

## 商事信託の変更等における集団的意思決定のあり方

久保田安彦（慶應義塾大学）

### I はじめに

- ✓ 本報告の目的
  - 【神作教授報告】で示された問題意識に基づく検討の一部として、受益者が多数となる場合の意思決定手続のあり方を検討する<sup>1</sup>
    - 主に想定するのは、受益者が多数であり、受益権の内容が同一である信託
    - 一個の信託約款に基づいて、信託会社が多数の委託者との間に信託契約を締結する場合についても、その経済的な実質は上記の信託と変わらないと考えられるため、同様の規律付けを及ぼすことを想定している（後掲II2）
  - 具体的には、第1に、現行信託法上の受益者集会の制度だけでは不十分であるという問題意識の下、書面決議・電子決議の制度の導入について検討する（後掲III1）
    - デフォルトルールのあり方を検討した上で、信託行為において、どこまでの定めが認められるかも検討する
    - また、かかる検討を踏まえて、受益者集会の制度についても再検討を加える
  - その上で、第2に、多数の受益者間の利害対立が最も先鋭化する場面として、信託の変更の場面を取り上げ、各種の業法（信託業法、兼営法、貸付信託法および投信法）が適用される信託を対象として、信託法上、多数決による意思決定手続としてどのような手続が許されるべきかという問題を分析する（後掲III）
    - かかる分析は、各業法が定める手続の合理性の検証を含意すると同時に、信託法において「商事信託」のための規定を充実させる方向性を模索しようとするものでもある
    - なお、投資法人にも同様の柔軟化された手続を認めてよいか問題になるが、それには追加的な検討が必要であるため、本報告では取り上げない
  - 第3に、ごく一部にとどまるが、どのような場合に受益者の同意を要求すべきかについての分析も試みる

<sup>1</sup> 受益者が多数となる場合の意思決定手続が商事信託の法理に含められることを指摘するものとして、神田秀樹「日本の商事信託——序説」落合誠一＝江頭憲治郎＝山下友信編『鴻常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』（商事法務、1995）588頁、後藤元「商事信託法研究の歴史と展望」信託法研究46号（2022）36頁など参照。

- 取り上げるのは、委託者指図型投資信託の併合につき受益者の同意が不要とされるための要件である

## II 受益者の多数決による意思決定の手続

### I 書面決議・電子決議の手続の導入

#### (1) 問題の所在

- 信託法上、書面決議・電子決議に関する規定は置かれていない
- 信託行為の定めがあれば、書面決議・電子決議も許されると解されるが（信託105条1項ただし書参照）、詳細な定めを置く必要がある上に、どこまでの定めが許されるかが明確でなく、実務上、書面決議・電子決議は利用しにくい状況にある
- そこで、信託法において、デフォルト・ルールとして、書面決議・電子決議の手続に関する規定を新設することが考えられる<sup>2</sup>

#### (2) 検討

- ✓ 主たる対象となる信託
    - そもそも多数決による決定が許されているのは、常に受益者全員の合意を要するとすると、複数受益者による意思決定を困難とし、信託事務の円滑な処理を妨げる結果になりかねないからであるとされる<sup>3</sup>
    - 受益者全員の合意による意思決定が困難である原因として考えられるのは、①受益者の合理的無関心、②受益者間における信託財産の運用・管理等に関する選好の違い、および、③一部の受益者の戦略的行動の可能性
    - このうち①③に関しては、それが原因で意思決定ができないことは多くの受益者にとって不利益になる。換言すれば、受益者間の選好の違いが大きい場合は、通常、多数決による意思決定は、むしろ受益者の利益に適うと考えられる
- ↓
- 受益者が多数であり、受益権の内容が同一である信託（一個の信託約款に基づいて合同運用される信託を含む〔後掲2参照〕）に関する限り、通常、複数の受益者の利害関係が均一・共通であるため、重要な信託の変更や信託の併合・分割など、信託財産の運用・管理等のあり方が大きく変更されるような場合を除いて、

<sup>2</sup> 神作裕之「商事信託から見た信託法」信託305号（2026）58頁。

<sup>3</sup> 道垣内弘人編著『条解信託法（第2版）』（弘文堂、2026）555頁〔弥永真生〕。

典型的にみて、どのような意思決定をするかに関する受益者間の選好の違いも大きくないと考えられる

- かかる信託においても、信託の重要な変更等の場合のように受益者間の選好の違いが大きい場合はありうるが、そうした場合に不利益を受ける受益者（反対受益者）には受益権取得請求権が認められるため（信託103条1項～3項）、保護のあり方としてはそれで足りると考えられる

✓ 会議体の不開催の当否

- 受益者集会の制度とは異なり、書面決議・電子決議の制度では、会議体は開催されないことになるが、それは許容されてよいか
  - ◇ 信託法の規定上は、会議体の開催が必須とされているわけではない
  - ◇ 実質論としても、以下の理由から会議体の不開催を許してよいであろう
    - ◆ 通常は、会議体での審議によって決議の結果が変わる可能性は小さいと考えられる<sup>4</sup>
    - ◆ また、信託行為の定めを要求するとともに、適正な手続（とりわけ情報周知手続）を確保するための規律を用意すれば、それで受益者の保護としては基本的に十分であると考えられる
    - ◆ そうであれば、むしろ受益者にとっては、会議体を不開催とすることによって低いコストでの意思決定が可能となることの便益のほうが大きい

(3) 追加的な検討：受益者集会と共通する問題

- ✓ 多数決による意思決定の制度（受益者集会・書面投票・電子投票制度）を利用できる信託を制限すべきか<sup>5</sup>
  - 前記のように、受益者が多数で受益権の内容が同一である信託の場合は、通常、受益者の利害関係が均一・共通であるため、一部の受益者の利益が不当に害されることは想定しにくい
  - これに対し、受益者の属人的な要素や市場外の要素を考慮して創設され運用されるタイプの民事信託については、受益者の利害関係が均一・共通でない場合も少

<sup>4</sup> 客観的にみて、会議体での審議によって決議の結果が変わる可能性が小さくないにもかかわらず、あえて受託者が書面決議・電子決議の方法を選択したために受益者に損害が生じた場合は、受託者の責任が生じると解し得る。實際上、責任追及できる場合はかなり限定的であろうと考えられるが、それでも、こうした解釈には一定の牽制効果を期待できる。

<sup>5</sup> このような問題提起をするものとして、神作・前掲46頁参照。

なくないところ、そのような場合は、多数決による意思決定によって一部の受益者が害される事態が比較的生じやすい<sup>6</sup>

↓

- ただし、信託法上、民事信託を利用対象から除外する旨を明文化することは法技術的に容易でない
  - そこで次善の策として、明文化する場合は、受益権の内容が同一である信託を対象を限定する旨の規定を設けることも検討に値する
  - なお、多数決によって一部の受益者の利益を不当に害するような決議が行われた場合（典型的には特別利害関係を有する受益者の議決権行使により著しく不当な決議がされた場合〔→一部の受益者から他の受益者への利益移転〕）は、決議は無効であるとする解釈や、議案を提出した受託者の責任追及によっても対処し得る
- ✓ 信託行為の定めによる「みなし賛成」（議決権が行使されない場合は賛成したものとみなす）について
- 議案・議決権行使方法に関する情報が実効的に周知されることを前提に認めてよいという考え方もあり得る<sup>7</sup>
  - また、受益者が多数であり、受益権の内容が同一である信託の場合は、受益者の合理的無関心の問題が大きいため、「みなし賛成」を許すことのメリット（受益者にとって利益になる決議が成立しやすくなる）がデメリット（受益者にとって不利益な決議が成立される危険）を上回りやすいと考えられる
  - しかし他方で、民事信託の場合は、多数決によると、一部の受益者に不利な意思決定がされる可能性も小さくないところ、「みなし賛成」を許すと、そうした可能性がより一層大きくなるため、むしろデメリットの方が上回りやすい<sup>8</sup>
  - 民事信託を利用対象から完全に除外できない以上、類型的にみて問題が生じにくい信託、すなわち、業法の対象となる信託（後掲Ⅲ参照）に限って「みなし賛成」を許容することが考えられる

---

<sup>6</sup> 神作・前掲 56 頁。

<sup>7</sup> 寺本昌広『逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕』（商事法務、2008 年）292 頁は、こうした考え方を暗黙裡に前提とするものか。

<sup>8</sup> 道垣内弘人『信託法（第 2 版）』（有斐閣、2022 年）375 頁は、受益者集会に関する解釈論として、「みなし賛成」に関する信託行為の定めは許されないとする。その主たる論拠として、投資法人の投資主総会について「みなし賛成」の定めが認められており（投信法 93 条 1 項）、それは「投資法人は仕組み金融商品であり、その性質上、議決権行使に関心のない投資主も多数にのぼると考えられるため」であるところ、信託一般について、そのようなことは当てはまらないことが挙げられている。

- ✓ 信託行為の定めによる可決要件・定足数要件の排除・引下げについて
  - 受益者集会については、受託者の損失てん補責任等を免除するときを除き（信託105条3項・4項）、信託行為の定めによる定足数要件の緩和・排除および可決要件の緩和を認めてよいと解されている<sup>9</sup>
  - しかし、そのように解する場合は、受益者集会決議にせよ、書面決議・電子決議にせよ、ごく少数の受益者の同意のみによって決定できることになりかねない。このことは、とりわけ民事信託の場合に大きな問題になり得る
  - 中でも特別決議事項・特殊決議事項（同113条2項～4項）については、受益者の選好の違いが比較的大きく、問題が大きいと考えられる
  - そのため、会社法の規定を参考にして、信託法上、定足数要件の排除・引下げおよび可決要件の引下げを制限する旨の明文の規定を設けることも検討に値する
  
- ✓ 議案・議決権行使方法に関する情報の周知方法
  - 現行法上、受益者集会については、招集通知・受益者集会参考書類・議決権行使書面の交付または電磁的方法による提供という方法によって情報が周知される（同108条・109条）
  - それに加えて、より低コストでの決議成立を可能にするため、信託項の定めによる公告の方法による情報周知（信託業法29条の2等参照）も許されてよいか<sup>10</sup>
    - ◇ 公告の方法は情報周知力で劣るため、一般に許すことには問題が大きい
    - ◇ ただし、決議要件につき、（現に議決権を行使した議決権者の議決権の総額ではなく）全議決権者の議決権の総額を分母とする多数決による制度を採用する場合に限って、公告の方法による情報周知を認めるのであれば、決議の成立に相当割合の議決権行使が必要になるため、問題は小さいと考えられる
    - ◇ なお、業法の対象となる信託につき後掲III参照

<sup>9</sup> 受益者集会の場合につき、寺本・前掲304頁注2、道垣内編著・前掲577頁〔弥永真生〕参照。

<sup>10</sup> なお、受益者集会の場合も、無記名式の受益証券が発行されている場合は、公告の方法による招集通知事項を周知した上で（信託法109条4項）、無記名受益権の受益者の請求があったときに限って参考書類・議決権行使書面を交付すればよいとされている（信託法110条3項・4項）。

## 2 信託契約が多数で信託財産が合同運用される場合

### (1) 問題の所在

- 信託業法 29 条の 2 第 5 項「一個の信託約款に基づいて、信託会社が多数の委託者との間に締結する信託契約にあっては、当該信託契約の定めにより当該信託約款に係る信託を一の信託とみなして、前各項の規定を適用する。」
- 信託法にこれに相当する規定は置かれていない

### (2) 検討

#### ✓ 解釈による対応の当否

- 通常、複数の受益者の利害関係が均一・共通であることは、受益者が多数であり、受益権の内容が同一である信託の場合と同様である
- 信託業法 29 条の 2 第 5 項と同様の方法を信託契約に定めた上で、その方法に従って信託契約の変更を行うことができるとする解釈もあり得るが、そうした解釈に全く疑義がないといえるかは明らかでない
- そこで、実務上、受益者の同意を要する場合は、逐一、各信託契約の受益者の同意をとるという対応をとることになりそうであるが、本来、そうした対応をとる必要性は薄い上に、信託契約が多数であるときは煩雑にすぎる
- そのため、信託法において、信託業法 29 条の 2 第 5 項が定めることと同様のことを明文の規定で定めることが望ましい

## III 業法の対象となる信託の変更の手續

### I 問題の所在

- 各業法（信託業法、兼営法、貸付信託法、投信法）上、信託の変更に係る意思決定の手續としてどのような手續が定められているかは少なからず異なるが、そのことに合理性は認められるのか
  - ◇ とりわけ問題になるのは、投信法上の委託者指図型投資信託における投資信託約款の重大な変更に関する手續（投信法 17 条）が、他の業法上の手續と比べて厳格であること
- また、本来、そうした手續規定は、私法である信託法に置かれるべきものではないか
- なお、以下の検討は、信託の併合・分割にも基本的に当てはまると考えられる

## 2 委託者指図型投資信託における手続

### ✓ 問題の所在

- 投信法上の委託者指図型投資信託における投資信託約款の重大な変更
  - ◇ 委託会社は、知っている受益者に書面による通知を発し（受益者の承諾を得れば電磁的方法による通知でもよい）、無記名の受益証券が発行されている場合は公告をした上で、議決権を行使することができる受益者の議決権の3分の2以上の多数をもって行う書面決議を行わなければならない（投信法17条1項～5項・8項）
  - ◇ 投資信託約款の定めにより、知っている受益者が議決権を行使しないときは賛成するものとみなすこともできる（同条7項）
  - ◇ オープンエンド型の場合を除き、反対した受益者は受託者に受益権買取請求をすることができる（同18条、投信法施行規則40条の2）
- しかし、委託者指図型投資信託については、実務上、受益者の多数決による意思決定が難しいことが指摘されている
  - ◇ 実務上、委託会社は受益者を把握していないため、販売会社を通じて受益者の同意をとることが行われるが、それには少なからずコストを要する
  - ◇ そこで、かかるコストを減じるため、兼営法・貸付信託法と同じく、「公告による情報の周知」を許してよいか否かが問題とされてよい
    - ◆ ここで問題にするのは、（全議決権者の議決権の総額を分母とする多数決による場合〔前掲III（3）参照〕ではなく）現に議決権を行使した議決権者の議決権の総額を分母とする多数決による場合

### Cf. 兼営法上の手続

- ◆ 多数人を委託者又は受益者とする定型的信託契約についての約款の変更につき、金融機関が内閣総理大臣の認可を受けた上で異議申述催告を行い、一定の期間内（1か月以上）に異議を述べなかった委託者・受益者は承諾したものとみなされる（兼営法5条1項～3項）
- ◆ 異議を述べた受益者には金融機関に対する受益権買取請求権が認められる（同条4項）

### ✓ 平成18年投信法改正の評価

- 前記の現行法の手続は、平成18年改正により、従前の信託業法方式の手続（異議申述催告の公告＋異議を述べた受益者の受益権の口数が総口数の2分の1を超えるときは約款変更は許されない）から変更されたもの

- 同改正の実質的な理由は、①平成 18 年制定信託法上の受益者集会制度の規律との均衡と、②抽象的な受益者保護<sup>11</sup>
  - しかし、①につき、利用できる信託が制限されていない信託法上の受益者集会制度との均衡は、必ずしも十分な理由にはならないと考えられる
  - そうするとポイントは、「公告による情報の周知」を許した場合において、受益者が不当に害される危険にどのように対処し得るか
- ✓ 具体的な見直し案
- 現行投信法上の手続と「公告による情報の周知」を許す場合との違いは、受益者に対する情報周知（→議決権の行使＋受益権買取請求権の行使の機会の確保→不当な信託の変更の防止）の強度である
  - そこで、公告の方法として、日刊新聞紙による公告と電子公告の（どちらか一方ではなく）両者を義務付けることにより情報周知の強度を上げることが考えられる（会社 789 条 3 項など参照）
  - その上で、オープンエンド型（わが国で主流のもの）に限って「公告による情報の周知」を許すことにすれば、問題は小さいのではないか
    - ☆ オープンエンド型の場合は、(a) 受益者には受益権買取請求権が認められず、その行使機会を確保する必要はない、(b) そのことにも示されているように、オープンエンド型では、いつでも基準価額での換金が可能であること、および、受益者の議決権行使によって投資信託の純資産総額ひいては基準価額が変動する余地は小さく、受益者が害されることは考えにくい、そして、そのことのゆえに、(c) 受益者の議決権行使のインセンティブは乏しい<sup>12</sup>ため、「公告による情報の周知」を許すことによるメリットのほうがデメリットよりも大きいと考えられる
- ✓ なお、信託行為の定めによる可決要件の引下げについて
- 委託者指図型投資信託に関しては、信託行為の定めにより、例えば、過半数の賛成でよいとすること（平成 18 年改正前投信法や現行信託業法が定める可決要件）などを認めるべきか

<sup>11</sup> 三井秀範＝池田唯一監修『一問一答 金融商品取引法（改訂版）』（商事法務、2008）451 頁参照。

<sup>12</sup> 行岡睦彦「証券投資信託のガバナンス構造について」信託研究奨励金論集 42 号（2021）252-254 頁参照。

- しかし、「みなし賛成」に加えて、前記のように「公告による情報の周知」を許すのであれば、受益者にとって望ましい信託の変更を実現するために可決要件を緩和する実務ニーズは乏しくなる
- また、受益者の議決権行使のインセンティブが小さい状況において、反対が3分の1超に達する場合は、信託の変更が受益者の利益に反するものである可能性が大きいため、可決要件の引下げは許すべきではないと考えられる

### 3 他の業法の適用対象である信託における可決要件

- ✓ 兼営法や貸付信託法の適用対象である信託
  - 現行法では、内閣総理大臣の認可（兼営法）・承認（貸付信託法）が要件とされる一方、一定割合の受益者の賛成は要件とされていない
  - このことの評価は、内閣総理大臣の認可・承認にどれほどの実際的な意義が認められるかによって決まる
- ✓ 信託業法の適用対象である信託
  - 現行法の規律を維持する限り、受益者保護のため可決要件は維持すべき

### 4 信託法における規定の整備

- ✓ 委託者指図型投資信託も含めて、各業法の適用対象となる信託における信託の変更の  
手続については、本来的には、私法である信託法に規定を置くことが検討されてよい  
のではないかと  
  - 業法に手続規定が設けられているのは、もともと信託法上、商事信託の変更等における集団的意思決定の手続規定が整備されていなかったために、業法に手続規定を置く必要があったことに由来すると理解される<sup>13</sup>。このことは、前記のように立法論により信託法における手続規定の整備が十分なものになれば、業法に手続規定を設ける必要性が薄れることを意味する
  - そこで、信託法上、書面決議・電子決議制度（前掲II参照）の利用を前提に、各業法の対象となる信託につき、信託行為において「公告による情報の周知」と「みなし賛成」の定めを設けることが認められる旨を規定するとともに、投信法・信託業法の対象となる信託については可決要件も規定することが考えられる
  - なお、内閣総理大臣の認可・承認を要する旨の規定は業法のほうに残すべき

<sup>13</sup> 神田秀樹「信託の将来と法の役割」信託262号（2015）11頁参照。

#### IV 委託者指図型投資信託の併合につき受益者の同意が不要とされるための要件

##### 1 問題の所在

- ✓ 投信法上の委託者指図型投資信託の併合とその手続
  - 受託者を同一とする2以上の委託者指図型投資信託の信託財産を1の新たな委託者指図型投資信託の信託財産とすること（投信法16条2号）
  - 「併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるものに該当する場合」を除いて、書面決議を要する（同17条1項2号）
    - ◇ 書面決議は、議決権を行使することができる受益者の議決権の3分の2以上の多数をもって行う（同条8項）
    - ◇ 投資信託約款において、知っている受益者が議決権を行使しないときは、当該知っている受益者は書面による決議について賛成するものとみなす旨の定めをすることができる（同条7項）<sup>15</sup>
  
- ✓ 併合の手続の見直し
  - わが国では、小規模な投資信託が多数存在し、問題視されてきた
  - 投資信託の販売戦略上の問題や投資信託約款における繰上償還条項が未整備であることが影響していると考えられるが、法制上の理由として、投資信託の併合が困難であることが影響している可能性もある
  - そうした法制上の理由として考えられるのは、①併合の手続の厳格さ（前掲Ⅲ参照）、②受益者の書面決議が不要とされるための要件（「併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるもの」〔投信法17条1項、投信法施行規則29条の2第1項〕に該当するための要件）の厳格さ
  - 以下では、②について取り上げる

<sup>15</sup> こうした決議要件は、信託法上の受益者集会の決議要件（議決権を行使することができる受益者の半数以上であって、当該受益者の議決権の3分の2以上の多数をもって行う〔信託法113条3項〕）と比べて緩和されている。これは、金融審議会・投資信託・投資法人の見直しに関するワーキン・グループ「最終報告」（平成24年12月7日）による「投資信託においては受益者の個性による影響が極めて限定的であることに加え、受益権の内容の均等性が担保されていることにも鑑み、約款変更や併合手続の見直しを促進する観点を踏まえ、受益者数要件を撤廃することが適当である」という提言を踏まえたものである。

## 2 検討

- ✓ 「併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるもの」とは、以下の3つの要件の全てに該当するもの（投信法施行規則 29 条の 2 第 1 項）<sup>16</sup>
- ① 当該併合後の委託者指図型投資信託に属することとなる財産が当該併合前の投資信託約款に記載された投資信託財産の運用方針に反しないと認められること
  - ② 当該併合の前後で当該委託者指図型投資信託の商品としての基本的な性格に相違がないこと
  - ③ 当該委託者指図型投資信託の投資信託財産の純資産総額が併合をする他の委託者指図型投資信託の投資信託財産の純資産総額の 5 倍以上であること（当該委託者指図型投資信託の投資信託財産と当該他の委託者指図型投資信託の投資信託財産の内容が実質的に同一であると認められる場合を除く）
- ✓ なぜ前記③の要件が要求されているのか
- おそらく会社法上の簡易組織再編（会社 796 条 2 項など）を参考にしたものと考えられる
  - しかし、本来、簡易組織再編の対象を画する要件としては、前記①②に類似した要件を用いることが望ましいところ、会社の場合は実際上①②の要件の該当性の判断が非常に難しいため、いわば①②に代替する要件として③の要件が用いられていると理解される
- ◇ この点に関連して、株式会社の合併の場合は、(a) 合併によって事業ポートフォリオが大きく変化するのにもとない株式投資リスクが大きく変化しうる、(b) 合併対価の公正性が問題になる、(c) 経営者の私的利益のための合併が計画される危険がある（構造的な利益相反）ために、株主総会決議を要求することには合理性があると考えられる
- ◇ これに対し、委託者指図型投資信託の場合は、基準価額（純資産総額を投資信託の総口数で除したもの）の算定の適切性の確保が重要であるところ、その適切性が確保されることを前提にすると、前記 (b) は問題になりにくい。前記 (c) についても、信託報酬（販売手数料を含む）の水準をめぐる構造的な利益相反は認められるものの、その他の点では構造的な利益相反はさほど問題視しなくてよいと考えられる。また、運用方針や商品の性格が実質的に変化しない限り、前記 (a) も問題になりにくい。そうするとポイントは、運

<sup>16</sup> 下記①～③に当たる場合につき、金融庁「投資信託に関する Q&A」（2014 年 3 月 27 日公表）参照。

用方針や商品の性格が実質的に変化するか否か（すなわち①及び②の要件）  
であると考えられる

- 投資信託の場合は、①②の要件の該当性の判断は比較的容易である以上、①及び②の要件を満たせば「併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるもの」に該当するとしてよく、追加的に③の要件を満たさなければならぬとする必要はないのではないか
- ただし、①及び②の要件、または、③の要件のいずれかを満たした場合に、「併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるもの」に該当するとは考えられる

以上