

〔研究報告〕

# 金融実務における受託者の義務と責任の 多様化

久保 淳一

目次

- I. はじめに
- II. 実務における信託の問題点 — 特に忠実義務について
- III. 米国におけるトラストとフィデュシャリー
  1. 米国におけるトラスト法の発展
  2. 米国の金融実務において着目されるトラストの特長
  3. 米国におけるフィデュシャリー法
- IV. 米国の金融実務におけるフィデュシャリー
  1. 証券投資におけるカストディアン
  2. ストラクチャード・ファイナンスにおいて用いられるトラストのトラスティー
  3. レンダー・ライアビリティー（貸し手責任）におけるフィデュシャリー義務
  4. ERISA（従業員退職所得保障法）の下でのフィデュシャリー
  5. 1940年投資会社法の下での取締役・トラスティー
- V. 米国の金融実務を通して見たフィデュシャリー法
- VI. 日本における信託発展の可能性—米国のトラストからの示唆
- VII. まとめ

## I. はじめに

わが国において、信託は、専ら、金融取引において利用されてきている。1922年に制定された信託法は、英米のトラストの制度を参考にしな

がらも、当時の信託会社の実情に合わせて規定の内容が定められた。それ以来、信託は、主に信託銀行の実務を背景として、トラストの理論に影響を受けながらも、日本独自の発展を遂げてきた。が、ここ数年、米国で開発されたトラストを利用した金融手法や金融商品を、信託を使って日本に導入し、同様な法的・経済的効果を実現させようという動きが盛んになっている。このような動きの中で、従来から指摘されていた日本の信託法の問題点がネックとなって、導入がスムーズに行なわれない、または狙った効果が十分に達成できない事態も生じているように思われる。

報告者は、平成3年から6年余り、住友信託銀行のニューヨーク支店に勤務し、法務担当者として米国での様々な金融取引に携わった。この実務経験を通して感じることは、まず、トラストは、資産を分離する、あるいは取得し保有するにあたって、非常に使い勝手の良い法形式だということである。また、同時に、他人に資産を管理・運用させるという目的においても信頼性の高い法形式である。このようなトラストの使い勝手の良さや高い信頼性が、革新的な金融手法や金融商品の開発を可能としていると思われるほどである。

米国の金融取引においてトラストの利用が盛んな理由として、フィデュシャリーの義務の有無および内容に関するフィデュシャリー法の発展が挙げられると考える。トラスティーのフィデュシャリー義務に係るルールが独自に発展してきた結果、必要な場合にだけトラスティーにフィデュシャリー義務が課され、状況によってはフィデュシャリーではないトラスティーも存在しうるようになった。このようなフィデュシャリー法の発展が、トラストを、世代間の財産移転だけでなく、より幅広い用途に利用できるものにした要因であると思われる。

本報告では、まず、金融実務の観点から見た信託の問題点を示す具体例を挙げ、次に、米国でのトラストやフィデュシャリー法の考え方を、米国の金融実務の例を見ながら考察し整理する。最後に、日本の信託が、米国のトラストと同様に、より幅広く利用される法形式となるために、どのような条件が必要かを検討したい。

なお、報告中で意見にわたる部分は、報告者の個人的な意見であることを、予めお断りしておく。

## Ⅱ. 実務における信託の問題点 — 特に忠実義務について

まず、実務における信託の問題点が現れている例を挙げたい。信託法22条の強行法規性に関わる問題は周知のところであるが、神戸地裁の平成12年1月27日判決<sup>(1)</sup>では、信託銀行が、特別清算を申立てた会社向けの貸付債権を、特定運用金外信託契約を解除してその財産をもって回収することが出来るかどうか<sup>(1)</sup>が問題となった。裁判所は、信託契約または銀行取引約定書の規定に基づく信託契約の解除を否定し、信託銀行の債権回収を認めなかった。この判決の法的な問題点<sup>(2)</sup>については、道垣内弘人教授が既に指摘されているところである。しかし、特定運用金外信託は、委託者が自ら行なう資産運用において、投資資産の保有に便利の良い法形式として利用されているもので、受託者に資産の運用や処分を任せるものではない。その経済的実質から見ると、常任代理付き保護預りと預金取引に近いものとも考えられる。にも拘らず、形式として信託だからという理由で信託銀行による債権回収が否定されるのは、現実的に見て妥当ではないようにも思われる。

特定運用型の信託については、今後、以下のような問題も生じうる。日本でも貸付債権の売買が次第に行なわれるようになり、流通市場も準備されつつあるので、ゆくゆく、このような貸付債権も信託の投資の対象となっていくことが予想される。例えば、信託銀行が取引先A社に対し銀行勘定での貸付債権を有し、さらに相応の預金でその保全を図っていたところ、別途受託していた特定運用型の信託の受託者として、指図により、流通市場でA社向けの貸付債権を取得したとする（図1参照）。その後A社が倒産した場合、信託銀行はどのような形で相殺を行えばよいのだろうか。自らの裁量でA社向け貸付債権を取得したわけではないので、受託者であるというだけで相殺による銀行勘定の債権回収が制約を受けることは、実務感覚として納得しがたいものがある。

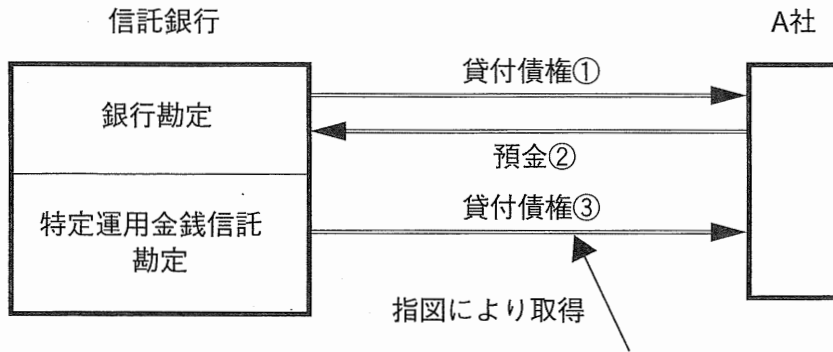


図1

以上、実務から見て不合理と思われる点を示す例を挙げたが、これは皆、受託者の忠実義務の硬直性に関わるものである。<sup>(3)</sup> 実務において同じく重要である善管注意義務には、このような問題はない。これは、善管注意義務は、信託行為によって定められた信託事務を、そのときの状況に照らし、受託者として合理的な注意を払って遂行せよという実質的なものであり、信託銀行として遵守することがそれほど困難ではないからである。

一方、忠実義務は、受託者に、もっぱら信託財産の利益のためにのみ行動することを義務付けるもので、その具体的内容として、四宮和夫博士は、1959年の米国信託法第二次リステイトメント170条に示される、自己取引の禁止、その他の利益相反行為の禁止、および第三者のための図利の禁止、という三原則を含むとされている。<sup>(4)</sup> 信託法22条はその一部しか規定していないが、忠実義務は、「信認関係の効果として受託者に認められる効果であるから、その他の原則も、わが国の信託法において、<sup>(5)</sup> 受託者に要求される」とされている。

たしかに、米国において、忠実義務は、トラスティーが負うフィデューシャリー義務の一つであり、その目的は、トラスティーが自己の利益追求に走ることを抑制し、弱者である受益者の利益が害されることを未然に防ぐためにあるとされている。具体的には、トラスティーが利益相反取引、またはその可能性が強い取引を行なうことを、画一的に、禁止または厳しく制限している。しかしながら、ジョンH.ラングバイン教授

によると、忠実義務を含めたフィデュシャリー義務については、その道徳的側面が強調され過ぎて、必要以上に厳しくなっているとされる。また、フィデュシャリーというだけで、具体的な内容に拘らず、全て一律に禁止または制限されるとするのは、合理的でもなく、また、委託者の意図に従ったものともいえないという批判もされている<sup>(6)</sup>。その結果、最近では、フィデュシャリー義務の任意法規性が強く認識されるようになってきている<sup>(7)</sup>。

日本の信託法の規定は、制定当時の信託会社の信頼度が低かったこともあって、全体として受託者の義務を厳しく定め、規制的な性格が強いといわれる<sup>(8)</sup>。信託法22条が強行規定とされているのも、そのためと考えられる。しかし、信託法22条と旧来の米国の考え方を基に導き出される「忠実義務」は、現在の実務を取り巻く状況から考えると、不必要に硬直的と言わざるを得ないものと思われる。

以上のような忠実義務に係る問題点は、信託法およびその解釈と、実際の信託の利用法またはニーズとが、大きく乖離してきたことに起因するものと考えられる。このような乖離をどのように解決してきたのか、理論および実務の面において、我が国が参考とすることが多い米国のトラストの状況を以下で考察する。

### Ⅲ. 米国におけるトラストとフィデュシャリー

#### 1. 米国におけるトラスト法の発展

我が国の信託法の解釈は、信託法第二次リステイトメントやスコット教授の *The Law of Trusts* に代表される米国のトラスト法の影響を多分に受けてきた。しかし、これら米国の文献は1950年代のもので、また、その対象は、財産の世代間承継、あるいは贈与のために使われるトラストに限定されている<sup>(9)</sup>。

しかし、その後、特に過去10年間に、米国のトラスト法は、社会や経済、さらには金融実務や税務の変化を受けて見直され、伝統的なトラストの概念の枠を越えて発展してきている。近年の発展においては、設定

者の意思の尊重と、トラストの管理運営における柔軟性と効率性の重視が、主な観点となっていると言われる<sup>(10)</sup>。「設定者の意思の尊重」とは、トラスト証書の有効性の判断や解釈にあたり、設定者の意思は、それがはっきりと確認されるものであり、且つ、法律や公序良俗に反するものでない限り、形式的な不備があっても尊重されるべきだということである。これは、トラストを、状況によってはギフトではなくコントラクトと取り扱うことであり、トラスト法が基本的にデフォルト・ルールであることの強調につながってきている。

「トラストの管理運営における柔軟性と効率性の重視」とは、受益者の最善の利益を図るため、設定者の定めた目的の範囲で、柔軟性と効率性を与えるということである。1992年に発表されたプルーデント・インベスター・ルールはその代表的なもの<sup>(11)</sup>とされるが、この考え方は、その後、トラストの管理運営一般に広げられてきている<sup>(12)</sup>。

## 2. 米国の金融実務において着目されるトラストの特長

ここで、米国の金融実務において、トラストのどのような特長が着目されているのかを見てみたい。前述のラングバイン教授は、トラストが<sup>(13)</sup>商取引に使われるようになってきた理由として、(1)トラスティー倒産時における受益者の保護<sup>(14)</sup>、(2)税の導管性<sup>(15)</sup>、(3)法形式としての柔軟性、そして(4)トラスト・フィデュシャリー法による受益者保護の枠組みを挙げている。

この中で、(1)トラスティー倒産時における受益者の保護と、(2)税の導管性は、いずれもトラスト特有の効果とはいえない<sup>(16)</sup>。しかし、複雑な仕組みや税法の要件の充足を必要とせず<sup>(16)</sup>に効果が得られるという点で便利である。

それに対し、トラストの柔軟性は、トラストがもともとは財産贈与のための法形式であり、贈与者の意思でその内容が自由に定められるようになっていることに基づく、トラスト独自の特長である。当事者のニーズに合わせて内容を自由に変更することが可能であるため、商取引においてもトラストが利用される大きな理由となっている。例えば、特殊な

持分権を作り出そうとする場合、株式会社であれば会社法の定めに従った種類株しか発行できないが、トラストでは受益権の創設にあたってそのような規制はない。

また、トラストを採用すればトラスト・フィデュシャリー法による受益者保護の枠組みが使えることも、他の法形式にはない特長である。この特長は、トラストが金融資産の投資運用に用いられることが多くなっていくにつれて重要になり、現代のトラスト法においてはその中心的役割を果たしているといわれる<sup>(17)</sup>。現代においては、トラストを効率的に管理運営していくためには、トラスティーにその権限行使の裁量を幅広く与えることが必要である。しかし、それは、トラスティーによる権限の濫用の危険性を招くことにもなる。そこで、フィデュシャリー法は、トラスティーに忠実義務と注意義務を負わせ、その義務違反、とりわけ忠実義務違反には、厳しいペナルティーを科することで、トラスティーによる権限濫用を防止する<sup>(19)</sup>。

ここで指摘すべき重要な点は、トラスティーが負うフィデュシャリー義務の内容やその定め方は一律ではなく、取引によって大きく異なりうることである。当事者の合意によってその内容が定められている場合もあれば、当事者の意思とは無関係にトラスティーの義務の内容が決められる場合もある。また、そもそもフィデュシャリー義務を負わないトラスティーもある。このように、トラスティーの負うフィデュシャリー義務が多様化されているところが、金融取引においてトラストが幅広く用いられている理由だと考えられる。

なぜならば、金融取引においてトラスティーとなるのは、米国においても主として金融機関だからである。金融機関がトラスティーを業務として受けるかどうかを判断するにあたっては、ビジネスとして行なうだけに、リスクと業務の効率性も当然に考慮する。この観点から言うと、伝統的にトラスティーのフィデュシャリー義務と考えられているもの、特に信託法第二次リステイトメントに規定される忠実義務をそのまま負担することは、リスク<sup>(20)</sup>であり、また、非効率的<sup>(21)</sup>になりがちである。

このため、実際には、適用されるフィデュシャリー義務は、取引の目

的上の必要性と金融機関が負担出来るリスクとのバランスがとれるように、軽減または免除されうるようになっている。そこで、次に、フィデュシャリー義務の軽減や免除を認めるフィデュシャリー法が、どのようなものであるかを考察する。

### 3. 米国におけるフィデュシャリー法

タマル・フランケル教授によると、米国において、フィデュシャリー法とは次のようなものだと考えられている<sup>(22)</sup>。現代では、特定の技術や能力が特定の者に集中するようになったため、ある者が物事を達成しようとする場合には、他人に権限とその行使にあたっての裁量を与えて、一定の仕事の代行を委託しなければならないことが多くなった。例えば、運用能力に長けた甲に、資産家である乙が、利殖の目的で自分の資産の運用を任せると、投資運用についての幅広い権限と裁量を与えることが必要である。しかし、その場合、乙は、甲が権限を濫用して自分に損害を被らせるかもしれないというリスクを負うことになる。甲の権限行使についてあらかじめ細かく定めておくことができれば、このリスクを回避することができるが、資産の投資運用方法は状況に応じて変わりうるものであるから、実際上は殆ど不可能である。また、甲の行動を常に監視するという方法もあるが、監視に当たって相当なコストがかかるし、また、乙が運用に関与しなければならないとすると、そもそも甲に運用を任せる意味を失うことにもなりかねない。

フィデュシャリー法は、このようなディレンマを解決するものである。まず、甲が、乙から、①乙のための一定の仕事の代行と、②その仕事の代行に必要な裁量を伴った権限の委譲を受ける場合、甲は乙に対し「フィデュシャリー関係」に立つとする（図2参照）。なお、ここでいう「仕事の代行」とは、甲の専門性を生かしたサービスの提供であり、「権限」とは、「乙に影響を与えるような変更を加える能力」を意味する。そして、このような場合の乙は、裁量を与えた範囲で、甲に全面的に依存することが許される。このような乙の「依存」を法的に保護するため

## 金融実務における受託者の義務と責任の多様化

に、甲は、原則的に、権限の行使にあたって乙に対しフィデューシャリー義務、主たる内容として忠実義務と注意義務、を負うとされる。甲が具体的にどのような忠実義務・注意義務を負うかは、代行すべき仕事の内容や裁量を与えられた権限の大きさ、当事者の合意、さらには制定法の規定などによって異なってくる。

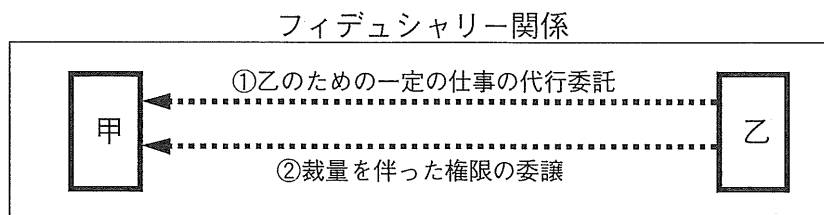


図 2

### IV. 米国の金融実務におけるフィデューシャリー

次に、実際の金融取引において、どのような場合にフィデューシャリーとされ、また、どのような場合にフィデューシャリーとはされないのか、いくつかの例を挙げて、フィデューシャリー法の観点から、考察する。

#### 1. 証券投資におけるカストディアン

まず、証券投資におけるカストディアンについて述べる。証券カストディアンは、一般に寄託と代理であると考えられ、トラストではないとされる<sup>(23)</sup>。しかし、他人の財産を預かるという点では似ているし、提供するサービスによってはカストディアンがフィデューシャリー関係に立つと考えられる場合もあるので、あえて紹介する。

米国における有価証券の投資、特に機関投資家が行なうような大規模なものについて、証券の保管・管理にはカストディアンが用いられる。カストディアンには、証券会社や銀行が指名され、有価証券や資金の保管、投資家や投資家の指定した投資顧問業者などが行なった証券売買に係る証券や代金の決済を行なう。それ以外の業務としては、利金や配当・償還金などの受取りや送金、預かり資産残高の定期的報告や、証券

発行者からの通知（例えば株主総会に関する通知）の投資家への転送などがある。

証券のカストディアンは、受寄者として投資家から資産を預かり、代理人として投資家または投資顧問業者からの指図を実行する。従って、投資家のために仕事を代行するが、預かった資産の運用や処分について裁量を伴った権限の委譲を受けていない<sup>(24)</sup>のでフィデュシャリーとはされて<sup>(25)</sup>いない。

なお、カストディアンが投資家に付加的なサービスを提供する場合は、そのサービスの提供に関して、フィデュシャリー関係に立つ場合がある。その代表的なものが、レポ取引およびセキュリティーズ・レンディング取引（以下「レポ取引等」という）の代理人業務である。

レポ取引

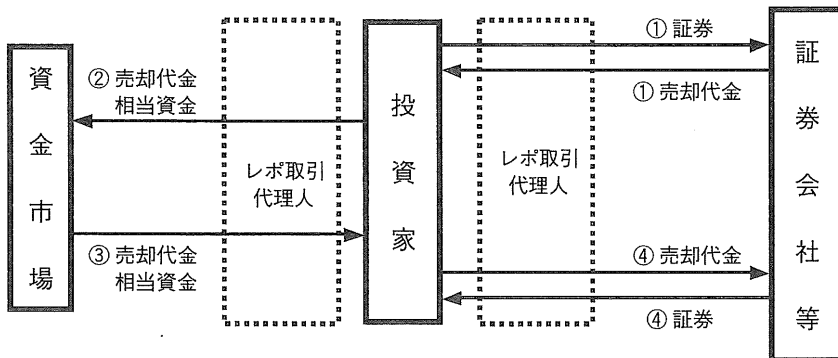


図 3

レポ取引とは、手持ちの有価証券を証券会社等に戻し、特約付きで売却する取引である（図3参照）。売却代金として受け取った資金は期日における相手方の有価証券売戻し債務の實質上の担保となるが、これを資金マーケットで運用して運用益を得ることができる。セキュリティーズ・レンディング取引は、やはり証券会社等に、有価証券を一定期間、手数料を取って貸し付ける取引である。いずれも、機関投資家が証券投資の運用成績を上げるためによく行なう取引であるが、通常、カストディアンを代理人としてこれらの取引を行なう。レポ取引等は、有価証券の市場での需給関係を見ながら、機動的に行なう必要がある。従っ

て、代理人は、取引の相手方、対象有価証券、取引期間、さらには担保資金の運用先の選択について、一定の範囲で裁量を与えられている。

このように、レポ取引等の代理人業務には、投資家のための仕事の代行と、裁量を伴った権限の委譲があるので、その限りで、カストディアンは投資家に対しフィデュシャリー関係に立つと思われる。ただ、実務的には、代理契約で代理人のフィデュシャリーとしての義務・責任を免除しており、このような当事者の合意は裁判においても有効とされてきている。

## 2. ストラクチャード・ファイナンスにおいて用いられるトラストの トラスティー

次に、資産の流動化取引や証券化取引などのストラクチャード・ファイナンスで用いられるトラストのトラスティーについて述べる。この事例は、フィデュシャリー義務を当事者の合意により軽減・免除したものとみえるが、報告者は、トラストの資産分離・保管機能にのみ着目した「フィデュシャリーではないトラスティー」の例であると考える。

ストラクチャード・ファイナンスは、企業（以下「オリジネーター」という）が、売掛債権やリース債権など、キャッシュフローは生み出すが流動性の低い資産を、スペシャル・パーパス・ビークル（SPV）に売却して資金を調達する方法である（図4参照）。SPVは、通常、購入する資産を引当として債券または持分証券を発行し、当該資産の購入資金を調達する<sup>(26)</sup>。

ストラクチャード・ファイナンスにおいては、SPVの資産が発行された債券や持分証券の引当として確保されることと、その資産から生み出されるキャッシュフローが予定通り証券保有者に適時に支払われることが、スキームの大前提である。そのため、SPVの倒産隔離性が確保されなければならない<sup>(27)</sup>。そこで、SPV自身が倒産する可能性を防ぐこと、およびSPVがオリジネーターの支配下ではなく、また、SPVとオリジネーターとの取引が真の売買であることが、実務上は重要なポイントとなる。

トラスティは、トラスティー倒産時における受益者の保護のほか、税の導管性や法形式としての柔軟性という特長を兼ね備えているため、SPVとして頻繁に利用される。

ストラクチャード・ファイナンスにおけるトラスティーの業務は、購入した資産を証券投資家のために保有し続け、資産から上がるキャッシュフローを受領し、トラスティ証券に従って証券投資家に分配することである。資産たる債権の管理・回収は、オリジネーターやその関連会社など別途サービサーとして指定されている者が行なう。トラスティー自身は、資産の管理運用について殆ど権限を有さない。トラスティーという名称であっても、その役割は、前述した証券投資のカストディアンに非常に近いものである。

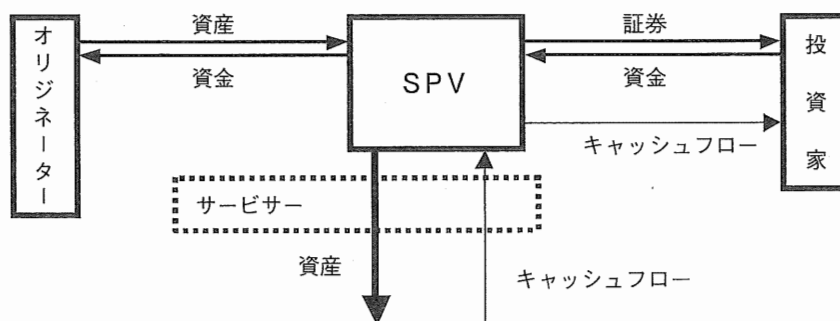


図4

トラスティ証券では、通常、トラスティーの忠実義務は免除されると規定し、また注意義務も相当軽減されている。従って、トラスティーのフィデューシャリー義務を、当事者の合意により免除・軽減したものと見える。しかし、フィデューシャリー法から考えると、フィデューシャリー関係が存在するために必要な「裁量を伴った権限の委譲」という要素がない。従って、そもそもこのようなトラスティーはフィデューシャリーではなく、トラスティ証券の規定は、単に、その確認にすぎないと考えられる。<sup>(28)</sup>

### 3. レンダー・ライアビリティー（貸し手責任）におけるフィデュシャリー義務

次に、当事者の意図とは無関係にフィデュシャリー関係が認定される例として、レンダー・ライアビリティーにおけるフィデュシャリー義務について述べる。レンダー・ライアビリティーとは、「貸付取引における、金融機関の違法な行為に基づき、債務者に生じた損害についての金融機関の責任」という意味である。裁判例を見ると、融資確約の違背などの債務不履行に基づく責任、権利の濫用などの不法行為に基づく責任に加えて、金融機関が債務者に対して負うとされるフィデュシャリー義務違反に基づく責任を認めたものがある。そこで、金融機関と債務者との関係はフィデュシャリー関係かどうか議論の対象となってきた。

この点について、多数説は、金融機関と債務者との関係は、債権者と債務者という相反する利益を持った当事者が行なうコントラクト関係<sup>(29)</sup>であり、何か特殊な事情がない限り、一方が他方に依存するフィデュシャリー関係ではないとする<sup>(30)</sup>。貸付契約で金融機関に何らかの権限が与えられていても、それは債務者の仕事の代行をするためではなく、債権者としての金融機関の利益を守るためのものである<sup>(31)</sup>ので、金融機関は債務者のフィデュシャリーではありえない。

しかしながら、金融機関が債務者の事業経営に深く関わり、実質上債務者を支配していたと認められる場合や、経験や知識・交渉力などが著しく劣る個人の債務者から信頼を受けて、事業経営の指導を行っていた場合などには、金融機関が債務者の仕事（例えば事業の経営）を代行し、且つ代行に必要な権限を自らの裁量で行使できるような、特殊な状況になっていることがありえる。もしそのような「特殊な状況」が認定された場合、金融機関は債務者のフィデュシャリーであったとされ、貸付契約に従って行なった債権回収行為や担保処分行為などがフィデュシャリー義務違反に該当するとして、債務者に生じた損害について、金融機関の責任が認められるケースもある。

4. ERISA（従業員退職所得保障法）の下でのフィデュシャリー  
次に、フィデュシャリーの義務が法定されている例として、ERISA  
について述べる。ERISA（1974年従業員退職所得保障法）は、米国の企  
業年金制度である従業員年金給付制度（以下「年金給付制度」という）  
に適用される。

ERISAは、年金給付制度の資産が保険契約である場合、または生命  
保険会社によって保有されている場合を除き、年金給付制度の資産が、  
トラストという形式で保有されることを義務付けている<sup>(32)</sup>。さらに、年金  
給付制度の関係者のうち、一定の者を制度フィデュシャリーと指定し、  
これに法定のフィデュシャリー義務を負わせている。

制度フィデュシャリーとされるものの中には、まず年金給付制度の設  
立・運営主体である制度スポンサー、具体的には雇用主や労働組合な  
ど、がある。他には、年金給付制度の資産の運用・取得・処分についての  
権限を任されている投資マネジャー、それ以外の年金給付制度の業務を  
行なうアドミニストレーター、年金給付制度の資産を受託しているトラ  
スティーも、制度フィデュシャリー<sup>(33)</sup>とされる。

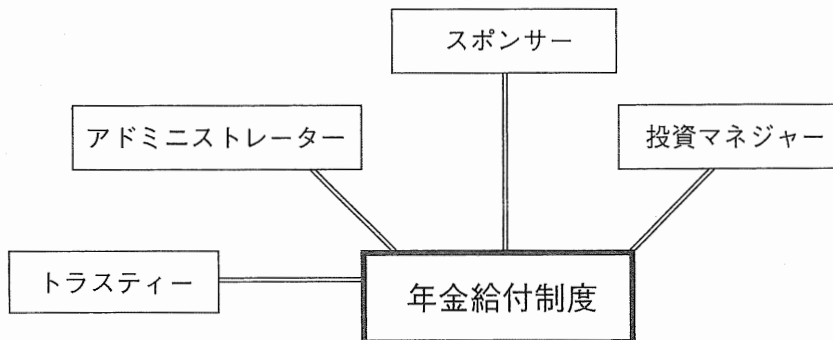


図5

制度フィデュシャリーは、それぞれの職務遂行にあたって、次のよう  
なフィデュシャリー義務を負う。まず、年金の受給権者（将来的に受給  
権者となる者も含む）の利益のためだけを目的としなければならない。  
また、年金給付制度の管理のためのコストが妥当な金額になるよう、ま

## 金融実務における受託者の義務と責任の多様化

た受給権者の間で適正に分配されるように考慮しなければならない。職務遂行はプルードント・マンとしての思慮分別を持って行い、投資にあたっては分散投資を心掛けなくてはならない。最後に、ERISAの規定に反しない限り、年金給付制度の規定やその他年金給付制度に関する契約・規約等を遵守することが要求される<sup>(34)</sup>。

以上のように、年金給付制度の制度フィデュシャリーの義務は、ERISAによって法定されており、これを当事者の合意によって変更することは認められていない。これは、企業年金制度の国民生活や国家経済における重要性に鑑みて、年金受給権者を特に保護するという政策目的に従い、特別の規制法であるERISAによって、制度フィデュシャリーの義務を強行法規化したものといえる。

### 5. 1940年投資会社法の下での取締役・トラスティー

次に、1940年投資会社法の規制について述べる。これもフィデュシャリーの義務が法定されている例である。

投資会社（インベストメント・カンパニー）とは、一般の投資家から資金を集めて証券投資を行なうファンドのことで、代表的なものとして、ミューチャル・ファンド<sup>(35)</sup>がある。投資会社は、一般投資家の保護を主眼とした1940年投資会社法（以下「投資会社法」という）により、SECに登録されなければならないとともに、同法の厳しい規制に服する。

投資会社は、株式会社またはビジネス・トラストの形式で設立されるが、いずれにせよ、実質上ペーパーカンパニーで、その業務は、設立主体である銀行や証券会社（以下「スポンサー」という）やその関連会社、あるいは第三者によって執行される。そこで、投資会社法は、投資家の保護のため、株式会社として設立された場合は取締役会に、ビジネス・トラストとして設立された場合はボード・オブ・トラスティーズに、投資会社の管理・運営・投資に実際に携わる者を、監視または牽制させるという仕組みをとっている。

取締役やトラスティーは、各州の州法の下で、注意義務と忠実義務を負う。投資会社法は、州法の規定に加えて、取締役やトラスティーに法

定の忠実義務を負わせる<sup>(36)</sup>とともに、もしフィデューシャリー義務違反があった場合は、SECが、投資家のために、違反した取締役やトラスティーに対し、直接、民事訴訟を提起することが出来る<sup>(37)</sup>としている。

さらに、スポンサーやその関連会社は、投資会社に、投資顧問業務、管理業務、カストディー業務などの様々なサービスを提供する（図6参照）が、このようなサービスの提供は利益相反行為に該当するものであり、スポンサーによる不正行為を招く温床ともなりかねない。そこで、投資会社法は、取締役会やボード・オブ・トラスティーズに、スポンサーとは全く関係のない、独立の取締役やトラスティーを一定比率以上の数置くように定めるとともに、独立取締役または独立トラスティーが利益相反行為に不正がないかどうかをチェックする責任を負うとしている。

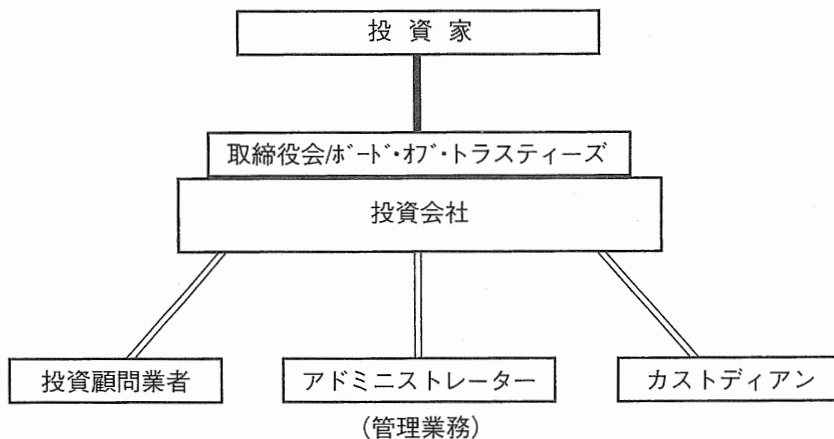


図6

投資会社の取締役やトラスティーに課されたフィデューシャリー義務は、投資会社法に定められており、これを当事者の合意によって変更することは出来ない。これも、ERISAと同様、国民の証券投資が持つ国民生活や国家経済への影響を考慮して、一般投資家を保護するために、特別の規制法によって、投資会社の取締役やトラスティーのフィデューシャリー義務を強行法規化したものといえる。

## V. 米国の金融実務を通して見たフィデュシャリー法

以上、米国の金融取引に対するフィデュシャリー法の適用例を紹介したが、実務を通してフィデュシャリー法を整理すると、次のようになりうかと思われる。

甲が乙に対しフィデュシャリー義務を負うには、まず、甲と乙との間にフィデュシャリー関係が存在すること、つまり、専門性を持った甲が、①乙のために一定の仕事の代行を引き受け、且つ②その仕事を行なうのに必要な権限を行使する裁量を与えられる、という二つの要素が必要である。トラストには、通常、この二つの要素が存在するので、トラスティーは受益者に対しフィデュシャリー関係に立つ。しかし、有価証券のカストディアンやストラクチャード・ファイナンスで用いられるトラストのトラスティーは、②の裁量を伴った権限の委譲を受けていないので、投資家や受益者に対してフィデュシャリー関係に立たない。

次に、甲が乙との間でフィデュシャリー関係に立つ場合、甲は乙に対しフィデュシャリー義務を負うことになる。具体的な義務の内容は、代行する仕事の内容の重要性や与えられた権限の大きさ、裁量の範囲などに比例して重くなる。しかし、フィデュシャリー義務は基本的にデフォルト・ルールとされているので、乙の承諾があれば、甲のフィデュシャリー義務は免除あるいは軽減される。<sup>(38)</sup>

しかし、フィデュシャリー義務の免除あるいは軽減についての乙の承諾が、常に有効とされるわけではない。乙の承諾の有効性は、専ら、乙の属性に基づき判断される。乙が「ソフィステイケート」されていれば、その承諾はそのまま有効とされる。レポ取引等の代理人を兼ねるカストディアンと機関投資家の例がこれに該当する。なお、ここでいう「ソフィステイケート」されたとは、フィデュシャリー義務の免除・軽減を承諾するデメリットを理解したうえで、そのような承諾を与えるメリットまたは必要性を判断できる能力があることを意味する。

逆に、乙がソフィステイケートされていない場合は、乙の保護のため、その承諾の有効性は、甲の乙に対する重要情報の開示度合い、承諾

する内容についての乙の認識度，乙が承諾した内容の公平性などの観点から，吟味されることになる。そして，具体的状況によっては，乙の承諾があっても，フィデュシャリー義務の軽減や免除は認められないということもありえる。これは，当事者がフィデュシャリー関係の設定を意図していない貸付取引においても，実際の取引状況によっては，金融機関がフィデュシャリー義務を負うとされる場合が，例外的とはいえ，あることから推察できようかと思われる。

さらに，この考え方を徹底し，一定の政策目的のため，年金受給権者

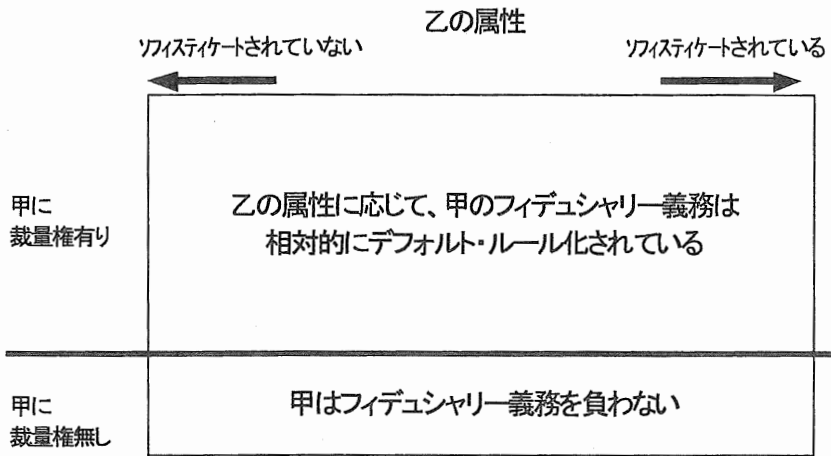
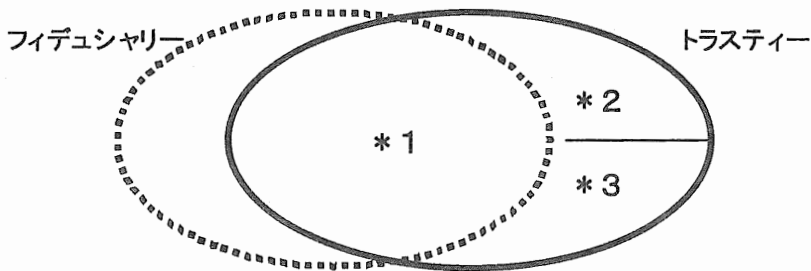


図7-1

トラスティとフィデュシャリーの関係



- \* 1: フィデュシャリーであるトラスティ(通常のトラスティ)
- \* 2: 当事者の合意によりフィデュシャリーではないとされるトラスティ
- \* 3: 裁量権がないため、フィデュシャリーではないトラスティ

図7-2

や一般投資家を、個別の事情を考慮せず、グループとして保護しようとして、立法上フィデューシャリー義務の軽減・免除を禁止しているのが、ERISA であり1940年投資会社法であると考えられる。

この観点から見て興味深いのは、ストラクチャード・ファイナンスと1940年投資会社法との関係である。ストラクチャード・ファイナンスのSPVは、債券または持分証券を発行するので、定義上、1940年投資会社法が適用される「投資会社」に該当してしまう。しかし、SPVが<sup>(39)</sup>1940年投資会社法の厳しい規制に従うことは、實際上困難である。そこで、主に2つの解決方法が用意されている。一つは、SPVの発行する証券が一般の投資家の手に渡る可能性がないようにすれば、同法の規制の適用は受け<sup>(40)</sup>ない。投資家が全てソフィステイケートされているのであれば、一般の投資家保護のためのフィデューシャリーをおく必要はないからである。もう一つの方法は、SECのルールに従い、一般の投資家に販売される証券を安全なものに限定<sup>(41)</sup>することである。投資リスクが小さければ、一般の投資家保護のためにフィデューシャリーをおく必要はやはりないからである。

このように、米国では、裁判規範も業法も、当事者の関係や取引の内容などに基づき、実際上の必要に応じて、フィデューシャリー法による保護を与えている。

## VI. 日本における信託発展の可能性—米国のトラストからの示唆

ここで、報告者自身の経験を述べさせていただく。報告者は、以前、所属する信託銀行が投資家（受益者）として参加したストラクチャード・ファイナンスの契約交渉の場面で、トラスティーの義務の軽減に反対すべきではないのかとの質問を、専門の弁護士にぶつけたことがある。その弁護士の回答は、このような取引のトラスティーの義務はトラスティーのリスク・リターンに見合ったものになっており、そのバランスを崩すような重い義務を負わせようとするとトラスティーのなり手がなくなり、ストラクチャード・ファイナンス自体が行なえなくなる懸

念が出てくる、というものであった。

現在の日本には、少なくとも一部において、この弁護士が懸念したような状況があるのではないかと感じられる。日本の信託も、米国のトラストと同様、財産の分離・保管のための法形式としても魅力的なものである。実際の金融取引においても、名義信託的に信託を利用したいというニーズもかなりある。名義信託そのものについては信託ではないとする有力な見解があるが、たとえ、名義信託が信託法上認められるとしても、信託法の規定および現在の通説的見解を前提とすれば、受け取る報酬に比べて受託者の責任が過大となる場合が多く、信託銀行としては信託の受託に慎重にならざるを得ない。

幸い、このような状況を改めるべきであるという意見も出されてきている。例えば、能見善久教授は、名義信託の有効性を認める方向で検討されるとともに、「受託者の善管注意義務や忠実義務は、信託行為によって受託者に与えられた権限を行使する際の義務であり、受託者に与えられた権限がもともと限定されている場合には、その権限の範囲でしか問題とならないと考えるべき」とされている<sup>(43)</sup>。さらに、受託者に一切の義務がないような極端な名義信託も、信託行為において明確に合意されればありうるとされる<sup>(44)</sup>。

第25回信託法学会で発表された商事信託法要綱は、能見教授と同じような認識に立ち、制定後80年を経過しようとする信託法を、実質的に現代化することを目的としたものと理解される。例えば、同要綱では、忠実義務がデフォルト・ルールであることを明確にし、信託契約の定め、あるいは受益者の承認があるときは、免除されるとしている。また、この二つがなくても、受託者の行為が公正なものである場合は、実質的に受益者に害がないものとして、忠実義務違反にはならないとしている<sup>(45)</sup>。

このような動きの中で、米国のトラスト法および実務から受ける示唆として、次のようなものがあるかと思われる。忠実義務が任意規定化されれば、受託者が忠実義務を負わない信託も可能となる。しかし、信託財産についての運用処分権を有さない、証券カストディアンに近いような受託者は、そもそも忠実義務を負わないとしても良いのではないかと

と思われる。

他方、信託が「信託」を基礎においた制度であるだけに、<sup>(46)</sup>受益者の承諾さえあれば、どのような場合でも忠実義務が免除されるとするのも躊躇されるような気がする。これには、受託者の属性も関係してくると思われる。

忠実義務には、受託者の信託違反を抑止するという役割がある。信託銀行の場合は、厳しい公的な規制に服するとともに、万が一信託違反を犯した場合には受益者の損失を償うことが出来るだけの資力を有している。それゆえ、仮に忠実義務が課されなかったとしても、受託者としての義務を誠実に履行しようとする内部的なインセンティブが強く働くことが想定される。<sup>(47)</sup>しかしながら、受託者一般について考えると、そのようなインセンティブが働かず、忠実義務の免除が受益者の損失に直結する場合もありえる。従って、商事信託についてはともかく、信託一般に関しては、忠実義務の免除を認めるにあたってより細かい配慮が必要かと思われる。

そこで、なぜ受託者が忠実義務を負うのかについて、立ち返って考えてみるべきかと思われる。通説的見解は、受託者が信託財産の所有権を譲り受けることを理由とする。しかし、本質的には、受託者がその権限を濫用し、受益者の利益を害することを防ぐことが忠実義務の目的である。そして、権限濫用の危険性、およびそれから受益者が受ける損害の大きさは、受託者がどのような権限について裁量を与えられているかによって異なる。従って、忠実義務の有無や内容は受託者が裁量を与えられた権限に応じて定められるべきものであり、濫用されるような権限が与えられていない場合には、そもそも忠実義務を観念する必要はないと考えるべきではないだろうか。また、受託者の権限の濫用が容易に察知でき、且つ、生じた損害の十分な回復が可能であるような場合には、忠実義務を負わなくてもよいと考えられないだろうか。<sup>(48)</sup>

さらに、忠実義務の免除が受益者の負うリスクであると捉えると、忠実義務の任意法規化も受益者の属性に合わせて相対的に行われるべきかと思われる。受益者がソフィステケートされていれば、忠実義務の軽

減・免除に対する同意は、錯誤や詐欺が成立しない限り有効とされるべきである。一方、受益者がソフィステケートされていない場合は、十分な情報開示と適切な説明がなされ、受益者が十分に理解して受託者義務の軽減・免除に同意したかどうかで、同意の有効性が判断されることになるかと思われる。

このように考えてくると、我が国においては、信託法の現代化とともに、米国のフィデュシャリー法のように、受託者の義務の有無や内容、および任意法規化について、一定の指針を与える受託者法理の確立が必要ではないかと思われる。

## Ⅶ. まとめ

米国においては、トラスト法から、トラスティーのフィデュシャリー義務に関するルールをフィデュシャリー法として独自に発展させ、トラスティーだからフィデュシャリー義務を負うのではなく、トラスティーがその実質から見てフィデュシャリー関係に立つ場合にフィデュシャリー義務を負うとした。そして、当事者の属性に合わせて、フィデュシャリー義務を相対的にデフォルト・ルール化した。これが、フィデュシャリー法による保護の枠組みという特長を損なうことなく、トラストを金融取引においても非常に利便性の高い法形式にしたものと考えられる。

日本においても、信託法の現代化とともに受託者法理が確立されれば、受託者の義務の多様化を認容し、金融実務における信託の利用の幅を広げるものと思われる。

なお、最後になりましたが、本報告をまとめるにあたって、貴重なご意見やご助言を賜った諸先生方に厚く御礼申し上げます。

- (1) 金融法務事情1585号40頁。なお、本件の控訴審判決（大阪高判平成13年11月6日）は、信託銀行側の主張を全面的に受け入れ、信託契約解除後の信託財産からの貸付債権の回収を認めている。

金融実務における受託者の義務と責任の多様化

- (2) 金融法務事情1591号40頁, 1593号18頁。
- (3) 信託法第17条の相殺禁止規定の違反は, 同第22条違反か利益相反行為になり, 忠実義務の問題と考えるべきとされる (能見善久「現代信託法講義(2)」信託200号95頁)
- (4) 四宮和夫「信託法 [新版]」(有斐閣) 231頁。
- (5) 同上232頁。
- (6) John H. Langbein, The Contractarian Basis of the Law of Trusts, 105 Yale Law Journal 625 (Winter 1995) (以下「Contractarian Basis」という。) この論文は, 樋口範雄教授が第21回信託法学会の報告「信託と契約」で紹介されているので, ご参照願いたい。
- (7) 例えば, 米国信託統一法典最終ドラフト第802条。
- (8) 能見「現代信託法講義(1)」信託199号7頁。
- (9) 例えば, 信託法第二次リステイメントの第1条はその対象となるトラストを定義しているが, そのコメントでは「ビジネス遂行の装置としてのトラストの利用に関する法を述べることは, この〔信託法第二次〕リステイメントの対象とするところではない。」と述べている。
- (10) Edward C. Halbach, Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century's End, 88 California Law Review 1877 (December 2000)。なお, Halbach 教授はカリフォルニア大学バークレー校ロースクールの教授で, Uniform Probate Code (統一検認法) の共同編纂者を務め, 現在, 米国信託法第三次リステイメントの編纂者であるとともに, Uniform Trust Code (統一信託法典) 起草のアドバイザーを務めている。この論文は, 同校が開催した「Symposium on Law in The Twentieth Century (20世紀の法シンポジウム)」を契機に発表されたものである。
- (11) 撤回不可能な生前トラスト (金融取引において使われるトラストの唯一の形態といえる) の設定の行為能力について, それが利益が相対立する当事者間の取引の一部であるとき (具体的には離婚 (に伴う財産分与) や商取引に付随して設定された場合) には, その有効性は契約法第二次リステイメントに規定する契約の行為能力基準で判断されるべきものとされる (Halbach 同上1888頁参照)。なお, 米国契約法第二次リステイメント第12条 (契約能力) は以下のように定める:
  - (1) 少なくとも取消可能な契約上の義務を負うことができる法的能力を有しない限り, 誰も契約に拘束されない。
  - (2) 取引に同意した自然人は, 以下の場合を除き, 契約上の義務を負う

法的能力を有する。

(a) 後見を受けている場合

(b) 幼児である場合

(c) 精神的に病気または不完全である場合、

(d) 薬物やアルコールなどの影響を受けている場合。

- (12) 信託法第三次リステイメントにおいては、受託者は、信託証書または制定法に別途の規定がない限り、信託財産について絶対的所有者としての処分・管理権を有するとされる。その一方で、トラスティー等はそのような権限行使にあたりフィデュシャリー義務を負うとされ、その義務を果たしたかどうかは信託の内容、目的その他の状況を考慮して判断されるとしている (Halbach 前掲1920頁参照)。また、この考え方は統一信託法典でのトラスティーの権限の条項にも当然のことながら反映されている (統一信託法典第815条【トラスティーの一般的な権能】。同第807条【権能の委任】参照)。
- (13) John H. Langbein, *The Secret Life of the Trust : The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 *Yale Law Journal* 165, 179-185 (October 1997)
- (14) トラストにおいては、受益者がトラスト資産の真の所有者とみなされる。また、トラスティーには分別管理義務が課されており、トラスト資産とトラスティー個人の資産が混合することが防がれている。そのため、トラスティーの倒産時においてトラスティー個人の債権者の追及がトラスト資産に及ぶことを懸念する必要がない。
- (15) トラストにおいてその損益はすべて受益者に帰属する。従って、株式会社等の法人を用いた場合と異なり、課税も受益者の段階でのみ行なわれる。
- (16) 例えば、株式会社を設立してこれに特定の資産を移し、その株式会社があらかじめ定められた債務以外の債務を負担するような行為に及ぶことを一切禁止すれば、仕組みは複雑になるものの倒産隔離の効果を作り出すことが出来る。実際のところ、資産の流動化や証券化取引では、SPVに、株式会社やリミテッド・パートナーシップなどトラスト以外の法形式を用いることも少なくない。また、リミテッド・パートナーシップやリミテッド・ライアビリティ・カンパニーは、その性格上税の導管性を有する。また、ミューチャル・ファンドやリートでは、税法上の手当てにより、株式会社形態をとるものについても、トラスト形態をとるものと同様の税メリットが与えられる (ミューチャル・ファンドに

金融実務における受託者の義務と責任の多様化

つき内国歳入税法第851条および第852条，リート（REIT）につき同第856条および第857条を参照）。

- (17) Langbein, Contractarian Basis 655
- (18) 例えば，トラスティーがトラストの財産を取得した場合，トラスティーが誠実に且つ公正な条件で取引を行ったとしても忠実義務違反とされ，トラスティーはその財産をトラストに返還するか，その取引によってトラストに生じた損害（取引時におけるその財産の価値から支払われた対価を差し引いたものだけでなく，その後の価値の上昇分も含む）を支払うか，あるいはその取引によってトラスティーに生じた利益をトラストに返還しなければならないとされる。米国信託法第二次リステイトメント第205，206条参照。
- (19) フィデュシャリー法は，権限行使を事前に逐一チェックする代わりにペナルティーでもって権限濫用を抑止する働きをしており，「銀行に入ろうとする者全員を身体検査にかける代わりに犯罪者に刑罰を科して銀行強盗を防ごうとするのに似ている。」と表現する学者もいるくらいである（Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Corporate Control Transactions, 91 Yale Law Journal 698, 702 (1981) 参照）。
- (20) 契約上の義務違反に比べると，フィデュシャリー義務違反，特に忠実義務違反は主張されやすく抗弁しにくいものであるから，通常取引に比べて訴訟に晒される可能性が相当大きくなる。弁護士報酬を含めた訴訟防御コストが非常に高い米国では，まず，訴訟が起こされやすいこと自体がリスクと考えられている。さらに，裁判でフィデュシャリー義務違反が認められると，通常契約違反に比べて非難性が高いと考えられているから，企業のリピュテーションに影響が出るほか，場合によっては懲罰的賠償の対象にもなりえる。
- (21) 金融機関同士の競争の激化と規制の緩和が進むなかで，金融機関は様々なサービスを複合的に提供することによって業務の効率性を上げようとしている。しかし，伝統的な忠実義務を課されるとなると，このような業務展開は極めて難しいものとなる。
- (22) Tamar Frankel, Fiduciary Law, 71 California Law Review 795 (May 1983)。この論文の内容については，樋口範雄「フィデュシャリー [信認] の時代」（有斐閣，1999年）で詳しく紹介されているので，ご参照願いたい。
- (23) 信託法第二次リステイトメント第5条。
- (24) カストディアンはサブカストディアンとして誰を使うかや，どの銀行

を通じて送金するかなど指図された事務の遂行にあたっての裁量は有している。

- (25) フィデュシャリーではなくても、他人の財産を預かる以上、カストディアンは一定の注意義務を負う。但し、その注意義務は、投資顧問業者などが出す指図が投資家との投資顧問契約に反していないかを確認するような積極的なものではないとされる。さらに、カストディー契約においても、投資顧問業者等のミスや違法行為についてのカストディアンの責任は、明示的に免除されている。とはいえ、指図が違法であることが明らかである場合に、何らの措置もとらずに従ったら、注意義務違反に問われる。実際にカストディアンの責任が認められたケースとしては、投資一任勘定に関するものが多いと言われる。具体的には、投資顧問業者が顧客の資産を自己の利益のために利用しているときに、それに気づいていながら、あるいは気づくべきであったにも拘らず、当該投資顧問業者の指図に従っていたような場合である。なお、実務上は、顧客との良好な関係を保つためや、不必要な訴訟を避けるために、カストディアンは、法的義務を負わないものの、フィデュシャリーに通常要求されるような注意義務の内容を、相当程度実行していると言われる。
- (26) ストラクチャード・ファイナンスは、オリジネーターにとって、SPVに売却する資産が優良資産であれば銀行借り入れなどに比べて低コストで資金が調達できるというメリットがある。また、それ自体は優良な資産ではなくても、複数の証券を発行してキャッシュフローをその間で優劣をつけて分配するにすれば、ある程度の資金を市場から直接調達をすることが可能となる。さらに、資産とともに債務もオフバランス化出来るため、財務諸表上の諸比率の改善を図ることができるというメリットもある。
- (27) この倒産隔離性には、3つのポイントがあるといわれる。第1点目はSPV自身の破産をどう防ぐかであるが、第2点目はオリジネーターの倒産手続に巻き込まれることをどう防ぐかである。米国破産法の下では、SPVがオリジネーターの支配下にあると認定されると、実質上オリジネーターの一部門にすぎないとされて、SPVの資産もオリジネーターの倒産手続に組み入れられてしまう可能性がある（これをサブスタンシャル・コンソリデーションの法理という）。
- 第3点目はオリジネーターが倒産した場合のオートマティック・ステイの適用をどう防ぐかである。オリジネーターとSPVとの取引が売買ではなく、オリジネーターの資産を担保としたSPVによる貸付だと認定さ

## 金融実務における受託者の義務と責任の多様化

れると、オートマテック・ステイによりキャッシュフローの支払いは差し止められるほか、担保権の行使に著しい制約が加えられる。

- (28) フランケル教授も「もしカストディアンがカストディー資産に関して全くあるいは殆ど裁量権を有さないのであれば、カストディアンはフィデュシャリーではありえない。単なるカストディアンにすぎないトラステイはフィデュシャリーである必要はない。」と述べている（平成13年2月19日に開かれた〔信託法シンポジウム〕の講演にて）。
- (29) 日本の「契約」概念と米国の「コントラクト」概念の違いについては、前掲樋口「フィデュシャリー〔信認〕の時代」で詳しく解説されているので、ご参照願いたい。
- (30) 他の説の一つは、金融機関と債務者の関係はフィデュシャリー関係ではありえないとするものである。貸付取引は債権者と債務者という相反する利益を持った当事者が行なうコントラクト関係であって、フィデュシャリー関係を成立させようなどという意思は当事者にはなく、また債務者が金融機関に依存することが正当化されるような性格の取引でもないというのが根拠である。

もう一つの説はこれと正反対で、金融機関と債務者との関係は少なくともフィデュシャリー関係に準じる関係だとする。この立場は、金融機関と債務者が利益の相対立する関係に立つのは、貸付契約締結までだとする。しかし、一旦貸付が実行されると、債務者は資金供給や財務アドバイスの点で金融機関に依存するようになり、一方、金融機関は債務者の事業内容や財務内容を把握するので、債務者の判断に実際上大きな影響力を及ぼすことが出来るようになる。従って、このような関係はフィデュシャリー関係に非常に近いもので、金融機関は貸付契約上の権利といえども債務者の置いた信頼を裏切らないように行使する義務を負うとする。しかし、金融機関のフィデュシャリー義務違反を認めたとされる判例も、事案を吟味すると金融機関の債務不履行や権利の濫用とも言えるものが多く、純粋なフィデュシャリー義務違反を認めたものは少ないといわれる。

- (31) Tamar Frankel, Fiduciary Duties as Default Rules, 74 Oregon Law Review 1209, 1229 fn. 54 (Winter 1995)
- (32) ERISA 第403条。
- (33) ERISA 第3条。
- (34) ERISA 第404条。
- (35) 持分証券の発行・償還を常時行うオープン・エンド・インベストメン

ト・カンパニーの通称。

- (36) 1940年投資会社法第17条。
- (37) 1940年投資会社法第36条。
- (38) 金融取引においては、フィデュシャリー義務の中でも、忠実義務がデフォルト・ルールと認識されることに意味がある。忠実義務は、フィデュシャリーが受益者の利益を犠牲にして自己の利益を追求することを防ぐために、その違反に対し厳しい制裁を加えることによってフィデュシャリーの行動を律するというもので、刑法や不法行為法の発想に近いものである。そのせいか、裁判例では、フィデュシャリーとされる者が具体的にどのような忠実義務を負っているかを吟味せず、「フィデュシャリーだから」ということで画一的な忠実義務が課されていると考える傾向が見られた。しかし、現代のトラストのように効率的な運営・管理が求められるようになってくると、フィデュシャリーの行為を形式的に禁止あるいは制約するより、フィデュシャリーと委託者または受益者との合意を尊重した方が受益者の利益になる場合があるとされる。
- (39) 例えば、SPVは通常優先証券を発行するが、投資会社とされると優先証券発行額に制約が課される（1940年投資会社法第18条）。また、SPVの保有する資産の回収にはオリジネーターまたはその関係会社がサービサーとなるが、これは関係会社との取引禁止規定に抵触する（同法第17条）。
- (40) 1940年投資会社法第3条(c)項(1)。
- (41) SEC Rule 3a-7, 17 C.F.R. § 270. 3a-7, 57 Fed Reg 56248 (November 27, 1992)。具体的には、SPVの資産が貸付債権やリース料債権のように一定の期間が到来すれば現金化される適格資産で、SPVが発行する証券は主として適格資産から生じるキャッシュフローによって償還され、かつ一般投資家に販売される証券は投資適格格付が与えられた固定利付き債であること。
- (42) 四宮，前掲9頁。
- (43) 能見「現代信託法講義(2)」信託200号91頁。
- (44) 同上92頁。
- (45) 商事信託要綱第434条2項。
- (46) 能見「現代信託法講義(1)」信託199号5頁。
- (47) ラングバイン教授も、法人トラスティーの利点として、ディープ・ポケット（資力があること）であることを挙げている。具体的には、法人トラスティーとしての信託会社等は、規制により、資力を一定程度有す

## 金融実務における受託者の義務と責任の多様化

ることが要求されており、信託義務違反があった場合の受益者に生じた損失について、実質上“保険”が付保されている形になっている。さらに、信託義務違反を犯せば受益者の損失を補填しなければならないので、法人トラスティーは義務を誠実に履行しようとする。Langbein, Contractarian Basis, 639

- (48) 具体例としては、上場有価証券への投資・運用を目的とした管理処分信託の期間満了時における財産処分の場合が挙げられる。有価証券の処分にあたってはその時期と価格が問題となるが、時期については信託契約で予め決められており、受託者の裁量が働く余地がない。また、価格については、処分時の時価から処分価格が妥当であったかどうかと比較的容易に検証できる。従って、受託者が不適切な価格で処分した場合に生じる損害を賠償するだけの資力を有している場合、忠実義務によって予め信託と受託者自身またはその関係者との取引を禁止しておく必要はないと考えられる。

(住友信託銀行法務部主任調査役)

