

信託財産の運用のために保管する有価証券について の信託の公示と分別管理

真船秀郎

目次

1. はじめに
2. 信託財産の独立性
3. 信託財産の独立性と信託の公示
4. 信託財産の独立性と分別管理
5. 信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理
6. おわりに

1. はじめに

現在、信託銀行が営業として引き受けている各種の信託商品を、利殖を目的とするものとそうでないものとに分けてみると、いわゆるビッグやヒットなどの「貸付信託」「金銭信託」をはじめとして、証券投資信託や運用基金信託など、利殖を目的とする信託商品が大きな位置を占めている。また、利殖を直接の目的としない年金信託やさらには公益信託などにおいても、給付財源を確保するため、あるいは様々な公益目的を実現するため、信託財産の実質的な価値を維持するだけでなく、安全かつ確実にその増殖を図ることが、受託者側に課せられた重要な任務となっている。

そして、これらの信託商品において信託財産を運用する方法としては、従来のように、信託財産として保有する金銭を第三者に貸し付け、元金と利息を回収することにより信託財産の増殖を図るいわゆる貸付金運用から、最近では、証券市場の拡大、発展に伴い、有価証券に投資してインカムゲインやキャピタルゲインを獲得するいわゆる有価証券運用に運用方法の中心が移って来ている。したがって、専ら財産の管理のみを目的とした信託や土地信託などを除けば、

今日における信託商品のほとんどが、多かれ少なかれ、有価証券の売買と保有による信託財産の価値の増大を目指しており、営業信託における有価証券運用の安全性と運用効率の確保は必要不可欠のものとなっている。

ところで、信託法理上、「信託財産の独立性」が保障されていることもあり、投資家が、資産の運用について信託という手段を選ぶ際には、この信託財産の独立性により、運用資産が受託者の信用状態によるリスクから遮断されていることも、重要な点として考慮しているものと思われる。

ところが、前述のような信託財産の運用によりその価値の増殖を図る信託商品においては、信託財産の機動的な運用を可能にするため、いわゆる「信託の公示」を省略する旨の特約を結んでいるのが実情である。たとえば、適格退職年金信託の契約書を例にとると、その契約書ひな型の9条には、「公示の省略」と題した条項があり、「信託財産については、共同委託者または共同受託者の全部または一部が必要と認めた場合のほかは、信託の登記、登録または信託の表示および記載を省略します。」と定めている。そのほか、上に挙げた、貸付信託、金銭信託、証券投資信託などの信託商品においても、ほぼ例外なくこのような内容の条項を、信託契約に置いている⁽¹⁾。なお、この特約に基づき「信託の公示」を省略する財産は、實際上、有価証券に限られている。たとえば、信託財産が不動産である場合には、信託の登記を備えることになる。

一方、信託法第3条は、信託を第三者に対抗するための要件として、信託の公示をなすべき旨を定めている。そうすると、信託の公示を省略する特約に基づき信託財産たる有価証券に信託の公示を行わないということは、かりに、受託者の一般債権者が信託財産たる有価証券を差し押さえたとき、あるいは、受託者が破産したときに、信託の対抗ができず、差押を排除したり、信託財産たる有価証券を破産財団から取り戻すことができないことになるのか、という疑問が生じる。つまり、信託財産たる有価証券の運用の機動性を確保するために信託の公示を省略したことによって、信託の特色である信託財産の独立性を享受できなくなるのか、という問題が出てくる。

また、今日の営業信託において有価証券運用にかかわるもう一つの実務上の

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

問題として、多数の信託ファンドにおける大量の有価証券売買に伴い、頻繁に搬入・搬出される有価証券の物理的な保管方法の問題がある。たとえば、株券について、信託銀行は、現在、数千に上る信託ファンドの信託財産としての大量の株券を保有しているほか、信託銀行自身の固有財産としても株券を保有している。そして、信託法の分別管理の原則に従い、信託財産に属する株券の全体と、固有財産としての株券とを、物理的に分離して保管しているが、各々の信託ファンドに属する株券については、ファンド毎に物理的に分離した保管方法をとること、あるいは、各ファンドが保有する株券の1枚1枚につき帳簿上、記番号を特定した保管方法をとることが、實際上著しく困難な状況にある。そこで、信託財産たる株券の保管方法について、全体として受託者の固有財産たる株券と保管場所を物理的に分離した上で、各ファンドの保有する株券の銘柄・種類・数量については帳簿上においてのみ明らかにするような方法をとった場合に、とくに、信託の成立要件の一つである「信託財産の特定性」との関係で問題がないのかどうか、具体的には、受託者の一般債権者が信託財産たる株券を差し押さえたとき、あるいは、受託者が破産したときに、受益者等が信託財産の独立性を主張して、差押を排除したり、信託財産たる株券を破産財団から取り戻すことができるのか。すなわち、信託財産の、固有財産および他の信託財産からの「分別管理」の面においても、信託の特色である信託財産の独立性の確保にかかわる問題がある。

そこで、本報告においては、信託財産の運用方法として有価証券の売買を行う信託商品に関して、信託財産たる有価証券——とりわけ、そのなかでも大宗を占める、現物の株券——の保管方法について、信託の公示を特に行わず、全体として受託者の固有財産たる株券と保管場所を物理的に分離した上で、帳簿上においてのみ各信託ファンドの保有する株券の銘柄・種類・数量を明らかにするような方法が、第三者の利益を不当に侵害することなく信託財産の独立性を確保するものといえるかどうかについて、信託の公示および分別管理の観点から検討したい。

なお、信託の法理を追求する本報告のテーマとの関係から、受託者の倒産と

いったケースを想定するが、あくまで信託財産の独立性という信託の本質的特色の説明上とりあげるものであることをあらかじめお断り申し上げる。

(1) 《信託の公示に関する特約例》(信託協会編『信託法令集Ⅲ約款編』より抜萃)
適格退職年金信託契約書

第9条 【公示の省略】 信託財産については、(共同)委託者または(共同)受託者(の全部または一部)が必要と認めた場合のほかは、信託の登記、登録または信託の表示および記載を省略します。

厚生年金基金信託契約書

第8条 【公示の省略】 信託財産については、委託者または共同受託者の全部または一部が必要と認めた場合のほかは、信託財産の登記、登録または信託の表示および記載を省略します。

貸付信託(収益満期受取型。愛称“ビッグ”)約款

第12条 ① [略]

②信託財産については受託者が必要と認めた場合のほか信託の登記、登録または信託の表示および記載を省略するものとする。

指定金銭信託(愛称“ヒット”)約款

第5条 【信託の公示】 信託財産については、受託者が必要と認めた場合のほか、信託の登記、登録または信託の表示および記載を省略いたします。

証券投資信託(株式・オープン型)約款

第24条 【信託の表示及び記載の省略】 受託者は、信託財産に属する有価証券について、信託の表示及び記載をしないものとする。但し、委託者がこれを必要と認める場合はこの限りでない。

公益信託契約書

第20条 【信託の公示】 前条により取得した信託財産については、受託者が必要と認める場合をのぞき、信託の登記・登録または信託の表示および記載を省略する。

2. 信託財産の独立性

(1) 「信託財産の独立性」とは

まず、これまで繰り返し述べている「信託財産の独立性」とは、委託者が自己の財産を第三者である受益者に信託したときに、その財産の所有権が受託者に移るが、受託者としてこれを固有財産とは分別して管理すべき義務を負うだけでなく、実体的にも受託者の固有財産とは別個独立のもとして取扱われる信託財産の特性を指しているものとされている⁽²⁾。

(2) 「信託財産の独立性」を示す規定

この信託財産の独立性を示す信託法の条文としては、信託財産が受託者の相続財産に属しないことを規定する第15条、受託者の固有財産の債権者や、他の信託財産の債権者が、信託財産に対して原則として強制執行または競売することができないことを規定する第16条、信託財産に属する債権と信託財産に属さない債務との相殺を禁止する第17条、信託財産が、たとえば地上権である場合に、受託者が地上権の目的である土地を固有財産として取得しても、地上権が混同によって消滅することがない旨を規定する第18条、添付につき、各信託財産および受託者の固有財産はそれぞれ別の所有者に属するものと看做されると規定する第30条がある。

そのほか、第42条以下に關係の条文があるが、受託者が死亡し、または破産、禁治産、準禁治産の宣告を受けたり、法人の受託者であれば解散をしても、受託者の任務が終了するだけで、信託そのものは当然には終了せず、信託財産は他の受託者あるいは新受託者に帰属し、信託事務が引き継がれることなども、信託財産の独立性を示すものであるといわれている⁽³⁾。

(3) 「信託財産の独立性」の重要性

「信託財産の独立性」は信託の本質的特色の一つとされている。信託財産に独立性が認められることから、信託は〈財産の安全地帯〉とよばれることがあ

(4)
る。

因みに、1984年、ハーグ国際私法会議において採択された「信託の準拠法および承認に関するハーグ条約草案」は、第2条において、この条約が適用される「信託」の特徴として、まず第一に、信託財産が「独立の基金を構成し、受託者の固有財産に属さない」ことを挙げている。⁽⁵⁾ さらに第11条において、この条約に従って定まる準拠法にしたがって設定された「信託」は「信託」として承認されるが、それは「信託財産が独立の基金を構成すること」を意味することを含むものである旨が規定され、⁽⁶⁾ また、この条約の公式の説明書は、「このこと（＝信託財産が受託者の財産から分離されること——報告者注）は信託の必須の要素であって、このことが認められなければ、承認は何の意味も持たないほど」と述べている。⁽⁷⁾

このように、信託財産の独立性は、信託制度の本質的な特色である。したがって、信託を資産の管理・運用のための手段としてみた場合には、資産の管理・運用者の信用状態によるリスクから遮断された器を提供するものである。もちろん、資産の管理・運用のための器としては、信託の場合とは異なり、資産の管理・運用者に確定債務を負わせて、投資家が資産の管理・運用者の信用リスクを引き受けるようなものもある。銀行預金や生命保険型の年金などがその例である。投資家の側からみた場合、信託と比べてどちらが優れているかは、私見としては一概にいえないのであって、むしろいろいろな運用の形態が存在し、それぞれがその特長を発揮することが望ましい。信託は、資産の保管者の信用リスクから遮断された管理・運用のための器として重要な存在意義を有するものであるから、営業信託においても、第三者の利益を不当に侵害しない範囲で、可能な限り信託財産の独立性を確保することが、信託の特長を生かすゆえんであろう。

(4) 受託者倒産時における「信託財産の独立性」の確保

ここで、受託者の信用状態の悪化との関連で信託財産の安全が脅かされる事態を考えると、おもに次の二つの場合を挙げることができる。一つは、受託者

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

の固有勘定における債務不履行に基づき受託者の一般債権者が信託財産を差し押さえた場合、そして、もう一つは、受託者が破産して破産管財人が信託財産を破産財団に組み入れた場合である。これらの場合においても、受益者等は、原則として、次の方法により信託財産の独立性を主張し、信託財産を守ることができる。すなわち、

まず、受託者の一般債権者が信託財産を差し押さえた場合には、委託者、その相続人、受益者および受託者は、信託法第16条が準用する民事執行法第38条により、第三者異議の訴えを起こして、差押を排除することができる。⁽⁸⁾

つぎに、受託者が破産し、破産管財人により信託財産が破産財団に取り込まれた場合には、明文の規定はないが、信託法第16条の趣旨や「信託法の諸規定から帰納される信託財産の独立性から、信託財産は破産財団に属せず、取戻権に服するものと考え」⁽⁹⁾られている。なお、取戻権者は、信託法「第16条を類推して、委託者、その相続人、受益者および新受託者であり、もし信託が終了した場合なら、信託財産の帰属権利者である、と解」⁽¹⁰⁾されている。

(2) 四宮和夫『信託法（新版）』181頁。

(3) 細谷祐治「信託と法定整理清算の関係(二)」信託協会会報9巻5号59頁。なお、「信託財産の独立性」という用語自体が実定法上規定されている訳ではない。しかし、信託法の諸規定の背後にこの観念が存することは広く認められている（入江眞太郎『全訂信託法原論』242頁。四宮・前出注(2)61頁）。

(4) 四宮・前出注(2)。

(5) アルフレッド・E・フォン・オーヴェルベック／道垣内正人訳「信託の準拋法及び承認に関するハーグ条約についての報告書」信託153号6頁。

(6) 同11頁。

(7) 同28頁。

(8) 四宮・前出注(2)183頁。

(9) 同184頁。

(10) 同185頁。

3. 信託財産の独立性と信託の公示

(1) 信託財産の独立性と信託の公示の必要性

信託財産の独立性により、信託財産は、実質的には受託者の固有財産ではなく、むしろ受益者のものとされる⁽¹¹⁾。しかしながら、信託は、形式的ではあるにせよ、財産の所有権を受託者に移転するものであることから、信託財産を実質的にも受託者の固有財産であると信じて取引する第三者の利益を保護する必要があるとして、信託法第3条に定められた信託の公示の制度は、このような第三者の利益、すなわち取引の安全を保護するための制度であると、一般には、説明されている⁽¹²⁾。

(2) 法令の定める信託の公示

a. 信託法第3条

信託法第3条は信託の公示方法について次のように定めている。まず第1項は、「登記又ハ登録スヘキ財産権ニ付テハ信託ハ其ノ登記又ハ登録ヲ為スニ非サレハ之ヲ以テ第三者ニ対抗スルコトヲ得ス」。つぎに第2項は、「有価証券ニ付テハ信託ハ勅令ノ定ムル所ニ依リ証券ニ信託財産ナルコトヲ表示シ株券及社債券ニ付テハ尚株主名簿又ハ社債原簿ニ信託財産タル旨ヲ記載スルニ非サレハ之ヲ以テ第三者ニ対抗スルコトヲ得ス」。

第1項は、不動産、船舶、建設機械などの登記方法のある財産、および、鉱業権、漁業権、工業所有権などの登録方法のある財産が適用対象となる。つぎに、第2項は、文字通り、有価証券を適用対象とするが、登録国債、登録社債などについては、第1項が適用されると解されている。

有価証券については、信託法第3条第2項に「勅令ノ定ムル所ニ依リ」とあるように、大正11年勅令第519号（有価証券ノ信託財産表示及信託財産ニ属スル金銭ノ管理ニ関スル件）が各種の有価証券についての信託の公示方法を具体的に定めている。

信託商品において通常運用対象となる有価証券のうちでも、本報告でとくに

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

とりあげたい株券について、その具体的な公示方法を述べると、勅令第1条により、委託者または受託者が、その株式の発行者または公証人に対して、信託財産表示を請求する。その請求を発行者が受けた場合には、発行者は、勅令第3条により、個々の株券上に信託財産である旨を記載し、その年月日を附記し、記名捺印をする。公証人が請求を受けた場合には、公証人は、勅令第2条により、信託表示簿に株券の種類および番号、ならびに委託者および受託者の氏名を記載し、株券上には登録番号を記載して、日付ある印章を押捺し、さらにその印章を以って、信託表示簿と株券とに割印を押す必要がある。なお、信託法第3条第2項は、株主名簿にも信託財産たる旨を記載しなければ「第三者ニ対抗スルコトヲ得」ないと規定しているが、これは、昭和41年の商法改正による株式の譲渡方法の変更に伴い、現在では、専ら発行者に対する対抗要件と解すべきものとされている⁽¹³⁾。また、信託財産表示の抹消については、勅令第4条により、原則として受託者、例外的に受益者の請求に基づき、信託財産表示をした発行者または公証人が抹消を行なうものとされている。

b. 株券等の保管及び振替に関する法律第37条

以上は、現物として保管する株式についての信託の公示の方法である。これに対して、株券等の保管及び振替に関する法律第37条は、保管振替機関に預託された株券その他の有価証券について、信託法第3条第2項の規定にかかわらず、参加者口座簿または顧客口座簿に信託財産である旨を記載することにより、第三者に対抗することができる旨を規定している。すなわち、振替決済制度に組み込まれた有価証券について信託財産であることを第三者に対抗するためには、参加者口座簿または顧客口座簿に信託財産である旨を記載すれば、証券面への記載も、株主名簿ないし実質株主名簿への記載も、不要とされている⁽¹⁴⁾。

(3) 信託の公示の効力

つぎに、信託の公示の効力について、信託法第3条は、その定める公示方法を備えないと、信託を第三者に対抗することができない、と規定している。

そうすると、信託財産に信託の公示方法を備えていないときに、受託者の一般債権者が信託財産を差し押さえたり、あるいは、受託者が破産した場合に、信託財産は、本来、受託者の一般債権者に対する引当てになっていないにもかかわらず、受益者等は、差押を排除したり、取戻権を行使したりすることができないことになってしまうのか。

a. 判例

信託の公示を備えない場合に、受託者の一般債権者または破産管財人に対して、信託を対抗できるかどうか、の問題に関する直接の判例は、見当たらない。わずかに、大阪高等裁判所の昭和35年9月29日の判決が、委託者が破産し、その所有名義の不動産に破産の登記がされたところ、その不動産の信託の受託者と称する者が、その不動産につき取戻権を行使しようとしたケースを、取り扱っている。判決は、信託の登記がなされていないことを理由に、取戻権を否定したが、この事件で、判決は、そもそも信託契約の存在そのものを疑っており、実際には信託の公示以前の問題であった。しかも、受託者ではなく委託者が破産したケースだから、今検討している問題の参考にはあまりならない。

b. 通説

通説は、信託法第3条が「取引の安全の保護」のための規定であるとの理解を前提として、いわば当然の如く、信託法の定める公示方法を備えないかぎり、当該財産が信託財産であることを、受託者の差押債権者および破産管財人に対抗できず、したがって受益者等からの第三者異議の訴えや、取戻権も認められないものとしている。⁽¹⁶⁾

c. 四宮説

この通説に対して、故四宮教授の見解は、興味深い変遷を示した。

まず、昭和33年に発行された四宮教授の『信託法』は、通説をそのまま踏襲している。⁽¹⁷⁾

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

つぎに、昭和54年に発行された『信託法』の増補版において、教授は大幅に説を改められ、受託者の一般債権者に異議を主張するためには公示すべき財産権については信託の公示を要する、と解するのが通説であるが、当事者の利益状況からは、公示なくして信託を対抗しうることを認めるべきである」とされ、(注)において、その理由を2つ挙げておられる。すなわち、第1に、「信託のごとき事務処理関係にあっては、『財産』帰属者である受益者を『権能』帰属者である受託者から、できるだけ保護してやる必要があること」、第2に、「受託者の一般債権者は、——公示なきため、かれには信託財産が受託者に属するよう見えようが——信託財産について一般的・抽象的な利害関係しか有しないのに反し、受益者は、信託財産について具体的・実質的な利害関係を有する」こと、である。⁽¹⁸⁾

しかし、平成元年に発行された『信託法』の新版では、増補版におけるような当事者の利益状況に関する判断は維持しながらも、⁽¹⁹⁾「民法177条の『対抗』に関する判例・学説の確立した理論を無視することも、ためらわれる」として、⁽²⁰⁾結局、結論を保留しておられるようである。

d. 私見

私は、信託法第3条の文理からも、一般に、信託の公示なくして第三者に対する信託の対抗を認めることは困難であるが、例外的に、信託の公示を省略することにやむを得ない事情がある場合には、信託財産を差し押さえた受託者の一般債権者および受託者の破産管財人に対する関係では、信託法第3条第2項を縮小解釈するべきであろうと考える。

以下、その根拠、すなわち例外的な場合を認めるべきであるとする理由につき、説明する。

第一の理由として、少なくとも受託者の一般債権者が信託財産を差し押さえた場合、あるいは、受託者が破産した場合に関しては、信託の公示なくして信託の対抗を認めても、⁽²¹⁾四宮教授がいわれるように、当事者の利益状況から判断して、基本的に受託者の一般債権者を不当に害するものとはいえない。なお、

差押や破産財団への組み入れそのものは取引行為ではないから、信託の対抗を認めても、そのこと自体が取引の安全を害するものではないだろう。さらに、たとえば、受託者が信託財産である有価証券を占有している場合には、信託財産たる有価証券を受託者の固有財産であると誤信して、受託者に過度の信用を与えたり、誤って執行の対象とし空振りに終わる債権者の「損害」も、一応は考えられるが、有価証券の占有者が必ずしも有価証券の実質的権利者とは限らないことは、寄託や担保としての占有を含めて頻繁にあることであるし、まして、営業信託の受託者に関しては、信託財産として有価証券を占有していることは周知のこととあってよいであろうから、少なくとも受益者に信託財産に対する実質的権利を失わせてまで、そのような誤信をした債権者を保護する必要はないのではないか。⁽²²⁾ 因みに、アメリカの信託法リステイトメントが、受託者の差押債権者や破産管財人は、善意有償の取得者には該らないものとして、信託財産を取引行為により善意で取得した者とは区別して取り扱っていることも、⁽²³⁾ 参考になると思われる。

ところで、四宮教授は、信託の公示なくして信託の対抗を認めることが、「民法177条の『対抗』に関する判例・学説の確立した理論を無視する」ことになると考えておられたようであるが、⁽²⁴⁾ 必ずしもそう考える必要はなく、かつ、そう考えることは適切でないのではないか。

まず、ある財産の所有者からその所有権の譲渡を受けた譲受人が移転の公示方法を備えないうちに、元の所有者がその財産につき一般債権者から差押を受けたり、破産したような場合。これを便宜上、第1の場合とする。この場合、譲受人は、移転の公示方法を備えていない以上、差押債権者や破産管財人に対して譲受を対抗できず、差押の排除や取戻権の行使ができないというのが、民法第177条に関する確立した判例・通説の考え方である。⁽²⁵⁾ ⁽²⁶⁾

つぎに、もともと第三者の所有に属する財産を、ある人が占有しているときに、占有者の一般債権者がその財産を差し押さえたり、占有者が破産したような場合。これを便宜上、第2の場合とする。この場合、差押債権者あるいは破産管財人は、その財産につき実体上の権利を把握する根拠がなく、原則として、

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

実体上の所有者は、公示とは無関係に、所有権を対抗できるということもまた、民法第177条に関する確立した判例・通説⁽²⁷⁾⁽²⁸⁾の考え方である。

さて、これらの考え方を信託を巡る関係にあてはめてみる。信託財産は、信託の設定の場合であれば、委託者の財産が（あるいは、受託者が既存の信託財産の処分により第三者から新たな信託財産を取得した場合であれば、第三者の財産が）受託者に移転すると同時に信託財産となったもので、終始実質的に他人の財産として、受託者の管理下にあるとみるべきものと思われる。これに反して、委託者（あるいは第三者）に属する財産が、信託の設定（あるいは信託財産としての取得）により、一旦受託者の固有財産となり、然る後に、受託者の固有財産から信託財産という実質的に他人の財産へと離脱したというように、二つの段階に分解して捉えることは、妥当ではあるまい。そうすると、受託者による信託財産の保持は、実質的に上述の第1の場合よりもむしろ第2の場合に相当する関係とみるべきであろう。すなわち、差押債権者あるいは破産管財人は、そもそも信託財産を受託者の個人債務の引当として把握し得る実体上の根拠がなく、原則として、受益者等は、彼らに対しては、公示とは無関係に信託財産に対する実質的な権利を対抗できると解すべきことになる。そうであるとすると、少なくとも受託者の一般債権者や破産管財人に対する関係では、信託の公示なしに信託の対抗を認めても、「民法177条の（傍点報告者）『対抗』に関する判例・学説の確立した理論を無視する」ことにはならないのではないか。

第二の理由として、現行信託法立法時の事情の問題がある。すなわち、現行信託法立法時の各種の草案においては、当初、有価証券に関する信託の成立要件ないし対抗要件として確定日付ある信託証書が必要であるなどとされ、最終案に到って華族世襲財産法の規定⁽³¹⁾にならい、現行法のように券面上の信託財産表示等が公示方法とされたといわれている。そのような経緯からは、信託財産たる有価証券を頻繁に売買するようなことは、華族の世襲財産たる有価証券と同様に、想定されていなかったことが窺われるのであるが、それとともに、そこには信託の設定日付を客観的に明らかにすることによって、信託を利用した

財産の隠匿を防止する狙いもあったと推測される。すなわち、差押を受けた債務者が、それ以前に財産が信託されていると偽って差押を逃れようとすることを未然に防止する意図も、この公示方法具備の要求には含まれているものと推測される。前述の大阪高裁判決⁽³³⁾も信託関係の存在を偽ろうとした事例に関する判決であった。しかし、信託財産であるとの主張が真実であるかどうかは本来は立証の問題であるはずである。因みに、わが国信託法の「母国」である英米⁽³⁴⁾において、また、わが国と同様物権と債権を峻別する「大陸法」の国ドイツ⁽³⁵⁾において、受益者等が受託者の差押債権者や破産管財人に対し信託を対抗する場合、原則として、公示方法の具備は要件ではなく、あくまで信託関係の立証の問題とされ、ただし、立証責任は受益者側が負うものとして、信託を偽って主張することの抑制が図られていることが、参考になると思われる。

これまで述べてきたように、受託者の差押債権者や破産管財人に対しては、信託の公示を欠く場合に信託の対抗を認めても、信託関係が真に存在する限り、受益者との間の利益状況からみて、それらの第三者の利益を不当に侵害するものではないと思われる。そうであるとする、それにもかかわらず、信託法第3条が文理上受託者の差押債権者や破産管財人に対する関係を除外していないことの実質的な合理性が問題になる。これは次のように説明するほかないのではないか。すなわち、信託財産を受託者の固有財産であると誤信した受託者の一般債権者の蒙る「損害」が、たとえ受益者との利益衡量上本来受忍すべき性質のものであるとしても、簡易な公示の具備によってそのような「損害」さえも発生を防止できるのであれば、極力、信託の公示を行うことが望ましいからである、と⁽³⁶⁾。信託法第3条が、受託者の差押債権者や破産管財人に対する関係でも信託の公示を要求することの合理性がその程度のものであるとすれば、信託の本旨にしたがった信託事務の遂行上、信託の公示を省略することが真にやむを得ない状況にあるような場合には、例外的に、受託者の差押債権者や破産管財人に対しては公示がなくとも信託の対抗を認めるべきであり、この意味で信託法第3条第2項は縮小解釈すべきであろう。そうでないと、本来、受益者と比べて利益衡量上劣後すべき受託者の一般債権者が、たまたま信託の公示が

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

なされていないというだけの理由で受託者の固有財産ではないものから利得を得、受益者は公示の省略がやむを得ない事情によるものであるにもかかわらず、受託者という他人の債務の引当として実質的に自己の財産を失うという結果になり、衡平でないと思われる。

- (11) 四宮・前出注(2) 169頁, 171頁。
- (12) 青木徹二『信託法論全』170頁。細谷祐治『信託法理及信託法制』363頁。
- (13) 四宮・前出注(2) 168頁。
- (14) 同上。
- (15) 下民集11巻9号2008頁。
- (16) 細谷・前出注(12) 384頁。
- (17) 四宮和夫『信託法』67頁。
- (18) 四宮和夫『信託法(増補版)』補遺9頁。
- (19) 四宮・前出注(2) 183頁。
- (20) 同171頁。
- (21) 同183頁。
- (22) 動産、債権等公示方法のない財産権についてはあるが、青木徹二『信託法論全』194頁参照。
- (23) アメリカ法律協会「リステイトメント(第2版)」第284, 307, 308条。
- (24) 四宮・前出注(2) 171頁。
- (25) 大(連)判明治41年12月15日民録14輯1276頁(ただし傍論), 大判大正8年12月8日民録25輯2250頁など。
- (26) 我妻栄他『新訂物権法』157頁。舟橋諄一『物権法』190頁以下。
- (27) 大(連)判明治41年12月15日・前出注(25)。
- (28) 我妻他・前出注(26) 164頁以下。舟橋・前出注(26) 192頁。
- (29) 不動産に関する信託設定の登記手続において、信託による所有権移転の登記の申請と信託の登記の申請とを同一の書面を以ってなすべきものとされていること(不動産登記法第110条ノ2第1項)も、所有権の移転と信託関係の設定とが実質的に一体のものであることを手続面に反映したものといえよう。また、信託財産の処分により受託者が第三者から取得する財産は当然信託財産に組み入れられる

(信託法第14条)が、この場合の信託の登記も原則として第三者からの所有権移転登記と同一の書面を以ってなすべきものとされている(不動産登記法第110条ノ2第2項)。これは、この場合においても、受託者はその財産を一旦自己の固有財産とし然る後に信託財産とするという見方ではなく、受託者はその財産を第三者から取得した当初から受益者という他人のために管理するという見方を反映したものと考えらるべきであろう。なお、この場合、例外的に、受託者は第三者との間で所有権移転登記のみを行い、然る後に受託者のみにより信託の登記をすることも可能ではある(同109条第1項)が、これは第三者からの信託財産の取得手続につき委託者が直接関与しないこと等に基づく便宜的な取扱いとみるべきであろう。月岡利男「第110条」『不動産登記法[補訂版]』[注解不動産法6]参照。

(30) 受託者の処分行為による信託財産の取得者に対する関係は、別論である。その関係は、信託法第31条により律せられることになる。

(31) 華族世襲財産法(大正5年法律第45号)

第13条 ①世襲財産タル登録国債ニ付テハ国債登録簿ニ世襲財産タル旨ヲ登録シ有価証券ニ付テハ宮内大臣ハ之ニ世襲財産タル旨ヲ記入スヘシ

②株券及社債券ニ付テハ前項ノ規定ニ依ルノ外株主名簿又ハ社債原簿ニ世襲財産タル旨ヲ記入スヘシ

③登録国債又ハ有価証券ノ世襲財産タル効力ハ前2項ノ手続ヲ踐ミタル後ニ非サレハ之ヲ以テ第三者ニ対抗スルコトヲ得ス

華族世襲財産法施行規則

第16条 宮内大臣世襲財産ノ設定ヲ許可シタルトキハ有価証券ニハ世襲財産タルコトヲ証スヘキ印章ヲ押捺シ且認可ノ年月日ヲ記入シ其ノ利札ニハ各葉ニ世襲財産タル有価証券ノ利札タルコトヲ証スヘキ印章ヲ押捺スヘシ

(32) 山田昭『信託立法過程の研究』219~221頁。

(33) 前出・注(15)。

(34) 大阪谷公雄「信託法改正の基本問題」(『信託法の研究(上)理論編』209頁)。

(35) ハイน์・ケッツ講演/新井誠訳「ドイツにおける信託法の現代的発展」信託184号73頁以下。松岡久和「ペールの『価値追跡』について」龍法22巻2号12頁。

(36) 大阪谷公雄「信託の公示方法に就て」(『信託法の研究(下)実務編』160頁)参照。

4. 信託財産の独立性と分別管理

(1) 信託財産の独立性と分別管理の必要性

つぎに、信託財産の独立性を具体的に確保するため、受託者が行うべき分別管理について検討する。

信託法第28条は受託者の分別管理義務を定めている。信託法が受託者に分別管理義務を課す意味合いとして、四宮教授は、第一に、信託財産の特定性の確保⁽³⁷⁾、第二に、忠実義務違反の防止を挙げておられる。忠実義務違反の防止の意味合いももちろん重要であるが、本報告における信託財産の独立性の確保の観点からは、信託財産の特定性の確保が問題になるから、この問題を中心に検討する。当事者間で信託財産とされているものに特定性がない場合には信託は成立せず、単なる債権債務関係にとどまることになるのであり、この点は当事者の意思によっても左右し得ないものとされている⁽³⁸⁾。信託財産としての特定性を確保することにより、かりに信託財産が受託者の一般債権者に差し押さえられたり、受託者が破産したような場合においても、受益者等が第三者異議の訴えを提起したり、取戻権を行使するための基礎が与えられることになる。したがって、信託財産の独立性を確保するためには、まず、分別管理により信託財産の特定性を確保する必要がある。

(2) 分別管理の方法

分別管理の具体的な方法については、法律に規定がなく、「信託法の理想と社会観念」により決めるほかないとされている⁽³⁹⁾。土地や家屋などの不代替物の場合はあまり問題がないのであるが、金銭以外の代替物については、「物理的に分離して保管し、ないしは、信託の表示をしなければならないであろう⁽⁴⁰⁾」といわれている。金銭については、信託法第28条但書に特則がある。

(3) 金銭の分別管理

ここで、金銭の分別管理について検討する。これは、後で、金銭に近い高度

の代替性を有する有価証券の分別管理に関する議論の参考とするためである。

28条但書は、「信託財産タル金銭ニ付テハ各別ニ其ノ計算ヲ明ニスルヲ以テ足ル」と定めている。この規定の趣旨は、金銭のもつ高度の代替性から、相異なる信託財産に属する金銭については、通常⁽⁴¹⁾の代替物とも異なり、分別保管をする必要がなく、かわりに各別に計算を明らかにすれば十分であるとするものである。ただし、受託者の固有財産に属する金銭と、信託財産に属する金銭との間については、分別が必要と解されている⁽⁴¹⁾。私は、この規定の前提には、信託財産として現に存在する金銭、すなわち現金（貨幣）について、その現金が物理的にどのファンドに帰属するか特定していない場合であっても、各別に計算が明らかにされていれば、単なる債権債務関係ではなく、信託が成立し存続していると認める趣旨が含まれていると思う。この場合、信託が成立しているということであれば、かりに受託者が破産し、新たな受託者に信託が引き継がれるようなときには、単なる債権債務関係ではないのであるから、信託財産たる現金はそのまま新受託者に引き継がれるのでなければならない。この場合の説明としては、信託財産たる現金が全体として固有財産たる現金から物理的に分離されているのであれば、信託財産たる現金が全体として特定しており、各ファンドの受益者等は、共有持分権的な権利を基礎として、自己の持分に対応する現金の取り戻しが可能であるとみる見方のほか、各信託ファンドに帰属するものとして計算が分けられた現金の「価値」に、信託財産としての特定性を認める見方も、ありうると思われる⁽⁴²⁾。いずれにしても、かりに受託者が破産したような場合には、受託者の固有財産に混入していない限り、「信託財産の独立性」により、信託財産たる現金の取り戻しが認められるべきであろう⁽⁴³⁾。

もっとも、信託銀行の実務においては、信託勘定の現金を即日他のものに運用するようにしているが、そのような運用方法であれば、ここで述べたような問題は通常起こり得ない。

(37) 四宮・前出注(2) 220頁。

(38) 同上。

(39) 同221頁。

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

- (40) 同上。
- (41) 四宮・前出注(2) 225頁。
- (42) 四宮和夫「物権的価値返還請求権について」同『四宮和夫民法論集』115頁参照。
- (43) 加藤雅信『財産法の体系と不当利得法の構造』669頁参照。

5. 信託財産の運用のために保管する有価証券についての 信託の公示と分別管理

これまでは、信託財産の独立性確保の観点からみた信託の公示、および、分別管理について、やや一般的な形で論じてきたが、つぎは、営業信託において、信託財産の運用のために、売買することを前提として保有する有価証券、そのなかでも太宗を占める現物の株券の保管方法について、「信託財産の独立性」を確保するための信託の公示と分別管理につき、どのように考えるべきかを順に検討したい。

(1) 信託の公示について

まず、信託の公示との関係についてであるが、前に述べた通り、営業信託の実務としては、信託財産の運用のために、売買することを前提として保管する株券については、機動的な運用を可能にするため、特約に基づき、信託の公示を原則として行なわないものとしている。かりに、株券につき信託の公示をするとすれば、株式を購入した受託者は、自分自身で信託財産表示を行うことは認められないから、実務的には、各株式の発行会社またはその名義書換代行機関に株券を持ち込み、個々の株券と株主名簿に信託財産表示をして貰うことになる。この手続きは、株式の名義書換手続に準じたもので、株券が受託者の許に戻ってくるまでに、實際上数週間を要するから、その間は、株式相場の急激な変動が生じて、原則としてそれらの株式を売却することができない。また、逆に信託財産表示をした株式を売るときには、実務上その信託財産表示を抹消

する必要があるが、信託財産表示の抹消もまた受託者自身で行うことが認められないから、やはり発行会社または名義書換代行機関に株券を持ち込む必要がある。この場合も手続きに数週間を要するから、市場で売却の約定をしてから信託財産表示の抹消手続をとっていたのでは売却先への引渡しが数週間後となってしまい、恐らく市場では相手にされなくなるだろう。だからといって、いつでも売却できるように、事前に信託表示を抹消しておくとするれば、結局当初から信託の公示を行わないことになってしまう。

以上のように、一方で、信託財産たる株券の売買の機動性を確保しようとするれば、他方で、信託の公示を行うことは實際上不可能となる。このように信託財産の機動的な運用という信託の本旨に従った信託事務の遂行上、信託の公示を省略せざるを得ないというやむを得ない事情があるのであるから、かりに受託者の一般債権者が信託財産を差し押さえたり、受託者が破産した場合には、3.(3)d.で述べたことに照らして、受益者と受託者の一般債権者との間の基本的な利益状況に鑑み、信託の公示を備えていなくとも、受益者等は信託を対抗して、差押を排除したり、取戻権を行使することが認められるべきであると思う。

もっとも、3.(3)d.で触れたように、信託法第3条第2項は華族世襲財産法第13条を参考にしたといわれているが、華族世襲財産法は、およそ現代の営業信託におけるような有価証券の大規模かつ機動的な売買を想定した法律ではなかったから、このような事態を現行信託法は想定していない、すなわちそのような事態に関しては信託法に規定がないことを理由として、同様の結論を導くことも可能かも知れない。

(2) 分別管理について

つぎに、分別管理との関係であるが、営業信託において、信託財産の運用のために、売買することを前提として保管する株券については、多数のファンドのために大量の株券が頻繁に搬入・搬出されることから、受託者の固有財産に属する株券との物理的な分別保管はともかく、異なる信託ファンドに属する株券同士の物理的な分別保管が著しく困難になっているのが、実情である。四宮

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

教授が、「金銭について混合保管を認めた趣旨からすれば、信託法制定当時とは比較にならぬほど、大量の有価証券が流通するようになった現代においては、有価証券についても、28条但書の類推により、分別管理の例外を認めるべきである⁽⁴⁴⁾」と述べておられるのも、このような状況を踏まえてのことと思われる。

営業信託において、信託財産の価値の増殖を目的として保有する株券は、もっぱら、高度の代替性を有する、株式の市場価値のみに着目して保有するもので、同一の銘柄・種類であれば、全く個性を問わないものであるが、このような株券につき、28条但書を類推適用すると、まず、受託者の固有財産に属する株券と信託財産に属する株券全体との間では、物理的な分別保管、ないしは、信託の表示⁽⁴⁵⁾が必要であるが、信託財産に属する株券同士の間では混合保管が許容され、各ファンド別に保有する銘柄・種類・数量を明らかにすれば足りることになる。そして、このような保管方法であっても、上で検討した信託財産たる金銭の場合と同じく、単なる債権債務関係ではなく、信託が成立し存続しているものと考えてよいことになろう。また、信託が成立しているということは、信託財産の独立性が認められることを意味するから、かりに受託者が破産し、新たな受託者に信託が引き継がれるような場合には、信託財産たる株券がそのまま引き継がれるのでなければならない。この場合の説明としても、金銭の場合と同様、信託財産たる同種・同銘柄の株券が全体として固有財産から物理的に分離されていることから、信託財産たる同種・同銘柄の株券全体に特定性が認められ、各ファンドの受益者等は、共有持分権的な権利に基づいて取り戻しが可能であるという考え方のほか、各信託ファンドに帰属するものとして計算が分けられた、同種・同銘柄の株券の「価値」に信託財産としての特定性を認め、それに対応する株券現物の取り戻しが可能とみる見方もあり得ると思われる。いずれにしても、かりに受託者が破産した場合には、受託者の固有財産に混入していない限り、「信託財産の独立性」に基づき、信託財産たる株券の取り戻しが認められるべきであろう。

(3) 結論

これまで述べてきたことをまとめると、営業信託において、信託財産の運用のために、売買することを前提として保有する株券の保管方法について、まず「信託の公示」との関係では、信託財産をめぐる受益者と受託者の一般債権者との間の基本的な利益状況、および、営業信託における株券の機動的な売買の必要性に鑑み、結局、営業信託の受託者の差押債権者および破産管財人は、信託法第3条第2項との関係では、信託の対抗のため信託の公示を必要とする「第三者」に当らず、受益者等は信託の公示がなされていなくとも彼らに対して信託の対抗ができるものと解すべきである。

つぎに、「分別管理」との関係では、近年における大量の株券流通の実態と株券の高度の代替性を考慮すれば、金銭の分別管理に関する信託法第28条但書の類推適用により、異なる信託ファンドに属する同種・同銘柄の株券同士の間では、物理的な分別保管を必要とせず、各別に計算を明らかにするをもって足り、同時にこのような保管方法であっても、信託財産たる同種・同銘柄の株券全体の特定、または、各信託ファンドに帰属するものとして計算が分けられた同種・同銘柄の株券の「価値」の特定を基礎として、信託財産たる株券を差し押さえた受託者の一般債権者または受託者の破産管財人に対する第三者異議の訴えまたは取戻権の行使が可能であると解すべきである。

以上のように考えることにより、信託財産の運用方法として有価証券の売買を行う信託商品において、信託財産たる株券につき、全体として受託者の固有財産たる株券と保管場所を物理的に分離した上で、帳簿上において各ファンドの保有する株券の銘柄・種類・数量を明らかにするような保管方法が、信託の公示を備えなくとも、第三者たる受託者の一般債権者の利益を不当に侵害することなく、信託財産の独立性を確保する保管方法であり、受託者の信用リスクから遮断された保管方法である、といえるのではないか。

なお、これまで述べてきたことは、おもに現物の株式を前提とする議論であるが、株式に関しては、四宮教授も述べておられるように、株券保管振替決済システムへの組み入れにより、信託の公示の問題も、分別管理の問題も、やが

信託財産の運用のために保管する有価証券についての信託の公示と分別管理

ては解消して行く方向にあるものと思われる。⁽⁴⁶⁾ただ、当面は、株券保管振替決済システムで信託の公示を行うとしても、コンピュータ・システムの問題があること、株券以外の有価証券の問題が残ることなど直ちにすべての問題が解決する状況にはないので、以上の検討も意味をもつのではないかと考え、報告申し上げた次第である。

(44) 四宮・前出注(2) 223頁。

(45) 信託法第3条第2項により求められる対抗要件としての「信託の表示」とは異なる。大阪谷公雄「信託財産の分別管理について」(『信託法の研究(上)理論編』340頁) 参照。

(46) 同164頁注(二)。同224頁。

6. おわりに

はじめに述べたように、今日における証券市場の拡大・発展に伴う有価証券の大量流通、有価証券投資の重要性の増大を鑑みると、有価証券投資を主要な運用方法とする営業信託における有価証券の保管方法については、現行信託法立法当時におけるような考え方では益々実情に合わないものとなってきている。神田秀樹教授は、現在の信託法が「民事信託を念頭に置いていると考えられるため、信託法の規定や信託法についての従来解釈等を商事信託の分野にそのまま適用すると、必ずしも適切とはいえない結果をもたらす場合が少なくない⁽⁴⁷⁾」と指摘しておられるが、本報告で取り上げた問題は、まさにそのひとつの例ではないか、と思われる。

なお、諸外国においても、有価証券投資の増大および複雑化に伴い、有価証券受寄機関の倒産リスクに対して投資家の権利の物権的な保護を図るため、様々な法解釈上の努力や各種の立法が行なわれている⁽⁴⁸⁾。そしてその法解釈上の努力においては、信託法理の活用が期待されているようである⁽⁴⁹⁾。

わが国信託法の解釈においても、第三者の利益を不当に侵害することのない範囲で、信託制度の本質的要請である「信託財産の独立性」を確保し、信託の

特長を活用する法理を、証券市場の拡大・発展の下における信託財産の管理運用の実態を踏まえつつ、探求して行くべきものと思われる。また、問題によっては、当然、立法による解決を図っていくべきものもあるだろう。

この拙い報告が、そのような信託法理探求のための一石となることを祈念したい。

最後に、本報告をまとめるに当たって、貴重な御意見を賜った諸先生方に厚く御礼を申し上げます。

- (47) 神田秀樹「日本の商事信託——序説」『鴻先生古稀記念論文集』584頁。
- (48) ドイツの有価証券寄託法(1937年)6条1項、オランダの有価証券振替決済法12条1項、その他オーストリア、ベルギー、ルクセンブルクにも同様の立法例がある。また、アメリカにおける統一商事法典(UCC)第8編の1994年の改正は、銀行、証券会社を含む証券仲介機関の倒産の際に投資家の権利を物権的に保護する趣旨のものである (James Steven Rogers, “Policy Perspectives on Revised U. C. C. Article 8”, 43 UCLA Law Review 1431 (1996), 1518)。
- (49) 例えば、イギリスにおける、Joanna Benjamin, “Custody—An English Law Analysis”, BJBFL (March 1994), 123, Philip R. Wood, “Principles of International Insolvency”, 49 および Roy Goode, “The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities”, BJBFL (April 1996), 170 における議論参照。

(住友信託銀行証券代行部調査役)