

〔研究報告〕

受託者以外の者が運用指図する信託における 責任関係

友松 義信

目次

- I. はじめに
- II. 投資顧問契約付特定金銭信託
 - 1. 顧問付特金とは
 - 2. 委託者の代理人の場合
 - 3. 受託者の代理人の場合
- III. 証券投資信託
 - 1. 権利義務関係
 - 2. 責任関係
- IV. 残された問題
 - 1. 株式会社との比較
 - 2. 顧問会社の損失補填
 - 3. 運用指図する者の責任の法的性質
- V. 結びにかえて

I. はじめに

近年盛んに利用されている信託に、金銭債権信託などいわゆる流動化スキームの他、年金信託、特定金銭信託、証券投資信託などといった有価証券等の取得・処分を通じて信託の財産的価値の増大を図ることを主目的とする信託、いわゆる「運用」を主目的とする信託がある。この「運用」を主目的とする信託を、「運用を行なっている者は誰か」という

観点からみると、「運用」も含めた信託の管理・処分全てを受託者が行なっているものと、管理・処分のうち「運用」の主要部分を、投資顧問会社や証券投資信託委託業者といった受託者以外の者が実質的に行っているものと二分することができる。前者は、典型的信託といえるものであるが、後者は、具体例として投資顧問契約付特定金銭信託や証券投資信託などがあり、受託者以外の「運用の専門家」を信託スキームの中で活用する、即ち機能分化している点に特色がある。このような受託者以外の者が運用指図する信託は、今後も、金融・経済が複雑化・高度化していく中で、信託を投資スキームとして利用しようとする者から、より良い「運用」を求めて、益々利用されていくものと予想される。

このような運用の専門家を信託スキームに取込む方法には、共同受託者として信託関係に加える方法と、委託者または受託者と別途契約を結ぶことにより信託関係に加える方法とが考えられる。わが国では、信託の受託を業として営むには、信託業法や兼営法といった業法により免許または認可を得る必要があることからか、共同受託者となる方法は通常とられず、委託者または受託者と契約を結ぶことにより信託関係に加わり、受託者に運用指図することによって、その目的を達成するという方法がもっぱら採られている。

そして、この「受託者以外の者が運用指図する信託」では、関係当事者が、委託者・受託者・受益者および信託と取引する第三者といった通常の信託関係者に加え、投資顧問会社や証券投資信託委託業者といった運用の指図を行う者が新たに登場してくる。ここで、関係当事者の利害関係を考えてみると、次のようになる。第一に、信託を利用しようとする委託者や受益者には、「運用は専門家に任せ、そのモニタリングは出来る限り簡便なものにしたい。また、運用結果の最終的責任は、拠出した信託財産を限度としたい（即ち、有限責任として欲しい）」という考え方が根底にあり、第二に、受託者の側からすると、「受託者に義務違反があって責任を問われるのはやむを得ないが、受託者としての義務は適切に果たしたにも拘らず責任を問われるのは納得できない。特に、受託者以外の者からの指図に基づいて事務処理をしたに過ぎない場合にま

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

で、受託者として無限責任を負うのは、やや酷ではないか。⁽¹⁾という問題がある。一方、第三に、信託と取引する第三者からは、「受託者を信頼して取引したにも拘らず、後になってそれは信託に帰属しない取引であるとか、別の者が責任を負うべきものであるといわれても、関知しない話である。これでは信託と安心して取引できない。」とされるであろう。更に、第四に、運用指図人からは、「運用の専門家として常に最善の判断に努めており、その巧拙につき評価されるのは当然だが、個々の取引につき結果から判断して責任を問われるのは困る。運用結果について最終的責任を負うのは委託者ないし受益者である。」という反論が予想される。このように関係当事者の間には、運用の結果責任をめぐって相容れない利害対立が存在する。そしてここでの利害対立は、運用を受託者以外の者が行なうことに伴い、受託者が運用も全て行なう従来からの典型的信託における受益者—受託者間の責任問題に係る法理で全て問題解決を図ることは困難であり、新たに運用指図人を加えて責任分担を検討する必要があることを示しており、そこには「受託者以外の者が運用指図する」信託固有の問題もあるように思われる。しかしながら、このような信託は、従来個別スキームとして発展してきたという側面や、証券投資信託のように特別法による特別な信託として扱われてきたという側面などがあり、個別商品から離れ「受託者以外の者が運用指図する信託」といった切り口から、横断的に検討されることは余りなかったように思われる。⁽²⁾

そこで本稿では、投資顧問契約付特定金銭信託と証券投資信託とを検討材料として採り上げ、先ず各々について当事者の権利義務関係を整理する。次に、信託財産全部をもってしても債務の弁済をすることができないという状況において、公平で合理的なリスク分担はどうあるべきか、即ち、責任関係について、信託と取引する第三者との関係を外部関係、それ以外の者相互の関係を内部関係としてそれぞれ分けて考察する。そこでの検討を通じ、「受託者以外の者が運用指図する信託」における利害関係の調整には、利益を享受する者は誰かという観点に加え、リスクが移転したといえるかという観点から問題を処理すると妥当な解

決が図れるのではないかということを考えてみたい。

ここで、信託財産全部をもってしても債務の弁済をすることができない場合を何故採り上げるかという点、第一に、このような信託財産がいわゆる債務超過となるという状況は、関係当事者の利害対立が最も鮮明な形で現れ、利害状況の考察に適していると考えられることと、第二に、後述のように筆者は、信託契約をはじめとするこのような信託に関し関係者間で締結される契約全体において、債務超過となった場合の責任分担が黙示的に取決められており、それが当事者間の利害調整の前提となると考えているのであるが、特に後者の観点から問題の検討を進めていくため、あえてこのような状況を採り上げるものである。

ところで、ここでいういわゆる債務超過となる事態がそもそも発生するのかについては、現代の資金運用の世界では、単に有価証券を取得・処分するだけにとどまらず、ヘッジその他の目的から行なわれるスワップ取引やオプション取引、為替予約取引などを通じ、さまざまな形で債務負担行為が行われており、例え、個々の取引については信託財産を超えることにはならないということになっていたとしても、それら債務負担行為の全部又は複数が、信託にとって不利益な状況となった場合、信託のポートフォリオ全体としては債務が信託の純資産を上回るという事態が起り得ると思われる。従って、いささかまれな状況ではあるが、当事者にとって重大なる利害関係を生ずる場面であるから、このような状況を議論の前提として検討を進めることとしたい。

II. 投資顧問契約付特定金銭信託

1. 顧問付特金とは

特定金銭信託（実務上、特金と略称している為、以下では特金という）⁽³⁾とは、有価証券の運用を主な目的とし、信託財産の運用方法が委託者等により特定される単独運用の金銭信託である。そしてここでいう「特定」とは、銘柄・数量・価格・売買時期等につき受託者に投資判断の裁

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

量の余地がない程度の内容を「運用方法指図書」により指図することをいうとされている。

この特金には、運用方法を委託者自らが指図するいわゆる自主特金と、信託契約と併せて投資顧問会社との間で結ばれる投資一任契約により投資顧問会社が指図する投資顧問契約付特金（以下では、略して顧問付特金という）とがある。受託者以外の者が運用指図する信託という点、当然自主特金も入るが、基本的構造は顧問付特金とほぼ同じと考えられ、紙幅の制約もあることから、ここでは顧問付特金のみをとりあげることとする。

顧問付特金の法的性質を分析するにあたり、分類する視点としては、投資顧問会社が誰の代理人として契約関係に入ってくるかという観点からの分類と、誰の意思に基づきこのスキームを選んだかという観点からの分類とが考えられる。一般的には、受託者の判断で代理人を選ぶ場合も考えられるが、特金の場合、委託者の意思に基づいて代理人が選ばれることになるので、ここでは誰の代理人かという観点から、委託者の代理人となる場合と、受託者の代理人となる場合とに分けて考えることにする。

尤も、受託者の代理人となる場合を特金と呼んで差支えないかは、疑問なしとしない。しかし元々特定運用とは、委託者が運用方法を特定するものであったと思われるが、今日では代理人による特定指図もこれに含まれると一般に考えられており、委託者の意思に従ったもので信託契約に定めがあれば、受託者の代理人であっても理屈のうえでは可能ではないかと考えられる。むしろ信託法26条3項により受託者の代理人は、受託者と同一の責任を負うことになるので、受益者保護という点において好ましいということがいえよう⁽⁴⁾。

しかし、誰が運用指図するかは、運用を主目的とする信託において極めて重要な問題であり、委託者の意思により決定する必要があるという考え方が強い為か、わが国では委託者の代理人として運用指図する場合が殆どである。これに対し、英米では、第三者の運用力を活用する場合、マネージング・トラスティとして加わったり、受託者の代理人とし

て加わるというのが一般的なようである。⁽⁵⁾わが国においても、最近信託と取引する第三者側の意向もあって、後述のように、委託者の代理人たる顧問会社に受託者の代理人たる資格を別途付与するという形で取引が行なわれるケースが出てきたが、純粹に受託者の代理人となるケースはまだないようである。従って、まず顧問会社が委託者の代理人となる場合をとりあげ、その後に理念型としての受託者の代理人となる場合をとりあげ、検討する。

2. 委託者の代理人の場合

(1) 権利義務関係

運用指図人たる顧問会社が委託者の代理人となる場合の当事者の権利義務関係を整理する。特金の場合、まず委託者と受益者は同一人であるから、利害も一致しており特段問題が生じない。委託者と運用指図人たる顧問会社の関係も委託者の代理人ということで明かである。検討を要するのは、運用指図人と受託者の関係、第三者と信託関係当事者との関係の2点である。

① 運用指図人と受託者との関係

運用指図人と受託者の関係においては、第一に、運用指図人たる顧問会社の行う「運用指図」とは、法的にいかなる性格を有するのかが問題となる。ここで、「指図」とは実務では一般に、信託に関し有価証券等の運用を図るため、運用指図人たる顧問会社が専門家としての独自の所見に基づき特定の有価証券等の取得・処分を選定・判断し、その内容を「運用方法指図書」に記載し受託者に提出することであると理解されている。従って、ここでは、このような実務上の扱いを「指図」と呼ぶこととする。すると、この指図に基づき、受託者は証券会社等第三者と契約を結び、それを繰り返し行うことにより信託の「運用」が行われていくことになる。ここで次に、受託者の管理処分権について、分属を認めるか否かによって、指図の法的性格が若干異なってくる。委託者が信託を設定する場合、信託財産に関する管理処分権を全て受託者が行使するのが一般的であるが、特金においては、一定の主要部分の運用について

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

委託者に運用指図権が留保されていると考えることができる。この場合、運用指図人は委託者に留保された運用指図権を委託者の代理人として行使することになる。これに対し、管理処分権の分属は信託の本旨に反し認められないとすれば、受託者の管理処分権は一旦全て受託者に帰属し、このうち、一定の運用指図に係る権能が受託者から委託者に付与され、更に運用指図人が委託者の代理人となってその権能を行使するということになると思われる。

実務上、委託者—受託者間で締結される「信託契約書」では、第4条に「委託者は、受託者の承諾を得て代理人を選任し、第3条の運用の指図に関する権限を委任することができるものとします。」という条項があり、委託者・運用指図人・受託者の3者で締結される特定金銭信託に係る「協定書」には「(委託者) 甲は原契約第4条1項に基づき(運用指図人) 乙を運用指図権行使の代理人に選任し、(受託者) 丙はこれを承諾しました。」という定めがある。このような契約文言からは、委託者に運用指図権が留保されていると考えるのが自然であるが、受託者から委託者に運用指図に関する権能が付与され、その権能を委託者自らではなく、代理人たる顧問会社が行使することとしたという解釈も可能である。従って、契約文言のうえからは、どちらに決することもできない。ところで、管理処分権の分属を認めるという考え方をとった場合、委託者が契約締結権も留保することは可能である。しかし現実には、委託者の名で第三者と契約することは行なわれておらず、受託者の名で契約が結ばれている。従って、委託者に留保されたのは運用指図権であって、そこには第三者との契約締結権は含まれておらず、契約締結権は受託者に残っていると解される。現行実務は、管理処分権の分属を認めない立場に近い形で運営されているということがいえる。

両者の違いは、具体的には受託者のモニタリング義務の有無に現れてくる。即ち、委託者に運用指図権が留保されている、管理処分権の分属を認めると考えた場合には、受託者は委託者に留保された運用指図権を除いた部分での管理処分権を有し、その与えられた権能の範囲についてのみ責任を負うことになる。従って、運用指図人の運用に関しては委託

者がモニタリングを行なうことになり、受託者は原則としてモニタリング義務を負わないということになる。これに対し、管理処分権の分属を認めず、受託者から委託者に運用指図の権能が付与されたと考えると、指図に関する権能も元々受託者が持っていたということになり、運用指図人の運用指図に関しモニタリング義務を負うことになる。

ここでモニタリングという場合、具体的にどのようなことを行うのであろうか。委託者がモニタリングする場合には、運用指図人の指図の内容が信託目的に合致したものであるかどうか、義務違反はないか、運用のリスクは適正か、などといった観点からモニタリングすることになる。受託者がモニタリング義務を負うという場合には、その具体的内容が問題となるが、この点については後述する⁽⁶⁾。

管理処分権の分属を認めるか否かの問題について、判例⁽⁷⁾には受益者に管理処分権の分属を認めたとも受取れるものがあるが、学説からは、「この判例はいわゆる名義信託の例であって真の信託ではない。判決としての結論の是非は別として管理処分権の分属を認めることは信託の本質に反する。」として批判がある⁽⁸⁾。一方、英米では、近年、商事信託において、単なるノミニーとしての信託も有効として求めてよいという見解が示されてきており⁽⁹⁾、管理処分権に関し誰がどのような権能を有するかが第三者に明らかにされるのであれば、取引が不安定となるおそれはないと考えられるので、管理処分権の分属を認めて差支えないのではないと思われる。通説的見解にたつと、既述のように一旦受託者が全ての管理処分権を取得し、指図の権能を委託者に付与したという法律構成となり、やや技巧的という感が否めない⁽¹⁰⁾。

② 第三者との関係

次に第三者との関係を考える。投資顧問業法上、投資一任業務における投資顧問業者の証券会社に対する売買注文は、原則として代理方式がとられているようであり⁽¹¹⁾、管理処分権のうち契約締結権まで委託者に留保されたと考えれば、運用指図人が直接第三者と契約してもよいことになる。しかし、前述のように、実務はそこまで権限を留保していないので、仮に管理処分権の分属を認める考え方をとったとしても、結論的に

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

は、運用指図人は、あくまで受託者に対し運用の指図を行ない、その指図に基づき受託者が第三者と契約を締結しているということになる。

(2) 責任関係

① 外部的責任関係

関係者の責任関係の検討のうち、外部的責任関係を検討する。信託財産全てを持ってしても第三者に対し債務の弁済をすることができない場合、第三者に対する責任、即ち、外部的には誰が責任を負うべきであろうか。これについては、権利義務関係のところでも検討したように、管理処分権の分属を認めるか否かにかかわらず、受託者が第三者と契約していると考えられるから、契約に瑕疵がなく、別途責任限定特約が付されていない限り、受託者が無限責任を負うということになる⁽¹²⁾。

ところで第三者との契約に際し、リスクを信託財産の範囲内と限定することは一般に可能とされている。いわゆる責任限定特約を利用する方法である。これについては、既に研究報告がなされているので、詳細な検討は省略する。一点だけコメントすると、これは受託者および受益者の無限責任リスクを回避するうえで有用だが、責任財産が信託財産に限定されるということになるので、取引の相手方たる第三者は、信託財産が支払可能かどうか、その取引が信託の事務処理に関して行われたものかどうかなどについてモニタリングしなければならない。取引所に上場されているとか、比較的規模の大きな信託であれば格別、経済的にみれば、一般的に取引が回避される可能性があることに留意する必要がある⁽¹⁴⁾。

② 内部的責任関係

内部的責任関係の検討に移る。責任限定特約なしに取引が行われたとすると、第三者との外部関係としては、信託財産をもってしても債務を弁済出来ないといった場合、受託者は固有財産から弁済しなければならないことは既述の通りだが、受託者と委託者兼受益者ならびに運用指図人の3者の関係を、信託を中心とする全体で一つの継続的契約関係を構成する者の内部関係としてみた場合、この内部関係において受託者以外

の者が全く責任を負わないかという点、必ずしもそうならないと思われる。受託者には、信託事務処理に関して支払った費用を受益者に償還請求することができるし、運用に関する「リスクの所在」に関し、運用指図人は、受託者以上に開示・説明する義務があるとも考えられるからである。⁽¹⁵⁾そこで、委託者兼受益者・受託者・運用指図人の3者の内部関係としては、どのような責任関係が公平で妥当かを少し詳しく検討する。⁽¹⁶⁾

(受益者に対する補償請求)

先ず、「結果の移転」⁽¹⁷⁾報償責任の考え方に基づく信託法第36条2項により、受託者に義務違反がなければ信託事務処理に関して生じた費用であるとして、受託者は、委託者兼受益者に補償請求できる。これについては、同条3項により受益者が受益権を放棄することもできるが、どのような場合に放棄できるかは若干議論があるところである。⁽¹⁸⁾この受益権放棄の問題についても、既に研究報告がなされているので、立ち入らないこととする。⁽¹⁹⁾

(黙示的意思の存在)

ここで、信託を投資スキームとして利用するにあたっての委託者の意思を改めて考えてみると、運用を主たる目的とした信託においては、「拋出した信託財産の範囲内で運用を任せる。できる限り財産的価値を高めて欲しい。」というのが委託者の意思の中心であり、前提として「万一、信託財産を超えて債務を負担することになる可能性がある場合には、リスクとリターンとの関係をキチンと開示・説明して欲しい。その上でないと責任はとれない。」といったことが、例え契約書に具体的に記載されていなくとも、黙示的意思として存在しているとはいえないであろうか。そして、受託者や運用指図人も、このような委託者の意思を前提として契約関係に入っていると考えて差支えないのではなかろうか。

このような考えが成り立つとすると、実際に運用の指図をしてリスクの所在を最もよく認識しているのは運用指図人であるから、運用指図人

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

は、委託者兼受益者に対し「リスクの所在」を説明する義務があるということがいえる。一方、受託者は、運用指図人の指図が法令や信託契約に違反することがないかモニタリングを行うほか、運用指図人から「リスクの所在」の説明を受けていた場合には、委託者兼受益者に何らかの形でそれを伝える義務があるといったことが、3者間で黙示的に取決められていると解釈することができる。ここで、受託者のモニタリング義務というが、受託者は、信託の運用において締結される個々の契約内容を受託者が完全に理解すれば、運用指図人から説明を受けなくとも、ファンド全体のリスク・リターンの関係を予測し、それを管理することが理屈のうえでは可能である。しかし、実際に運用し、当該信託上のポートフォリオを構築した者であれば、このようなリスクの予測は容易にできようが、単に指図に従い契約を締結したに過ぎない受託者が契約内容をもとにリスクを予測・管理することは、複雑化・高度化した現代の運用においては、極めて困難であるといわざるを得ず、不明な場合も多いのではないだろうか。このようなファンド全体のリスクを、受託者が予測できなかつたとして善管注意義務に反するとされるのはいささか酷なように思われる。この場合、管理処分権の分属を認めず受託者のモニタリング義務を積極的に認める立場をとったとしても、運用指図人の本来的モニタリングは委託者兼受益者が行うべきであり、受託者のモニタリング義務の具体的内容としては、指図の内容が法令や信託契約に違反していないかをチェックするという二次的補完的なものにとどまる⁽²¹⁾というべきであろう。

ところで、情報提供義務には、自己決定のための情報提供義務と忠実義務の履行を保証するため情報提供義務、信頼関係の維持と強化のための情報提供義務の3種類があり、信託受託者の場合、通常は受益者からの求めに基づき情報を提供するのを原則とするが、自らが利益相反となってしまう場合や信頼関係を維持する上で必要な場合には、受益者からの請求がなくとも積極的に説明する義務があるとする考え方がある⁽²²⁾。これによると、受託者の側から積極的に開示・説明する必要があるのは、信託法および信託契約で定められた内容に従って受益者に情報提供

する場合に加え、情報提供しないことが受益者の信頼を裏切ることになる場合であるということになる。これを更に「運用指図」について考えてみると、先ず指図の内容が法令や信託契約に違反していないかをモニタリングした結果を報告することであり、運用指図人から信託財産が債務超過となるリスクについて説明を受けていたとか、何らかの事情でリスクを予見することが充分可能であったという場合には、委託者兼受益者にウォーニングを発することにより情報提供することになる。これは、上記の当事者間の黙示的取決めの解釈と合致する内容となっており、このような情報提供を受託者に求めたとしても特に酷とはいえず、受託者の義務の法理からも妥当なものであるということがいえよう。

次に、運用指図人は、委託者兼受益者に対し、リスクの所在に関する説明義務があるといえるのであろうか。前述の樋口教授によると、受託者に管理・運用の裁量が認められている場合には、全ての情報を提供して受益者等の判断を仰ぐ必要はないが、情報提供しないことが不利益となる場合には、情報提供義務が認められてきたとする⁽²⁴⁾。これによると、運用指図人は受任者であり、同様の義務があると考えるのが適当である。即ち、顧問業法や顧問契約で定められた開示・説明義務以外に、当該信託に関する重大なリスクの所在を知った場合には、信頼関係維持のため、信義則上、説明義務があるということがいえる⁽²⁵⁾。

更に、運用指図人は委託者の代理人であるから、受託者とは直接契約関係がなく、受託者に対しては説明義務はないとも考えられる。しかし、既述のように、信託契約に付随して契約される協定書において、委託者兼受益者、運用指図人および受託者の3者は、契約当事者として3者並んで契約書に調印しており、信託契約と協定書と併せた当該信託に係る契約全体としては契約関係があり、指図自体もそのような契約関係に基づいて行われていると考えられるので、既述のような内容の合意が当事者間で黙示的に取決められていると解釈することは不可能ではない。少なくとも、信託が債務超過となるリスクについては、無限責任を負う受託者にとって重大な利害があるから、そのような契約関係に基づき信義則上、説明義務を認めることも可能であると考えられる。

(代位アプローチと直接アプローチ)

以上を前提に、受託者が運用指図人に対し求償する場合、二つのアプローチが考えられる。第一に、「このような債務の弁済は信託に関する事務処理であり、受託者に義務違反がなければ、事務処理に関して生じた費用は受益者に補償請求できる。更に、委託者の代理人たる運用指図人は、リスクの開示・説明を十分しないで損害が生じた場合、義務違反となる。受託者は、受益者に対する補償請求権に基づき運用指図人の義務違反による損害賠償請求権に代位できる。」というアプローチである。代位による求償であることから、これを代位アプローチと呼ぶこととする。第二には、顧問付特金の契約全体における黙示的取決めとして一定の責任分担の合意、あるいは受託者に対する信託財産の債務超過リスクに関する説明義務違反に基づき、受託者から運用指図人に対し直接損害賠償請求することが出来るというアプローチである。受益者に対する補償請求権を介さず直接請求しようというものであるから、これを直接アプローチと呼ぶことにする。

受益者に補償請求ができる以上まだ損害が発生していない、また委託者兼受益者がリスクの所在を知ったとしてもより高いリターンを求めて承諾・追認したかもしれないといったことを考えると、前者の方が妥当とも考えられる。また、そもそもこのように運用指図人を内部関係に取り込む必要はないのではないか、伝統的な受益者—受託者間で内部関係としての責任分担を図り、その上で委託者兼受益者—運用指図人間で責任を分担すればそれでよいのではないかと考えられる。しかし、受託者の受益者に対する費用償還請求権は、受託者の側に義務違反がないというのが前提となっており、当該の運用とは直接関係のない事務処理において受託者に義務違反があった場合、運用指図人はその義務違反を理由に損害賠償額を拒否または減額できることになり、当事者間の責任分担として公平とはいえない。更に、特金の場合は通常委託者兼受益者が一人であるが、後述の投資信託のように受益者が複数存在する場合には、受託者が複数の受益者に一旦求償した後、その複数の受益者がそれぞれ運用指図人に求償していくということになり、複雑化して合理的で

ない。やはり、当該運用に関しては受託者の側に義務違反がなく、かつ受益者にも帰責事由がない場合に、受託者—運用指図人間での直接請求を認めることは、合理性があると考えられる。少なくとも、受託者から直接運用指図人に求償していく道を認めることは、3者の中で契約関係を認める以上、3者の利害調整を図る法律構成としてスッキリしており、これにより受益者は責任を負う可能性が一部減殺されることにもなるから、受益者にとって利益となる解釈といえる。直接アプローチがとれる場合には、これを第一義とし、直接アプローチがとれない場合に代位アプローチに戻って受益者に求償していくという両者を組み合わせた形で問題処理することを考えたい。

ここで問題となるのは、如何なる場合に直接アプローチにより、如何なる場合に代位アプローチをとるかである。これは、既述のように3者間の黙示の取決めにおいて一定の責任分担が取り決められているから、その責任に関し帰責事由があるか否かをその判断基準とすることが妥当である。即ち、受託者にも受益者にも帰責事由がない場合には直接アプローチ、受託者に帰責事由はないが受益者に帰責事由がある場合には代位アプローチ、受託者に帰責事由がある場合には、いづれにも求償でき⁽²⁶⁾ないと考えることになる。

(小 括)

そこで、内部関係としてより公平で合理的な責任分担関係はどうなるかを考え、これを整理すると、次のようになると考えられる。

第一に、運用指図人が受託者にも受益者にもリスクの所在を説明せず、開示内容等からもリスクの予見が不可能であったという場合には、運用指図人に義務違反があることになり、直接アプローチをとり、受託者は直接賠償請求できることになる。

第二に、運用指図人が受益者に「リスクの所在」を説明し、同意を得ていた場合や、開示内容等から受益者がリスクを予見可能であったという場合には、受益者に帰責事由があるから、(代位アプローチの考え方に戻り)受益者に対する補償請求権に基づき受託者は求償できることに

なる。

第三に、しかし、受託者が運用指図人から信託全体のリスクの所在につき説明を受けていたか、開示等により受託者の側で予見すべき事情があったが、受益者に対しそのことにつきウォーニングを発すること等をしていない場合、受託者は義務を怠ったことになり、受益者が運用指図人から「リスクの所在」の説明を受けていなければ、受益者に帰責事由がないので、受託者はどちらにも請求することができない、ということになる。

これは、黙示的合意の解釈によって請求する場合の優先関係を決め、直接アプローチが使える場合はこれにより、直接アプローチがとれない場合には代位アプローチに戻るという、両者を統合したものとなっている。このように解釈することにより、当事者は、自らの責任を回避するため、それぞれ説明・開示に努め、モニタリングに努めるようになると考えられるので、これにより各自が信託の運用をより良いものとしようというインセンティブが働き、かつ、公平で合理的な責任分担を図ることができる。従って、このような黙示的取決めを解釈により導き出し、これに基づいて3者の責任分担を図るという利害調整は、契約解釈として公平なものであり、妥当である⁽²⁷⁾と考える。

3. 受託者の代理人の場合

(1) 権利義務関係

次に、顧問会社が受託者の代理人となる場合の検討に移る。現在のところ、純粋にこのような契約形態をとった顧問付特金は実務上見られない。顧問会社は、委託者との間で投資一任契約を締結して委託者の代理人となる一方、一定の取引につき、受託者からも代理権を付与する書面 Trading Authorization の交付を受けるということが行われているに過ぎない。しかし、今後このような形態の信託が増えてくる可能性があるので、現段階では理念型として検討することとする。

まず、関係当事者の権利義務関係を確認しておくとして、特金は単独の自益信託で委託者と受益者は同一人なので利害は一致しており、委託者の

代理人の場合と同様、問題ない。次に、顧問会社の地位は、委託者兼受益者が受託者に対し運用に関する代理人を指名し、その指名に基づき特定の投資顧問会社と受託者とが投資一任契約を締結することになる。従って、管理処分権を有する受託者の代理人となるので、単なる指図ではなく契約そのものの締結をすることができるので、この場合、運用指図というものは正確ではなく、運用そのものを行う（つまり、運用指図人でなく運用者）ということになる。

この場合、運用者は、信託法の規定により受託者に対してだけでなく受益者に対しても義務を負うことになる。即ち、委託者の指名に基づき代理人を活用する場合、信託法26条2項により、受託者は、代理人の選任・監督義務を負うことになるが、選任については、委託者の指名を受けて代理人契約を締結するという前提であるから、この点に関し責任を問われることはない。従って、受託者は、運用者が行う運用部分に関する監督義務いわゆるモニタリング義務のみを負うこととなると考えられる。ところで、顧問会社は、委託者兼受益者に対して何の義務も負わないのかというと、信託法第26条3項において、受託者と同一の義務を負うこととされているので、こと運用に関しては善管注意義務、忠実義務、説明義務等の義務を委託者兼受益者に対して負うことになる。これにより受託者の代理人となる場合、委託者兼受益者、運用者、受託者の3者の関係は、委託者の代理人の場合のように当事者の契約全体の解釈によるといったことをしなくとも、信託法により相互の関係が明確に定まることになる。管理処分権の分属の議論も起こらず、よりスッキリした法律関係となると思われる。

只この場合、代理人たる顧問会社は、誰に運用状況や「リスクの所在」を開示・説明するのかという問題が生じる。顧問会社は、契約相手の受託者と同時に、信託法26条3項の規定により委託者兼受益者にも義務を負うとも解されるからである。本来、利益と損失の全てを享受するのは受益者であり、運用者としての選任も実質的に委託者が決定していることを考えると、委託者兼受益者に説明するのが原則とし、受託者へ説明するのは、重要な利害のある債務超過リスクについてのみでよいと

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

するのが妥当である。従って、受託者はどこまでモニタリングを行い、どのような開示・説明義務を負うかについて、信託契約や顧問契約等において明確にしておく必要があると思われる⁽²⁸⁾。以下では、このような定めがなされているという前提で検討を進める。

ところで、信託と取引する第三者との関係については、顧問会社は受託者の代理人であるから、契約当事者はあくまで受託者ということになる。

(2) 責任関係

① 外部的責任関係

外部的責任関係に移る。このように有価証券の取得・処分をはじめとするさまざまな契約が締結され、信託の運用がなされていく訳であるが、後日、信託財産全てをもってしても第三者に債務の弁済ができなくなった場合、第三者に対して誰が最終的責任を負うことになるのであろうか。第三者と契約した信託側の本人は受託者であるから、契約内容に瑕疵がなく責任限定特約を付さない限り、受託者は、第三者との関係では、固有財産をもってしても責任を負わねばならない。第三者に対する外部関係としての責任は、原則として受託者が負うということになる。

但し、本稿で検討しているような合意はあくまで当事者間でのみ有効であるに過ぎず、第三者には効力が及ばないと考えられるので、受託者が無資力で第三者が信託債権者である場合、受益者に対し受託者の補償請求権に代位することができると考えられる。また、受託者—運用者間に生じた損害賠償請求権に代位することも可能と考えられる。これは、前述の委託者の代理人の場合にも共通する論点であるが、代位一般の問題と本質は同じであるから、指摘するにとどめる。

② 内部的責任関係

委託者兼受益者、受託者、運用の代理人たる顧問会社3者の内部的責任関係を簡単に検討する。

先ず、委託者の代理人の場合に検討したような代位アプローチがとれないかについては、信託法26条3項の規定により、顧問会社に開示・説

明に関し義務違反があった場合、受益者は損害賠償を請求することができると考えられるから、受益者に対する補償請求権に代位するという代位アプローチも可能となる。しかし、それ以前に、受託者は運用者たる顧問会社と直接契約を結んでおり、ファンド全体として債務超過となるリスクは受託者にとって重大な利害のある問題なので、その限りにおいて運用者は、受託者に対して説明義務を負うと考えることは可能であり、顧問会社に義務違反があれば、生じた損害を運用者に直接損害賠償請求できると考えられる。従って、直接アプローチも可能である。

以上を踏まえ、内部関係として公平で妥当な責任分担という観点からはどうなるか整理してみると、次のようになる。

第一に、運用者が受託者にも受益者にもリスクの所在を説明せず、受託者はリスクの予見が不可能であった場合、運用者の義務違反に基づき直接アプローチにより、受託者は直接損害賠償請求できる。

第二に、運用者が受益者に「リスクの所在」を説明し、同意を得ていた場合や、開示内容等から受益者がリスクを予見可能であったという場合には、受益者に帰責事由があるから、本来の受益者に対する補償請求権に基づき受託者は、求償できることになる。

第三に、しかし、受託者が運用者から信託全体のリスクの所在につき説明を受けていたり、受託者の側で予見すべき事情があったが、受益者に対しそのことにつきウォーニングを発することをしていない場合、受託者は義務を怠ったことになり、受益者が運用者から「リスクの所在」の説明を受けていなければ、受益者に帰責事由がないから受託者はどちらにも請求できない。即ち、委託者の代理人の場合と基本的に同じとなると思われる。

従って、リスク等の説明を運用者が原則として受益者に対して行う旨明確にしておく必要はあるものの、3者の法律関係がハッキリしていることと、受託者の管理処分権の分属を認めるか否かの問題が生じないということから、受託者の代理人の場合の方が、よりスッキリした法律構成となるということがいえる。

Ⅲ. 証券投資信託

特金は、委託者が受益者でもある自益信託で、しかも受益権が分割されていない1口の信託であった。そこで、受益権が複数に分割され、他益信託であることが多い証券投資信託を検討する⁽²⁹⁾。

証券投資信託は（実務では投信と略称されているので、以下では投信という）、投信委託業者が投資家から資金を集め、その資金でもって一旦委託業者が委託者となって信託を設定し、その受益権を出資額に応じて分割、投資家に保有させるというもので、委託者は信託約款により受託者に運用指図する者として信託設定後も積極的関与を続けるという法律関係となっている。通常は他益信託の形をとることが多いことと受益権が分割されている点が特金と異なるが、受益者でも受託者でもない者が運用指図するという点で顧問付特金に似た経済的実質をもっている。

1. 権利義務関係

投信は、一般的に他益信託の形態がとられているので、委託者と受益者が異なる点が特金と異なる。特に委託者は「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」及び約款等により、信託設定後も運用指図人として信託関係にとどまるだけでなく、受益者に対して収益配当をしたり受益権の買取りを行ったり、運用状況の報告も行なう他、受益者に対して忠実義務・善管注意義務を負うとされている⁽³⁰⁾ので、英国のユニット・トラストにおけるマネージング・トラスティに近い存在となっている。

次に委託者と受託者の関係については、顧問付特金の場合と同様、委託会社の「運用指図」の解釈につき、委託者が信託設定の際に運用指図権を留保しそれに基づいて受託者に運用指図するのか、受託者から約款において運用指図する権能が付与され、その権能に基づいて運用指図しているのか、という点が問題となる。約款上は指図するという文言が使われているのみで、いずれの意か必ずしも明確ではない。

近時、海外先物取引など一部の取引において、受託者から投信委託者に代理権付与の文書 Trading Authorization が交付され取引がなされる

というケースが出てきているようである。委託者が何の契約上の手当てもなく受託者の代理人となるのは奇異であるので、別途契約を手当てするなどにより、受託者の代理人として運用指図する形態も今後増えてくるのではないかと思われる。

第三者との関係については、特金の場合と同様、管理処分権の分属を認めるか否かにつきいずれの考え方をとったとしても受託者が本人として契約することになる。

しかし、受託者のモニタリング義務に関しては、特金の契約書には「受託者は、委託者もしくは代理人の指図が信託目的遂行上不適切または法令等に抵触すると認めた場合は、その指図に従わないことができるものとします。」という条項があったが、投信の約款では、「委託者は(一定の範囲)を超えることとなる投資の指図をしません。」という内容の条項はあるものの、受託者が指図に従わないことがある旨定めた条項はない。従って受託者は委託者の指図を拒否することはできず、モニタリング義務はないとも考えられる。これに対し、四宮教授は、投信の場合、指図権者である委託者は受託者でもあり、義務違反の受託者の指図に受託者は従う必要はないとされている。この場合、どのような法律関係から受託者となるのか必ずしも明らかではなく、現実問題として明らかに法令や約款に反する指図がなされることは殆どないと思われるものの、特金の場合と同様に委託者が法令や約款の定め反する運用を行わないようモニタリングし、必要な場合、委託者にウォーニングを発することが、少なくとも信義則上必要なのではないかと考える。

2. 責任関係

(1) 外部的責任関係

第三者との関係については、特金と同様、あくまで受託者が取引の本人にあたるので、錯誤等契約に瑕疵がない限り受託者が責任を負うということになる。しかし、投信の場合、受益者が集団で多数存在するので、これまで検討してきたような内部関係の合理的責任分担を図ることは困難である。そこでこの点を踏まえ、外部関係の責任問題について

は、次の二通りに分けて考えてみたい。

第一に、公募投信のように規模が大きいものは、情報開示も比較的整っており、法規制等により今後も更に拡充される方向にある。受益者が多数であることから内部関係における責任分担が事実上困難であるということを考慮し、適切なる開示を前提に、第三者との取引、特に債務負担行為については、責任限定特約を付けることにより、第三者の方がリスクをとるというアプローチが妥当と考える。

第二に、今般の投信法改正で認められるようになった私募投信のような、受益者が少数で、開示・説明が可能なものについては、責任限定特約のアプローチも当然可能であるものの、内部関係における責任分担も可能である。既に指摘したような第三者がリスク負担を嫌って取引回避するという可能性があるという経済的要因を考えると、特金同様、内部関係における合理的責任分担を図り、第三者に対しては受託者が無限責任を負うことを原則とするアプローチが妥当ではないかと思われる。

(2) 内部的責任関係

内部関係としての責任分担の問題については、外部関係のところでも述べたように、第三者と責任限定特約付で取引した場合、受託者が固有財産をもってしても責任を負わねばならないといった事態は生じない。そこで、ここでは、責任限定特約を付さない場合の内部関係の責任分担を検討する。

まず、代位アプローチについては、受託者にモニタリング義務を含め義務違反がなければ受益者に補償請求できることになり、一方、投信の場合、委託者は受益者に対し善管注意義務を負うと解するのが一般的であるから、受益者にリスクを説明しないまま損害が生じた場合、信託契約違反ないしは善管注意義務違反に基づき損害賠償請求できると考えられる。そこで受託者は、この受益者の委託者に対する損害賠償請求権に代位することにより、損害を回復することが出来るということになる。また、直接アプローチについては、次のように考えることにより、生じた損害につき賠償請求することができる。即ち、投信約款に基づく委託

者と受託者の関係から受託者は、運用指図人である委託者から別途「リスクの所在」につき説明されない限り、内部関係の責任割合としては信託財産の範囲内でのみ責任を負うという黙示的取決めが存する。あるいは仮に責任分担の黙示的取決めが存在しないとしても、第三者に対して無限責任を負う受託者には、信託財産が債務超過となる場合の「リスク」に関しては重大な利害があり、このような「リスク」を作り出し、これを最もよく知る運用指図人は、投信約款から信義則上導き出される義務として受託者に対し信託財産の債務超過リスクについて説明する義務があるということになる。

ところで投信の場合、受益者は不特定ではないが通常集団としてかなり多数存在しているから、このような受益者に対し各々受益権割合に基づき補償請求することが可能かという点と余り現実的ではない。更に全ての受益者が運用のリスクについて同程度に理解しているとは限らず、それぞれがどの程度リスクの所在を予見し得たかという証明も困難である。従って、代位アプローチにより求償していくことは現実問題としては極めて困難である。特金のところで述べたように、黙示の取決めを解釈することにより、直接アプローチを優先適用し、直接アプローチが妥当しない場合の補完として代位アプローチを位置づけるという処理が妥当ではないかと考える。

IV. 残された問題

ここでは、これまで検討してきた論点以外で問題点として残った点を検討してみたい。即ち、①信託スキームとして妥当なものであっても、他のスキーム、例えば典型例として株式会社形態と比較してどうかという問題と、②顧問会社等が本稿で述べるような黙示的取決めに基づき損害賠償することは、業法で禁じられているいわゆる損失補填にあたるのではないかという問題、および③運用指図人（受託者の代理人の場合、運用者）の受託者に対する責任は契約責任か、それとも不法行為責任と考えるべきかという問題、の三点について考察する。

1. 株式会社との比較

今般わが国でも導入されることとなった会社型投信と比較し、投資スキームとしてのメリット・デメリットを考える。そもそも、会社型投信というのは、ネーミングとしてややおかしいが、要するに証券投資を中心に運用のみを行う法人「証券投資法人」を設立し、投資家はその株主となり、当該会社が証券投資委託業者または投資顧問業者等に運用を委託するというものである。投資家は、証券投資法人の株主として運用の利益を享受することになる（従って、株主が一人の場合には、特金と同じ経済実体となると考えられる）。

このような会社型投信のメリットとしては、第一に、株式会社であるから株主である投資家の有限責任が法的に明確となっていること、第二に、当該会社の取締役⁽³¹⁾に第三者を加えることにより委託会社のモニタリングを公正なもの⁽³¹⁾とできること、の二つがあると考えられる。これを信託と比較してみると、一点目の投資家の有限責任の問題については、株式会社は、有限責任であるので、取引相手である第三者との間に責任限定特約を結ぶ必要がないが、運用の指図を第三者が行なう場合、その有限責任性ゆえに、株主と運用指図人のリスク移転が曖昧になる可能性がある。これに対し、信託の場合、「結果の移転」報償責任の考え方が原則であるから、完全に有限責任とすることは難しいと思われるが⁽³²⁾、保険を付けることも可能であるし、既述のように、第三者との契約に責任限定特約を付すなり、内部関係で責任分担を合理的に取決めておく等により、かなりの程度克服することが可能である。逆に、過度に投資家に有利にするとモラル・ハザードに陥るおそれもあり、適度な緊張関係による責任分担を図るのが社会全体としては望ましいとも考えられる。2点目の外部取締役によるモニタリングについては、一般の会社の場合の問題と同様、折角外部から取締役を迎えても形骸化したり、逆に権利濫用される可能性もあることに注意する必要がある。信託の場合、これまでの検討で明らかなように受託者が運用指図人の運用を一定の範囲でモニタリングする義務があると考えられ、わが国では受託者を信託銀行が努めているということと併せると、万一義務違反によって責任問題が発生

した場合、個人の取締役より法人受託者の方が負担能力の点で優れていると考えられるので、この点については、必ずしも信託が劣後しているとはいえないのではなからうか。第三者から運用指図を受ける場合のモニタリングに関しては、会社型か信託型かというより、それぞれ取締役と受託者のどちらが運用指図人のモニタリングを適切に行なうか、又は行なう能力があるかにかかっていると思われる。従って、それぞれの特性をよく理解して投資家の方で最適なスキームを選択することが有益であると思われる。⁽³³⁾

2. 顧問会社の損失補填

本稿では運用指図人（受託者の代理人の場合、運用者）には、委託者と受託者を含めた3当事者間における黙示的取決めにに基づき、一定の場合、損害賠償義務を負うとする解釈をしたのであるが、このことが、投資顧問業法で禁止する損失補填等にあたるのではないかということが問題となる。即ち、投資顧問業法では、投資顧問業者が損失補填を行うことは禁止されており、⁽³⁴⁾投資顧問契約（投資顧問業法でいうところの投資一任契約）においても、通常、顧問会社は忠実に投資一任業務を行うが運用の結果生じた損害については責任を負わない旨の条項があり、これらに抵触しないかということが問題となる。後者の免責条項の解釈については、この条項は顧客のいわゆる自己責任原則を定めたもので、当然のことを定めたに過ぎず、投資顧問業者に受任者としての注意義務に違反するところがあれば当然法的責任が発生するのであってそのことまで免責するものではないと考えられている。⁽³⁵⁾また、前者の業法上の禁止行為に該当しないかについては、同法は顧問業者の側に何の義務違反もないにも拘らず一定の損害が生じたことに対し損失を補填することを禁じたものと考えられ、顧問業者の側に不法な行為があった場合の損害賠償まで一切禁じたものと考えべきではなく、当事者間で一定の場合に損害賠償義務を取り決めたとしても、ここではリスクの所在についての開示・説明義務が契約関係から生ずる義務として存在し、その義務違反に基づいて損害賠償義務が発生するという関係となっているから、同法に

抵触するものではないのではないかと考えられる。

3. 運用指図する者の責任の法的性質

これまで検討してきた運用指図人（受託者の代理人の場合、運用者）の受託者に対する責任は、法的にはどのような責任であると考えたらよいのであろうか。本稿では、受託者以外の者が運用指図する信託において運用指図する者と受益者および受託者の3者間に成立する契約関係を内部関係として理解し、その内部関係における責任分担の取決めが黙示的に存在すると解釈することにより、その取決めに違反した場合、損害賠償義務を負うと考えた。また、仮にそのような黙示的取決めの存在を解釈することは困難としても、信託が債務超過となるような状態は、受託者にとって重大なる利害事項であるので、運用指図人は、少なくとも信義則上、その「リスクの所在」につき説明する義務を負うと考えた。判例は、安全配慮義務に関し、安全配慮義務は「ある法律関係に基づいて特別な社会的接触の関係に入った当事者間において、当該法律関係の付随義務として当事者の一方又は双方が相手方に対して信義則上負う義務⁽³⁶⁾」であり、義務違背があった場合の法的性質は、不完全履行の一種であり、債務不履行の一態様に他ならないとしている⁽³⁷⁾。このことが開示・説明義務についても妥当するとすれば、いずれの考え方をとって契約責任ということになる。

一方、既述のように英米法では、運用指図人の責任は、フィデューシャリー（=fiduciary, 受託者）としての責任を負うとされており、受益者や第三者に対しては受託者と連帯して責任を負うが、受託者との間では内部関係の問題として責任分担する関係にたつとされている。従って運用指図人たるフィデューシャリーが不法行為責任を負うことが全くない訳ではないが、一応フィデューシャリー・デューティー（=fiduciary duty, 信託義務）に基づく責任を負うと考えられている。つまり、契約責任でも不法行為責任でもない責任であると考えられているのである。

英米法における信託およびフィデューシャリーの関係と契約関係の違

いは、依存関係か対等の関係か、救済方法における違い、財産の色付け機能の有無などにあるとされるが⁽³⁸⁾、わが国では、基本的に信託と契約は対立関係にはたたず、契約の一形態（但し、遺言信託は契約ではない）として位置づけられており、信託以外においてこのようなフィデューシャリーの概念は、まだ定着したものとはなっていない。しかし近時、継続的契約関係や専門家との契約においては、一般条項たる信義則を適用することにより一定の義務を觀念し、より公平で妥当な紛争解決を図ろうという傾向があるとされている⁽³⁹⁾し、金融サービスを提供するものを広く「受託者」と位置付け、英米のフィデューシャリーと同様の法規範に服させようとする動きがある⁽⁴⁰⁾。投資顧問業者や投信委託業者についていえば、顧問業法あるいは投信法において、「受託者」としての義務の中核である忠実義務を負うことが法定されており⁽⁴¹⁾、これとあわせて運用の専門家として結んだ契約において、善管注意義務など「受任者」の義務一般に服すると解されている。しかし、これは受益者に対する義務であり、受託者に対し如何なる法的義務を負うかは必ずしも明確にはなっていない。そこで本稿では、3者間の契約関係を基に、公平な利害関係の調整という視点から、内部関係における黙示的取決めにより一定の義務を觀念することにより、一定の責任を負うと考えた訳であり、このような考え方からすれば、契約責任と考えるのが素直である。しかし、このような契約関係はないが、運用指図人の指図と受託者の損害との間に相当因果関係がある限り生じた権利侵害につき不法行為責任が成立すると考えることも不可能な話ではない。

法解釈のうえではいずれも可能と思われるので、次にその結果生ずる法的効果の面を検討する。法的効果という面からは、一般的にいつて契約責任ではオール・オア・ナッシングの問題処理となるが、責任分担の判断基準が運用指図人、受益者および受託者における帰責事由の有無であったことから考えれば、当該運用に関し、受託者にも運用指図人にも帰責事由が一定程度存在した場合、過失相殺などによる処理が可能な不法行為により責任を考慮することが妥当であるともいえる。このような場合、不法行為責任とした方が、結果として妥当な解決を図ることができ

るということになる。この問題は、いわゆる制度間競合の問題、請求権競合の問題の一例として考えるべき問題であるが、現在もまだ研究・議論が続いている大きなテーマであり⁽⁴²⁾、筆者の能力を遥かに超えているので、問題点を指摘するにとどめたい。但し、現実には紛争が発生した場合、この問題に関する他の多くの裁判がそうであるように、原告たる受託者の側からは、契約責任と不法行為責任を併存的に請求することになり、これに対して裁判所は、個々の事情に応じていずれかを選択・判断することになる。現状では、当事者間に責任分担の明示的合意・取決めは存在しないので、黙示的解釈あるいは信義則によっていることからすると契約責任というよりは、不法行為として責任の成立を認める方が柔軟な紛争解決が図れるとして、後者が選択される可能性が高いのではないかと思われる。しかし、不法行為責任による場合においても、本稿で検討した運用指図人や受託者の義務違反の考え方、権利侵害の考え方を基に考えることになると思われ、その限りにおいて、本稿の検討内容は意味を有すると考える。

V. 結びにかえて

最後に、これまでの考察から「受託者以外の者が運用指図する信託」として横断的特徴として言えることがないかを考えたい。一般に、有限責任とするには、リスクの所在が情報開示されていることが前提として必要であるとされている⁽⁴³⁾。従って、当事者の責任を公平かつ合理的なものにする場合には、このリスクの開示・説明がなされているかどうかをポイントにすることが有益であり、次のように考えることができる。

第一に、第三者との関係という面からは、受益者が集団で多数存在する場合、受益者に開示するより、第三者に開示することによる方が容易と考えられるので、これもリスクの所在をよりの確に知り得るのは誰かということのポイントに、第三者との間に責任限定特約を付すことをまず第一義的に考える。一方、受益者が少数でリスクの開示・説明が十分可能な場合には、責任限定特約を付すという方法の他に、内部関係の問

題として合理的責任分担を図ることにより利害調整することも有益であると考えらる。

第二に、内部関係における責任分担としては、受託者以外の者が運用指図する場合、リスクを作り出し、リスクの所在を最もよく知る者が、まず開示・説明すべきであり、その者が義務を怠った場合、黙示的取決めを含め当事者の契約解釈により、契約関係に基づく責任分担、または契約関係から導き出される説明義務に基づく損害賠償を認めることにより公平で合理的な処理を図るということになる。

このように、従来は全て「結果の移転」報償責任の考え方にに基づき受益者に求償するという観点から利害調整が検討されてきたが、受託者以外の者が運用指図する信託においては、これに「リスクの所在」につき開示・説明がなされ、リスクが移転したといえるかどうかという観点を加え、これに当事者間の黙示的意思または一定の説明義務を解釈により補い、公平でかつ合理的な利害調整を図るとするのが妥当ではないかと考える。

また伝統的に信託における財産管理は、不動産、有価証券や貸付金といった積極的財産の取得・処分が大半であり、消極的財産の運用、即ち、債務負担行為が利用されるということが余りなかったためか、関係当事者の責任関係が必ずしも明確になっていなかった面があるように思われる。しかし、既述のように、運用を主目的とする場合、金融・経済が高度化・複雑化した現代においては、債務負担行為も積極的に活用されるようになってきており、公平で合理的な形での責任関係を明確にする必要が生じてきている。現状の信託契約等においては、必ずしもこのような責任関係の取決めが明確になっておらず、運用指図する者と受託者の関係も曖昧な部分がある。本稿では、この点につき黙示的取決めの存在を解釈することにより問題解決できないか検討した。解釈には限界もあり、そのような黙示的取決めなどないのではないかとの見解もあろう。また、特金と投信という二つをとりあげただけで帰納的に論じてよいか、更に会社だけでなく他の投資スキームとの比較・検討を幅広く行う必要もある。筆者の能力不足と紙幅の関係で問題点の指摘に留まる部

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

分が多々あり、大変不十分な内容となったが、今後の議論のきっかけとなり、実務に少しでも寄与するところがあればと切望する次第である。

*なお、本稿の意見にわたる部分はあくまで筆者の個人的見解であり、三菱信託銀行の意見ではないことをお断りしておくとともに、本発表にあたり、多くの方から指導・助言を賜った。この場をお借りして感謝の意を表したい。

- (1) 北村恵美；信託財産に帰属する債務に関する一考察；信託法研究18号 3頁
金融研究 1998年4月17巻1号；金融取引における受託者の義務と投資家の権利；73頁
- (2) この点を指摘するものとして、
神田秀樹；日本の商事信託 序説；鴻常夫先生古希記念・現代企業立法の軌跡と展望597頁
- (3) 岸田雅雄；特定金銭信託；金融法の課題と展望（日本評論社 1990年） 383頁
河本一郎；特定金銭信託の会計処理について；商事法務 No. 1100 P. 12
神田秀樹；コメント；鴻常夫編・商事信託法制 196頁
- (4) 米国では、信託条項に基づき受託者に対し第三者から指図がなされる信託は、指図信託として認められている。この場合、受託者の管理・監督において義務違反がない限り、運用に関し生じた損害は、運用指図権者が負うとされる判例が多いようである。
Directory Trusts and The Exculpatory Clause; 65 Colum. L. Rev. 146 (1965)
Trusts Adviser; 78 Harv. L. Rev. 1237 (1965)
E R I S Aにおける年金ファンドに係る判例として
DARDAGANIS v. GRACE CAPITAL Inc.; 889 F. 2d. 1237 (2nd Cir. 1989)
- (5) 上記注4のほかに、Separable Liabilities of Trustee in Directory Trusts; 60 Calif. L. Rev. 1151 (1972)

- (6) 運用に関するモニタリング義務は、通常の信託にはなく、受託者以外の者が運用指図する信託に特有な義務の1つである。
- (7) 大判民四 昭和13年9月21日；民集17卷20号1854頁
- (8) 四宮和夫；信託法（新版）209頁，大阪谷公雄；信託法の研究（上）636頁，中野正俊；信託法判例研究 233頁
- (9) Sir William Goodhart QC；Trust Law for the Twenty-first Century；Trends in Contemporary Trust Law P. 268，また、「信託の準拠法及び承認に関する条約」では、委託者に一定の権利及び義務を留保する信託を認めている。（A. E. von オーヴェルベック／道垣内正人訳；信託の準拠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）
- (10) 信託法学会では、議論をシンプルにする為、通説的見解に依拠して議論を進めたが、ここでは両論検討する。
- (11) 河本一郎；投資顧問業の法的規制；金融法研究4号6頁
- (12) 米国では、運用指図権者は、fiduciary とみなされるので、第三者に対しては受託者と連帯して責任を負い、内部関係の問題として受託者・運用指図権者間の負担割合が問題とされる。前掲注4；Trusts Adviser
- (13) 中西英人；第三者に対する受託者責任の限定；信託法研究20号53頁
- (14) 海外の信託でこの点を指摘するものとして David Hayton；Trading Trusts；J. Glasson 編 International Trusts Laws；Sec. B. Chap. 5 P. 15およびこの邦訳として樋口範雄・真船秀郎共訳；事業信託；信託177号58頁
- (15) 米国の指図式年金信託では、custodian trustee と managing trustee との機能分化が行政の規制で求められており、custodian trustee は共同受託者としての責任も問われないこととされている。（海原文雄：英米信託法概論 125頁；有信堂高文社（初版1998年））

一方、英国のユニット・トラストの custodian trustee は、本来名義を取得するだけだが、投資家保護の観点から認定ユニット・トラストでは規制により custodian trustee にモニタリング義務を課している。（社）信託協会編；商事信託研究会海外視察団報告書（平成4年12月）
- (16) 神田教授は、「商事信託の法理について」（信託法研究22号70頁）において、商事の信託については、受益者は原則として拠出した財産以上には責任を負わせるべきではないとし、信託と取引した相手方に対しては受託者が責任を負い、受託者・受益者の内部関係の問題として合理的な責任分担を契約により定めるべきであると指摘している。
- (17) 四宮；委任と事務管理；四宮和夫民法論集126頁，信託型契約について；信託復刊62号12頁

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

- (18) 井上徹；土地信託における信託業務遂行上の諸問題；信託法研究11号
15頁
新井誠；財産管理権制度と民法・信託法；有斐閣（初版1990年）26頁
- (19) 上記井上の他，北村；前掲注1
- (20) 管理処分権の分属を認めない立場にたつと，モニタリング義務を肯定することは容易だが，分属を認めない立場にたつと，受託者には運用指図人の指図に関しモニタリング義務はないとも考えられる。しかし前掲注3；商事信託法制206頁の特金契約書の例では，「委託者または代理人の指図につき，受託者において，信託目的遂行上不適切または法令・通達およびそれらの解釈に抵触するおそれがあると認めた場合は，受託者は，その指図に従わないことができるものとします。」という条項がある。このような条項がある場合，受託者が義務としてどこまでモニタリングをする必要があるかは必ずしも明らかではないが，少なくとも何らかのモニタリングを行うことが前提となっていると思われる。これに対し，このような条項のない特金契約書もある。以下では，何らかのモニタリング義務があるという前提で議論を進める。
- (21) 管理処分権の分属を認める立場にたった場合でも，前掲注20引用のような条項が特金契約書にある場合，契約上の義務としてモニタリング義務を負うことになるが，その場合の義務の内容も，指図内容が法令や信託契約に違反していないかといった外形的判断が可能なレベルにとどまり，指図内容がリスクに照らして適切であったかどうかという実質的判断が伴うレベルまでは求められていないと考えられる。
- (22) 樋口範雄；フィデュシャリー〔信認〕の時代；有斐閣（初版1999年）
162頁
- (23) 契約書には，この点につき具体的定めはない。しかし，受託者が善管注意義務を負うとする規定はあり，このような情報提供は受託者の善管注意義務の一環として必要であると解釈することは可能である。
- (24) 樋口；前掲注22；147頁
- (25) 金融制度において，リスクの移転は，適正なる開示が前提となることを指摘するものとして，岩村充；金融法制と金融システム；ジュリスト
No. 1155 196頁
- (26) それぞれに帰責事由がある場合については，後述のように不法行為責任による処理を考えると過失相殺の概念を導入することにより，結果の妥当性を追求することは可能となる。契約責任で処理しようとする場合，責任分担の取決めを黙示的に解釈するに当り，それぞれの帰責事由

の大きさを求償権の成立を考えるとということになる。この場合、運用指図人の帰責事由の方が受託者のそれより大きい場合には、直接アプローチによる求償を認めるといったことになる。

- (27) 米国では、委託者が信託を実質的にコントロールする場合、信託関係とパートナーシップ関係が併存するとし、委託者はパートナーシップ関係における本人として責任を負うという考え方がとられている (Scott on Trusts (4th ed.) III A Chap. 8 § 274 P. 520, 樋口・折原共訳; 受託者の個人的責任と補償請求権; 信託195号85頁)。本稿は、信託契約の解釈により、当事者間の利害調整の公平化が図れないかを検討するものである。(潮見佳男; 「なす債務」の不履行と契約責任の体系; 北川善太郎先生還暦記念・契約責任の現代的諸相(上) 125頁)
- (28) 信託受託者の義務の具体的内容は、個々の契約により当然異なる。(森田宏樹; 結果債務・手段債務の区別の意義について; 鈴木録弥先生古希記念・民事法学の展開159頁, 内田貴; 民法Ⅱ; 277頁) 受託者の代理人に対するモニタリング義務の内容は、モニタリング一般を行うのが原則となるが、本稿では、実質的に委託者の指名を受け、法律上受託者の代理人となっているに過ぎない場合であるから、運用状況の主たる報告先を委託者兼受益者とする取決めがなされることと併せ考えると、この場合の受託者のモニタリング範囲は、委託者の代理人で考察した際のモニタリングの内容と同じと解することが妥当である。しかし、この場合、法律上の位置付けと具体的義務内容にアンバランスが生ずるので、契約上明確化しておくことが望まれる。
- (29) 他益信託をとることが多いのは、委託業者から投資家に受益権を譲渡する形をとると有価証券取引税の問題があったためとされる(瀬々敦子; 証券投資信託について; 金融法務事情 No. 1521 P. 44) が、平成11年4月より、有価証券取引税は廃止されたので、今後は自益信託形式のものも登場する可能性がある。
- (30) 鈴木竹雄; 証券投資信託約款の法的性質; 商法研究370頁
岸田雅雄; 証券投資信託; 河本一郎先生還暦記念・証券取引体系 543頁
岩原紳作; コメント; 前掲注3 商事信託法制 161頁
神田英樹; 忠実義務の周辺; 竹内昭夫先生追悼; 306頁
- (31) 神田教授は、米国では会社型の方がガバナンスの点で優れていると考えられていると指摘している。(神田; 投資信託規制の現状と今後のあり方; 月刊資本市場 1994.2 No. 104 P. 12)

受託者以外の者が運用指図する信託における責任関係

- (32) 米国のビジネス・トラストにおいてこの点を指摘するものとして
Sheldon A.; The Massachusetts Business Trusts and Registered Investment Companies; Youdan 編 Equity, Fiduciaries and Trusts P. 179
また、契約による工夫により受益者の責任を極小化しようとするものとして
Stanley J. Friedman Chairman; Investment Companies 1986; Corporate Law and Practice Course Handbook Series No. 515 P. 64 および前掲注14
- (33) 信託を、受託者の破産から信託財産を守り、株式会社より自由に制度設計ができ、会社と契約を複合した優れた制度であることを指摘するものとして、
Hansmann and Mattei; The Functions of Trust Law; 73 New York Univ. L. Rev. 434 (1998)
John Langbein; The Secret Life of the Trust : The Trust as an Instrument of Commerce; 107 Yale L. J. 165(1997)
- (34) 有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律 第22条および第30条の3
- (35) この点につき第4回金融法学会「投資顧問業の法的規制」をテーマとするシンポジウムにおける山下友信教授の報告「開業規制と勧誘規制」参照。(金融法研究第4号10頁および金融法研究・資料編(3)16頁)
- (36) 最判昭和50・2・25民集29巻2号143頁
- (37) 最高裁判所判例解説 民事編 昭和55年度 415頁
- (38) 樋口; 前掲注22; 246頁
- (39) 能見善久; 専門家の責任; NBL No. 545 18頁以下, 山田誠一; 新しい金融サービスと受託者責任; ジュリスト No. 1164 51頁, 内田貴; 契約の再生; 230頁
- (40) 金融審議会第一部会; 中間整理(第一次)(1999年8月)
- (41) 証券投資信託及び証券投資法人に関する法律 第14条
有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律 第21条および第30条の1
- (42) 潮見佳男; 規範競合の視点から見た損害論の現状と課題(1)・(2); ジュリスト No. 1079 91頁以下および No. 1080 86頁, 山本敬三; 取引関係における違法行為をめぐる制度間競合論—総括; ジュリスト No. 1097 116頁以下, 磯村保; 違法な取引行為に対する救済; ジュリスト No. 1097 108頁以下等
- (43) 江頭憲治郎; 企業の法人格; 竹内・龍田編・現代企業法講座2 76頁

信託法研究 第24号

道垣内弘人；団体構成員の責任；ジュリスト No.1126 70頁

(三菱信託銀行経営管理部コンプライアンス室グループマネジャー)