でも免責が認められるのは困難と考えられる」³⁹。
 - ✓ 「これ〔信託業法 23 条 1 項〕は、信託法とは、立証責任を転換したものである」⁴⁰。

³⁴ 詳しく論じたものとして、山下純司（2017）参照。

³⁵ 道垣内編著（2026）307 頁〔道垣内弘人〕。

³⁶ 山下純司（2017）122 頁。

³⁷ 神田（2024）42～43 頁（受託者の責任一般を論じる文脈）。

³⁸ 藤田（2014）948 頁。結論として、①信託業法 23 条の責任と信託法 40 条の責任は、直接損害・間接損害の区別を問わず併存する、②受託者が信託業法 23 条の責任を履行しても信託法 40 条の責任は影響を受けない、③受託者の二重払いの危険については、受託者は自発的に信託法 40 条の責任を履行して避けることができると割り切るしかない、とする（同 948～950 頁）。

³⁹ 高橋（2005）114 頁。

⁴⁰ 道垣内（2022）200 頁。

- 責任の内容——直接損害に限定すべきか？
 - ✓ 「信託業法 23 条は、信託事務の委託を行った場合の信託法上の受託者（信託会社）の責任は特約等によって軽減することが可能であるところ、このような特約による軽減を事実上排除するとともに、私法上の責任を民法 715 条の使用者責任として規定したものであるとされる。このような責任について、信託法 40 条の存在を理由に、その成立を制限するのは難しいように思われる」⁴¹。
 - ✓ 「これらの業法〔信託業法 23 条 1 項、投信法 21 条・56 条〕に置かれている民事損害賠償責任の規定の適用は、直接損害の場合にだけ適用されるのか、それとも間接損害の場合にも適用されるのかは、明確とはいえ、検討を要する問題である。受益者の利益保護の観点からは、間接損害の場合にも適用されると解するのが妥当である」⁴²。

投資運用業者（投資一任契約の受任者や投資信託委託会社）に関する規律

- 金商法 42 条の 3 第 2 項
 - ✓ 運用権限の委託にあたって、委託元たる投資運用業者は、委託先に対して運用の対象・方針を示すとともに、運用状況の管理その他の当該委託に係る業務の適正な実施を確保するための措置を講じる義務を負う（金商業等府令 131 条 2 項も参照）。
 - ✓ 「運用権限を委託する場合には、委託元（ファンドの企画・立案をする投資運用業者）が運用の対象や方針を決定し、委託先を管理することを義務付ける」もの⁴³。
- 投信法 21 条（委託者指図型投資信託）、56 条（委託者非指図型投資信託）
 - ✓ 委託元と委託先の連帯責任を定めるものであり、かつ、受益者に対する直接の損害賠償責任を定めるものである（上記 1 (1)参照）。
 - ✓ 委託元は、第三者委託に関して、どのような場合に投信法に基づく責任を負うか？
 - ① 委託先の選任・監督上の任務懈怠がある場合に限るとする立場
 - ✓ 「運用権限の委託が法令の定める要件を満たす場合には、委託元である投資運用業者には、自己の任務すなわち自己に残された権限の行使・不行使に係る責任が生じると解すべきであるように思われる。…委託元の義務と責任は、基本的には、委託先に示す運用対象や方針の決定、および、委託先の選任・監督に関するものに限られると解すべきであると思われる」⁴⁴。
 - ② 委託先の第三者と同じ責任（いわば結果責任）を負うとする立場
 - ✓ 「投信法の損害賠償で連帯して責めを負わないといけないという規定があることによって、委託先の選任・監督を適切にしたとしても、結果責任として委託元が権利者に対しては損害賠償しなければならないという解釈にならないか」⁴⁵。——信託業法 23 条 1 項に関する高橋（2005）の立場と親和的か。

⁴¹ 藤田（2014）949～950 頁（信託業法 23 条の適用対象を直接損害に限定する解釈の当否を論ずる文脈）。

⁴² 神田（2024）44 頁。

⁴³ 齊藤＝野崎監修（2026）102 頁。

⁴⁴ 神作（2025）126～127 頁。

⁴⁵ 金融商品取引法研究会編（2024）40 頁〔齊藤将彦発言〕。

(2) 現行法の状況②——委託先の義務と責任

信託法上の規律

- 現行法上、明文規定なし。
- 旧信託法 26 条 3 項：委託先たる第三者は、「受託者と同一の責任」を負う。
 - ✓ 「代人に『受託者ト同一ノ責任』を負わせる 26 条 3 項の意味は明確でないが、代人は、受託者の職務を代行する者だから、……関係者に対して受託者と同一の個人的責任を負わせたものと考えられる。……代人が信託財産あるいは委託者・受益者に損害を与えた場合に、直接、信託財産（27 条・29 条）あるいは委託者・受益者に対して受託者と同じような損害賠償責任……を負うことを考えているのである」⁴⁶。
 - ✓ 「代人と委託者や受益者の間には直接契約関係はないが、代人に義務違反があれば、委託者や受益者などに対して損害賠償責任を負うという意味である。代人は、受託者との関係でも契約関係があるから、26 条 3 項の責任のほか、受託者に対しても責任を負う」⁴⁷。
- 平成 18 年改正による旧信託法 26 条 3 項の削除：
 - ✓ 「信託事務の処理を委託された第三者の全てに受託者と同一の責任を課すこととした場合には、当該第三者にとっては、委託契約等に基づく契約責任とは別個の予想外の法定責任を課されることにもなりかねず、問題であった。さらに、このような責任は負いかねるとして信託事務の処理の受任を拒絶され、あるいはこのような法定責任の存在を理由とした費用・報酬の上乗せを請求されて、かえって受益者の利益を害するおそれもあった」⁴⁸。
- 現行法における委託先の責任——受託者との契約に基づく責任のみ
 - ✓ 「委託先たる第三者の責任は、受託者との契約に基づく。当該第三者は、受益者に対して直接には義務を負わない」。「当該第三者が受益者に対して直接に責任を負わなくても、受託者が当該第三者に対して有する損害賠償請求権等が信託財産に帰属するのだから、受益者の保護を図ることができる」⁴⁹。
 - ✓ 「現行の信託法は、旧法 26 条 3 項のように、委託を受けた第三者が受託者と同一の責任を負うという規定はない。このため、第三者が故意または過失により信託財産に損害を与えたとしても、受益者が直接に第三者に責任追及をすることはできない」。「むしろ、受益者から第三者に対する直接の責任追及の途を残すことは、第三者への責任追及体制を整えるかどうかも含めて受託者の裁量に任せるという規律と不整合を生じさせる可能性もあることに留意すべきである」⁵⁰。

⁴⁶ 四宮（1989）238～239 頁。

⁴⁷ 能見（2004）119 頁。

⁴⁸ 村松編著（2023）99 頁注 12。

⁴⁹ 道垣内（2022）199～200 頁。

⁵⁰ 山下純司（2017）123～124 頁。

信託業法の規律

○ 信託業法 22 条 2 項、兼営法 2 条 1 項

- ・ 委託先も、受益者に対する忠実義務・善管注意義務（信託業法 28 条）を負う。ただし、同法 22 条 3 項に規定する場合（保存・改良行為や補助的行為〔信託業法施行規則 29 条 3 項〕等の委託の場合）は、この限りでない。
- ・ もっとも、委託先がかかる義務に違反した場合の民事責任に関する明文規定はない。
 - ✓ 「このような経緯〔旧信託法 26 条 3 項が削除された改正の経緯〕を踏まえれば、現行信託法の解釈としては、受任者〔委託先たる第三者〕は受益者に対する義務は負わず、受益者は受任者に対して義務違反を理由として請求を行うことはできないと解するのが自然であるということになる」⁵¹。

投資運用業者（投資一任契約の受任者や投資信託委託会社）に関する規律

○ 金商法 42 条の 3 第 3 項

- ・ 委託先も、権利者⁵²に対する忠実義務・善管注意義務（金商法 42 条 1 項・2 項）を負う。
- ・ 委託先がかかる義務に違反した場合の民事責任に関する規定は存在しない（ただし、投資信託については後述）。

○ 投信法 21 条、56 条

- ・ 委託先も、委託元（委託者指図型の場合は投資信託委託会社、委託者非指図型の場合は信託会社等）と連帯して、受益者に対する損害賠償責任を負う。
 - ✓ 委託先たる第三者の受益者に対する直接の損害賠償責任を明確に否定した信託法とは明らかに異なるポリシーを採用しているように思われる。
 - ✓ 「投信法における損害賠償責任に係る規律は、金商法が業者規制として投資運用業を規制しているのに対し、仕組規制としての投信法は関係者間の純粋な民事ルールをも規定しており、投資者（受益者・投資主）保護の観点から一般民事ルールの特則を置いたものと解される」⁵³。

⁵¹ 松元（2018）304 頁。

⁵² 上記 1 (1) で述べたように、委託者指図型投資信託の場合は受益者が、投資一任契約の場合は当該契約の相手方が「権利者」となる。

⁵³ 神作（2025）125 頁。

(3) 立法論的な検討課題

以下の点について、一貫したポリシーに基づく規律を整備すべきではないか⁵⁴。

- ① 受託者以外の者（委託先たる第三者）が信託事務処理に関与する場合（とりわけ、運用権限が分担される場合）⁵⁵において、義務と責任の分担はいかにあるべきか。各主体は、いかなる要件の下でいかなる責任を負うべきか。たとえば：
 - ・ 委託元は、選任・監督上の義務を尽くしていれば足りるか？
 - ・ 委託先は、受託者と同様の義務・責任を負うべきか？

 - ② ①の主体が任務を懈怠した場合における民事責任の構造
とりわけ、いわゆる間接損害についてどう考えるべきか。
 - ・ 受益者に対する直接の損害賠償責任（直接訴訟型）
 - ・ 信託財産に対する損失てん補責任（代表訴訟型）
 - ・ 委託契約の相手方に対する損害賠償責任（契約責任）

 - ③ 委託される信託事務の内容によって規律を区別すべきか？
 - ・ 信託業法 22 条 3 項は、保存・改良行為や補助的行為（信託業法施行規則 29 条 3 項）等の委託について、信託業法 22 条 1 項に基づく委託の要件を緩和するとともに、同条 2 項に基づく委託先の受益者に対する忠実義務・善管注意義務を排除している。
 - ・ 令和 6 年改正金商法・投信法は、運用権限の委託と、投資運用関係業務（いわゆるミドル・バックオフィス業務）の委託とで、異なる規律を採用している。
 - ✓ 「運用権限の委託の場合には、委託先は権利者に対して直接義務を負う構造になっている〔注：金商法 42 条の 3 第 3 項〕のに対し、投資運用関係業務を受託した者は、委託した投資運用業者に対してのみ義務を負うものとされている〔注：金商法 66 条の 76、66 条の 77〕。その理由は、投資運用関係業務は広い裁量的権限すなわちフィデューシャリー・パワーについての授權とは言えないという整理に基づいて、あくまで委託者に対して義務を負うに過ぎないとしたものと考えられる」⁵⁶。
- 委託される信託事務の内容によって、規律を区別する余地はある。たとえば、信託財産の運用権限の委託については、一般的な信託事務の委託に関する規律——委託先たる第三者の受益者に対する直接の義務・責任の否定——とは異なる規律（投信法 21 条・56 条のような、直接訴訟型の救済を可能とする規律）とすることも考えられようか？

⁵⁴ 神作（2026）56 頁は、信託業法 23 条 1 項や投信法 21 条・56 条に基づく受益者に対する損害賠償責任が、直接損害に限られるのか、間接損害を含むのかなどの論点があると指摘した上で、「これらの論点の解明に併せて、商事信託法の一般ルールとして受益者の受託者に対する任務懈怠等に基づく損害賠償請求権について検討することが考えられる」と指摘する。

⁵⁵ ここでは信託事務の第三者への委託を念頭に置いているが、指図権者を置く場合や、さらには信託に限らない投資ファンド一般にも妥当し得る問題であるように思われる。

⁵⁶ 神作（2025）113 頁。

Ⅲ. いわゆる合同運用に関する規律

1. 合同運用とは

規模の利益追求（コスト最小化）や分散投資の実現（分散可能リスクの最小化）のため、複数の信託の信託財産を合同で運用することには合理性があり、実務上もしばしば行われている。

いわゆる「合同運用」には、大きく二つのバリエーションがある⁵⁷。

① 狭義の合同運用

複数の信託契約に基づく信託の信託財産を合わせて「合同運用団」を形成するもの。

各信託は、「合同運用団」を構成する財産の共有持分を有することとなる⁵⁸。

✓ 例：みずほ信託銀行の「貯蓄の達人」⁵⁹

- ・ 「当行は、信託金をこの信託約款に基づく信託契約……により受託する他の信託金と合同して運用します。」（約款5条1項）
- ・ 「当行は、利息等の安定的な収入の確保により合同運用財産の成長を図ることを目的として、合同運用財産を主として次の各号に掲げる資産に運用します。〔ただし書および各号は省略〕」（約款6条1項）

② 二重信託⁶⁰

合同運用のためのマザーファンド信託を設定し、各ベビーファンド信託は、当該マザーファンド信託の受益権を保有することとするもの。マザーファンドの受託者とベビーファンドの受託者は同一であり、マザーファンドは、委託者・受託者・受益者が同一となる。

✓ 例：三菱UFJ信託銀行の「投資の一步」⁶¹

- ・ 「受託者は、信託金を、この信託約款にもとづいて設定される他の信託……の信託金と合同して運用します。」（約款5条1項）
- ・ 「受託者は、合同運用財産を、安全性に配慮しながら、主として、当社を受託者として設定される実績配当型合同運用指定金銭信託（マザーファンド）……の受益権……で運用します。」（約款6条）

※ 上記①②以外の合同運用の方法として、一つの信託の受益権を分割するという法律構成も考えられるが、投信法7条により、「信託財産を主として有価証券に対する投資として運用することを目的とする」信託については、証券投資信託（投信法2条4項）の形式によらなければならないものとされている。

⁵⁷ 田中（2021）33頁参照。

⁵⁸ 道垣内（2022）96頁参照。

⁵⁹ https://www.mizuho-tb.co.jp/regulation/pdf/chochiku_mokuromisyo_251219.pdf

⁶⁰ 二重信託の法律構成について、田中（2023）62頁、神作（2024）161頁参照。

⁶¹ https://www.tr.mufig.jp/tameru/pdf/step_investment.pdf

2. 現行法の状況——受益者の権利行使について

(1) 損失てん補等請求権

狭義の合同運用の場合

○ 損失てん補等の請求の範囲

- ✓ 「合同運用信託における各信託（以下『ベビーファンド』という。）は、それぞれ別の信託であることから、原則として損失てん補等の範囲は、自らの持分だけに限定されると考えられる。しかしながら、各ベビーファンドの信託契約に定めをすれば、ベビーファンドの各受益者は、合同運用しているすべてのベビーファンドに対して重疊的に 92 条の権利行使をすることができると考えてもよいのではないか。すなわち、信託行為に定めをすれば、損失てん補等の範囲を合同運用している信託財産全体に及ぼすことも可能であるとする」⁶²。
- ✓ 「受託者の損失てん補責任等については、各信託の受益者は全体についての損失てん補・原状回復を請求できるというべきである。受託者がてん補または原状回復した財産は、再び合同運用財産となり、その持分しか各信託に帰属しないからである」⁶³。

二重信託の場合

○ 損失てん補等請求の可否と範囲

仮に、マザーファンドの管理・運用上の任務懈怠によりマザーファンドの信託財産に損失が生じたとすると、ベビーファンドの受益者は、ベビーファンドの受託者に対して損失てん補等を請求できるか？

- ✓ 「マザーファンドの信託財産の損失等は、ベビーファンドが保有するマザーファンドの受益権の価値が減少……することになることから、各ベビーファンドの委託者兼受益者は、ベビーファンドの信託財産（マザーファンドの受益権）の価値が減少又は内容が変化していることをもって、損失てん補又は原状回復の請求をすることができると考えられる。……ベビーファンドの受託者は、マザーファンドの受託者と同一であることから、任務の懈怠〔観念的には、ベビーファンドの受託者としての、運用の委託先であるマザーファンドの受託者に対する選任・監督責任〕があったと考えてもよいのではないか」⁶⁴。

※ 同様の問題はファミリーファンド方式を採用する投資信託でも生じうる。

⁶² 田中（2021）38～39 頁。

⁶³ 道垣内（2022）96～97 頁。

⁶⁴ 田中（2021）50 頁。

(2) 帳簿等閲覧謄写請求権

狭義の合同運用の場合

○ 閲覧謄写の範囲

- ・ 「合同運用の場合、各ベビーファンドは、それぞれ別の信託であることから、帳簿等の閲覧等の範囲についても、原則としては、自らの持分だけに限定されることになると考えられるが、自らの持分に限定しても、帳簿等の閲覧等の性質上、信託財産のうちの何分の一の持分についてのみ閲覧等を行うことはできないことから、結局は、信託財産全体に及ぶこととなる」⁶⁵。

○ 閲覧謄写の拒絶事由

- ・ 閲覧謄写の対象が「合同運用団」の財産全体に及ぶ結果、1つの信託に受益者が複数存在する場合と同様の問題状況が生じる。しかしながら、信託法 38 条 2 項 3 号～6 号は、1つの信託に受益者が複数存在する場合の拒絶事由なので、受益者が1人の信託が多数存在する狭義の合同運用の場合には適用されない。
- ・ そこで、信託法 38 条 2 項 3 号～6 号に相当する事情が存在する場合には、閲覧謄写を拒絶できるかどうか議論されてきた⁶⁶。

二重信託の場合

○ 閲覧謄写の可否および範囲

- ・ ベビーファンドの受益者は、あくまでベビーファンドの信託財産に関する帳簿等の閲覧謄写しかできないのが原則である。すなわち、ベビーファンドの受益者は、マザーファンドの信託財産に係る帳簿等の閲覧謄写を請求することはできないこととなる。
 - ✓ 「マザーファンドの帳簿等についての閲覧・謄写請求権は、マザーファンドの受益者であるベビーファンドの受託者が行使権を有していることになるため、受託者からの積極的なディスクロージャーがない限り、ベビーファンドの受益者は、行使することができないと言わざるを得ない」⁶⁷。
- ・ しかし、かかる「受益権の縮減」とでもいうべき状態が立法論的に妥当であるかは議論の余地がある。
 - ✓ 「少なくとも、マザーファンドの約款か、マザーファンドに関与している全ベビーファンドの信託契約にマザーファンドの帳簿等の閲覧請求が許容されていれば、各ベビーファンドの受益者は行使可能であるものと考えられる」⁶⁸。

※ 同様の問題はファミリーファンド方式を採用する投資信託でも生じうる（受益者の投資信託委託会社に対する帳簿閲覧謄写請求権につき投信法 15 条 2 項参照）。

⁶⁵ 田中（2021）39～40 頁。

⁶⁶ 田中（2021）39 頁、久保田（2024）100 頁参照。

⁶⁷ 田中（2021）50 頁。

⁶⁸ 田中（2021）50 頁。

3. 立法論的な検討課題

基本的な考え方

- ✓ 「多数の者が出捐をしてそれを合同運用するような仕組みを設計する場合に、個々の出捐者の権利および権利行使のあり方をどのように解すべきかという問題になります。合同運用が信託を用いて行われるような場合に、投資信託のようなタイプと、合同運用指定金銭信託のようなタイプとで差が生じるのは、基本的には合理的でないと考えられるのではないかというのがここでの問題提起です」⁶⁹。

狭義の合同運用について

- ・ 経済的な実質は、受益権分割構成と大きな違いはないと考えられる。
- ・ 法的にも受益権分割構成と近い取扱いを実現できるような解釈・立法が望ましい。

二重信託について

- ・ 経済的な実質は、受益権分割構成や狭義の合同運用と大きな違いはないと考えられる。
- ・ 投資家が実質的に信託財産の運用を担う信託の直接の受益者ではなくなることで、「受益権の縮減」が生じるかどうか。もしそれが生じるとして、それは正当化しうるのか。
 - ✓ 二重信託という法律構成をとることによって、受益者の利益が実質的にどのように変容しうるか——また、それに対して実務上どのように対応しているか——の包括的な分析が必要。
 - ✓ 経済的な実質が受益権分割構成や狭義の合同運用と大きく異なるのであれば、「受益権の縮減」が生じないような立法的手当が望ましいのではないか。

⁶⁹ 神田（2010）15頁。

引用文献

- アメリカ法律協会編＝早川眞一郎訳（1996）『米国信託法上の投資ルール』（学陽書房、1996年）
- 有吉尚哉（2023）「日本法の下での ESG/SDGs を考慮した投資と法的責任」神作裕之＝三菱 UFJ 信託銀行フィデューシャリー・デューティー研究会編『フィデューシャリー・デューティーの最前線』（有斐閣、2023年）170頁
- 岩原紳作（2020）「投資信託」同『金融法論集（下）』（商事法務、2020年）3頁〔初出は1998年〕
- 乙部辰良（2001）『詳解投資信託法』（第一法規、2001年）
- 神作裕之（2024）「信託の併合・分割と合併・会社分割」トラスト未来フォーラム編『商事信託法と株式会社法の比較研究』（2024年）151頁
- 神作裕之（2025）「投資運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—」JSRI 金融商品取引法研究 2号（2025年）85頁
- 神作裕之（2026）「商事信託から見た信託法」信託 305号（2026年）45頁
- 神田秀樹（2010）「平成 18 年信託法と商事信託—理論的観点から」信託法研究 35号（2010年）15頁
- 神田秀樹（2024）「信託の受託者の義務—信託の受託者の義務違反と受益者に対する損害賠償責任」トラスト未来フォーラム編『商事信託法と株式会社法の比較研究』（2024年）35頁
- 木村仁（2013）「指図権者等が関与する信託の法的諸問題」法と政治 64 卷 3号（2013年）67頁
- 金融商品取引法研究会編（2024）『資産運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—〔金融商品取引法研究会研究記録第 84 号〕』（日本証券経済研究所、2024年）
- 久保田安彦（2024）「信託の受益権とその譲渡」トラスト未来フォーラム編『商事信託法と株式会社法の比較研究』（2024年）81頁
- 後藤元（2021）「ESG と信託」信託 286号（2021年）6頁
- 齊藤将彦＝野崎彰監修（2026）『逐条解説 2024 年金融商品取引法等改正』（商事法務、2026年）
- 四宮和夫（1989）『信託法〔新版〕』（有斐閣、1989年）
- 商事信託研究会（2001）『商事信託法の研究』（有斐閣、2001年）
- 商事信託法研究会（2013）「指図型信託における指図権者の位置付け」信託 256号（2013年）4頁
- 高橋康文（2005）『詳解 新しい信託業法』（第一法規、2005年）
- 田澤元章（2014）「商事信託法と業法・特別法—投信法・SPC 法上の若干の論点」信託法研究 39号（2014年）29頁
- 田中和明（2021）「合同運用に関する実務上の問題点」トラスト未来フォーラム編『商事信託法の現代的課題』（2021年）33頁
- 田中和明（2023）『信託法務大全 第 1 編 信託法』（清文社、2023年）
- 道垣内弘人（2022）『信託法〔第 2 版〕』（有斐閣、2022年）
- 道垣内弘人編著（2026）『条解信託法〔第 2 版〕』（弘文堂、2026年）
- 戸田嘉徳（1968）『改正証券投資信託法および省令の解説』別冊商事法務研究 6号（1968年）
- 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業編（2025）『ファイナンス法大全（下）〔全訂第 2 版〕』（商事法務、2025年）

- 能見善久 (2004) 『現代信託法』 (有斐閣、2004 年)
- 藤田友敬 (2014) 「信託法における受託者の責任」 落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』
(有斐閣、2014 年) 929 頁
- 松元暢子 (2018) 「信託に関する権限を有する者 (受託者・指図権者) が複数存在する場合の責任
の検討—米国の 2017 年 Uniform Directed Trust Act を参照しつつ」 神田秀樹責任編集『企
業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2019 年度版』 (財経詳報社、2018 年)
295 頁
- 村松秀樹編著 (2023) 『概説信託法』 (金融財政事情研究会、2023 年)
- 山下徹哉 (2025) 「機関投資家による ESG 課題の解決をめぐる論点に関する検討」 トラスト未来
フォーラム編『信託の法的基盤の理解に資する総合研究』 (2025 年) 219 頁
- 山下純司 (2017) 「信託事務の第三者委託について」 能見善久 = 樋口範雄 = 神田秀樹編『信託法
制の新時代』 (弘文堂、2017 年) 107 頁
- 行岡睦彦 (2025) 「投資助言に対する法規制についての序論的検討」 JSDA キャピタルマーケット
フォーラム (第 5 期) 論文集 (2025 年) 185 頁
- 渡辺宏之 (2019) 「受託者の義務・責任(2)」 信託 280 号 (2019 年) 35 頁
- John H. Langbein (2005), Questioning the Trust Law of Loyalty: Sole Interest or Best Interest, 114
Yale L.J. 929 (2005)
- Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff (2020), Reconciling Fiduciary Duty and Social
Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee, 72 Stan. L. Rev. 381
(2020)
- Robert H. Sitkoff (2003), Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency, 28 J. Corp. L.
565 (2003)