

受託財産の運用としての株式の議決権行使に関する 比較研究

Comparative Study on Voting Rights of Trustees as Shareholders in Corporations and Mutual Funds

楊 林凱* = 田中 和明**

要約

本稿は、受託財産の運用としての株式の議決権行使について、日本と中国の法制及び実務について比較検討するものである。検討の方法としては、日本法と中国法に分けて、①会社法における議決権に関する規律と論点について、②信託法における信託財産としての株式の議決権に関する規律と論点について、③信託財産たる株式の議決権の行使について受益者の利益に相反するおそれのある「議決権信託」、その一種としての「持合解消信託」について、④「Empty Voting」を取り上げて、その有効性の限界について、⑤日本における受託財産の運用としての株式の議決権行使の指針となる「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>と中国の関係規則について概説し、私法である信託法等の規律との関係について、それぞれ論述するものとする。

【目次】

はじめに

第1編 日本における受託財産の運用としての株式の議決権行使

第1章 日本の会社法における議決権に関する規律と論点

1. 株主総会における議決権
2. 議決権の行使方法
3. 株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性
4. 議決権拘束契約

第2章 日本信託法における信託財産としての株式の議決権に関する規律と論点

1. 信託財産の要件
2. 脱法信託の禁止

第3章 議決権信託

1. 議決権信託の意義
2. 議決権信託の有効性に関する学説・判例
3. 株式の議決権と経済的な持分の分離

第4章 日本版スチュワードシップ・コード

* 楊林凱（青山学院大学法学部・大学院法学研究科准教授）

** 田中和明（三井住友信託銀行法務部主管、青山学院大学大学院法学研究科ビジネス法務専攻非常勤講師）

1. 日本版スチュワードシップ・コードの意義
2. 日本版スチュワードシップ・コードの原則
3. 日本版スチュワードシップ・コードと受託者の義務との関係

第2編 中国における受託財産の運用としての株式の議決権行使

第1章 中国会社法における議決権に関する規律と論点

1. 株主総会における議決権
2. 議決権の行使方法
3. 株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性
4. 議決権拘束契約

第2章 中国信託法における信託財産としての株式の議決権に関する規律と論点

1. 信託財産の要件
2. 信託目的の合法性
3. 中国信託法上の受託者の義務

第3章 議決権信託

1. 議決権信託の意義
2. 議決権信託に関する学説・事例

第4章 中国における信託会社スチュワードシップ・ガイドライン制定の動き

1. 背景
2. 現行関係法令

はじめに

本稿は、公益財団法人トラスト未来フォーラムの助成を受けた「受託財産の運用としての株式の議決権行使に関する比較研究」の成果の一部である¹⁾。田中和明は日本法、楊林凱は中国法を、それぞれ担当し、日本と中国の法制及び実務について比較検討するものである。

検討の方法としては、日本法と中国法に分けて、次の内容についてそれぞれ行った。①会社法における議決権に関する規律と論点について、②信託法における信託財産としての株式の議決権に関する規律と論点について、③信託財産たる株式の議決権の行使について受益者の利益に相反するおそれのある「議決権信託」、その一種としての「持合解消信託」について、④「Empty Voting」を取り上げて、その有効性の限界について、⑤日本における受託財産の運用としての株式の議決権行使の指針となる「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉と中国の関係規則について概説し、私法である信託法等の規律との関係について、それぞれ論述するものとする。

なお、日本においては、信託会社又は信託銀行が受託者となる場合には、信託業法、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律の適用を受け、また、金融商品取引法、独占禁止

1) 公益財団法人トラスト未来フォーラムに心から感謝申し上げる。

法の適用を受ける場合もあるが、本稿においては、検討の対象外とする。

第1編 日本における受託財産の運用としての株式の議決権行使

第1章 日本の会社法における議決権に関する規律と論点

1. 株主総会における議決権

(1) 議決権の意義

株主の権利は、講学上、自益権と共益権とに分類される。

自益権は、会社から財産的利益を受けることを内容とする権利であり、共益権は、会社の経営に参与し、監督是正を行うことを内容とする権利である。株主総会における議決権（日本会社法 105 条 1 項 3 号）は、共益権の中心となる権利である。

株式会社における株主の議決権については、株主総会において株式一株につき一個の議決権を有している（同法 308 条 1 項）。これを「一株一議決権の原則」というが、以下の例外がある。

① 単元未満株式（同法 189 条 1 項）

定款で単元株式数を定めている場合は、一単元につき一個の議決権が与えられるため（同法 308 条 1 項ただし書）、単元未満の株式は議決権がない。

ただし、i) 全部取得条項付種類株式の取得対価を受ける権利、ii) 取得条項付株式の取得と引換えに金銭等の交付を受ける権利、iii) 株式無償割当てを受ける権利、iv) 単元未満株式の買取請求権、v) 残余財産分配請求権、vi) その他法務省令で定める権利は、奪うことができない（同法 189 条 2 項、847 条 1 項）。

② 自己株式（同法 308 条 2 項）

会社が保有する自己株式には、議決権が与えられていない。

③ 議決権制限種類株式（同法 108 条 1 項 3 号）

株主総会の全部または一部の制限された事項について、議決権を行使することができない。なお、公開会社では、議決権制限株式の総数は発行済株式総数の 2 分の 1 を超えることはできないものとされている（同法 115 条）。

④ 取締役、監査役の選解任に関する種類株主（同法 108 条 1 項 9 号）

種類株式の一種として、取締役、監査役の選解任について内容の異なる数種の株式を発行することも可能であり、その場合、通常の株主総会ではなく、当該種類株主総会で決議される。

⑤ 相互保有株式（同法 308 条 1 項本文かつこ書）

会社がその総株主の議決権の 4 分の 1 以上を有することその他の事由を通じて会社が経営を実質的に支配することが可能な関係にあるものとして法務省令（日本会社法規則 67 条）で定める株主は議決権を有しない。

⑥ 会社が自己株式を買取る場合の譲渡等承認請求者が有する株式（日本会社法 140 条 3

項、160条4項、175条2項)

会社が自己株式を買取の場合に買取対象の株式の議決権は行使できない。

2. 議決権の行使方法

(1) 原則

議決権は、株主が株主総会に出席して行使することが原則である。

(2) 代理行使

株主は、代理人によってその議決権を行使することができる。株主に議決権行使の機会を保証する必要があることから、定款により議決権の代理行使を禁止することはできない。この場合に、株主又は代理人は、代理権を証明する書面を株式会社に提出しなければならないならず、代理権の授与は、株主総会ごとにしなければならないものとされている（日本会社法 310 条 1 項）。

実務では、議決権を行使する代理人の資格を株主とすることが多いが、判例²⁾では、総会が株主以外の第三者によって攪乱されることを防止する合理的理由に基づく相当な程度の制限として有効であると解されている。

(3) 書面投票制度

株主総会を招集する場合に、株主総会に出席しない株主が書面によって議決権を行使することができる旨を定めれば、書面投票により議決権を行使することができる（日本会社法 298 条 1 項 3 号）。株主の数が千人以上である場合には、書面投票制度を定めなければならない（同法 298 条 2 項本文）。この場合、招集の通知に際して、法務省令で定めるところにより、株主に対し、議決権の行使について参考となるべき事項を記載した書類（株主総会参考書類）及び株主が議決権を行使するための書面（議決権行使書面）を交付する必要がある。ただし、その株式会社が金融商品取引所に上場されている株式を発行している株式会社であって法務省令で定めるものである場合は、この限りでない（同法 298 条 2 項ただし書）。

(4) 電子投票制度

株主総会を招集する場合に、株主総会に出席しない株主が電磁的方法によって議決権を行使することができる旨を定めれば、総会に出席しない株主が電磁的方法によって議決権を行使することができる（日本会社法 298 条 1 項 4 号）。上記書面による議決権の行使に代替して、電磁的方法が認められるものである。同制度を利用するか否かは招集権者の自由で、株主数による規制はない。

2) 最判昭和 43 年 11 月 1 日民集 22 巻 12 号 2402 頁。

(5) 議決権の不統一行使

株主は、その有する議決権を統一しないで行使することができる（日本会社法 313 条 1 項）。その場合、取締役会設置会社においては、株主は、株主総会の日 3 日前までに、取締役会設置会社に対してその有する議決権を統一しないで行使する旨及びその理由を通知しなければならない（同条 2 項）。

この制度は、信託の受託者である株主等、他人のために権利行使をする株主の実務上の要請に応えることを目的として規定されたものであるが、投票集計の煩雑さ等の会社の事務処理上の都合および不真面目な議決権の防止のために³⁾、株式会社は、その株主が他人のために株式を有する者でないときは、その有する議決権を統一しないで行使することを拒むことができることが定められている（同条 3 項）。

3. 株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性

株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性については、株式は株式会社における社員の地位と解し、株式が譲渡されると自益権も共益権も移転すると解する見解（株主社員権説）が通説である⁴⁾。

また、有限会社における社員持分ではあるが、判例⁵⁾においても、「有限会社における社員の持分は、株式会社における株式と同様、社員が社員たる資格において会社に対して有する法律上の地位（いわゆる社員権）を意味し、社員は、かかる社員たる地位に基づいて、会社に対し利益配当請求権（有限会社法 44 条）、残余財産分配請求権（同法 73 条）などのいわゆる自益権と本件におけるような会社解散請求権（同法 71 条ノ 2）、社員総会決議取消請求権（同法 41 条、商法 247 条）、同無効確認請求権（有限会社法 41 条、商法 252 条）などのいわゆる共益権を有するのであるが、会社の営利法人たる性質にかんがみれば、これらの権利は、自益権たると共益権たるとを問わず、いずれも直接間接社員自身の経済的利益のために与えられ、その利益のために行使しうべきものと解さなければならない。（中略）このような共益権の性質に照らせば、それは自益権と密接不可分の関係において全体として社員の法律上の地位としての持分に包含され、したがって、持分の移転

3) 江頭憲治郎『株式会社法 第 6 版』（有斐閣 2015）339 頁。

4) 株主社員権説の他に、議決権等の共益権は株主が会社の機関としての資格で有する権限に過ぎず、株式の内容は株主が社員の資格で有する剰余金配当請求権等の自益権だけとする見解（社員権否定説）、株式は自益権のうち剰余金配当請求権のような金銭債権自体であり、共益権は株主が株式会社において有するいわば公権の一種とする見解で、株式の譲渡により自益権が移転し、譲受人は株式を取得して構成員となると原始的に一身専属的な人格権である共益権を取得すると解する（株式債権説）、株式会社を営利社団法人ではなく営利財団法人と解し、株式は、自益権中の剰余金配当請求権と残余財産分配請求権を内容とする純粋な債権であって、これだけが譲渡性を有し、これ以外の自益権と共益権はすべて法が株主保護のために与えた権利であって譲渡性はないと解する見解（株式会社財団説）がある（神田秀樹『会社法 〔第 17 版〕』69 頁）。

5) 最判昭和 45 年 7 月 15 日民集 24 卷 7 号 804 頁。

が認められる以上（有限会社法19条）、共益権もまたこれによって移転するものと解するのが相当であり、共益権をもって社員の一身専属的な権利であるとし、譲渡または相続の対象となりえないと解するいわれはないのである。」と通説と同様の見解を示している。

4. 議決権拘束契約

(1) 議決権拘束契約の意義

議決権は、原則として株主の自由な意思により行使されるべきものであるが、実務においては、会社支配を単なる株式による多数決で決定することを避けるために、株主間⁶⁾の契約で、株主総会における議決権の行使の仕方について合意しておくことがある。この契約を「議決権拘束契約」⁷⁾という。通説では、議決権拘束契約は、契約締結した当事者である株主間においては有効であると解されている。

しかしながら、株主の一人が当該契約に違反して議決権を行使した場合には、その株主の意思による行使であることから、行使された議決権の効力には影響がなく、その効力は有効であり、契約の当事者による契約違反となるだけであると解されており、裁判例⁸⁾においても、同様の見解がとられている。すなわち、債権的な拘束力に留まる。

この見解を前提とすると、議決権拘束契約の当事者による契約違反については、契約の相手方は、損害賠償請求により救済を受けることになるが、議決権拘束契約に損害賠償額の予定が定められていない限り、損害額の立証は困難であり、実効性には疑義があるといわれている。

そのため、議決権拘束契約が、その対象となる会社の株主全員が参加している場合には、その契約内容が会社に及ぶと解する見解⁹⁾が有力に主張されている。

議決権拘束契約は、閉鎖会社における取締役等の選任種類株式のように活用されるケースや公開会社での株式買付時に複数の主体が共同で買付行為を行うケースが考えられるが、

後者においては、「それぞれが取得した株式について、対象会社の株主総会において共同で議決権行使をすることによって、それぞれが単独で買い付けた場合よりも強力な株式保有ブロックを形成することができる¹⁰⁾。」メリットがあるといわれている。

(2) 信託財産たる株式の議決権と議決権拘束契約との関係

上記の公開会社での株式買付時に複数の主体が共同で買付行為を行うケースにおいては、

6) 株主以外の者と契約する場合もある。

7) 議決権拘束契約には、①全契約株主の同意がない限り賛成議決をしない形のもののほか、②ある株主から申入れがあった場合に限り全当事者が拘束される、③特定の第三者の決定に従い議決権を行使する等、様々なタイプがあり得る。江頭・前掲注3) 334頁。

8) 東京高判平成12年5月30日判時1750号169頁、名古屋地決平成19年11月12日金判1319号50頁。

9) 江頭・前掲注3) 336頁、森田果「議決権拘束契約・議決権信託の効力」浜田道代・岩原紳作編『会社法の争点』（ジュリスト増刊2009）103頁。

10) 森田・前掲注9) 102頁。

信託の受託者がその一つの主体となることが考えられる。すなわち、信託の受託者と別の法主体との間で、ある信託の信託財産における株式の議決権の行使について、議決権拘束契約を締結することは可能である。

信託財産としての議決権拘束契約は、信託目的及び信託行為の内容から必要とされている場合に締結されることになるが、その場合、受託者の固有財産、又は、別の信託財産の意向とは切り離された形での契約内容となることに留意する必要がある。すなわち、ある信託財産に限定された形での契約となるものと考えられる¹¹⁾。

第2章 日本信託法における信託財産としての株式の議決権に関する規律と論点

1. 信託財産の要件

「信託財産」は、日本信託法2条3項において、「受託者に属する財産であって、信託により管理又は処分をすべき一切の財産をいう。」と定義されている。

旧日本信託法下において、四宮和夫教授は、著書の中で、信託財産は、「金銭に見積もれるものでなければならない（民399条）。他物権、金銭に見積もりうる債権、著作権、特許権、鉱業権、漁業権等はこれに属する。」¹²⁾と述べられており、所有権以外の財産も信託財産とすることを肯定されていたが、権利を分割し、その一部を分離して信託財産とすることかできるかどうかは述べられていない。

また、日本信託法3条においては、旧日本信託法における「財産権」から「権」が削除されているが、これは、権利とまでいえなくても、金銭的価値に見積り得るものすべてが含まれていると解されている。しかしながら、権利の一部を分割して信託できるか否かは、明確ではない。

資産流動化を目的とする金銭債権信託の実務においては、通常、委託者でありオリジネーターである金融機関が、サービサーとなって信託財産たる金銭債権の取立が行われているが、この取扱いは、金銭債権を債権取立権とそれ以外の権利に分離して、前者の権利を委託者に留保し、後者を信託財産とするという考え方はとっていない。すなわち、権利を委託者と受託者に分属させているのではなく、一旦、金銭債権のすべてを受託者に移転した後に、債権者である受託者が、委託者に取り立てを委任する形式をとっているのである。

民法における物権や債権の他、一般に、権利として独立、すなわち、分属が認められているもの以外については、その権利だけを取り出して信託することはできないと考えるべきではないか。

2. 脱法信託の禁止

11) 実務ではこのような契約は実施されていない。

12) 四宮和夫『信託法〔新版〕』（有斐閣1989年）133頁。

日本信託法9条では、法令によりある財産権を享有することができない者は、その権利を有するのと同じ利益を受益者として享受することを禁止している。すなわち、信託における形式的な権利者（受託者）と、実質的な権利者（受益者）が異なることを利用した脱法行為を禁止している。例えば、法律で外国人がある特定の会社の株式を保有することが禁止されている場合には、その株式については、外国人は、信託を使って保有することはできないことになる。

この規定は、強行規定であり、違反行為は、基本的には無効となるが、禁止の適用の有無は、形式的に一律に判断するのではなく、その法令の趣旨、信託目的、受益権の内容等を総合的に勘案して決すべきであり、特定の者が、法令に違反して財産権を享有する行為をした場合において、その行為の私法上の効力が否定されないときは、信託を利用して同じ財産権を有し利益を享受することになっても、信託の私法上の効力が否定されるわけではないと解されている。

3. 日本信託法上の受託者の義務

(1) 信託財産である株式の議決権行使に関係する受託者の義務

信託が設定されると、受託者は、信託法に定められた各種義務を負うが、信託財産である株式の議決権行使に密接に関係するものとしては、信託事務遂行義務、善管注意義務、忠実義務、公平義務、分別管理義務が挙げられる。

(2) 信託事務遂行義務

日本信託法29条1項では、「受託者は、信託の本旨に従い、信託事務を処理しなければならない」と規定し、受託者に信託事務遂行義務を課している。すなわち、受託者は、信託目的の達成のため、信託行為の定めに形式的に従っているだけでは足りず、信託行為の定め背後にある委託者の合理的な意図、すなわち、「信託の本旨」に適合するように信託事務処理が求められている¹³⁾のである。

この場合の「信託の本旨」については、あくまでも、受託者に与えられた権限の範囲内で求められる合理性のあるものであり、また、常に、委託者の意図どおりに動くことを意味しているわけではない。信託には様々な種類のものがあり、信託財産における株式の議決権の行使の局面においても、信託毎のアレンジメント¹⁴⁾が重視されることに留意する必要がある。

(3) 善管注意義務

(ア) 日本信託法における善管注意義務の一般原則

13) 村松秀樹・富澤賢一郎・鈴木秀昭・三木原聡『概説 新信託法』（金融財政事情研究会2008）89頁。

14) 信託銀行の実務では、運用を目的とする信託でも、特定運用と指定運用では、「信託の本旨」は異なると考えるべきである。

日本信託法 29 条 2 項では、「受託者は、信託事務を処理するに当たっては、善良な管理者の注意をもって、これをしなければならない。ただし、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる注意をもって、これをするものとする。」と規定し（同条 2 項）、善管注意義務を課している。

すなわち、受託者は、委託者及び受益者からの信認を受けており、信託事務を処理するには、自己の財産に対するのと同じ注意では足りず、より高度な注意義務を負うことが必要であるからである。

この場合の「善良な管理者の注意」とは、「その職業や地位にある者として通常要求される注意」を意味し、受託者が専門家である場合には、専門家として通常要求される程度の注意をもって、信託事務を処理しなければならないと解されている。

したがって、受託者が信託銀行等の専門家である場合には、信託財産の運用及び信託財産たる株式の議決権の行使については、専門家として通常要求される程度の注意をもって、信託財産の資産価値を増加させるため議決権の行使を行わなければならない。

株式への投資を中心とした運用を目的とする信託の場合、通常、受託者に求められる「善管注意義務」は、コンプライアンスを維持しつつ、信託財産からいかに多くのリターンを得るかがその中心であるといえる。したがって、「適切なリターンを得るためには、投資先のガバナンスの向上に期待するよりも、むしろ端的に投資先を変更することが「善管注意義務」の内容であると、あるいは言えるかもしれ¹⁵⁾ない。

受託者が、善管注意義務に違反した場合、例えば、明らかに信託財産たる株式の発行会社に損失を与えるような議決権の行使を行った場合には、受益者は、受託者の任務懈怠による損失でん補等の請求をすることができる（日本信託法 40 条 1 項）。

（イ）プルードント・インベスター・ルール

米国統一信託法典 804 条において、信託事務の遂行における受託者の善管注意義務に関する総論的な規定として、受託者は、信託目的、信託条項、分配要件およびその他当該信託に関わる諸事情を考慮し、注意深い合理的な人ならば、そうするように、信託を管理運用しなければならないが、この基準を満たすに当たり、受託者は、合理的な注意、技能および配慮を払わなければならないことが定められている。

特に、投資に関しては、1994 年に採択されていた統一プルードント・インベスター法（Uniform Prudent Investor Act）を取り入れる形で、米国統一信託法典 901 条で、プルードント・インベスター・ルールについて、「(a) 項、次の (b) 項による別段の定めのある場合を除き、信託財産の投資運用を行う受託者は、信託の受益者に対し、本法の定めるプルードント・インベスター・ルールを遵守する義務を負う。(b) 項、プルードント・インベスター・ルールは任意規定であり、信託条項によって、その内容の拡大、縮減、排

15) 高橋美加「「受託者の注意義務」とスチュワードシップ責任」（信託フォーラム vol2 2014）46 頁。

除その他の変更を加えることができる。」旨の総論的な規定を置くと伴に、805条以下において、この義務を個別的に具体化した規定や関連規定を置いている。

日本における信託法の改正の議論において、受託者の善管注意義務については、一般的な規定だけではなく、受託者の信託事務処理に際しての行動基準の明確化のために、ブルーデント・インベスター・ルールに倣い、個別・具体的な内容の規定を設けるべきであるとの意見があったものの、信託が有する柔軟性を損なうことなく、個別、具体的な規定をつくることに限界があること、さらには、一般規定で対応が可能であることから、このブルーデント・インベスター・ルールの規定化が見送られた経緯がある。

ただし、ブルーデント・インベスター・ルールのうち、信託に適した合理的なリスクとリターンを考慮した投資を行うべきとした902条の「注意義務の基準・ポートフォリオ戦略・リスクとリターンに関する目標」の規定と、受託者の分散投資義務を明確化した903条の「分散投資」の規定は、今後、日本における善管注意義務の個別具体的解釈に大きな影響を与える可能性がある。

(4) 忠実義務

(ア) 忠実義務の一般規定と制限規定

忠実義務とは、受託者は、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義務である。日本の会社法における取締役の忠実義務は、判例で善管注意義務を敷衍したものであり、同質の義務であると解されているが¹⁶⁾、日本の信託法においては、忠実義務は、善管注意義務とは異質の義務であるといわれている。

日本信託法では、30条の「受託者は受益者のため忠実に信託事務の処理その他の行為をしなければならない。」との一般規定のほか、31条では、利益相反行為として、①信託財産と固有財産との直接取引、②信託財産間の直接取引、③信託財産と相手方の代理人となつての取引、④信託財産について、第三者との間で固有財産のために担保差し入れする等の、受益者と受託者又はその利害関係人との間の間接取引、を制限している。また、32条では、競合行為の制限として、受託者として有する権限に基づいて信託事務の処理としてすることができる行為で、これをしないことが受益者の利益に反するもの、について、自己又はその利害関係人の計算ではならないものとしている。

また、受託者は、上記の利益相反行為又は競合行為をした場合には、受益者に対してその行為についての重要な事実を通知しなければならないことがデフォルト・ルールとして定められている（同法31条3項）。

受託者として、受託財産である株式の議決権の行使に際して、受託者又はその利害関係人と受益者との利益が相反することが考えられるが、この場合には、上記の④に該当するものと考えられる。すなわち、同法31条1項4号の「第三者との間において信託財産の

16) 最判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁。

ためにする行為であって受託者又はその利害関係人と受益者との利益が相反することとなるもの」に該当しそうである。少なくとも、忠実義務の一般条項である 30 条の適用は受ける。

たとえば、信託銀行で、運用を目的とする信託において銀行業務の取引先の株式を保有していたところ、当該取引先が敵対的な TOB を仕掛けられた際に、信託財産の利益よりも、銀行の利益を優先して、取引先の経営者が提案する買収防衛策に賛成する議決権の行使をするような場合は、同法 31 条 1 項 4 号の利益相反行為に該当するのではないか。

なお、受託財産である株式の議決権の行使が、他の受益者との利益相反になる場合には、忠実義務の問題ではなく、善管注意義務の問題となる。

受託財産の株式の議決権を行使する場合、信託財産ごとに、信託目的に応じて議決権行使を行うことになることから、信託財産と固有財産又は他の信託財産とで利益が相反するような場合には、前述した議決権の不統一行使を行うことが考えられる（日本会社法 313 条 1 項）。

（イ）利益相反行為・競合行為の制限の例外

日本信託法 31 条 2 項では、①信託行為にその行為をすることを許容する旨の定めがあるとき、②受託者がその行為について、「重要な事実」を開示して受益者の承認を得たとき（ただし、その行為をすることができない旨の信託行為の定めがあるときは許容されない）、③相続その他の包括承継により信託財産に属する財産に係る権利が固有財産に帰属したとき、④受託者が当該行為をすることが信託の目的の達成のために合理的に必要と認められる場合であって、受益者の利益を害しないことが明らかであるとき、又は当該行為の信託財産に与える影響、当該行為の目的及び態様、受託者の受益者との実質的な利害関係の状況その他の事情に照らして正当な理由があるとき、の 4 つの場合に、利益相反行為の制限の例外が認められている。

また、同法 32 条 2 項では、競合行為の制限の例外として、利益相反の制限の例外の 1 点目と 2 点目と同じ事項が規定されている。

受託者として、受託財産である株式の議決権の行使に際して、受託者又はその利害関係人と受益者との利益が相反する場合においても、上記の例外を適用することはできるが、状況により、受益者の利益を害することが明らかな場合には、①又は②の要件を満たす場合でも、善管注意義務に反するおそれがある。

（ウ）忠実義務違反の効果

利益相反行為の制限に違反した場合の効果については、まず、自己取引と信託財産間の直接取引は、同一人格内の取引であるため、無効であることが定められており（日本信託法 31 条 4 項）、一方で、受益者は、選択的に、その取引を追認し、その行為の時に遡ってその効力を生じさせることもできる（同条 5 項）。

次に、この利益相反行為の後、さらに対第三者との間で取引がされた場合には、第三者が介在するために、第三者の保護も視野に入れる必要がある。そのため、受益者は、最初の利益相反行為について、その第三者がその利益相反行為の制限に違反して取引がなされたことを知っていたとき、又は、知らなかったことについて重大な過失があったときに限って、その取引を取り消すことができることになっている（同条6項）。この場合、2人以上の受益者のうちの1人が取消権を行使したときは、その取消しは、他の受益者のためにも、その効力は生じる。この場合においても、受益者は取消しをせずに、損失てん補の請求をすることも可能である。

また、第三者との間において信託財産のためにする行為で、かつ、自己がその第三者の代理人となっていく場合、又は、信託財産に属する財産を、固有財産のための債権を被担保債権とする担保権を設定することなど、第三者との間において信託財産のためにする行為で、かつ、受託者又はその利害関係人と受益者との利益が相反する場合には、第三者がこれを知っていたとき又は知らなかったことにつき重大な過失があったときに限り、受益者は、その行為を取り消すことができる（同条7項）。

上記によれば、受託者として、受益者の利益と相反する議決権の行使をした場合については、第三者がこれを知っていたとき又は知らなかったことにつき重大な過失があったときには、受益者は、その議決権の行使を取り消すことができることになる（同条7項）。

したがって、その場合において、その議決権行使により信託財産に損失等が生じたときには、受益者は、受託者の任務懈怠による損失てん補等の請求をすることになるのではない（日本信託法40条1項）。

また、その損失等が明らかでない場合には、受託者やその利害関係人が得た利益の額と同額の損失を信託財産に生じさせたものと推定する（同法40条3項）ことが定められているので、この規定を適用することもできる。

(5) 公平義務

受託者の公平義務とは、一つの信託に複数の受益者がいる場合に、これら受益者を公平に扱う義務であるといわれており、日本信託法では、公平義務の内容と効果を明確にするために、受益者が2人以上ある信託においては、受託者は、受益者のために公平にその職務を行わなければならないことを規定している（日本信託法33条）。

また、通常、公平義務違反の場合には、信託財産全体から見ると損害が生じないことになることから、受託者が公平義務に違反する行為をし、又はこれをするおそれがある場合において、その行為によって一部の受益者に著しい損害が生ずるおそれがある場合においては、その損害を受けるおそれがある受益者は、その受託者に対し、その行為をやめることを請求することができるものとしている（同法44条2項）。この差止請求権については、複数受託者の場合には、他の受託者にも付与されており（同法85条4項）、信託行為の定めにより、委託者にも付与することが可能である（同法145条2項9号）。

公平義務は、一つの信託における複数受益者間の利益の相反、利害の対立がある場合に問題となるが、忠実義務の場合と異なり一つの信託であることから、議決権の不統一行使はできないと考えられるが、「株主が他人のために株式を有する者」（日本会社法 313 条 1 項、3 項）である限り、不統一行使ができるとの考え方もあるのではないか¹⁷⁾。

なお、不統一行使が行われず、受託者の議決権の行使によって、一部の受益者に著しい損害が生ずるおそれがある場合においては、その損害を受けるおそれがある受益者は、その受託者に対し、差止請求をすることが考えられる。

(6) 分別管理義務

信託関係が成立するためには、信託財産を特定しなければならず、信託財産を特定するためには、分別管理が必要であり、「信託財産の特定性」は、「信託財産の独立性」すなわち、受託者の倒産からの隔離を確保するために必要である。また、分別管理義務は、受託者の忠実義務違反の行為を未然に防止する機能を有するといわれている。

日本信託法 34 条 1 項柱書では、分別管理義務について、信託財産に属する財産と固有財産又は他の信託財産に属する財産とを、財産の区分に応じ、財産毎に定める方法で分別管理しなければならないことが定められている。また、①信託の登記・登録をすることができる財産（1 号）は信託の登記・登録、②動産（2 号イ）は、外形上区別することができる状態で保管することが定められているが、この意味は、物理的分別管理を指しており、例えば、金庫を分けて保管することが考えられる。また、③金銭と動産以外の財産（2 号ロ）については、その計算を明らかにする方法により管理することが定められており、具体的には、帳簿による分別管理をすることを意味している。さらに、④法務省令で定める財産（3 号）は、当該財産を適切に分別して管理する方法として法務省令で定められている。これらの財産は、それぞれの法律により、信託財産に属することの対抗要件として信託の記載又は記録が定められているが、どの信託財産に属するということまでは公示されておらず、日本信託法 14 条の登記又は登録ではないことに留意する必要がある。そのため、電子化された振替株式については、法務省令による信託財産に属する旨の記載・記録に加えてその計算を明らかにする方法が求められている。

信託財産が上場株式の場合には、振替株式となるため、上記④の分別管理が求められる。

信託財産たる株式については、信託財産ごとに、信託目的に応じて議決権行使を行うことになることから、発行会社の状況等により、前述した議決権の不統一行使が行われることがあるため（日本会社法 313 条 1 項）、議決権行使のためにも、固有財産及び他の信託財産とは分別した管理を行わなければならない。

17) 同一の信託において、議決権の不統一行使を行うことは、実務上、受託者は、その判断は難しく、また、事務上も困難であろう。

第3章 議決権信託

1. 議決権信託の意義

前述したとおり、議決権拘束契約については、株主間の契約で、株主総会における議決権の行使の仕方について合意しておくことにより、何らかの目的に沿った株主総会決議の成立を目指す場合に締結されるが、その合意内容に違反した議決権行使がなされた場合、どのような救済が行われるか、また、合意に沿った議決権行使をしようとししない株主がいる場合に、他の契約当事者がその強制履行を求めることができるかといった問題がある。

そのため、合意内容をより確実に実効性のあるものにしたい場合については、議決権信託が有用である。すなわち、議決権信託は、株式そのものの所有権が委託者から受託者に移転していることから、受託者が信託違反をしない限り、合意した当事者の一部が合意内容に反する議決権行使をするという事態は発生しない。ここに、議決権信託の意義がある。

2. 議決権信託の有効性に関する学説・判例

(1) 日本信託法における議決権信託の有効性に関する検討

四宮和夫教授は、議決権信託を「議決権のみの信託ではなく、特定の会社の複数の株主権を一個所に集積して、議決権の統一行使を実現しようとする株式の信託」であると定義し、「議決権行使の目的をもってする株式の信託的譲渡（議決権信託）は原則として有効であるとみるべき」¹⁸⁾であると述べられている。

ただし、「議決権は「財産権」ではないし、それに、株式によって表章され権利は一体をなすものであるから（鈴木竹雄＝竹内昭夫・会社法（新版）（法律学全集）219頁注（9）参照）、議決権だけを信託することはできないのである。」¹⁹⁾と「議決権だけの信託」については、その効力を否定されている。

この点について、旧日本信託法においては、議決権は、1条の「財産権」ではないと考えられていたものの、日本信託法では、3条において、「財産権」が「財産」に変更され、議決権のみでも信託財産に含むことが理論的には可能となったと考えられるとの見解が見られる。しかしながら、前述したように、日本信託法において、「財産権」が「財産」に変更されたことは、権利とまでいえなくても、金銭的価値に見積り得るものすべてが含まれていることを意味するが、その場合でも、依然、民法における物権や債権の他、一般に権利として独立、分属が認められていない権利、すなわち、株式のように表章される権利が一体をなしているものについては、一部を分離して信託をすることはできないと考えるべきである。

(2) 日本の会社法における議決権信託の有効性に関する検討

18) 四宮・前掲注12) 133頁。

19) 四宮・前掲注12) 136頁。

一方、日本の会社法においても、議決権信託は、議決権を統一的に行使するため株主が株式を一人の受託者に対し信託するものである（株式自体の信託であり、議決権だけの信託ではない）²⁰⁾ ととらえて、通説では、「議決権信託を会社法 310 条 2 項の脱法行為のようにも見えるが、会社法 310 条 2 項の趣旨は現経営陣が議決権行使の代理権限を会社支配の手段として濫用する等の危険性に鑑み必要以上に厳しい規制を置いたものなので、同規定の効力を議決権信託にまで当然に及ぼすべき理由はなく、同信託は一応有効と認めてよい」²¹⁾ とされている。

(3) 大阪高決昭和 58 年 10 月 27 日（高裁民集 36 卷 3 号 250 頁）²²⁾

日本会社法制定前の有限会社に関するものではあるが、議決権信託の有効性について議論された裁判例がある。

①事実関係と主張内容

本件における原告人は、発行済み株式総数 2 万 5 千株（一株の金額 500 円）、資本金 1250 万円の、一般乗用旅客自動車運送事業を営む株式会社であるが、1975 年 1 月に不渡処分を受けて事実上倒産し、更生手続開始決定を経て 1977 年 12 月 26 日に更生計画が認可され、その更生計画が遂行されて、1983 年 2 月 22 日に更生手続終結の決定がされた。

相手方 26 名は、原告人たる会社の従業員であり、各自 200 株の株式を有し、その合計は 5200 株で原告人の発行済み株式総数の 10 分の 1 以上であるが、その株式をいずれも共済会の理事に信託していた。共済会は、原告人の会社更生手続中労使の協議により従業員の持株制度が採用されたことに伴い、株式信託制度の創設とともに 1978 年に設けられたものである。

共済会の規約では、原告人に勤務しかつ会で選出された理事との間で株式信託契約を締結することにより株式を取得した正会員と、株式信託仮契約を締結し株式取得準備金を積立てている準会員とで構成され、株主権の行使につき株式取得の主旨に適合するよう運営することを目的とするが、株式信託契約をしない従業員は株式を取得できず、株式信託契約を拒否したときは会員資格を失うこととされていること、株式信託契約書によると株主の議決権は受託者である共済会理事が行使するが、配当請求権と残余財産分配請求権は委託者に帰属し、信託期間は委託者が株主の地位を喪失する時までとされていること、信託契約と同時に作成されている信託契約書覚書によると、委託者が共済会を除名されたとき、株式信託契約を拒否したときには、委託者は受託者にその株式を譲渡することとなっていた。

このような状況において、相手方は、原告人は「業務の執行に関し重大な不正の行為があり、法令若しくは定款に違反する重大な事実が存在すると思料される。」として、検査

20) 江頭・前掲注 3) 338 頁。

21) 江頭・前掲注 3) 338 頁、鈴木竹雄「議決権信託の効力」商法研究Ⅲ（有斐閣 1972）102 頁。

22) 同旨の裁判例として、大阪高決昭和 60 年 4 月 16 日判例タイムズ 561 号 159 頁がある。

役選任申請を行い、原審では、この申請を容認した。

これに対して、抗告人は、「相手方らは持株各 200 株のすべてを比叡山観光タクシー株式会社共済会（以下単に「共済会」という。）理事に信託しているから、配当請求権、残余財産分配請求権を除くすべての株主権を行使する権限を有しないのであって、検査役選任請求権も受託者である共済会理事のみが行使しうるのである。したがって、本件申請は不適法であり却下されるべきである。」と主張して抗告した事案である。

②決定の要旨

「抗告人の従業員は、従業員持株制度によって株式を取得することができるものの、株式信託契約を締結しない者は株式を取得できないから、株式を取得するためには株式信託契約を強制され、株主として契約を締結するかどうかを選択する自由はなく、又、信託期間は株主たる地位を喪失する時までというのであるから、契約の解除も認められていない。

したがって、抗告人の株主は、信託契約の受託者による議決権の行使はあっても、自己が株主として議決権の行使をする道はないこととなる。そして、株式信託制度が抗告人関与のもとに創設されたことは記録上明らかであり、右信託契約は、株主の議決権を含む共益権の自由な行使を阻止するためのものというほかなく、委託者の利益保護に著しく欠け、会社法の精神に照らして無効と解すべきである。又、株式配当請求権、残余財産分配請求権は委託者に帰属するとされ、信託の対象から除外されているが、共益権のみの信託は許されないものと解されるから、その点からも右信託契約は無効というべきである。してみると、相手方らは商法 294 条に基づく検査役選任請求権を有する少数株主権者であるということができる。」

要するに、上記裁判例では、本件においては、議決権信託の効力に関して、株主として契約を締結するかどうかを選択する自由はなく、又、契約の解除も認められていないことから、株主の議決権を含む共益権の自由な行使ができず、委託者の利益保護に著しく欠け、会社法の精神に照らして無効と解すべきであるとの見解である。

(4) 信託契約の有効性の検討

議決権信託は、通説では、有効であるものの、上記裁判例のように、共益権のみの信託は許されず、信託契約は無効であるとする事由以外でも、無効とされる場合も存在する。

それでは、どのような場合に有効で、どのような場合に無効とされるのであろうか。学説は、以下のとおりである。

①多数説では、信託契約の意図により、日本会社法 310 条 2 項の脱法となる場合、株式会社法の精神または公序良俗に反する場合に無効となるとする²³⁾。

②有力説は、受託者に対し議決権行使の方針が指示できるか、信託期間が長期にわたる

23) 大森忠夫「議決権」田中耕・講座(企)894 頁、菱田政宏『株主の議決権行使と会社支配』（酒井書店 1960）183 頁。

ものでないか、委託者に信託契約の解約の自由が確保されているかの点を総合的に判断するとする²⁴⁾。

③弱小株主の議決権を不当に制限する等の目的で用いられる場合には、日本会社法 310 条 2 項の精神に照らし無効となる場合がある。有効・無効は、委託者・受託者の関係、議決権行使の基準の明確性、信託期間等を基準として判断すべきであるとの見解もある²⁵⁾。

いずれにしても、議決権信託は、委託者が解約権を確保していたり、議決権の指図権を有している場合には、有効であるといえる。

3. 株式の議決権と経済的な持分の分離

(1) 持合解消信託

近年、コーポレート・ガバナンスの強化に鑑み、従来行われていた発行会社と持合株主間の安定株主確保のために行われていた「株式の持合い」を解消しようとする動きがあるが、そのような状況の中で、株株式持合いの機能の一部を維持しつつ、株式持合いの解消を図るための仕組みとして「信託」を利用した「持合解消信託」が登場している。議決権信託の一種であるといえる。

株式持合いについては、一般には、買収防衛機能、取引先との関係強化・安定化機能、系列や企業集団を通じたモニタリング機能があるといわれており、他方、資本の空洞化と支配の不公正という問題が指摘されている²⁶⁾。

「持合解消信託」においては、持合株式を保有している会社が委託者兼受益者となり、信託銀行等の受託者にその持合株式を信託し、その会社が信託受益権を証券会社等に売却するものの、議決権行使についての指図権を委託者に留保する仕組みがとられている²⁷⁾。

委託者は、株価変動リスクを証券会社等の売却先に転嫁しつつ、信託期間中は、委託者が議決権行使の指図権を保有することができる。

持合解消信託では、「委託者が、議決権の行使の指図によって得る私的利益が持合解消信託の利用コスト（手数料等）を上回っている限り、株式持合いの場合とは異なり、委託者は発行会社の企業価値の減少リスクを負わない」ことから、株主の一般的な利益を害するような形で議決権が行使されるという問題がある²⁸⁾。

日本会社法 105 条 1 項では、株主は、その有する株式につき、(i) 剰余金の配当を受

24) 鈴木竹雄「議決権信託の効力」商法研究Ⅲ（有斐閣 1972）104 頁。

25) 江頭・前掲注 3）338 頁。

26) 商事信託法研究会「信託と会社法との接点を巡る諸問題」（信託 260 号 2014）31 頁。

27) 持合株式を保有する会社が委託者となり、その持合株式を信託銀行等の受託者に信託し、受託者が、①議決権行使の指図権及び利益配当請求権からなる第 1 受益権と、②信託終了時に株式を受け取る権利を有する第 2 受益権の 2 種類の受益権を組成して、委託者に交付し、委託者は第 2 受益権のみを証券会社等の第三者に売却するという仕組みもある。

28) 商事信託法研究会「信託と会社法との接点を巡る諸問題」（信託 260 号 2014）33 頁、また、「経済的利益の帰属主体の変更といった重大な事象が生じていても、それが市場全体に周知されないために、他の市場参加者が誤った意思決定を行うという可能性が発生しうる。」との問題も指摘されている。

ける権利、(ii) 残余財産の分配を受ける権利、(iii) 株主総会における議決権、その他この法律の規定により認められた権利を有することが定められており、(i) (ii) の権利と (iii) の権利は、同一の者に帰属し、これらを別々の者に帰属させることは認められない。

持合解消信託は、議決権だけを信託するのではなく、株式を信託することから、形式的には、(i) (ii) (iii) の権利のいずれもが受託者に帰属することになるが、問題は、実質的に、常に、(i) (ii) と (iii) の権利が別人に分属するか否かである。

したがって、株式の実質的な所有者である受益者とは別人である委託者の指図に基づく議決権行使の仕組みについては、それが実質的に、(i) (ii) の権利と (iii) の権利を分属させると認められるような場合には、その有効性について問題があることになる。

持合解消信託の有効性については、信託である限り、議決権行使が受益者の利益のために行われる仕組みが留保されているか否かが、重要なポイントとなると考える。

また、受益者の利益を害する議決権行使が行われた場合については、日本会社法 831 条 1 項 3 号の「株主総会等の決議について特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたとき」に該当する可能性が考えられる。

(2) Empty Voting

近時、米国においては、金融工学を駆使して、デリバティブ取引等を用いることにより株価の価格変動リスクを負わない状態で議決権を行使する、いわゆる Empty Voting の問題が議論されるようになっている。

例えば、ある会社の株主が、その株式を取得すると同時に、証券会社のようなカウンターパーティーとの間で、エクイティ・スワップによってその会社の株式の株価の価格変動リスクをヘッジする場合に、この株主は、株式における経済的な持分よりも多くの議決権を行使すること、あるいは行使ができてしまう状況となるが、これを Empty Voting という。

日本においても、金融工学を活用すれば、Empty Voting のように、いわば「会社法からは見えない」契約法の領域において、会社法が予定していなかったような形でコントロール権やキャッシュフロー権を自由自在に組み合わせることが可能²⁹⁾ になってきている。

「株式の経済的価値に利害を有しない者が議決権を行使すること（エンプティ・ボートティング）には、会社の意思形成を歪める、あるいは、株式の大量保有報告の開示（金商法 27 条の 23）等の情報開示制度を混乱させる等の懸念が存在する」³⁰⁾。また、「エンプティ・ボートティングを行う株主は、議決権の行使時点において株価下落リスクを負わないので、私的利益の追求を目的として、株価を下落させるような議案に賛成する、または、

29) 森田・前掲注 9) 102 頁。

30) 江頭・前掲注 3) 336 頁。

株価を上昇させるような議案に反対する可能性があり、そのようなことが起きると、企業価値が既存され、他の株主が不利益を受けるおそれがある。更に、空売り取引等により、株価下落分の利益を得ることが可能な状態の場合には、問題がより悪化する。」³¹⁾との否定的見解が大勢を占めている。

しかしながら、金融工学の発達により、事実上 Empty Voting が可能となっている以上、Empty Voting のような仕組みは、上記のような弊害はあるものの、その仕組みのすべてを否定してしまうことは現実的ではなく、会社法等の規定及び趣旨と折り合いをつけていくことが必要であると考ええる。ただし、その線引きは難しい。

第4章 日本版スチュワードシップ・コード

1. 日本版スチュワードシップ・コードの意義

日本においては、従前、信託の受託者を含む機関投資家の「受託者責任」については、ハードローの問題として論じられてきた。「すなわち、伝統的な機関投資家の「受託者責任は、民事法上は、資産運用者に課される注意義務および忠実義務を中心とする行為義務とそれに基づく責任を意味し、監督法上は、参入規制や運用規制などの各種行為規制を意味する。」³²⁾と考えられてきたのである。

ところが、2014年2月26日に金融庁を事務局とする「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」により、「『責任ある機関投資家』の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>」が公表された。

同コードでは「スチュワードシップ責任」が規定されているが、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。同コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。

同コードによれば、機関投資家は、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」(投資運用会社など)である場合と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」(年金基金や保険会社など)である場合とに大別されるが、信託受託者が信託財産で運用している株式を保有する場合は、「資産運用者と

31) 商事信託法研究会・前掲注28) 31頁、白井正和「持合解消信託をめぐる会社法上の問題」法学76巻5号491頁、佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的效果であるエンプティ・ボートینگ規制」前田重行先生古稀記念・企業法・金融法の新潮流(商事法務 2013) 39頁、また、神田・前掲注4) 67頁でも、「こうした状況は経済的な利益を基礎としない議決権を可能とするものであって、望ましいものではない。」と述べられている。

32) 神作裕之「機関投資家のスチュワードシップ責任—受託者責任との比較」(信託フォーラム vol2 2014) 42頁。

としての機関投資家」となり、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待されるとされている。

また、「資産運用者としての機関投資家」は、「資産保有者としての機関投資家」の期待するサービスを提供できるよう、その意向の適切な把握などに努めるべきである。

そして、機関投資家による実効性のある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものであるとされている。

同コードの定める原則には、法的拘束力はなく、受け入れるかどうかは、各機関投資家の判断に委ねられ、適用の仕方は、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。また、「コンプライ・オア・エクスプレイン」ルールが採用され、コードの原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するかを選択することになる。

以上のような日本版スチュワードシップ・コードにおける考え方は、「伝統的な機関投資家の「受託者責任」として議論されてきたことと大きく異なる」³³⁾ ことから、同コードの7つの原則等、議決権に係る概要を紹介する。

2. 日本版スチュワードシップ・コードの原則

(1) 7つの原則

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、以下の原則が定められている。

①機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

②機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

③機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

④機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

⑤機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

⑥機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

⑦機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等

33) 神作・前掲注32) 42頁。

に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

(2) 原則2の指針

上記(1)の原則の中で、とりわけ、信託財産として株式を運用する際に重要なものとしては、信託法の忠実義務とも関係する原則2であり、この原則には、2つの指針が定められている。

①機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。

②機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

(3) 議決権の行使に関する原則

コードの7つの原則のうち、「議決権の行使」に関するものとしては、上記のとおり原則5が定められており、この原則には、次の4つの指針が規定されている。

①機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。

②機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

③機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。こうした公表は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。ただし、スチュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてより的確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。

④機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行

使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。

3. 日本版スチュワードシップ・コードと受託者の義務との関係

前述したとおり、伝統的な機関投資家の受託者責任は、民事法上は、資産運用者に課される注意義務および忠実義務を中心とする行為義務とそれに基づく責任を意味し、一方で、日本版スチュワードシップ・コードにおける「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味するが、この二つの責任は、整合しているのだろうか。

コードの原則2については、「機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。」と規定されており、日本信託法30条の忠実義務の一般規定と同法31条、32条の利益相反行為及び競合行為の制限、さらには、公平義務のための体制を定めたものであるとも考えられる。しかしながら、その他のコードの原則については、同法29条2項の善管注意義務及び同法36条の信託事務の処理の状況についての報告義務に関するものであるという見方もできなくはないが、その内容は、おおよそ、信託法上の受託者の義務とは言い切れない。すなわち、基本的には、「スチュワードシップ責任」と受託者の義務とは、異質のものであるといえる。問題は、両者が相反することがあるかということである。

前述したとおり、日本における信託受託者は、同法29条1項で、「受託者は、信託の本旨に従い、信託事務を処理しなければならない」との信託事務遂行義務を負っている。受託者は、信託目的の達成のため、信託行為の定めに従って形式に従っているだけでは足りず、信託行為の定め背後にある委託者の合理的な意図、すなわち、「信託の本旨」に適合するように信託事務処理が求められているのである。

したがって、コードの原則の内容を遵守することが「信託の本旨」とであると解されるような状況、すなわち、信託行為の定め等から読みとれるのであれば、その原則の遵守に努めることが、信託事務遂行義務、さらには、善管注意義務を果たすことになることは間違いない。また、コードの原則の内容を遵守することが「信託の本旨」でなくても、コードの原則の内容を遵守することが、受託者の義務違反になることはない。

しかしながら、運用を目的とする信託でも多様なものがあり、信託期間が短期間で、短期的な株式の売買益を上げることを目指す信託の場合は、どうであろうか。

例えば、運用の手法として、割安な資産を買い（ロング）、割高な資産を売る（ショート）ことにより、絶対収益を獲得しようとするロングショート戦略については、コードの原則の内容を遵守することとは、関係のない信託であるといえる。

このような信託の受託者については、株式の売買益と配当の受取りを極大化することが

「信託の本旨」であり、信託期間内の利益の極大化を図ることが、信託事務遂行義務、善管注意義務を果たすことになる。しかしながら、このようなタイプの信託においても、信託期間内の利益の極大化を目指して個別の売買を行うことが、コードの原則を遵守する方針に反するとまではいえないのではないか。

ただし、コードの原則の内容を遵守することよりも、短期的な株式の売買益を上げること、また、短期間で多額の配当を受け取るために議決権を行使すること、を信託行為に記載しているような特殊な場合には、コードの趣旨に相反することもあり得る。

現状、実務では、「機関投資家」として、固有財産及びすべての信託財産を包括した形で、一律の対応をしている。この点については、コードは、「機関投資家」が各々の置かれた状況に応じて検討すべきものとされていることから、特段、問題はないものと考えられるが、本来的には、コードの内容の遵守について、信託ごとに「コンプライ・オア・エクスプレイン」をするということも考えられるのではないか。

第2編 中国における受託財産の運用としての株式の議決権行使

第1章 中国会社法における議決権に関する規律と論点

1. 株主総会における議決権

(1) 議決権の概説

株主の権利は、講学上自益権と共益権とに分けて解されるが、一般に資産収益権と会社経営管理参与権とに分類される³⁴⁾。しかし、株式会社とりわけ公開会社において、株主が多く存在し、短期的利殖を投資目的とする場合が多いため、株主総会での投票参加率も低くなる傾向が見られる。³⁵⁾ 従って、異なる会社における議決権の役割及び株主の行使パターンは変わってくる。³⁶⁾

資産収益権は、即ち株主に付与される財産的権利であり、会社経営管理参与権は、株主に付与される非財産的権利である。株主は、法令により資産からの収益、重大な意思決定への参加及び経営者の選解任等の権利を有する（中国会社法（以下「中会」という）4条）。中国会社法上は議決権の定義が設けられていないが、学説では株主総会審議事項につき賛

34) 趙旭東編集代表『公司法学』（第2版）（高等教育出版社、2006）320頁。

35) 中国証券報1999年6月26日記事によると、82%の株主は株主総会に出席したことがない。また、中国証券報2005年10月11日記事「流通股股東 別忽悠了自己的投票權」上海証券報2016年7月6日記事「大股東就是上市公司的主人吗？」参照。

36) 盧菁菁「評我国公司法对股份有限公司股東表決權種類的设计」金融法苑2003年第7号97頁～98頁。

否を示す投票権であると解される。³⁷⁾ 議決権行使の内容や方法等を見れば、会社の経営管理に関わるもの即ち共益権の内容が圧倒的に多い（中会 16、39、40、43、90、103、105、106、110、121、124、181、182、216 条）。

(2) 議決権の原則と例外規定

株主は、株主総会に出席する場合には、株式の 1 株につき一議決権を有する（中会 103 条 1 項前段）。つまり、中国会社法では「一株一議決権の原則」が確立されている。しかし、その例外として、次の規律が設けられている。³⁸⁾

①閉鎖会社の例外

閉鎖会社について、株主の出資割合による議決権の行使を原則としつつ定款に別段の定めがある場合はこの限りではないとしている（中会 42 条）。

②自己株式（中会 142 条 1 項、103 条 1 項後段）

中国会社法は原則として自己株式の取得を禁止しているが、例外として、（ア）会社の登録資本を減資する場合、（イ）自己株式を保有している他の会社と合併する場合、（ウ）株式をもって従業員を奨励する場合、（オ）株主が会社の合併又は分割に関する株主総会決議に反対したことを理由として会社に対してその保有する株式の買取りを求める場合において自己株式の取得ができる（中会 142 条 1 項）。権利を濫用してほかの株主の権利侵害を防ぐため、会社は、自己が有する当該会社の株式については、議決権を有しないと規定されている（中会 103 条 1 項後段）。

③議決権制限種類株式

中国会社法はいわゆる議決権制限種類株式について規定を設けていないが、会社が本法に定められていない種類の株式の発行につき国务院が授權をうけて規定することができる（中会 131 条）。

④相互保有株式（Cross Shareholding）

中国会社法において相互保有株式に関する規定が設けられていないが、禁止されておらず、省令レベルや地方の条例レベルでは相互保有株式について規定が導入されている。例えば、ある会社は相手会社の発効済み株式の 10 分の 1 以上を有したときに、相手会社にそれを通知しなければならない、通知しなければ、その有する 10 分の 1 を超えた株式につ

37) 漆多俊『中国公司法教程』（四川人民出版社、1994）153 頁、「議決権は株主議決権ともいい、株主の地位に基づいて行使できるものであり、株主総会の審議事項につき一定の意思表示を行う権利である。」劉俊海『股份有限公司股東權的保護』（法律出版社、1997）135 頁。「株主議決権とは、株主の有する株主総会の審議事項につき一定の意思表示を行う権利を指す。」徐燕『公司法原理』（法律出版社、1997）252 頁。これらに対する広義の議決権とは、「株主が株主総会に出席し、審議事項について自己の意思表示を行う権利という。」唐廣良＝房紹紳＝郭明瑞『民商法原理』（第 4 版）（中国人民大学出版社、1999）94 頁。

38) 中国会社法 42 条、131 条では、一般議決権株式以外の種類株式について、国务院にその法規の制定を授權されているが、実務において、一般の有限会社又は株式会社は種類株式を発行することが難しい。（盧菁菁・前掲注 36）110 頁）

き、議決権の行使ができない（海南経済特区股份有限公司条例 40 条）。³⁹⁾

2. 議決権の行使方法

(1) 原則

株主の議決権は、原則として株主総会に出席して行使される（中会 103 条、上市公司股東大会規則 20 条 3 項）。

(2) 代理行使

中小株主の保護のため、株式会社の株主は、代理人に株主総会の出席を委託でき、代理人は会社に株主の委任状（授權委託書）⁴⁰⁾を提出して授權された範囲内で議決権を行使しなければならない（中会 106 条、上市公司股東大会規則 20 条 3 項）。⁴¹⁾

議決権を行使する代理人の資格について、中国会社法は規定をしているが、議決権代理行使の勧誘があるかどうかによって要件を考えるべきであり、勧誘があった場合における代理人の資格を設けるべきであると主張されている。⁴²⁾これに対して、会社の定款において代理人の資格を株主に限定することが無効であると解される学説も存在している。⁴³⁾

(3) 書面投票制度（Written Ballot System）

中国会社法によると、①会社の経営方針及び投資計画を決定すること、②従業員代表を務めていない取締役、監査役を選任（選挙）及び解任（更換）すること及び取締役、監査役の報酬等に関する事項を決定すること、③取締役会の報告を審議及び承認（批准）すること、④監査役会又は監査役の報告を審議及び承認すること、⑤会社の年度財務予算案（年度財務預算方案）及び決算案を審議すること及び承認すること、⑥会社の利益配当案（利潤分配方案）及び欠損填補案を審議すること及び承認すること、⑦会社の登録資本の増加又は減少について決議を行うこと、⑧社債発行について決議を行うこと、⑨会社の合併、分割（分立）、解散、清算又は会社形態の変更（變更公司形式）について決議を行うこと、⑩定款を変更すること、⑪その他定款に定める権限などの審議事項について、株主総会を招集せずに有限会社の株主の書面投票によって決議を行うことができる（中会 37 条、61 条）。この場合、株主総会招集の通知に際して、議決権の行使の時間や手続について書面にて株主に交付する必要がある（上市公司股東大会規則 21 条）。

39) このほかに株式相互保有に関する法規は、「股份有限公司規範意見」（1992）、「深セン市股份有限公司暫行規定」（1992）、「証券公司設立子公司試行規定」（2007）がある。

40) 委任状の要件及び行使について、①株主による授權、②書面による記載、③授權内容を明らかにしなければならない、④会社に提出し、授權範囲内で行使しなければならないと求められる。

41) 股份有限公司規範意見 41 条、股票發行与交易管理暫行条例 65 条、上市公司章程指引も適用会社における議決権の代理投票について規定している。

42) 羅培新「股東會委託書制度之比較研究」法律科学 1999 年第 3 号 110 頁。

43) 劉俊海・前掲注 37) 144 頁。

(4) 電子投票制度

中国会社法は規定を設けていないが、「上市公司治理準則」(2002)、「上市公司股東大会規則」(2014)においては、株主総会の電子投票について詳細に規定している。例えば、ネットワークによる電子投票を採用される場合において、投票の開始時間は、株主総会開催前日の午後3時より早く行ってはならず、かつ株主総会開催当日の午前9時30分より遅く始めてはならず、終了時間は株主総会終了日の午後3時より早く終わらせてはならない(上市公司股東大会規則21条)。同制度を利用するか否かは招集権者の自由であり、株主数による規制はない。電子投票制度は、中国の上場会社の株主総会運営実務においては展開されるようになっている。⁴⁴⁾

(5) 議決権の不統一行使

中国法では、議決権の不統一行使について、規定を設けられていないが、会社やその他株主に損害を与えない限り、認めるべきであると解されている。⁴⁵⁾「到境外上市公司章程必備條款」⁴⁶⁾(海外上場会社の定款における必須条項)68条によると、複数の議決権を有する株主または株主の代理人はすべての議決権を賛成又は反対に投じる必要がない。しかし、関係法規は議決権の不統一行使を認めるが、その弊害を防ぐために、必要な制限措置を設ける必要があると思われる。⁴⁷⁾ また、日本会社法及び韓国会社法を参考して、中国会社法も議決権の不統一行使導入する必要があると主張されている。⁴⁸⁾

3. 株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性

株主の権利の法的性質及び株主の権利の譲渡性については、株主の権利は株主が株主の地位に基づいて付与される権利であり⁴⁹⁾、株式が譲渡されると株主の権利のすべて、自益権も共益権も譲受人が取得することになる。⁵⁰⁾

4. 議決権拘束契約⁵¹⁾

(1) 議決権拘束契約の意義

議決権拘束契約(Shareholder Voting Agreement)は、すべての株主間又は一部の株主間において合意される議決権の行使に関する契約であり、会社の支配権を獲得する有効

44) 李建偉『公司法学』(第3版)(中国人民大学出版社、2014)281頁。

45) 周友蘇『新公司法論』(法律出版社、2006)369頁。

46) 國務院証券委員会と国家体制改革委員会共同公布、証委発[1994]21号。

47) 李建偉・前掲注44)280頁。

48) 崔勤之「対股東大会職權及股東表決權行使問題的思考」<http://www.iolaw.org.cn/showArticle.aspx?id=1320>(中国法学網、2016年7月8日最終アクセス)。

49) 柯芳枝『公司法論』(増訂第5版)(中国政法大学出版社、2004)162頁、548頁。

50) 李建偉・前掲注44)240頁。

51) 詳しい分析については、梁上上「表決権拘束協議 在嚴重結構中生成与展開」(法商研究2004年第6号)94頁～118頁参照。

な手段である。⁵²⁾ すべての株主間における議決権拘束契約は、定款又は全株主間の契約で締結されることができ、すべての株主に対して効力を有する。一部の株主間における議決権拘束契約は、当該株主間の契約でしか締結されることがなく、契約に参加した株主に対してのみ効力を有する。⁵³⁾ もちろん、中国法において、議決権拘束契約の効力は特別法(外資投資関係法)、契約法、会社法、又は民法の基本法理等の遵守が前提となる。

しかしながら、株主の一人が当該契約に違反して議決権を行使したことは、株主総会において行使された議決権の効力には影響がないが、議決権拘束契約の他当事者に対する違約責任を負うことになる。この点に関しては、日本の裁判例と同じ立場が採用されている。

中国会社法において議決権拘束契約に関する規定は置かれていないが、外資関係企業法では議決権拘束契約によって、取締役の員数や選任手続を特別にアレンジすることが認められている。⁵⁴⁾ 従って、中国法では一定の範囲において議決権拘束契約の効力が容認されており、投資者にアレンジする自由を与えている。しかし、上述した議決権拘束契約に関する実践は立法による強行介入であり、投資者の関係を強制的に規定していることに注意すべきである。

議決権拘束契約の意義として、公開会社においては、累積投票制度に頼らない中小株主の間で議決権拘束契約を締結して取締役等の選任に影響を与えることができ、また閉鎖会社においては、少数株主の間で議決権拘束契約を締結して重大事項の決定に影響を与えることが可能となる。⁵⁵⁾

(2) 信託財産たる株式の議決権と議決権拘束契約との関係

第1編において述べられた公開会社での株式買付時に複数の主体が共同で買付行為を行うケースにおいては、信託の受託者がその一つの主体となることは中国でも十分に考えられる。つまり、信託の受託者と別の法主体との間で、信託財産としての株式の議決権の行使について、議決権拘束契約を締結することは可能である。信託財産である株式に関わる議決権拘束契約は、信託目的、信託行為の内容又は信託の本旨から必要とされている場合に締結されることになるが、当該信託財産に限定された形での契約となるものと考えられる。

第2章 中国信託法における信託財産としての株式の議決権に関する規律と論点

1. 信託財産の要件

52) 梁上上・前掲注51) 94頁。

53) 梁上上・前掲注51) 96頁、劉雁氷＝吳小鵬「股東表決権糾紛問題研究」人民司法2006年11月号82頁。

54) 例えば、代表取締役会長等経営管理者の選任(中外合作経営企業法12条及び中外合作経営企業法実施細則25条、26条)、当事者間の契約や定款による取締役会の員数に関する特別規定(中外合資経営企業法6条及び中外合資経営企業法实施条例31条)。

55) 李建偉・前掲注44) 334頁。

「信託財産」は、中国信託法 14 条において、「受託者が信託を引き受けることによって取得した財産は、信託財産である。受託者が信託財産の管理・運用、処分またはその他の方法により取得した財産も、信託財産に帰属する。」と定義され、また、「法律、行政法规により流通が禁止される財産は、信託財産とすることができない。法律、行政法规により流通が制限される財産は、法に従って主務官庁の許可を受けることにより、信託財産とすることができる。」とされている。

信託財産の管理・運用等によって得た財産も信託財産を構成する。例えば、金銭信託の運用等によって得た有価証券、債券、利子等は信託財産を構成する。また、ある不法行為によって信託財産が消滅した場合、損害賠償請求権も信託財産を構成する。ただ、消極財産だけでは、信託財産を構成することができないと解される。

関係法令により、取引を禁止される財産は信託財産を構成してはならない。例えば、(ア) 国有資産の鉱山、河川、森林、山脈等自然資源や国立等博物館の所蔵する文化財、(イ) 軍用武器、弾薬等、(エ) アダルト系の雑誌、ビデオ、映画、写真等。また、関係法令により、取引を制限される財産については、主務官庁の許可を経てから信託財産を構成することができる。上述した取引禁止と同じく、国益、公益又は国民の合法的利益から一定の制限が設けられている。例えば、(ア) 土地使用権、(イ) 全人民所有の水域、湾岸の使用権、(ウ) たばこ専売品、(エ) 麻酔用品、(オ) 鉱山採掘権、調査権、(カ) 林地、伐採跡地等の林地使用権、(キ) 国家重要保護野生動物及びその商品等。また、取引制限財産をもって信託を設定する前に、取引許可を申請し、許可されなければ、信託を設定することができない。例えば、土地使用権の取引を行う場合、土地管理法等関係法令に従って、土地管理部門に許可を申請することになる。

上述したように、中国信託法下においても、信託財産は、金銭に見積もれる財産や財産権であり、動産、不動産、株式、社債、有価証券、金銭、知的財産権が含まれる。⁵⁶⁾ しかし、権利を分割し、その一部を分離して信託財産とすることかできるかどうかは消極的であり、分離された部分は財産としての性質を有せず、また金銭に見積もれることもできないため、認めないと主張されている。⁵⁷⁾

2005 年に中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会とが共同で「貸付資産証券化管理規則」を公布し、中国における資産証券化業務が皮切りとなった。当該資産流動化業務は、「特定目的信託」として信託スキームを活用している。通常、金融機関は委託者として、貸付債権資産証券化のオリジネーターとなる。信託会社は受託者となり、貸付債権の取立てを金融機関に委託し、当該金融機関がサービサーとなって信託財産たる貸付債権の取

56) 何宝玉『信託法原理研究』(中国政法大学出版社、2005) 136 頁。

57) 周小明『信託制度：法理与実務』(中国法制出版社、2012) 134 頁、135 頁、何宝玉・前掲注 56) 137 頁。これに対して、議決権のような分離されるものは財産の属性を有し、単独で信託財産として信託を設定できるとの見解も存在する。(梁上上「論表決権信託」法律科学 2005 年第 1 号 83 頁、鄒志茹「表決権信託之理論正当性証明」法学 2007 年 10 号 116 頁～121 頁、劉俊海・前掲注 37) 256 頁。)

立を行う。当該信託スキームの目的は、オリジネーターによる真正の売買を実現し、受益者が利益を受けることである。また、当該信託スキーム権利を委託者と受託者に分属させているのではなく、前述したように、貸付債権のすべてを受託者に移転した後に、債権者である受託者が、信託事務の第三者への委託という形式で取立て事務を金融機関に委任する。

前述したように、中国法の通説では、「民法における物権や債権の他、一般に、権利として独立、すなわち、分属が認められているもの以外については、その権利だけを取り出して信託することはできないと考えるべきではない。」と解されている。

2. 信託目的の合法性

中国信託法 6 条では、信託の設定においては、合法的な信託目的を有しなければならないと規定している。即ち、法違反しない目的で信託を設定しなければならない。本条は強行規定であり、違反された場合、当該信託は無効と判断されている。前述した通り、信託の設定は委託者の自由な意思表示によるものであるが、法定要件を有することが求められる。信託法が定める法定要件の一つとして、適法かつ確定の信託目的を有することである。

この信託目的は、委託者が信託の設定によって実現しようとする目標である。⁵⁸⁾ 中国信託法 2 条により、「受益者の利益又は特定の目的のため」に、委託者が信託を設定し、受託者が委託者に意思に従って、信託目的を図るために、信託事務を執行する。言い換えれば、委託者による信託目的は、受託者の信託事務処理の行動基準でもある。

上述した信託目的の確定性のほかに、信託目的の柔軟性・多様性も認められる。中国信託法 5 条により、信託は法令違反⁵⁹⁾ や国益・公益の侵害⁶⁰⁾ とならない限り、委託者はいかなる目的でも信託を設定することができる。ただ、中国信託法 11 条に定められる違法信託、脱法信託、訴訟信託は無効とされ、12 条に定められる詐欺信託は取消可能とされる。また、信託の実務に踏まえて、信託の目的の合法性の観点から信託の合法性を判断する必要性がある。⁶¹⁾

3. 中国信託法上の受託者の義務

(1) 信託財産である株式の議決権行使に関係する受託者の義務

信託が設定されると、受託者は、信託法に定められた各種義務を負うが、信託財産である株式の議決権行使に密接に関係するものとしては、信託事務遂行義務、善管注意義務、忠実義務、公平義務、分別管理義務が挙げられる。

58) 周小明・前掲注 57) 49 頁。

59) この法令は最高立法機関である全国人民代表大会及びその常務委員会が制定する法律、又は最高行政機関である国務院が制定する行政法規における強行規定に限る。

60) 中国民法通則第 58 条 (5) によると、公共の利益に反した民事行為は無効とされる。また、中国契約法第 52 条 (4) によると、公共の利益に反した契約は無効とされる。

61) 周小明・前掲注 57) 159 頁。

(2) 信託事務遂行義務

(ア) 中国信託法 24 条では、「受託者は、完全な民事行為能力を有する自然人、法人でなければならない。法律、行政法規において受託者の条件について別段の定めがある場合、その規定に従う。」と規定している。

(イ) 受託者が信託においてもっとも重要な当事者であり、委託者からの強い信頼を受けて、信託目的に従って、受益者のため、信託事務を執行する者である。受託者は自己の名で信託財産を管理運用するので、財産権の主体として行為能力を有することがまず求められる。その内容の多くは本法 19 条に定める委託者の資格に相当する。

(ウ) 受益者の利益のため、信託財産の管理等を行う信託の重要な当事者として、自然人又は法人が務めることができる。自然人受託者の場合、当該受託者は、完全な行為能力者であることが求められる。また、自然人受託者は、信託事務を執行するのに求められる財産管理等の能力を有することが当然である。本法 25 条が規定するように、受託者が委託者の信頼を受けて、受益者の最善の利益のため、信託財産を管理運用等し、誠実、慎重、有効的に義務を履行しないといけないので、その資格を厳格に求める必要がある。信託実務では、自然人の受託者がほとんどいないが、ファミリートラストに対するニーズが高まることにつれ、自然人受託者が現れると思われる。しかし、一般人が自然人受託者を務めるのではなく、弁護士等の専門家のほうが相応しいと考える。

(エ) 法人が受託者を務めることは一般的である。特に本法に定める営業信託や公益信託の受託者はすべて信託業者（法人）である。また、法人受託者としての信託会社は、信託会社に関する法令に定める条件を満たさなければならない。例えば、信用度を判断するため、債務超過でないことが必須条件である。登録資本金、従業員構成、コーポレートガバナンス、営業所の設置、営業免許の取得等について、信託業者に関する特別法令に従って備えなければ、信託業を営むことができない。例えば、信託会社は、会社法及び信託会社管理条例等に従って設立申請をしなければならない。信託財産で証券投資を行う際に、証券投資基金法等法令に従って資格免許を申請し、取得しなければ証券投資を行うことができない。

(オ) 中国信託法 25 条では、「受託者は、信託書面の規定を遵守し、受益者の最大の利益のために信託事務を処理しなければならない。」と規定されている。証券投資信託等において、信託財産における株式の議決権を行使する際に、受益者の最善の利益を最優先させる判断が求められる。

(3) 善管注意義務

中国信託法 25 条では「受託者は、信託書面の規定を遵守し、受益者の最大の利益のた

めに信託事務を処理しなければならない。⁶²⁾ 受託者は、信託財産の管理において職務を遵守し、誠実、信用、慎重、有効管理の義務を履行しなければならない。」と規定しており、これはいわゆる受託者の善管注意義務及び忠実義務の一般規定である。極めて抽象的原則的規定であるため、信託実務において、信託契約等に詳細に具体的に定める必要がある。

まず、信託書面に従って、受託者は受益者の最善の利益のため、信託事務を執行しなければならない。「受益者の最善の利益」のためというのは、受託者による信託事務の執行において基本的原則である。ここでいう「最善の利益」は、受託者が全力を尽くし、できる限り信託財産の管理等を行うことによってもたらす収益であり、受託者の専門能力によって、得られる収益が変わってくると思う。「受託者が全力尽くす」というのは、受託者は善管注意義務を負い、受益者のため、信託事務の執行を行う。信託実務では、受託者の注意義務の履行をめぐる争われた事件が少なくない。

また、受託者が信託事務の執行にあたり、「職務を遵守し」は、信託財産の管理をきちんとし、信託書面や信託法令に従って信託財産の管理等を行うこと。受託者が信託会社の専門家である場合には、信託財産の運用及び信託財産たる株式の議決権の行使については、専門家として通常要求される程度の注意をもって、⁶³⁾ 信託財産の資産価値を増加させるため議決権の行使を行わなければならない。

(4) 忠実義務

(ア) 積極的忠実義務

中国信託法 25 条 2 項では「誠実、信用、慎重、有効管理の義務を履行しなければならない」と規定しており、受託者の忠実義務の履行が求められている。「誠実、信用」というのは、委託者からの信用を受けて、信託書面を忠実に守り、自己や第三者の利益ではなく、受益者の利益のみを図らなければならないことを意味する。「慎重」というのは、信託財産の管理等において、受託者が高度な注意をもって、固有財産によりも丁寧に信託財産を管理しなければならない。また、「有効管理」義務とは、効果的に信託財産の管理等を行うことを指し、受託者が受益者のため最も有効な方法で信託事務を執行しなければならない。

中国会社法における取締役の忠実義務は、善管注意義務と異なる義務である。⁶⁴⁾ 信託法においても、忠実義務は、善管注意義務とは異質の義務であると解されている。

(イ) 消極的忠実義務

① 信託財産による自己利益の禁止

中国信託法 26 条では、「受託者は、本法の規定に従って報酬を得る場合を除き、信託財

62) また「信託会社管理規則」24 条、32 条、「信託会社集合資金信託スキーム管理規則」4 条、14 条参照。

63) 鐘瑞棟＝陳向聰『信託法』（厦門大学出版社、2007）108 頁。

64) 李建偉・前掲注 44）、336 頁。

産を利用して自己のために利益を追求してはならない。」と規定している。⁶⁵⁾ 即ち、受託者はいかなる理由・方法であっても、信託財産を利用して自己の利益を図ってはならない。信託スキームにおいては、受託者が信託財産の管理処分権を有するが、信託の本旨に従って信託財産からの収益を受益者に帰属させなければならない。

信託財産で受託者の自己利益を図ることが禁止される側面は、次の通りである。(ア) 受託者の地位を利用して、信託財産からの収益を直接又は間接的に享受してはならない。(イ) 受託者が自己の利益のため、信託財産をもって取引をしてはならない。(ウ) 受託者が信託財産に関わる取引相手から自己の利益を得てはならない。

受託者は中国信託法 35 条に従って、信託書面で信託関係当事者と合意して信託報酬を決め、得ることができる。それ以外、信託財産を利用して、自己や第三者の利益を図ってはならない。本条 1 項に定めるように、受託者は、信託違反行為の有無にかかわらず、信託事務の執行に際して信託報酬以外に利益を得てはならないものとされ、それに違反して、本条 2 項は、仮に何らかの利益を得た場合には、当該利益を信託財産に帰属させる責任を負うものとされている。つまり、中国信託法でも、いわゆる利益吐き出し責任に相当する法理が導入されている。

②信託財産の固有財産への帰属の禁止

信託財産と受託者の固有財産は、ともに受託者の名義の下に置かれている財産ではあるが、法的性格上は異なり、峻別されなければならない。信託財産は独立性を有し、中国信託法 16 条、27 条により、受託者の固有財産とは分別管理されなければならない、固有財産に帰属させること（他人の名義を利用して間接取得も）が禁止される。信託財産を受託者の固有財産に帰属させる効果として、受託者が信託財産の利益を受けることになり、忠実義務に反して、さらに、中国信託法 28 条の場合を除いて受益者の利益と相反することとなるため、信託本旨にも反する。

③利益相反の禁止とその例外

中国信託法 28 条は、固有財産と信託財産間の利益相反行為を禁止している。本条は任意法規として、受託者の利益相反行為の禁止を原則としつつ、例外として、あらかじめ取り決めがあった場合や委託者又は受益者の同意を得れば、⁶⁶⁾ 利益相反行為を行うことができる。

まず、受託者はその固有財産と信託財産間の取引をしてはならない。ここで言う取引は、売買のほか、抵当権、質権、留置権の設定等方式も含まれる。⁶⁷⁾ 仮に、固有財産と信託財産間の取引が許されると、受託者は取引の双方の当事者となり、申込と承諾を同時に行

65) また「信託会社管理規則」25 条。

66) 競売市場における利益相反取引、やむを得ない事由があり、かつ裁判所の許可を得て行われる利益相反取引も例外として認められる。何宝玉・前掲注 24) 215 頁、216 頁。

67) 卞耀武・前掲注 2) 66 頁。なお、全国人民代表大会ウェブサイト〈法律釈義〉参照。http://www.npc.gov.cn/npc/flsyywd/jingji/2003-11/14/content_324177.htm。

い、取引の効果を受ける。しかし、固有財産の完全の所有権者として、受託者は固有財産をもって信託財産と取引する場合、固有財産のために働く可能性が十分にあり、又は信託財産の利益を犠牲にして固有財産の利益を図る恐れがあると考えられる。この種の利益相反行為は、受益者の最大の利益を損ない、受託者の忠実義務に反するため、中国信託法の原則として禁止する。

また、受託者が異なる信託財産間の取引をしてはならない。複数の信託財産間の取引について、それぞれの受益者の最大の利益のため、信託事務を執行し、義務を履行することは不可能である。その場合において、受託者は一方の受益者に偏って働く恐れがあるため、原則として当該行為は禁止する。

しかし、経済的合理性⁶⁸⁾を考えて信託財産と固有財産、異なる信託財産間の取引を認める余地も考えられるので、例外として一部の利益相反行為が認められている。その前提としては、委託者があらかじめ信託書面に定めた場合又は信託の成立後に委託者あるいは受益者の同意を得たうえで公平な市場価格で取引が行われる場合である。前者について、特に元利保証特約が用意される営業信託において多く見られる。後者について、委託者又は受益者の同意を得て、利益相反行為は例外として認められる。もう一つの論点は「公平な市場価格」についてである。一般に「公平な市場価格」とは、詐欺行為がない前提で、同類財産の取引条件を参考にした、市場の平均取引価格や相場に類似する価格をいう。もちろん、信託書面に別段の定めや委託者又は受益者による指示があった場合において、それに従って行われる取引であれば、合理的な価格であると解される。⁶⁹⁾

(ウ) 忠実義務違反の効果

利益相反行為の制限に違反した場合の効果については、「受託者が前項の規定に違反し、信託財産を利用して自己のために利益を得た場合、その得た利益は信託財産に帰属」とされる（中信 26 条）

受託者が信託財産を固有財産に帰属させた法的効果として、(a) 信託財産の原状回復、(b) 信託財産に損失を与えた場合における損害賠償責任、が求められる。即ち、受託者が信託財産を固有財産に帰属させた行為は違法行為であり、無効とされ、信託財産の原状回復又は損害賠償が求められるわけである。

本条（中信 28 条）に定める利益相反行為の禁止原則に反して信託財産に損失を与えた場合、受託者は信託財産の損害賠償責任を負わなければならない。本条に定める実質的要件及び手続的要件を満たした場合、受託者は損害賠償責任を負わない。

(5) 公平義務

68) 例えば、利益相反行為によって取引のコストが削減され、受益者の利益にプラス効果がもたらされることが考えられる。

69) 卞耀武・前掲注 2) 67 頁。なお、全国人民代表大会ウェブサイト〈法律釈義〉参照。http://www.npc.gov.cn/npc/flsyywd/jingji/2003-11/14/content_324177.htm。

中国信託法では直接受託者の公平義務を定めているが、同法 45 条では、「共同受益者は、信託書面の定めに従って信託利益を享受する。信託書面には信託利益の配分比率または配分方法について規定が置かれていない場合、各受益者は均等配分によって信託利益を享受する」と規定している。本条は共同受益者間の利益の分配方法に関する規定であるが、受託者に複数の受益者を公平に扱うことが求められていると解釈することができる。⁷⁰⁾

受益者が複数である場合において、その受益権は共有される。つまり、共同受益者は共に受託者に対して信託利益の給付を請求し、受益権を共同に有する。ここで言う受益権の共同共有は按分共有であり、即ち、受益者はそれぞれの受益権割合に応じて権利を享受する。信託の利益は信託財産の管理運用等による利益及び信託財産によって構成され、その分配の割合について、信託書面に別段の定めがある場合を除いて、各受益者が均等に信託利益を受けることになる。

(6) 法令等遵守義務

中国信託法 5 条では、「信託当事者が信託活動を行うにあたり、法律、行政法規を遵守し、自由意思、公平及び信義の原則に従い、国家の利益及び社会の公共利益を損なってはならない。」と規定している。即ち、信託の設定等における信託当事者の義務に関する一般原則を定めたものである。⁷¹⁾ 例えば、受託者は信託事務処理として議決権を行使する際に、会社法、証券法等法令に従って行わなければならない。

(ア) 中国では、一般原則として信託当事者が法令を守らなければならないが、信託当事者間の自由な意思表示が強行法規に違反しない限り、法的効力を有する。また、信託関係も民事関係として位置づけられ、信託当事者は私的自治に基づいて権利を行使し、義務を履行する。信託当事者間において、契約等信託行為⁷²⁾によって権利義務を定めるが、公平の原則を守り、第三者に損害を与えてはならない。

(イ) そして、信託の設定や信託事務の執行等において、公序良俗に反してはならず、国益や公益に損害を与えてはならない。即ち、信託の目的や受益権の行使は、公序良俗に反してはならず、国益や公益に損害に与えてはならない。信託の目的が法令に違反し、信託の執行等が国益や公益に損害を与えた場合において、当該信託の設定は無効とされ、法的保護を受けられないと解される。⁷³⁾

70) 何宝玉・前掲注 56) 229 頁、230 頁、張淳「我国信託法对英美信託法中特有規則的移植及其評析」中外法学 2002 年第 3 号。

71) 中国民商事関係法規においてよく見られる一般原則条項である。例えば、中国民法通則 (1986) 4 条、第 6 条、中国会社法 (2013) 5 条、中国契約法 (1999) 7 条、中国労働契約法 (2007) 3 条、中国証券投資基金法 (2015) 4 条。

72) 中国信託法において、信託行為という概念が存在していない。

73) 卞耀武編集代表＝李飛副編集代表『中華人民共和國信託法釈義』(法律出版社、2002) 36 頁。なお、全国人民代表大会ウェブサイト〈法律釈義〉参照。http://www.npc.gov.cn/npc/flsyywd/jingji/2003-11/14/content_324177.htm。

(7) 分別管理義務

中国信託法 29 条では、「受託者は、信託財産と固有財産とを分別して管理、記帳し、委託者の異なる信託財産についても分別して管理、記帳しなければならない。」と規定している。即ち、受託者の分別管理義務を設けている。これは、信託財産の独立性を確保するために、一つの制度的措置として信託財産の分別管理義務が定められている。

(ア) まず、受託者は信託財産と固有財産と、異なる信託財産を分別して管理、記帳することである。ここで言う分別管理とは、信託財産と固有財産、異なる信託財産をそれぞれ取引し、受託者は、混同にならないようにそれぞれ単独記帳、分別管理リストを作成する。例えば、信託財産は金銭のような種類物である場合、それぞれ口座を開き、かつ帳簿に付けること。金銭信託財産を合同運用する場合においても、それぞれの信託財産も割合を記帳管理することが求められる。

(イ) また、本条は分別管理義務に反した場合の法的責任について規定していない。しかし、中国信託法 22 条によると、管理権限に反して信託事務を処理することで、信託財産に損失を与えた場合、受託者が現状の回復又は損害賠償責任を負うと解釈される。⁷⁴⁾

(ウ) 分別管理義務を定める目的は、次の通りである。①受託者の責任を明確にさせ、受益者の最善の利益のため、信託財産を管理処分等すること。②受益者の利益を確保すること。③信託財産に帰属する債務と固有財産に帰属する債務とを区分すること。④委託者、受益者又はその代理人の信託財産の監督権（帳簿等閲覧請求権等）に便宜をはかること。⑤信託財産に関わる紛争の解決に証拠を確保すること。

第 3 章 議決権信託

1. 議決権信託の意義

議決権信託⁷⁵⁾ (Voting Trust) は、株主である委託者がその保有する株式を受託者に移転し、受託者が信託目的に従って議決権を行使し、議決権以外の配当を受益者（委託者又は信託証書保有者）に対して移転する制度である。議決権信託の本質は信託スキームによって議決権を再度アレンジし、会社の支配を実現する手段の一つである。このような議

74) 分別管理義務を履行していない受託者については、絶対的責任を負うと解される可能性がある（何宝玉・前掲注 ?220 頁）。

75) 米国において形成されてきた制度であり、日本における米国議決権信託に関する研究としては、砂田太士「アメリカにおける議決権信託」福法 37 卷 1 号 1 頁、島本英夫「アメリカ成文法上の議決権信託制度」同志社法 13 号 1 頁、同「ノースカロライナの議決権信託制度」同志社法 14 卷 8 号 341 頁、菱田政弘「米国会社法における議決権信託」立命館法 18 号 70 頁などがある。

決権信託は、広義の株主間契約として、経済的価値の最大化を含める多様な目的⁷⁶⁾の達成のため活用されている。また、支配権の維持のための制度的アレンジメントとして、米国模範事業会社法⁷⁷⁾やドイツ株式法において議決権信託に関する規定が設けられている。一方、中国会社法・信託法において、議決権代理等は導入されているが、議決権信託の法規が存在しない。しかし、会社・信託実務では、支配権維持や中小株主の財産的権利の確保のため、株式を信託して議決権を行使させる事例が存在している。

2. 議決権信託に関する学説・事例

(1) 信託法における議決権信託の有効性に関する検討

議決権信託は、議決権を客体とせず、株式の譲渡によって信託が設定され、株式議決権の統一行使を目的とする。前述したように、信託法では株式を信託することが認められている。これに対して、議決権と配当請求権等を分離して、議決権を信託財産とする信託の設定は認められない。なぜなら、「議決権は財産権ではない」からである。⁷⁸⁾

実務では、株主は議決権代理行使を利用することもできるし、議決権を信託する必要がない。複数の株式保有者が同一の代理人に議決権の行使を委託すれば、議決権の集中行使は可能となる。現行法又は株主権の理論から、議決権の行使が株主の利益に影響を与えるが、議決権自体は財産的属性を有しておらず、金銭に見積もることもできない。また、議決権の行使は会社法や定款の拘束を受けなければならず、株主の経営参加権の基礎ではあるが、株主という身分や株式又は株主から分離することができない。もちろん、株式を信託して議決権の集中行使が実現できると同時に、受益権を指定することで真の株主が経済的利益を受けることができる。⁷⁹⁾

(2) 会社法における議決権信託の有効性に関する検討

中国会社法の通説⁸⁰⁾では、株主権は社員権であると解されている。この説によると、議決権は株主権に含まれており、株主という「身分」と分離できず、単独で譲渡・消滅するもできない。言い換えれば、中国会社法では議決権信託が禁止されていないため、その効

76) 例えば、会社の支配権または経営権を確保するために、会社の組織再編において委託者による支配を維持するために、少数株主に影響を与えるために、独占を構築する促進のために用いられる。新信託法では、事業承継の円滑化を可能にする後継ぎ遺贈型受益者連続信託や遺言代用信託が創設された。それを受け、2008年9月中小企業庁の私的機関「信託を活用した中小企業の事業承継円滑化に関する研究会」が中間整理をとりまとめ、今まで不明確であった議決権行使の指図権と会社法の関係が明らかになり、少なくとも非公開会社の場合、議決権行使の指図権と受益権との分離が可能であることが明示されている。

77) 20世紀にはいる前に、米国の裁判所の議決権信託に対する姿勢が厳しかったと言われる。Arthur D. Wolf & Frederick J. Naffziger, *The Law of American Business Organization: An Environmental Approach*, John Wiley & Sons, 1984, p.336.

78) 何宝玉・前掲注56) 138頁。

79) 周小明・前掲注57) 135頁。

80) 詳細については、程曉峰「關於股權性質的法律思考」山東法学 1998年第6号参照。

力を有すると思われる、⁸¹⁾ 個々の議決権信託の有効性について中国会社法 16 条、20 条、22 条、103 条、106 条等関係法規に踏まえて解釈し判断することになる。

しかし、会社法理論と実践の発展につれ、議決権の株主固有権性について疑問が示され、さらに議決権制限株式の導入を受け、株主固有権性説を否定する動きが出た。また、議決権の「身分性」について、議決権が何かの利益を実現する「ツール」であり、分配請求権と同じく財産的権であると主張された。⁸²⁾ このように議決権が株主の「身分的」固有権であるか否かの判断は、議決権信託の可否に直接に関係している。

また、論者は会社契約理論で議決権信託の可能性を論じている。⁸³⁾ 会社契約理論は、会社自治を強調し、投資家・経営者・債権者等の多くの当事者を契約によってアレンジされている。投資者の利益は会社法に保障されるものではなく、会社契約の成立によって実現されるものである。⁸⁴⁾ 株主の経済的利益が保証されるなら、議決権の放棄が選択されるかもしれない。例えば、無議決権優先株を保有する株主は議決権を有しないが、優先的に配当を受けられる。従って、議決権は必ずしも配当請求権と一致する必要はなく、株主権から議決権を分離させることが可能であると述べられている。⁸⁵⁾

(3) 中国の議決権信託の事例

(ア) 青島ビール社議決権信託 ⁸⁶⁾

2002 年 10 月 21 日に青島ビール株式会社（以下、青ビ社という）は世界最大手の Anheuser-Busch 社（以下、AB 社）との間で戦略的提携協定を締結した。協定の内容としては、青ビ社が 3 回に分けて AB 社に対して総額 1.82 億ドルに相当する転換社債を発行し、当該社債が 7 年以内にすべて青ビ社の H 株 ⁸⁷⁾（香港株式市場に上場している中国系企業の株のこと）に転換し、株式総数が 30822 万株となる。従って、AB 社の保有する青ビ社の株式割合は提携時の 4.5% から段階的に 9.9%、20% へと増加し、最終的には 27% まで増える。協定を履行する結果として、青島市国有資産管理委員会（以下、国資委という）は依然として青ビ社の筆頭株主で 30.56% を保有し、AB 社は最大の非政府系株主となる。2005 年 4 月に、戦略投資協定の履行終了によって、AB 社が受け取った 3 回分の社

81) 漆丹「我国股份公司股東表決権信託的法律効力」中南大学学报（社会科学版）2006 年第 4 号 421 頁。

82) 梁上上・前掲注 57) 84 頁参照。

83) 株主間契約理論は会社の本質を検証するため用いられる。蔡立東『公司自治論』（北京大学出版社、2006）第 2 章が詳しい。

84) 羅培新『公司法合同解釈』（北京大学出版社、2004）239 頁。

85) 鄒志茹・前掲注 57) 18 頁。

86) 熊宇翔「表決権信託運用の一個成功範例—青啤股權變更案的深層次解讀」税収与企業 2003 年第 4 号参照。

87) 香港証券取引所に上場している中国系企業の株のことである。中国本土の証券取引所（上海、深セン）に上場している株式は、A 株と B 株 2 種類あります。A 株は人民元建てで取引され、中国国内投資家に限定されているが、その後海外投資家にも開放している。B 株は海外投資家限定の市場であり、ドルや円外貨建て取引され、上場銘柄は 110 社程度で A 株の 10 分の 1 以下しかない。近年、上海取引所は A 株・B 株の区別を撤廃し、一本化する統合の動きが見受けられる。

債がすべて H 株に転換された。その間、Law Debenture Trust (Asia) Limited 社は、受託者として国資委と AB 社から株式の移転を受け、青ビ社の 9157 万株を保有し、5 位の株主となった。スキームとしては、Law Debenture Trust (Asia) Limited 社は 7% の株式に相当する議決権を行使するが、当該株式の配当などの経済的利益は、AB 社の指示に従って処分するというものである。

(イ) その他の議決権信託

2002 年 9 月 8 日に上海国際信託投資有限公司（以下、上海信託という）はリニア交通プロジェクト株主権信託の受益権を発売した。このケースでは、委託者である上海国際集団有限公司がその保有する上海リニア交通発展有限公司の総額 2 億人民元に相当する株式を上海信託に移転し、株式所有権信託⁸⁸⁾を設定し、信託受益権を投資者に譲渡する。さらに、議決権は上海信託が行使するが、株式の受益権は投資者が受けることになった。⁸⁹⁾

ほかに、従業員持株の移転によって議決権信託が活用されるケースがある。例えば、TCL グループの従業員持ち株につき議決権信託の事例について、しかし、信託事務委託者の責任、受益者の保護等検討すべき課題が残されている。⁹⁰⁾

(4) 中国における議決権信託の導入に関する課題

成文法国家である中国にとって、会社法や信託法において議決権信託に関する条文を設けることが、実務の発展につながると思われる。中国現行法制においては、まず、特別法（例えば企業買収に関する法規）において議決権信託を明記すること、次に信託法の改正によって信託財産をすべての財産へと適用拡大すること、最後に会社法等において議決権信託を明文化することの三つが考えられる立法政策と言えよう。そして、成文化を図るにあたって以下の 3 つの点を十分に注意する必要がある。

(ア) 目的の正当性

信託目的の適法性は議決権信託の前提となる。即ち、議決権信託の設定は会社に有利であり、効率性の高い経営者を選任し、経営の効率や株主全体の利益を上げることである。これに対して、①会社や他の株主の利益を犠牲にし、議決権信託を設定する株主が独自の利益を求め、②株主間の異議や議決行使の混乱をもたらし会社の業務執行に支障を与え、③外部者や少数者が会社を支配し、④法律を回避するような目的は、正当性が欠けることになる。それに、議決権信託の設定において、コンプライアンスや公序良俗に反しないこ

88) この株主権信託は実質に議決権信託と同じな信託商品である。

89) 本研究調査の実施にあたり、リニア交通信託スキーム組成を担当していた弁護士の李憲明氏（上海錦天城法律事務所シニアパートナー）にヒアリングを行った。ここで感謝の意を表したい。

90) 当該信託スキームとして、TCL 社は委託者、同社労働組合は受託者、従業員は受益者となった。また、受託者たる労働組合は議決権行使を含めて株主としての経営参加権の利行使を国信証券会社に事務委託した。林嘉・李敏「TCL 集団職工持股信託方案評析：運用信託方式解決職工持股問題的法律思考」法学雑誌 2005 年第 5 号。また、国浩法律事務所弁護士何俊輝＝李辰「信託与信託持股的法律問題 探 析」<http://www.grandall.com.cn/grandall-research-institute/legal-study/grandall-forum/9459.htm> 参照。

とを求める必要がある。

(イ) 議決権信託の書面設定要件

議決権信託の対象は株式であり、それ自体が自益権及び共益権によって構成される複雑なものである。また、株主は議決権信託を設定することで対価の給付を受けることを目的とせず、受託者が無償で信託義務を履行するため、当事者の間に書面をもって権利義務を明確にしておく必要がある。議決権信託が存続する期間において、経済社会の情勢が変化するかもしれないので、書面で権利義務を明らかにすることで、不必要なトラブル処理や事後救済の立証責任の不明を回避することが可能になる。また、永久禁止の原則 (Rule Against Perpetuities) を取り入れる必要があり、議決権信託の効力を一定の期間に制限する必要があると思われる。例えば、米国法のように議決権信託は契約効力を生じた日より 10 年間以内を有効とする。⁹¹⁾

(ウ) 登記と開示

信託財産は受託者の責任財産に帰属しないため、債権者等第三者の利益に大きな影響を与える。そのため、ある財産が信託財産であることを一定の方式で登記・開示する必要がある。⁹²⁾ これは、議決権信託に参加していない株主に損害を与えるために会社の支配権を取得する目的で、議決権信託が用いられる可能性を排除するためである。また、委託者と第三者との利益衡量をはかるため、議決権信託について立法上、公開の方式で議決権の変動を示すことが求められる。⁹³⁾ 議決権信託の設定につき、株式が移転される際に、株式名簿には当該株式は議決権信託の株式であることを明記する必要がある。中国信託法 10 条によると、法令により登記・登録しなければならない財産について、登記・登録しなければ当該財産による信託の設定は効力を生じない。しかし、登記・登録実務では、株式信託の変更登記が受理されないため、信託法及び登記関係法を改正して対応せざるをえないと思う。⁹⁴⁾

91) 米国の模範事業会社法の規定は、議決権信託期間の設定について 10 年と規定するが、41 州においても模範事業会社法と同様にその期間を 10 年としているが、その期間を 15 年、20 年、21 年とするところもあり、なかにはワシントン州法はまったく期間について言及していない。RMBCA, supra note (1), § 7.30. Statutory Comparison.

92) 議決権信託の登記・登録について、

93) 模範事業会社法は、§ 7.30 条 (a) 項で議決権信託の開示を要求しているが、デラウェア州 (Delaware General Corporation Law § 218 (a) (DELAWARE CODE ANNT.1983 Replacement Volume)) やカリフォルニア州 (California General Corporation Law § 706 (b) (WEST'S ANNT. CALIFORNIA CODE)) でも開示が要求されている。これは、議決権信託に参加していない株主に損害を与えるために会社の支配権を取得する目的で株主の秘密の支配されない連合体を創設するために、議決権信託が用いられる可能性を排除するためであると言われている。RMBCA, supra note (1), § 7.30. Official Comment. なお、このコメントで紹介されている判例は、Lehrman v. Cohen, 222 A.2d 800 (Del.1966) である。

94) 中国の株式名義変更登記の実務では、真正売買の事実が要件として求められる。信託実務では、まず、委託者兼受益者は金銭信託を設定し、それから受託者が当該信託財産で指名会社の株式を購入し、名義変更を行う対策が講じられている。例えば、中材科技株式会社株式信託の事例。

第4章 中国における信託会社スチュワードシップ・ガイドライン制定の動き

1. 背景

中国銀行業監督管理委員会主席補佐の楊家才氏は、2014年12月19日に2014中国信託業年度大会において「新常態發展理論下信託公司的八項責任」（新常態發展理論下の信託会社の八つの責任）と題して基調講演を行った。⁹⁵⁾ 当講演においては、楊氏は信託会社の「株主としての責任」について論じられた。即ち、「株主としての責任を細分化すれば、投資先会社の独立性を維持し、投資先役員等を監督し、リスクや損失を負担し、信託スキームの回復や事後処分について責任を負う」ことであり、「物を言う株主」や「責任を負う」株主となることである。また、当ガイドラインの制定によって、信託会社が受託者を務める際における権限・責任が明らかにされるため、信託実務の「暗黙のルール」とされてきた「元利保証」が終焉を迎えることになる。⁹⁶⁾ その後、中国信託業協会は銀行業監督管理委員会の依頼を受けて、「信託会社信託業務尽職指引」（信託会社の信託業務に関するスチュワードシップ・ガイドライン）を策定する検討を始めたが、今のところ、公布されていない。

2. 現行関係法令

（ア）信託会社は受託者として信託財産の株式を保有する場合は、機関投資家となり、投資先企業とのコミュニケーションを取り、当該企業の企業価値の向上につながるような株主行動をとる必要がある。信託会社の信託業務に関するスチュワードシップ・ガイドラインの策定ができていない現段階で、中国会社法、証券法、証券投資基金法、信託法、信託業務に関する諸規則に基づいて、効率的な「コンプライ・オア・エクスプレイン」するのが受益者の最善の利益につながるであろう。

（イ）2008年に中国銀行業監督管理委員会は「信託公司私人股權投資信託操作指引」（信託会社のPE投資に関するガイドライン）を公布し、信託財産によるPE投資に関する当事者の権利義務を詳細に定めている。例えば、自己執行義務が厳格に解釈され、投資判断を行う際に、投資顧問に判断させるのではなく、信託会社が自ら投資判断を行わなければならない。また、信託会社は信託証書に基づいて、投資先企業の株主として自ら権利を行使する必要がある、委託者又は受益者からの影響を受けない。さらに、株主権の有効行使によって、投資先企業のコーポレート・ガバナンスの改善や経営能力や企業価値の向上につながる事が求められる（同ガイドライン11条、12条、21条）。

（ウ）「議決権の行使」にあたり、機関投資家は、ディスクロージャーに関する監督指針及び「企業会計準則」又は「企業会計準則（応用ガイド）」に従って、投資先企業の情報や議決権の行使結果を投資家に公示しなければならない（同規則13条、14条）。

95) <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/leaderPage/docView/4EC5066C876A4AFB822DB16FF2564D52.html> (2016年7月11日最終アクセス。)

96) 王碩「信託公司尽職指引將助剛性兌付淡出歷史舞台」証券日報2015年8月14日版。