

金融研究

1998年4月/第17巻第1号

目次

金融取引における受認者の義務と投資家の権利

エグゼクティブ・サマリー	1
はじめに	13
I. 受認者破産の場合の投資家・顧客の権利保護のあり方	16
1. 金融資産のブローカレッジ（証券等の売買の取次）	16
2. 支払仲介サービス（振込送金等）	36
3. ファンド型資産管理運用サービス	48
4. 一般的議論への視座 権利移転仲介型取引とファンド型取引の比較	65
II. 投資家資産に関して生じた債務を巡る損失分担のあり方	71
III. 受認者の利益相反行為に関する規整のあり方	82
1. 利益相反状況における受認者の義務の性質	82
2. 受領権の競合に係る利益相反 支払受領仲介および資産管理運用サービス	89
3. 投資判断に係る利益相反 投資助言および投資一任サービス	98
参考文献	108
.....	
金融研究所の概要等	111

エグゼクティブ・サマリー

～ 「金融取引における受認者の義務と 投資家の権利」報告書の要旨* ～

来る規制緩和時代においては、個々の業者法に基づく金融機関規制に代わるものとして、金融取引当事者間の権利義務関係を規整するルール、すなわち取引法が、投資家・顧客の保護において中心的役割を担うべきこととなる。

金融サービスの提供者は金融資産の移転・管理運用等に関して投資家・顧客の「信認」を受けて彼らのための行為をする者である。英米ではこうした「信認」によって結ばれた関係は信認関係（fiduciary relationship）と呼ばれ、契約関係と対比されてきた。一方わが国においては、従来、金融サービスの提供者と顧客の関係は契約関係として捉えられ、その権利・義務関係は個々の契約に信義則等を読み込むことで論じられてきた。

本報告は、金融サービス提供者と投資家・顧客間の法律関係について新たに信認関係という切り口で共通点を見だし、新たなパラダイムを探ろうと試みるものである。

I. 受認者破産の場合の投資家・顧客の権利保護のあり方

[総論]

1. 概観

受認者を介した金融取引には、受認者に投資家資産が形式的に帰属するものが多く、その中には、金融資産のブローカレッジまたは振込送金、コンビニエンスストアの受領代行サービス、債権流動化におけるサービサー業務その他の支払仲介サービス等、投資家資産に対する権利の移転を仲介するタイプの取引（権利移転仲介型取引）と、信託、匿名組合、任意組合など、ファンドを通じて投資家資産を管理運用するタイプの取引（ファンド型取引）がある。

* 本エグゼクティブ・サマリーは、日本銀行金融研究所に設けられた「金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会」の報告書を要約したものである。同研究会の趣旨、参加者等については報告書本文中の「はじめに」を参照されたい。

権利移転仲介型取引とファンド型取引では、受認者名義の資産に対して投資家が具体的・実質的利益を有する実質的権利者である点が共通しているが、権利移転仲介型取引では受認者への名義帰属が一時的で取次資産の価額が変更しないのに対し、ファンド型取引では名義帰属が継続し、その間の管理・運営によりファンド財産の価額が増減し得るという点が異なっている。

2．権利移転仲介型取引

権利移転仲介型取引において、投資家は問屋法理を適用または援用することにより、一般債権者および破産管財人との関係で保護されることが望ましい。すなわち、投資家資産について受認者の固有財産と区別できる程度の特定があれば、受認者破産の際の取戻権の行使や差押えに対する第三者異議の訴えを投資家に認めるべきであり、その際、投資家資産であることの公示を要件とすべきではない。また、仮に投資家資産が仲介者の固有資産と区別できなくなっても、たまたま一時的に増加している取次資産の価値は明らかであるから、立法論として何らかの優先権を投資家に認めるのが望ましい。ただし、投資家取引に基づいて債務を負った第三者が、受認者自身に対する債権を取得しており、それらの間で相殺期待を有する場合には、それは保護に値する。

3．ファンド型取引

ファンド型取引において、分別等によりファンド財産の特定がある場合には、投資家に取戻権および第三者異議を認めるべきである。分別に当たっては、ファンド毎に受認者の固有財産のみならずファンド外財産との区別が必要である。逆に、特定がない場合に、受認者の破産に際して投資家に一般先取特権その他の優先権を認める必要は立法論としてもない。

ファンド型取引において投資家を保護する法理としては、信託法が唯一の手掛かりとなるが、いくつかの重要な修正が必要となろう。まず公示の要否は、個々のファンド取引の性質、すなわち資産の流動性と、公示制度の使い勝手の良さとの相関関係で判断すべきである。また、ファンド財産に属する債権と受認者固有の債務との間の相殺は現行法上、信託や任意組合については禁止されているが、受認者自身の取引相手が有する相殺期待は保護されるべきであるから、相殺の原則禁止は望ましくない。

[各論]

1. 権利移転仲介型取引

(1) 金融資産のブローカー

イ. 有価証券

証券売買の取次をする証券会社や、商品先物取引の取次をする商品取引員などのブローカーは、自己の名をもって他人のために物品の販売または買入れをすることを業とするので、商法551条にいう「問屋」に該当する。

最高裁昭和43年判決は、買委託を実行したブローカーが取得した財産を顧客に引き渡す前に破産した場合において、顧客がかかる財産について実質的利益を有していること、また、問屋であるブローカーの債権者はそれを自己の債権の一般的担保として期待すべきでないことから、顧客の取戻権（破産法87条）を認めた。

多数説は、商法552条2項の「問屋ト委託者トノ間」の関係を内部関係と捉え、2項の「問屋」には問屋の債権者群が包含されるものと解釈し、従って委託者である顧客は問屋が取得した実体法上の権利を別段の権利移転行為なしに債権者に対して主張できるとして、昭和43年判決を支持している。また、取次と信託との類似性に着目し昭和43年判決を支持する見解もある。

以上の判例・学説のいずれも、ブローカーの顧客を保護するための具体的な要件は明確にしていない。もっとも判例・学説は、資産の実質的利益が顧客に帰属することをブローカーが公示することまで要件としているとは見受けられない。また、そのような公示は実務上も非現実的である。

一方、ブローカーの責任財産から顧客財産の取戻しや第三者異議を認める要件として、対象となる財産が何らかのかたちで特定されている必要はある。証券の場合は、それらの種類および数額の特定が顧客毎に認められることに加え、「財産の区別のための特定」が顧客分全体として認められる必要がある。例えば、現物証券であれば物理的に分別されている場合や、振替決済証券であれば振替決済機関の口座によって顧客分が自己分と別に管理されている場合などには、「財産の区別のための特定」があると言える。

ロ. 金銭

顧客の売委託を実行したブローカーが、代金回収後、顧客に送金する前に破産した場合、代金が物理的に分別されず、また特定されていない場合には、一般に物権

的保護（取戻権）の対象とはならず、顧客は破産債権者となる。

そこで、売却代金の特定方法として「専用口座」の利用が考えられるが、この点につき、参考になる判例がある。東京地裁昭和63年判決は、保険代理店が保険契約者から受領した保険料を保険会社のために開設した専用口座に保管していたところ、当該代理店が破産した場合において、預金の原資は実質的には保険会社がこれを出捐したのと同視し得べきものであるとの理由で、当該預金の保険会社への帰属を認めた。これに対し、千葉地裁平成8年判決は、同様の事実関係の下ではあるが、代理店が破産していない段階で保険会社が銀行に対して預金の払戻しを請求した事案において、代理店を預金者と認定し、保険会社の請求を棄却した。

上記の判例を整合的に解釈する一つの考え方として、通常時には代理店のみが銀行に対して直接の権利義務関係に立ち預金の払戻しを請求できるが、代理店が破産した場合には、商法552条2項または前掲最高裁昭和43年判決を援用することにより、保険会社は預金債権を行使できるとの説明ができる。いずれにせよ専用口座は、仲介者が金銭を預金債権のかたちで仲介者の固有財産と区別し、特定するための手段として捉えられる。専用口座により金銭を特定するための要件としては、顧客分が全体として専用口座に分別されていれば足り、個別顧客毎の分別は不要と解すべきである。

八．私法上の分別義務、優先権、相殺

当事者の意思解釈としては、顧客はブローカーの信用リスクを負担することを予定していないと考えるのが合理的であるから、ブローカーはその前提として、「財産の区別のための特定」のために、顧客財産（証券・代金）を顧客分全体として自己の固有財産から分別する義務を負うものと考えられる。

ブローカーが顧客財産と自己の財産を分別することを怠っていた場合や分別していた量が実際には不足していた場合など特定がないケースにおいて、顧客の損害賠償請求権については、一般債権者に対して私法上の優先権を認めることが立法論として考えられるが、その際は優先権の及ぶ範囲を明確にする必要がある。

ブローカーが売委託を実行した取引の相手方が当該ブローカーに対して負った代金支払債務（受働債権）を、当該ブローカーに対する別途の金銭債権（自働債権）との間で相殺した場合に、相殺の担保的機能に対する当事者の期待は一般に保護に値するものと考えられる。ブローカーの相殺権者自身に対する代金債権については、相殺権者は具体的・実質的な利益を持つに至ったとも考えられるので、相殺を認めても昭和43年判決や問屋の法理との整合性は保たれる。

(2) 支払仲介サービス

仕向銀行が被仕向銀行に振込資金を支払ってしまったものの、振込が完了しない（受取人口座への入金記帳がなされない）うちに被仕向銀行が破産した場合、仕向銀行と被仕向銀行の委任契約（判例・通説は振込契約を委任契約として扱う）は終了し（民法653条）仕向銀行は被仕向銀行に、また、振込依頼人は仕向銀行に対して、委任の前払費用として渡した振込資金を不当利得として返還請求できる（民法703条）。

仕向銀行は現存利益の範囲内でのみ振込依頼人に対して不当利得返還義務を負う（民法703条）。この場合、現存利益とは、仕向銀行の被仕向銀行に対する不当利得返還請求権の価値を言うが、それは破産債権として実質的価値を失っているため、仕向銀行は回収できる金額のみを振込依頼人に対して返還すれば足りると解釈できる。したがって、最終的に破産した銀行の信用リスクは振込依頼人が負うこととなる。

このケースにおいても、ブローカレッジの場合と同様に、破産した被仕向銀行において振込資金が分別保管されていれば、被仕向銀行からの取戻しを振込依頼人または仕向銀行に認めることが考えられる。もっとも送金取引においては、振込資金を第三者に開設した専用口座に管理するなど固有財産と区別することは実務的には困難であるから、被仕向銀行に私法上の分別管理義務があることを当事者の合理的な意思解釈から導くことは難しい。そこで専用口座による分別という特定まで要求せず、当該取引と金額の特定のみで振込依頼人に取戻権を認めることも検討されるべきである。

立法論としても、ブローカレッジの場合と同様に、振込依頼人や仕向銀行の振込資金返還請求権を破産手続上、私法上の優先債権などとして扱うことが考えられる。

以上の考え方は、継為替を取り扱う経由金融機関やコンビニエンスストアなどの支払受領代行サービスの提供者、債権流動化におけるサービサーなどの破産の場合の投資家保護のあり方を探るうえでも応用することができる。

2. ファンド型資産管理運用サービス

(1) 信託型ファンド

信託型ファンドにおいては、受託者はその破産によって任務が終了し、信託財産の形式的名義を失う（信託法42条、50条）ことなどから、受益者は原則として信託財産を取り戻すことができると解釈されている。つまり、信託財産は受託者の固有

財産に対する独立性を有している。

信託法3条は登記登録財産および有価証券については信託の公示がなければ第三者に信託を対抗できないとしているが、運用型の商事信託においては公示の要件を満たすことが実務上困難なことがあるので、立法論として少なくとも有価証券に関しては、大量取引に堪え得る公示制度が整備されない限り、公示の有無を問題とせず受益者の取戻権の行使や第三者異議の訴えを認めるべきであろう。

なお、取戻権、第三者異議の前提として、対象資産が特定され、受託者の固有資産から区別されていることが必要である。

信託法17条は「信託財産ニ属スル債権ト信託財産ニ属セサル債務トハ相殺ヲ為スコトヲ得ス」と規定しており、通説は、信託法3条の公示が要求されない資産については何らの公示なしに受託者の債権者による相殺が禁じられるとしている。ただ、受託者の債権者が相殺期待を有する場合にかかる期待を保護せずともよいか疑問がないではない。

そこで解釈論として、通帳等を持つ者を預金者と誤認し貸付を実行した銀行の相殺期待を保護した判例の考え方に倣い、民法478条（債権の準占有者に対する弁済）を類推することが考えられるが、自働債権と受働債権が単に相対立しているにとどまり、保護すべき相殺期待が弱い場合などに類推解釈してよいかどうかについては、さらに検討を要する。また、立法論としては、大量取引にも堪え得るような公示制度が整備された種類の財産については信託の公示がある場合、それ以外の財産については受託者が「受託者として」取引する旨を相手方に表示した場合に限り、相手方からの相殺が禁じられるというルールを採用することも検討に値する。

（2）任意組合理型ファンド

任意組合理型ファンドにおいては、組合員の出資その他の組合財産は総組合員の共有に属し（民法668条）、業務執行組合員固有の資産からのファンド財産の独立性は高い。

すなわち、業務執行組合員が破産した場合、他の組合員は自己の持分について取戻権を有し、差押えに対しても第三者異議の訴えを提起できるなど、物権的に保護されている。また、任意組合の債務者はその債務と組合員自身に対する債権とを相殺できない（民法677条）。

（3）匿名組合理型ファンド

匿名組合理型ファンドにおいては、匿名組合員の出資が営業者の財産となり、匿名組合員が対外的に権利義務関係に立たない（商法536条）ことなどから、営業者固有の資産からのファンド財産の独立性は弱い。

すなわち、匿名組合の営業者が破産した場合、匿名組合契約は終了し（商法540条）、投資家（匿名組員）は出資払戻請求権（商法541条）等につき破産債権者となるにすぎず、匿名組合事業に属する資産の差押えに対しても第三者異議の訴えを提起できない。また、営業者固有の債権者は匿名組合事業に関して負った債務との間で相殺ができる。

（４）預金および保険

銀行預金は消費寄託と解されることから、上記のファンド取引と同列に論ずることはできないものの、保険はファンド型取引の本質的要素である「投資家の信認に基づく目的財産性」を有しているから、特別勘定・一般勘定ともに他のファンド型取引と一貫性のある投資家の保護のあり方が検討される必要がある。

II. 投資家資産に関して生じた債務を巡る損失分担のあり方

1. 受認者の無限責任

現行法上、ファンド型取引の受認者のうち信託の受託者、匿名組合の営業者は、ファンドの管理・運用に関連して債務を負担する際、第三者に対して直接の権利義務関係に立つため、その債務について無限責任を負う（それぞれ信託法25条後段および36条、商法536条2項参照）。任意組合の業務執行組員を含む各組員は、組合に関する債務につき、分割債務とはいえ、出資額に制限されない無限責任を負う（民法674条、675条）。

信託型ファンドの受託者や匿名組合の営業者は、自らの計算で行為しているのではなく、あくまで投資家のために受認業務を遂行しているのであるから、債権者がそもそもファンドに対して信用を与えた場合には、ファンドを構成する財産のみを引当てとすべきである。なお、任意組合の業務執行組員が無限責任を負うことは、業務執行組員が収益参加者であることを考えると必ずしも不当ではない。

2. ノンリコース特約

契約上の債務について、受認者（任意組合の場合は各組員）の債権者に対する責任をファンド財産に限定する責任財産限定特約（ノンリコース特約）は通説では有効と解されており、その契約違反を根拠とする損害賠償請求が認められるほか、多数説によれば強制執行の停止、取消し（民事執行法39条の類推、40条）や執行異議（同法11条）をなし得る。

ノンリコース特約の合意内容としては、「契約上の責任を信託財産のみで負担する」旨の合意が必要かつ十分であろう。そのうえで、投資家保護の観点からノンリコース特約の相手方（債権者）の要求に応じて信託財産に関する開示ないし説明をすることが必要となる場合がある。

しかし、現行法の解釈としては、ノンリコース特約があったとしても不法行為その他の契約外の債務について、受認者を有限責任とするのは難しい。

立法論としては、受認者（任意組合については各組合員）の信用に基づき契約関係に入った債権者の期待を保護することに留意しつつも、受認者に帰責事由のない債務一般について受認者有限責任を原則とするファンド型取引を認め、その要件を明確化することを考えるべきである。

3. 投資家（受益者・組合員）の有限責任の検討

現行法上、受認者がファンドの管理・運用に関連して負担した債務を固有財産をもって弁済しその額を投資家に求償した場合、匿名組合型ファンドにおいては、匿名組合員たる投資家が有限責任とされる（通説）が、信託型ファンドにおいては投資家が事実上無限責任を負い（信託法36条2項）また、任意組合における組合員も組合の債務について損益分担の割合ないし均一の割合に分割された限度内において直接の無限責任を負う（民法675条）。

「受益者無限責任の原則」は投資家の自己責任原則を反映している点で妥当性はあるが、一方、投資家の投資意欲がそがれる、無限責任の投資を制度上禁じられている年金基金などの投資家の資金を集められない等、実務上の欠陥ともなり得る。実際、ファンドを構成する際には米国のリミテッド・パートナーシップ等がしばしば利用されているのが現状である。

受益者無限責任の原則を修正するとすると、例えば信託型ファンドについては受益者に対する求償権（信託法36条2項）の行使の対象を信託財産に限定することなどが検討される必要がある。もっともその場合、受認者の有限責任原則についても併せて検討しなければ、受認者にとって酷な結果を招きかねないので注意が必要である。

Ⅲ． 受託者の利益相反行為に関する規整のあり方

1． 利益相反状況における受託者の義務の性質

受託者自身と投資家または投資家相互の利益相反状況がある場合に、投資家の利益が受託者または他の投資家の犠牲とならないようにすることは、信託関係において非常に重要である。英米ではこれを受託者の忠実義務（duty of loyalty）という。

信託型ファンドやブローカー、投資顧問など受託者の忠実義務を一般的に規整しているのは、現行法上、信託法や民法の委任の規定である。そこでは忠実義務を一般的に定めたものはないが、個別規定として、信託法22条1項が受託者による信託財産に関する権利の取得を、また民法108条が代理人による自己取引・双方代理を禁止している。

受託者および受託者の利益相反行為の規整のあり方を考える際に参考になるものとして、株式会社の取締役の忠実義務（商法254条の3）と善管注意義務（民法644条）との関係についての議論がある。忠実義務は善管注意義務を敷衍し一層明確にしたにとどまるとする考え方（同質説）がある一方で、忠実義務は取締役がその地位を利用して会社の犠牲の下に自己の個人的利益を図ることを禁ずるものであるとする考え方（異質説）がある。

また商法265条は、取締役の利益相反取引について取締役会の承認を要求しており、未承認取引の無効を第三者に対して主張するにはその悪意の証明が必要（判例・通説）で、当該取引により会社が受けた損害につき取締役は過失の有無を問わず会社に対して損害賠償責任を負うものと解されている（商法266条1項4号）。商法264条は、会社と取締役との競業取引について、取締役会の事前の承認等を要求しているが、取締役の損害賠償責任を認めるに当たり、未承認取引の場合に限られるか、取締役の過失が必要か、意見が分かれている（商法266条1項5号）。

受託者が利益相反状況に身を置くこと自体を禁止するのが妥当ではない場合や現実的ではない場合があり、今後具体的事実関係に即して受託者の忠実義務のあり方を細かく検討する必要がある。忠実義務違反行為の効果を常に無効と扱う方法のほか、受益者等の承認を条件として取引自体を有効としたうえで受託者に無過失の損害賠償責任を負わせる方法、さらには受益者等に介入権を与える方法なども考えられる。

民法108条は、受託者自身の利益と投資家・顧客の利益が衝突する場合（自己取引型利益相反）と投資家・顧客相互の利益が衝突する場合（双方代理型利益相反）

とを区別していないが、前者のほうが後者に比べて受認者の公正な権限行使を確保する必要性が高いと考えられるので、同意による禁止解除のために必要とされる本人の同意内容については両者の間に差（例えば、個別の同意、包括的同意）をつけたほうがよいのではなかろうか。

2．受領権の競合に係る利益相反

(1) 受認者自身の受領権との競合

債権流動化スキームにおける債権回収サービスが同一債務者に対して固有の債権を有するケースなど、金融取引において受認者自身の債権と投資家の債権との間で受領権が競合する場合は極めて広範にわたるが、受認者が受領権の競合する地位に立つことを一律に禁止することは実際上不都合を生じさせ、金融取引の制約要因となってしまう。

債権回収を委任された受任者の貸付金が回収された場合、受任者が投資家の貸付金についてなすべき保全措置（例：詐害行為取消権の行使）を過失によりとらなかつたとすれば、受任者の善管注意義務違反の問題を生じ、受任者自身の貸付金を満足させた点は忠実義務の問題を生じ得る。

利益相反状況における受任者の忠実義務の内容としては、以下の4通りのルールを設けることが考えられる。

受領権が競合する立場に立つことを回避する義務

受領した金額を委任者の債権の弁済期日まで分別保管し、優先的に当該債権の弁済に充当する義務

委任者の債権が実際に回収不能となった場合に、そのうち受任者自身の債権に優先的に充当したことと因果関係のある部分について、損害を賠償する義務

受任者が同一の債権者に対し固有の債権を有する旨を委任者に開示する義務

このうち、 または を採用するとしても、立法措置を伴う必要がある。

なお、立法的解決の一例として、商法311条の2第2項は、社債管理会社と社債権者との受領権競合の問題について、損害賠償における因果関係の立証の困難さに鑑み、社債管理会社が自己の債権について利益を受けたことにより社債権者が損害を受けた場合は、社債管理会社が誠実義務違反のないことなどを立証できない限り、社債権者に対して損害賠償責任を負うものとしている。その際、損害賠償責任の上限を、 弁済額とする考え方と、 按分額とする考え方がある。

(2) 投資家同士の受領権の競合

別々の信託関係にある投資家同士の受領権が競合する場合に、仮に受託者が債権保全のための善管注意義務を尽くしたとしても、どちらか一方の投資家の債権を回収したことが忠実義務違反になる可能性もあろう。例えば、受託者が債務者の財務状態が悪化し「一定レベルを下回った」場合に回収した金額を保管し複数の投資家に按分するなどの措置をとることを義務付けることも考えられるが、具体的な基準を設けなければ、受託者は実務上困難な判断を強いられることとなる。

3. 投資判断に係る利益相反

証券投資顧問、証券投資一任業者および商品投資顧問などの投資アドバイザーが顧客に推奨した取引を自己または別の顧客のために行う場合には自己取引や双方代理と同様の利益相反が生ずる。また、投資アドバイザーがブローカーなどとの間で、当該ブローカーに売買注文を出す代償として何らかの利益の供与（例：投資情報）を受ける約束をした場合などにも、顧客勘定で当該ブローカーに過大な売買注文（チャージング）が出される危険があるなど、利益相反が生ずる。

投資顧問業者、証券投資一任業者および商品投資顧問業者については、業法により一般的忠実義務が定められている（有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律 以下、投資顧問業法 21条、33条、商品投資に係る事業の規制に関する法律 以下、商品ファンド法 41条）が、仮に業法上の定めがなくとも、投資アドバイザーには顧客との契約の本質的内容として一般的忠実義務があると解すべきである。

(1) ブローカーからの投資情報の受領

投資アドバイザーが第三者から投資情報を受領したことに関連する忠実義務違反に対する損害賠償を顧客が請求しようとしても、当該投資情報が当該アドバイザー自身または他の顧客のための運用に利用された事実や、投資情報の受領と損害の因果関係の存否などを立証するのは困難であるため、顧客と投資アドバイザーの双方にとり法的不確実性が避けられない。

米国の投資管理・調査協会が作成した行為基準によると、投資アドバイザーが顧客のために売買注文を出す代償として自己または他の顧客のために投資情報を受領する旨ブローカーと合意した場合に、当該合意の内容を顧客に開示し、当該売買を顧客にとっての最良執行（best execution）とすることが求められている。

しかし、米国ではブローカーに対して支払われる取引手数料の一部（ソフトダラーと呼ばれる）が、ブローカーによる投資情報の提供に対する対価とされる慣行があ

るため、投資情報とその対価との対応が不明確となり、投資情報の質に対するチェックが甘くなりがちとなる。

わが国では投資アドバイザーの具体的行為基準を明確にするとともに、その遵守の有無を顧客が監視することを可能にするために、ソフトダラーの慣行を禁止して投資アドバイザーがブローカーから受領した情報を顧客に開示することを義務付ける、あるいはソフトダラー慣行を容認しつつもそれを利用して得られた情報を顧客に開示させるなど、投資アドバイザーの顧客に対するアカウンタビリティを重視していくべきである。

(2) スカルピング

投資アドバイザーが、ある銘柄を自己勘定で保有している事実を秘して顧客に当該銘柄を勧めて購入させ、値上がりしたところで自己保有分を売り抜けて利鞘を取るといった行為（スカルピング）においても利益相反が生じている。

投資アドバイザーによるスカルピングについては業法上の禁止規定がある（投資顧問業法22条、33条、商品ファンド法42条2項）。もっともたとえ投資アドバイザーの図利目的が立証されたとしても、投資アドバイザーの助言が投資判断として適切である場合には、「正当な根拠を有しない」という要件を欠き、上記業法違反は免れよう。しかしその場合でも、投資アドバイザーが顧客の犠牲の下に自己を利したのであれば、私法上の忠実義務違反の責任を負うと解すべきである。

しかし、実際にはスカルピングが行われても損害の認定や、因果関係の立証が極めて困難であるので、投資アドバイザーの利害関係を顧客に開示させてそれを顧客が監視するようなルールを、単なる登録業者に対する業法上の義務としてではなく、受認者一般に適用される私法上のルールとして整備するのが望ましい。また、投資アドバイザーに対して自己勘定の運用担当者と顧客勘定の運用担当者との間にチャイニーズ・ウォールを設けるよう求めることを考えてもよいのではなかろうか。

金融取引における受認者の義務と 投資家の権利

はじめに

従来、わが国では、証券ブローカー、信託受託者、投資顧問業者、証券カストディアンなど、金融サービスの提供者の介在する金融取引における投資家・顧客の保護は、主として業法に基づく金融機関規制を通じて実現されてきた。しかしながら、今後は、本格的な規制緩和時代を迎え、金融取引当事者間の権利義務関係を規整するルールこそが、投資家・顧客の保護において中心的役割を担うべきこととなる。例えば、産業構造審議会産業資金部会産業金融小委員会の平成9年6月4日付中間報告書は、その「IV. 具体的改革課題」の中で、「.....規制撤廃により、参入規制等の事前規制としての業者法¹を最小化するとともに、事後規制としての取引法・市場法に重点を置くべきである。」などと提言している。同様の考え方は、金融制度調査会の平成9年6月13日付答申などにも見られる²。これらは、非市場型取引を含む金融取引一般について、「業者法から取引法（＝金融取引当事者間の権利義務関係を規整するルール）へ」の流れを指摘するものである。

取引法を「金融取引当事者間の権利義務関係を規整するルール」としたが、金融取引においては、投資家（資金運用者）と資金調達者が直接取引することは少なく、そこに何らかの金融サービスを提供する者が介在するのが通常である。ここでは、その点に着目して、金融取引の当事者を投資家・顧客および金融サービス提供者と捉える。そして、金融サービス提供者の義務と責任と、それに対応する投資家・顧客の権利を明示することによって、取引法が業者法に代わって新たなパラダイムを提示することができるかどうかを検討してみたい。言うまでもなく、そこに言う義務および責任というのは、取引法が当事者の権利義務関係を規整するルールである以上、行政に対する義務および責任ではなく、相手方である投資家・顧客に対する義務および責任を意味する。また、参入規制としての業者法の役割が最小化されていくことを考えると、取引法の下で義務および責任を負う主体は、免許・登録の有無に着目した概念としての「業者」に限らず、金融サービスを投資家・顧客に提供する者を広く含めるべきであろう。

こうした金融サービスの提供者に共通するのは、金融資産の移転・管理・運用等に関し、投資家・顧客の「信認」を受けて、投資家・顧客のために行為する者の姿である。英米では、かかる「信認」によって結ばれた関係を fiduciary relationship（信認

1 ここに「業者法」とは、免許業者・登録業者としての金融機関等を行政の監督の下に規制するルールであり、通常「業法」と呼ばれる法令の中核を占めるものである。

2 金融制度調査会の平成9年6月13日付答申「我が国金融システムの改革について 活力ある国民経済への貢献」は、「従来のいわゆる業法中心の縦割りの枠組み」の見直しに触れている。

関係)と呼び、かかる信託を受けた者を fiduciary (受託者または信託義務者)と呼ぶ。その典型的な例が信託 (trust) における受託者 (trustee)であり、英米においては、信託の受託者の義務と受益者の権利に関する法理、すなわち信託法理が、狭義の信託以外の信託関係にも広く適用されてきた。そこでは、いったん信託関係が認められると、受託者は一般に信託の受託者に準じた信託義務 (fiduciary duty) 注意義務 (duty of care) および忠実義務 (duty of loyalty) を負い、受益者の利益のみを考えて注意深く行為すべきものとされる。信託関係は、かかる受託者の義務を個別の合意なしに発生させる点で、個別の合意に従って権利義務を発生させることを原則とする契約関係と対比されてきた³。米国における伝統的な議論を一言で言えば、「契約関係だということになると、自分の利益は100%自分だけで配慮しなくてはいけぬ。ところがこれは契約関係ではなく、信託の関係だということになると、今度は受託者は100%受益者のことだけを考慮しなくてはいけぬ」⁴ということになる。つまり、契約関係にすぎなかった取引当事者間の権利義務関係が、「信託」の介在を契機として、信託関係に変質するのである。

これに対し、わが国においては、投資家・顧客と、その「信託」を受けた金融サービスの提供者との関係も契約関係であって、契約と対比される別の関係ではない。他方、契約の解釈に信義則や権利濫用法理などを持ち込み、また、安全配慮義務などの付随義務を解釈上認めることによって、当事者の合意以外の要素を契約関係に反映させることが往々にして行われる。すなわち、信託関係を契約関係と対比するのではなく、一方当事者の他方当事者に対する信頼を個別の契約の解釈において考慮しているものと言える。そのため、本来信託関係と明確に結び付けられるべき法的効果の中には、米国で言われる信託関係と契約関係との相違を特に意識せずに導かれるものもあるように思われる。

わが国において信託関係を規律するのは、信託については信託法、代理・委任・寄託等については民法、問屋等については商法が中心である。これまで、信託関係に適用されるルールという観点から、これらを統一的・横断的に検討する作業は限られたものであった⁵。それは、上記のとおり、本来信託関係と結び付けられるべき法理を、契約の解釈論として展開してきたことによる面があろう。金融取引についても、それぞれの取引の法律構成に応じて民法、商法、信託法等が個別に適用されるとの考え方が強かったように思われる。確かに、金融取引において信託関係を生ぜしめる契約の諸類型にはそれぞれに有意な差異があるのであり、すべての局面にわたって統一的な取扱いをすることには弊害があるかもしれない。しかし、それに留意しつつも、金融取引における金融サービス提供者の義務および責任とそれに対応する投資家・顧客の権利を規整するルールを解釈し、また、そのあり方を考察するに当たって、信託関係という切り口で金融取引を巡る法律関係の共通点を見い

3 信託法理と契約法理との異同ないし関係についての最近の米国での議論として、Langbein [1995] および Frankel [1995] 参照。また、かかる議論を簡潔に紹介したものとして、樋口 [1992] 参照。

4 樋口 [1992] p.114。

5 このような観点から、英国の信託法理を参考にしながら、日本における信託法理の私法体系における位置付けを検討したものとして、道垣内 [1996b] 参照。

だすことは、なお意味のあることであろう。

本報告は、日本銀行金融研究所に設けられた「金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会」⁶における議論を踏まえ、一つの議論の整理として取りまとめたものである。これは、信託関係一般を網羅的に検討しようとするものではない。むしろ、同研究会における検討と同様、具体的な金融取引を幾つか取り上げ、業者法のルールも適宜参照しつつ、信託関係から生ずる幾つかの重要な問題について現行「取引法」の解釈を論じ、今後の「取引法」のあり方より一般的な議論への視座を探るものである。具体的には、以下において、金融資産のブローカレッジ、支払仲介サービス、資産管理運用サービス、投資アドバイスなどをモデル化した事例を設定し、受託者の破産の場合の投資家・顧客の権利保護（I.）投資家資産に関して生じた債務を巡る受託者、投資家および債権者の間の損失分担（II.）および受託者の利益相反行為（III.）に係る問題を取り上げることとしたい。

本報告の暫定的結論を予め示すとすれば、以下のようになろう。信託関係という法理を持ち出しても、そこから直ちにさまざまな種類の金融取引に横断的・画一的に適用される、いわば横糸のようなルールを導くことはできない。もとより個別の紛争解決に当たっては、金融サービスの性質や具体的事実関係を現行法令や判例に当てはめた解釈を展開せざるを得ないのである。しかしながら、信託関係という新たなモノサシを用いることにより、金融取引当事者間の実質的な権利義務関係において共通して見られる特徴や相違点が浮彫りとなったため、必ずしも現行法の解釈論にとらわれない、新しいパラダイムを探る途が開かれたのではなかろうか。

「金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会」参加者

（座長）学習院大学	前田 庸
東京大学	能見 善久
東京大学	樋口 範雄
東京大学	神田 秀樹
東京大学	道垣内弘人
日本銀行	井上 聡（現長島・大野法律事務所）
同	岩村 充（現早稲田大学）
同	高橋 亘
同	本多 正樹
同	木下 智博
同	小川万里絵
同	播本 慶子
同	林 麻里子
同	平野 寿夫

6 同研究会は、1996年11月に発足し、1997年9月まで10回開催された。

I. 受認者破産の場合の投資家・顧客の権利保護のあり方

1. 金融資産のブローカレッジ（証券等の売買の取次）

（1）問題の所在

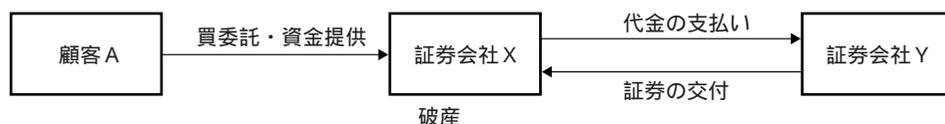
証券、証券先物、金融先物などの金融資産を売買する場合、投資家は、証券会社や金融先物取引業者に売買の取次を委託することが多い。その際、例えば証券の売買においては、証券会社に対し、買入れを委託する場合は買入資金を、売付けを委託する場合は売付証券を、事前に交付するのが通常である。すなわち、投資家から証券会社等への買入資金ないし売付証券の交付と、証券会社から投資家への買付証券ないし売却代金の交付との間に時間的な差が存在する。その間、証券会社は、投資家＝顧客の信認を受け顧客のために証券の売買を取り次ぐのであって、証券ないし代金の実質的帰属は常に顧客にある。

以上のような状況を前提として、金融資産のブローカレッジにおいて、金融資産がブローカーに形式的に属している間、その顧客はブローカーの信用リスクを負わねばならないのであろうか。以下では、具体的事例を順に取り上げ、この問題を検討する。

（2）買委託の場合の買付証券の取戻しの可否

（事例1）

顧客Aから証券の買委託を受けた証券会社Xが、Aから預かった現金で買い入れた証券をAに引き渡す前に破産した。



a. 証券売買取次における証券ブローカーと顧客との関係（問屋の法理）

事例1において顧客Aが買付証券を取り戻すことができるかどうかについて検討する前に、まず、証券ブローカーとしての証券会社とその顧客との法律関係を概観する。なお、ここでは、通常の実務に従い、証券会社は自己の名で売買を取り次ぐものと仮定する。

自己の名をもって他人のために物品の販売または買入れをすることを業とする者は、商法上「問屋」と呼ばれる（商法551条）。証券売買の取次をする証券会社や、

商品先物取引の取次をする商品取引員は、典型的な問屋である⁷。また、金融先物取引業者など販売または買入れ以外の取次を業とする者は、準問屋と呼ばれ、法律上は問屋と同様に扱われる。このように金融資産のブローカレッジにおいて（準）問屋の形式が利用されるのは、顧客の観点からは、自分で売買の相手方を探して売買を実行するのに比べ、より迅速かつ確実に売買を成立させ実行することができるからであり、その意味で、ブローカーは、顧客からの「信認」を受けて顧客のために取次事務を遂行する「受認者」と言える。他方、ブローカーの観点から（準）問屋の形式を利用する理由は、問屋が金融資産などの相場変動の激しい物品の取引を自己の名で迅速に成立させることができるとともに、価格変動から生ずる損益をすべて顧客に帰すことができるからである⁸。

問屋は、顧客のために締結した取引に関し、相手方に対して直接権利を得るとともに義務を負う（商法552条1項、「問屋八他人ノ為メニ為シタル販売又ハ買入ニ因リ相手方ニ対シテ自ラ権利ヲ得義務ヲ負フ」）。しかし、他方、問屋と顧客との間においては代理に関する規定が準用され（商法552条2項、「問屋ト委託者トノ間ニ於テ八本章ノ規定ノ外委任及ヒ代理ニ関スル規定ヲ準用ス」）、当該取引から生ずる権利が特別の権利移転手続なしに当然に顧客に帰属することになる。すなわち、問屋取引においては、取引の相手方との関係では問屋自身が形式上取引の当事者として前面に出るものの、問屋と顧客との関係では顧客に権利義務が当然に帰属することになる。

b. 最高裁昭和43年7月11日判決による解決とその評価

昭和43年判決と学説

証券のブローカーとその顧客の間では、以上に述べたように、買委託の実行によりブローカーが取得した権利は当然に顧客に帰属する。しかし、ブローカーの債権者と顧客との間で当該権利がいかに扱われるかについては、商法552条の規定上は明確でない。この問題は、事例1のようにブローカーが破産した場合に、深刻となる。

最高裁は、昭和43年7月11日、事例1と同様の事案について、「問屋が委託の実行として売買をした場合に、右売買によりその相手方に対して権利を取得するものは、問屋であって委託者ではない。しかし、その権利は委託者の計算において取得されたもので、これにつき実質的利益を有する者は委託者であり、かつ、問屋は、その性質上、自己の名においてではあるが、他人のために物品の販売または買入をなすを業とするものであることにかんがみれば、問屋の債権者は問屋が委託の実行としてした売買により取得した権利についてまでも自己の債権の一般的担保として

7 商法551条の「物品」には有価証券が含まれる（最判昭和32年5月30日民集11巻5号854頁）。

8 江頭 [1996a] p.187参照。

期待すべきではないといわなければならない。されば、問屋が前記権利を取得した後これを委託者に移転しない間に破産した場合においては、委託者は右権利につき取戻権を行使しうるものと解するのが相当である」と判示し⁹、専ら問屋関係の実質を考慮してブローカーの顧客を保護した。

上記最高裁判決の結論については、大方の支持するところである¹⁰。なぜならば、一般に、問屋の債権者が問屋の取得した権利を一般的担保の目的とするにすぎないのに対し、委託者は当該権利に対して具体的実質的利益を有するからである。

しかしながら判旨は、問屋の債権者に対して委託者を保護する理由付けについて専ら利益衡量に依拠しており、委託者の取戻権の基礎となる実体法上の権利が何であるかについて明示していない。そのような理由付けに対し、破産法87条に言う取戻権は所有権その他の実体法上の権利に基づいて対象財産が破産財団に属さないことを主張する権利であるので、単に利益衡量上取戻権を認めるべきというだけでは理由として不十分であるとの批判がなされている。

この点について、多数説は、商法552条2項の「問屋ト委託者トノ間」の関係を、問屋と相手方との関係すなわち外部関係に相對する意味での内部関係と捉え、2項の「問屋」には問屋自身のみならず問屋の債権者群が包含されるものと解する¹¹。その結果、同項の適用により、委託者は、問屋が取得した実体法上の権利を別段の権利移転行為なしに問屋の債権者に対しても主張できることになる。最高裁と同様の利益衡量に加え、かかる条文解釈を展開することにより、多数説は、買委託を実行した問屋が破産した場合に、委託者が破産管財人に対しても問屋の取得した権利の取戻しを主張できるとしている。同様の理由で、買委託を実行した問屋の債権者が問屋の取得した権利を差し押えた場合に、委託者は第三者異議の訴えを提起できることになる。

また、上記最高裁判決および多数説と結論は異ならないが、証券ブローカーの顧客の取戻しないし第三者異議を肯定する根拠として、取次と信託の類似性に着目する見解もある¹²。すなわち、信託法上、受託者の一般債権者による信託財産の拮取は排除されている（信託法16条1項等）が、取次と信託は対外的所有名義の帰属と実質的所有権の帰属とが分離する点で共通するのであるから、同様の取扱いをすべきだというのである。

取戻権が認められるための具体的要件

以上の判例・学説のいずれを採用するとしても、証券ブローカーの顧客を保護するための具体的要件については、不明確な点が残されている。

9 最判昭和43年7月11日民集22巻7号1462頁。

10 ただし、田中誠二他 [1973] p.276。

11 鈴木竹雄 [1935] (2) p.49、四宮 [1975] p.366等。

12 神崎 [1964] (1) p.503, p.523、前畑 [1994]。

上記最高裁判決の事例においては、たまたま株券が株券番号によって具体的に特定されていたため問題とならなかったが、同種の有価証券中に顧客に帰属すべきものが混入してしまっている場合に、対象がどの程度特定していれば取戻権の行使ができるかは、判旨からは判然としない¹³。多数説による場合であっても、顧客が取戻しないし第三者異議を主張し得るためには、証券ブローカーが顧客のために保有する権利の範囲が、帳簿上・計算上にせよ証券ブローカーにおいて特定されていることが少なくとも必要であろうが¹⁴、それで十分かどうかは必ずしも明確ではない。

また、取次と信託の類似性に着目する見解による場合、取戻しないし第三者異議の要件につき信託法の解釈をそのまま持ち込むか否かについて必ずしも明らかでない面がある。例えば、信託の受益者が受託者の破産に際して信託財産たる有価証券につき取戻権を主張するためには信託の公示が必要とされる（信託法3条）が、問屋の破産の場合にも同様の公示が要求されるとすると、実際には委託者の取戻権が認められる場合は極めて限られてしまう。逆に、公示については信託法が類推されない¹⁵とすると、取戻しにつき信託法理を類推しながらその要件については信託法上の公示を無視するという解釈が許されるか否かという問題のほか、公示以外にいかなる要件（特定の程度など）で委託者を救うのかははっきりしないという問題も残る。

以上見たように、上記最高裁判決の結論に賛成する見解は多いが、その理由付けとともに、それを導くための要件（公示あるいは特定）を明確にしていくことが今後求められよう。以下では、この問題について検討することとする。

c. 責任財産分離の要件 公示の要否と特定の方法

公示の要否

ブローカーの責任財産から顧客財産を分離する要件については、上記最高裁判決は専ら利益衡量に依拠しており、いかなる事実がその利益衡量を基礎付けたかは必ずしもはっきりしない。ただ、少なくとも、「顧客のため」または「問屋として」所持する旨の株券上の表示その他の公示を取戻しの要件としたものではないようである。なぜならば、当該事案において、顧客への裏書または株券の交付がなされたとか株券上に当該顧客のための保有である旨の表示がなされていたなどの事情は認定事実からは窺われず、また、発行会社との関係でも、株主名簿上の株主は証券ブローカーとなっていたからである。

問屋の債権者を商法552条2項の「問屋」と同一視する多数説も、上記最高裁判決

13 この点、上記最高裁判決と同一の証券会社の破産に関し、最高裁が別の顧客の取戻権を認めた事例においても、取戻権の対象となる証券が証券番号により具体的に特定されていた。最判昭和43年12月12日金法533号 p.32。

14 江頭 [1996a] p.201。

15 例えば、神崎 [1964] (1) p.505は、「問屋関係についてはそのような公示の有無を問わずこれを第三者たる問屋の債権者に対抗しうるかは問題がないでもない」としつつも、後述のとおり公示不要説を採る。

と同様、ブローカーの責任財産からの顧客財産の分離について公示を問題としないように思われる。なぜならば、この見解は、問屋の債権者を委託者との関係で問屋と同一視してその第三者性を否定し、第三者に対する公示ないし対抗要件の問題とはならないと考えているからである。

信託法には有価証券等一定の財産につき公示を受託者の責任財産からの独立のための要件とする明文がある（信託法3条）が、かかる信託法を類推する見解ですら、問屋の破産の場合の顧客の取戻しについては公示を不要としている。それによれば、公示の制度は本来、それにより権利関係が明瞭確実になるというメリットとそれを利用する当事者の不便という両面の比較衡量によってその採否が決められる法技術であること、信託が財産そのものを中心とする財産管理の制度であるのに対し、問屋営業は財産の処分・調達といった貨物移転の制度であること、信託においても動産、一般債権等については、信託の公示なしに、信託財産たることを善意の第三者に対抗し得ること、等からして、問屋関係においては、公示を問題とすることなく、委託者は問屋の債権者に対して、取戻権、第三者異議を主張し得るものとされる¹⁶。

以上のように、金融資産のブローカーの責任財産から顧客財産を分離する要件として公示を問題とすべきではないという点で各見解は一致しているように見受けられるが、それは理由のないことではない。というのは、ブローカレッジのように、日々大量に行われる動的な金融取引においては、刻々と変化する権利状態をその都度公示することは非現実的であると同時に、そのような公示をその都度確認することを取引の相手方に期待することもまた非現実的だからである。

特定の方法

（「財産の種類および数額の特定」と「財産の区別のための特定」）

ブローカーの責任財産から顧客財産を分離する要件として公示が不要だとしても、かかる分離が、破産における取戻権の行使または差押えに対する第三者異議の訴えにより実現されるものである以上、権利の対象が何らかのかたちで特定している必要がある。ここで「特定」といっても、1 分離すべき証券等の種類および数量 実質的経済的に顧客に帰属する財産の数額 が特定していること（以下、「財産の種類および数額の特定」という）と 2 財産の種類・性質に応じブローカーの責任財産と区別できる状態になっていること（以下、「財産の区別のための特定」）とは分けて考察しなければならない。

このうち、財産の種類および数額は、各顧客の権利の内容であるから、各顧客毎に特定していることが当然に必要となる。それに加え、取戻権または第三者異議を顧客に認めるためには、顧客分が全体としてブローカーの固有財産と区別されてい

16 神崎 [1964] (1) p.505。しかし、このように取次と信託の相違に着目すること自体、責任財産からの分離という同一の問題に関し、それらの共通点に着目して信託法を類推する立場と相容れないようにも考えられ、不可分のルールのうち一部分だけを取り出して類推解釈してしまっているとの批判があり得る。

必要があると考えられる。なぜならば、取戻権や第三者異議の訴えは、所有権その他の実体法上の権利に基づき、対象財産が破産者または債務者に属さないことを主張する権利だからである。

このように、取戻権または第三者異議の訴えが顧客に認められるための要件としては、対象財産について、財産の種類および数額の特定が顧客毎に認められるとともに、財産の区別のための特定が顧客分全体として¹⁷認められる必要があると考えられる。このうち、財産の種類および数額の特定が意味するところは比較的明確である。そこで、以下では、財産の種類および数額の特定があることを前提として、財産の区別のための特定がいかなる場合に認められるかを証券ブローカーを例にとって検討する。

（「財産の区別のための特定」が認められる要件）

まず、例えば現物株券について株券番号などによる個別具体的な特定がある場合には、ブローカーの固有財産との区別が可能であり、顧客はそのように特定された個別の株券に対する所有権に基づいて、取戻権を行使し、または第三者異議の訴えを提起できる。

一方、個別具体的な財産の特定がない場合には、顧客分の証券が全体としてブローカーの固有財産と分別されていれば、ブローカーの固有財産との区別は可能である。その場合には、顧客分全体として分別された証券に対して、各顧客は、個別の所有権¹⁸または法律の規定もしくは合意に従って顧客間で成立した共有持分権¹⁹に基づき、取戻しを請求することになる。

（事例1への適用）

事例1に即して言えば、1 買い入れた現物証券について、証券会社Xが顧客分全体を自己分と物理的に分別している場合は、Xの固有財産との区別が可能であるから、顧客Aは、所有権または共有持分権に基づき当該証券を取り戻すことができる。

また、2 買い入れた現物証券について、証券会社Xが顧客分全体を自己分と

17 その程度の分別によりブローカーが各顧客に対する義務を果たしたことになるか否かは別問題である。後述d.参照。

18 預託証券または振替決済証券については、後述するように、証券返還請求権に基づく取戻しと構成することもできる。

19 例えば、日本証券業協会が作成した証券保護預り約款3条4項および5条は、債券および投資信託受益証券について他の顧客の分と混蔵して保管することがある旨、および、その場合には他の顧客と共有関係に立つ旨を定めている。保護預り約款を締結している顧客は買入証券をそのまま保護預り扱いにするのが通常であるから、少なくともかかる顧客間では、買い入れた債券等についても共有関係の成立を認めてよいように考えられる。

別にカストディアン（受寄者）に預託している場合（カストディアンが別口座で管理している場合）は、カストディアンに対する顧客分の証券返還請求権が全体としてXの固有財産と区別されているから、顧客Aは、取戻権の行使として、証券返還請求権の引渡または準共有持分権に基づく証券返還請求権の分割を請求できる²⁰。もちろん、証券返還請求権が分別されているだけでなく、顧客分の現物証券自体がカストディアンのところで特定されている場合には、Aは当該証券の所有権または共有持分権に基づいて取戻権を行使することもできる。しかし、カストディアンによる現物証券の保管方法を問題としなくてもAを保護することができる点で、カストディアンに対する証券返還請求権の分別を考える実益があろう。したがって、例えば、カストディアンがXの自己分と顧客分の現物証券を混合してしまっても、証券返還請求権が分別されている限り、Aはなお救われる。

さらに、3 買い入れた振替決済証券について、証券会社Xが顧客分全体を自己分と別に振替決済機関の顧客口座を通じて管理している場合²¹には、振替決済機関に対する顧客分の証券返還請求権が全体としてX自己分の返還請求権と区別できるから、顧客Aは、取戻権の行使として、証券返還請求権の引渡または準共有持分

20 買入証券のみならず証券返還請求権についても、何らの公示なしにAは取戻権を行使できると解する。これについては、抵当権者が抵当不動産の代替物（売却代金等）に物上代位する際に金銭等の払渡しまたは引渡し前に差押えをしなければならない（民法372条および304条）こととのバランスが問題となり得る。しかし、そもそも、問屋への委託者と問屋の破産管財人とは において述べたように、買入証券について対抗関係に立たないのに対し、抵当権者と債務者の破産管財人とは抵当不動産について対抗関係に立つとされているから、証券返還請求権の取戻しと不動産売却代金への物上代位との間に差異があっても必ずしも不均衡ではないと考えられる。

なお、物上代位において求められる差押えの趣旨については、大判大正12年4月7日民集2巻5号209頁が、抵当権の「優先権ヲ保全スルニ欠クベカラザル要件」としたうえで、抵当権者による差押え前に他の債権者が代金債権を差し押えたうえ転付命令まで得ていた事案につき、物上代位権の行使を否定した。これに対し、従来の通説は、差押えを対象の特定性を維持するための手段と捉え、実際に代金が払い渡されるまでは、1 他の債権者が当該代金債権を差押えもしくはそれにつき転付命令を得、2 第三者が当該代金債権を譲り受けて対抗要件を具備し、または、3 債権者が破産した場合であっても、なお物上代位権の行使は可能であるとしていた。これに関して、最高裁は、動産先取特権に関する事案ではあるが、物上代位において差押えが要求される趣旨として「特定性の維持」、「物上代位権の保全」および「第三債務者等の不測の損害防止」を挙げ、債務者の破産宣告後または他の一般債権者による仮差押え後であっても物上代位権の行使が可能である旨判示した（最判昭和59年2月2日民集38巻3号431頁および最判昭和60年7月19日民集39巻5号1326頁）。これらの最高裁判決を、上記大審院判決と従来の通説との関係でいかに解するかは諸説あるが、少なくとも破産管財人や転付命令を得るに至っていない差押債権者との関係では、物上代位のための差押えが先行する必要はないと解釈できる。この点からも、ブローカレッジにおける証券返還請求権の取戻しとの不均衡を問題とする理由は小さいと言えるのではないだろうか。なお、上記最高裁判決については、道垣内 [1996a] 等参照。

21 「株券等の保管及び振替に関する法律」（以下、「株券保管振替法」）に基づき証券保管振替機構に預託された株券および日本銀行に寄託され振替決済の対象となっている国債は、この場合に該当する。まず、証券ブローカーレベルでは、各顧客毎に（当然ブローカー自己分とも）分別して口座管理されているため、各顧客毎に証券の種類および数量が帳簿上特定されている。また、振替決済機関レベルでは、各参加者分（ブローカー自己分）とその顧客分に分けて口座管理されているため、顧客分全体としてはブローカー自己分と分別されているものと言える。これは、現物証券において、証券の種類および数量がブローカーの帳簿上各顧客毎に特定されており、その管理方法として、自己分とは区別したうえで、顧客分をまとめて第三者に預託している場合（本文の 2 の場合）と同様に考えられよう。

権に基づく証券返還請求権の分割を請求できる²²。もちろん、振替決済の裏付けとなる証券が現物証券であって、振替決済機関またはそのサブカस्टディアンのあるところにかかる現物証券が特定されている場合²³には、Aは証券の所有権または共有持分権に基づいて取戻権を行使することもできる。しかし、そのような現物証券の分別がない場合でも、また、振替決済の裏付けとなる現物証券が存在しない場合であっても、2について述べたのと同様に、振替決済機関に対するXの証券返還請求権がX自己分と顧客分とに分別されていれば、Aは少なくともかかる証券返還請求権を取り戻すことができよう²⁴。

なお、4 登録証券については、ブローカー名義を経ることなく売主から買主に直接移転登録がなされれば、ブローカーの責任財産には含まれない。一方、所得税の源泉徴収を回避するなどの目的でそのような移転登録がなされず、ブローカーたる指定金融機関に登録名義が置かれている場合（いわゆる名義貸しの場合）には、登録証券は当該ブローカーの責任財産に混入してしまい、分別はなされていないものとして扱われよう。もっとも、登録上、ブローカー名義に加えて「年金信託口」などと実質的所有者は顧客であることが記載されていれば（いわゆる括弧書き記名）、ブローカーの固有財産との区別は可能であるから、特定があるものとして扱うことができるように考えられる。

（ブローカーと顧客の共有のケース）

なお、同一銘柄の証券すべてをブローカーおよび当該証券を購入した全顧客が共有している場合²⁵には、当該証券は（顧客との間で共有されていない）ブローカーのその他の固有財産と区別できるため、資産として特定されている。したがって、顧客分の証券を分別していなくても、各顧客は、特定された共有物全体を対象として、共有物分割請求のかたちで取戻権を行使できると考えられる。共有関係の成立には、法律の規定がある場合を除き、当事者の合意が必要であるとされている²⁶が、ここに言う合意は必ずしも明示のものである必要はない²⁷。

d. 私法上の原則としてのブローカーの分別義務

22 もっとも、振替決済制度の下では、証券返還請求権の行使は参加者を通じて行うことになっている（例えば、株券保管振替法28条1項）。したがって、Aは、証券返還請求権を取り戻したうえで、それをXの管財人を通じて行使することになる。

23 株券保管振替法24条に基づき証券保管振替機構に預託された株券については、参加者口座簿および顧客口座簿に記載された株式の種類毎に、参加者および顧客の共有持分が法律上推定される。

24 前注17で述べたように、その程度の分別によりブローカーが各顧客に対する義務を果たしたことになるか否かは別問題である。

25 例えば、株券保管振替法に基づく預託株券については、同一銘柄の証券全体が共有物として特定されることになるから、現物株券の取戻しについては、原則として、現物株券の分別すら必要ではない。

26 遠藤他（監）[1997] p.519等。

27 篠塚・前田（編）[1991] p.327。例えば、大判大正6年4月18日民録23輯799頁は、数人の共同出資をもって土地を購入した場合には、反証がない限りその土地は出資者の共有に属するものと推定される旨判示した。

分別義務の根拠

ブローカーは、契約上の定めがあって初めて顧客に対し私法上の分別義務を負うのか、それとも、原則として分別義務を負い、契約上の定めがあって初めてそれを排除できるのか。

前記c.では、ブローカーの信用リスクから顧客財産を保護するための要件として、顧客財産をブローカーの固有財産から区別するための特定が必要であり、金融資産に応じた財産の分別により、かかる特定が可能であることを論じた。しかし、それは、顧客財産を保護する義務をブローカーが私法上負うことを直ちに意味するわけではない。また、ブローカーが顧客財産を保護するために顧客財産を固有財産から区別する義務を負うとしても、上述したとおり、分別は、財産の区別のための特定をする唯一の方法ではない。その意味で、ブローカーの信用リスクから顧客財産を保護するための特定の問題と顧客に対するブローカーの分別義務の問題とは完全に重なるわけではなく、理論的には区別する必要がある。とはいえ、両者は密接な関係にあるので、私法上の原則としてブローカーが分別義務を負うか否かを検討するに当たっては、かかる関係を踏まえて、ブローカレッジの当事者の合理的な意思を探る必要がある。

ブローカレッジの当事者の意思解釈としては、特段の合意がない限り、ブローカーの信用リスクを顧客が負わないことを予定しているのが合理的である。なぜならば、ブローカーが取得する権利は顧客との間においては条文上最初から顧客に帰属することとされており（商法552条2項）、取引実態上も金融資産が顧客に実質的に帰属することが取引当事者による黙示の了解事項となっており、かつ、ブローカーは受託者として顧客のために取次事務を遂行するにすぎないからである。したがって、特段の合意がない限り、ブローカーの信用リスクを顧客が負わないようにするために必要な手立てを取ること（財産の種類に応じた「財産の区別のための特定」）をすることがブローカーの義務の内容となっていると考えるべきである。「財産の区別のための特定」といっても、実際には、個別具体的な資産の特定をすることは現実的でない場合や同一銘柄全体についてブローカーおよび他の顧客との共有を認めることができない場合が多いので、分別による特定がなされることになろう。その意味で、私法上の原則としては、ブローカーは、顧客財産を顧客分全体として自己の固有財産から分別する義務を負うものと考えられる。

分別義務の内容

私法上の原則としての分別義務は、ブローカーの信用リスクから顧客を保護しようとする当事者の合理的意思に根拠付けられる。したがって、分別義務の内容は、「財産の区別のための特定」に関して述べた分別管理の態様と同様である。

また、私法上の原則としてのブローカーの分別義務とは別に、業法上免許・登録が必要とされるブローカーについて、業法上分別管理義務を負わせることも考えられる。実際にも、証券取引法上、証券会社は、売委託に伴いまたは買委託の実行の

結果として預かる有価証券を、安全な保管施設において確実かつ整然と保管することが要求されている（証券取引法54条2項2号および証券会社の健全性の準則等に関する省令9条5号）²⁸。また、商品取引所法は、商品取引員について同様の規定を設けている（商品取引所法92条の2）。

このような業法上の分別義務は、私法上の分別義務とは別のものとして理解すべきであろう。具体的な相違点としては、業法上の義務は、当事者の合意で排除できるものではなく、その違反に対しては、業務停止命令や免許・登録等の取消しなどの行政処分が課されたり、場合によっては刑罰が科され得る。他方、私法上の義務違反については、顧客による分別義務履行請求が可能であるし、それが功を奏さない場合には契約を解除することもできる。このように、具体的利害関係を持つ当事者に法の実現を委ねている点で、限界はあるものの、行政的手法とは区別される私法による規律が期待されるところである。

e. 特定がない場合の優先権 立法的解決

破産法上の取戻権（破産法87条）は対象財産が法定破産財団に属さないことを理由として認められるものである以上、顧客財産がブローカーの一般財産に混入してしまっている場合には、顧客に取戻権を認めることは現行法上難しい。しかし、顧客資産がたまたまブローカー名義になっており、特定されていない状態の下でブローカーが破産した場合、顧客資産が一般債権者の引当財産となると、顧客の犠牲の下にブローカーの一般債権者を利することになる。そこで、取戻権を認める以外にいかなる方法で顧客を保護することが可能であるかを検討してみたい。

まず、現行の制度としては、取引所取引における会員信託金に対する顧客の優先権が挙げられよう。すなわち、取引所の会員であるブローカーに取引所取引を委託した顧客は、委託により生じた債権に関し、当該会員の会員信託金について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利を認められている（証券取引法97条4項、商品取引所法38条5項および金融先物取引法27条4項）²⁹。ただ、この優先権は取引所取引に関してのみ認められるにすぎない。

また、法律上の制度ではないが、証券会社の拠出金により寄託証券補償基金が創設されており、破綻証券会社に対して有価証券、金銭を寄託していた顧客が被る損失が補償されることになっている。このようなファンドには顧客保護の観点から一定の意味はあると思われるが、現行制度による保護は十分ではないと言われている³⁰。

28 同省令の「受託有価証券」には、保護預りの対象となる有価証券のほか、上記のとおり売委託に伴いまたは買委託の実行の結果として預かる有価証券、さらには信用取引における委託保証金代用有価証券をも含む。証券法制研究会（編）[1995] p.453参照。

29 会員信託金に対する顧客の優先権の法的性質については、神崎[1964]（2）p.88、広島地判昭和31年6月22日下民集7巻1606頁および東京地判昭和36年10月30日下民集12巻2599頁参照。

他方、その限度額を引き上げると、証券会社の資金拠出を通じて証券取引のコストに転嫁され、最終的には顧客の負担が増加してしまうという問題がある。さらに、各証券会社がこの制度に頼るようになると、一種のモラルハザードを招いてしまう。

そこで、分別義務を免除されていないにもかかわらず、ブローカーが顧客財産を自己分と分別していない場合、または、分別している数量が実際には不足している場合には、かかる分別義務違反に基づく顧客の損害賠償請求権について、一般債権者に対する私法上の優先権を顧客に与えることが立法論として考えられる³¹。具体的には、ブローカーの一般責任財産全体に対する一般先取特権³²または当該ブローカーが有する同種証券全体に対する特別の先取特権³³を認めることなどが考えられる³⁴。しかし、顧客の損害賠償請求権は、民法306条に列挙された原因（共益費用、雇人の給料、葬式費用および日用品の供給）に基づく債権と性質が異なることを考えると、一般先取特権を顧客に認めることには慎重にならざるを得ない。また、特別の先取特権を認めることについては、「同種証券」など、優先権の及ぶ範囲をどう画するかを検討せねばならないであろう。

f. 委託保証金・委託証拠金代用有価証券への応用

信用取引や先物取引においては、投資家は、売買成立後決済までの間、取引から生ずる代金債権または損害賠償請求権を担保するために、証券会社等に委託保証金もしくは委託証拠金を差し入れる必要があるが、それを一定の有価証券で代用することもできる（証券取引法49条および132条、商品取引所法97条ならびに金融先物取引法48条）。

このうち、委託保証金代用有価証券の法的性質については、1 顧客がブローカーに対して有価証券を消費寄託し、その返還請求権上にブローカーのために権利質を設定するものと解する見解、2 顧客がブローカーのために有価証券上に譲渡担保を設定するものと解する見解、および3 顧客がブローカーのために有価証券上に根担保質権を設定するものと解する見解など、争いがある³⁵が、判例は

30 なお、米国では、Securities Investor Protection Corporation により、1 顧客当たり合計50万ドル（現金については10万ドル）まで補償される（Securities Investor Protection Act of 1970 § 9(a)）。

31 なお、米国では、証券業者が顧客から預かった資産について、破産法上の特則がある。すなわち、証券業者が預かった顧客勘定の証券、金銭その他の資産のうち、個別の特定がある証券をその名義人に返還した残りの資産は、当該証券業者の破産に際し、顧客への割合的優先弁済に充てられる（Securities Investor Protection Act of 1970 § 8(b)および(c)(1)）。

32 破産法上優先破産債権として優先的に扱われることになる（破産法39条）。

33 破産法上別除権として扱われ（破産法92条）、破産手続によらずに行使できる（破産法95条）ことになる。

34 これに関し、渋谷 [1977] p.265は、前掲最判昭和43年7月11日の判例評釈の中で、「立法論的には、……問屋破産の場合は、同一銘柄の証券および証券引渡請求権よりなる特別財団から、共有持分にもとづき、顧客が一般債権者に先立って優先的に満足を受けうのような法制的整備が考えられるところである」とする。また、振替決済証券ないし登録証券について従来の有価証券法理の限界を指摘したうえ、顧客に帰属すべきキャッシュ・フローに対して顧客に排他権を認めていくべきものとする見解として、神田 [1994] p.168参照。

3 の立場を取っている³⁶。この立場によれば、顧客は有価証券に対する所有権を留保しているので、ブローカーが破産しても、自らの債務を履行したうえ有価証券を取り戻すことができる。以上は、委託証拠金代用有価証券についても同様に考えられよう。

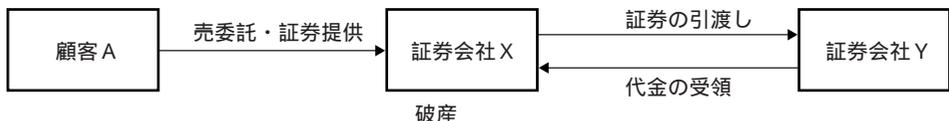
しかし、その法的構成をどう解するにしろ、代用有価証券は、預託前から顧客に帰属している点で、買委託の実行によりいったんブローカーが保有する買付証券よりも顧客への帰属が明確である。したがって、仮に所有名義が法形式上ブローカーに移転するような構成を採ったとしても、買付証券について述べた顧客の保護ルールは、かかる代用有価証券についても基本的に妥当するものと考えらるべきであろう。

なお、委託証拠金代用有価証券に対する顧客の権利については、ブローカーが取引所に対して差し入れる取引証拠金またはその代用有価証券に及ぶか否かが問題となる。これについては、取引所、ブローカーおよびその顧客の三者間の契約により、委託証拠金またはその代用有価証券と取引証拠金またはその代用有価証券との関係を定め、ブローカー自己分と顧客分との分別を条件として、取引所に差し入れられた取引証拠金またはその代用有価証券に対して顧客の権利が及ぶ旨を明確にすることが望ましい。

(3) 売委託の場合の売却代金の取戻しの可否

(事例2)

顧客Aから証券の売委託を受けた証券会社Xが、Aから預かった証券を売却して得た代金相当額をAに引き渡す前に破産した。



a. 売却代金回収前に証券ブローカーが破産した場合の顧客保護

証券ブローカーが証券の売委託を受ける際に顧客から証券を預かった段階では、顧客は証券ブローカーに当該証券の処分権を与えたにすぎない。したがって、証券ブローカーがその段階で（売委託を実行する前に）破産した場合または自己固有の債権者から当該証券の差押えを受けた場合に、顧客に当該証券につき取戻権の行使または第三者異議の訴えが認められることについては異論がない³⁷。

35 信用取引の委託保証金代用有価証券について、神崎 [1964] (3) p. 327参照。

36 最判昭和41年9月6日刑集20巻7号759頁。

また、売委託実行後、代金回収前に証券ブローカーが破産した場合、または、破産後に売委託が実行された場合には、買主に対する代金債権につき顧客に代償的取戻権（破産法91条1項）を認める見解が多い³⁸。かかる代金債権につき管財人が代金を受領した場合には、当該代金が他の財産に混入せず識別できる状態であれば、顧客はその金銭を取り戻すことができ（破産法91条2項）、識別できなくなったときは、その金額につき返還請求権を財団債権として行使できる（破産法47条4号・5号）と考えられる³⁹。

もっとも、証券ブローカーが破産した場合に代償的取戻権が認められるだけでは、証券ブローカーの債権者が代金債権に強制執行した場合に顧客を保護することができない。そこで、代金債権についても端的に取戻権（強制執行の場合には第三者異議）を顧客に認めるべきではないかということが問題となる。この点、代金債権についても顧客は証券ブローカーの一般債権者に比べてより実質的な利益を有するのであるから、買委託についての前掲最判昭和43年7月11日の趣旨は、売委託の場合にも及ぶものと考えるのが自然である。また、条文上の根拠として商法522条2項の解釈論を展開する多数説や信託を類推する説によっても、売委託と買委託を区別する理由はないと言えよう。このように考えると、代金債権についても顧客の取戻権（強制執行の場合には第三者異議）を認めることが妥当ではないかと思われる⁴⁰。

b. 代金取戻しに特有の問題と顧客口専用口座による解決の可能性

売却代金の特定

代金債権の取戻しについて以上に述べたところは、売委託を実行した証券ブローカーが代金を受領したのち顧客に送金する前に破産した場合についても妥当する。すなわち、証券ブローカーの顧客は、証券ブローカーの一般債権者に比べ、証券の売却代金に対してより実質的な利益を有する。そうだとすれば、事例2の場合に顧客Aの代金取戻権を認めることも、上記最高裁判決の射程内と考えられないではない。少なくとも、受け取った代金が封金のかたちで物理的に分別かつ特定されているときには、当該代金を上記最高裁判決の解釈に関して証券ないし代金債権と区別する理由はない⁴¹。

ただ、物理的に分別かつ特定されていない代金については、その特定性を欠くと

37 江頭 [1996a] p.202。ただし、取戻権一般の問題として、取戻しの対象を特定して請求する必要はあろう。取戻しの対象たる証券が特定を失い、証券ブローカー自身の保有証券に混入してしまった場合については、前述(2)e.参照。

38 江頭 [1996a] p.202、大塚 [1985] p.51、加藤 [1991] p.139等。ただし、神崎 [1964] (1) p.492。

39 取戻権の対象資産を管財人が破産財団に混入させたことにより取戻権の行使が不能となった場合には、破産財団に対して不法行為に基づく損害賠償請求権ないし不当利得返還請求権が成立するものと思われ、その場合には、それら請求権は財団債権として扱われる。大塚 [1985] p.51。

40 同旨、神崎 [1964] (1) p.492。

41 結論同旨、大塚 [1985] p.51。

いう理由で一般に物権的保護（取戻権）の対象とはならず、顧客は破産債権者となるにすぎないと考えられている⁴²。なぜならば、金銭については、その高度の流通性に鑑み、占有を取得した者に常に所有権が帰属すると解されているからである⁴³。とはいえ、証券ブローカーに対し、証券の売却代金をいちいち封金として分別することを要求するのは非現実的である。また、そもそも証券ブローカーは、取引の相手方（多くの場合は他の証券ブローカーであろう）から直接にまたは市場を通じ、自己の銀行口座に入金を受けることにより証券の売却代金を受領するのが通常である。そこで、実務的に実行可能な方法により、顧客の取戻権を失わせめないだけの特定を売却代金（ないしは代金が入金された預金口座）に対して確保することができるか否かが検討されなければならない。

昭和63年判決

この点に関連して、保険会社のために保険代理店が保険契約者から受領した保険料を、当該代理店が当該保険会社のために開設した専用口座に保管していた場合に、代理店の破産に際し、当該預金の保険会社への帰属を認めた東京地裁の昭和63年の判決（同旨2件）が参考になる⁴⁴。

本件では、代理店委託契約および日本損害保険協会事務処理規定に従い、代理店が、契約者から現実に保険料を受領したか否かを問わず、保険契約が締結されるたびに自己の一般預金口座から「 保険株式会社代理店 」などの名義の保険料専用口座に預け替え、毎月末に代理店手数料を控除した金額を当該専用口座から払い戻し、保険会社に送付していた。当時、上記保険料専用口座については、上記契約および事務処理規定上の定めのほか、「保険募集の取締に関する法律」（以下、「募取法」）12条ならびに同法施行規則（以下、「募取法規則」）5条および6条⁴⁵により、代理店の有するその他の預貯金と別口座としなければならないものとされ、その用途が制限されていた⁴⁶。実際上も、代理店は、預金利息を収受していた等のほかには、当該専用口座から自己の資金繰りに資金を流用したことはなく、その残高は、代理店の収支明細表に記載された未精算保険料の額に対応し、明確になっていた。

以上のような事実関係の下で、保険会社が代理店の破産管財人に対し、預金債権が自己に帰属することの確認を求めたところ、東京地裁は、昭和63年3月29日の判決において、「本件預金の原資は、実質的には、保険契約者が支払い、又は〔代理店〕において立て替えた保険料であって、実質的には、〔保険会社〕がこれを出捐

42 神崎 [1964] (1) p.491、大塚 [1985] p.51、平出 [1989] p.385。ただし、西原 [1960] p.267。

43 末川 [1937] 最判昭和39年1月24日判時365号 p.26等。なお、金銭の所有権に関する法律上の問題点につき判例・学説を整理したものとして、能見 [1990] p.102以下参照。

44 東京地判昭和63年3月29日金法1220号 p.30および同昭和63年7月27日金法1220号 p.34。

45 募取法および募取法規則は、その後保険業法の改正に伴い廃止された。

46 預金の払戻しは、具体的には、保険会社に対して送金する場合、契約者に保険料を返戻する場合、代理店が手数料・報酬等に充当する場合、預金利息を受け取る場合、その他保険会社の指示による場合に限り許されていた（募取法規則6条）。

したのと同視し得べき金員である」としたうえで、「本件預金は〔保険会社〕に帰属するものと認めるのが相当である」と判示し、保険会社を保護した。

本判決は、専用口座の原資が実質的には保険料であることから保険会社を預金の出捐者と同視し、それを根拠に当該預金債権が保険会社に帰属する旨の結論を導いている。この論理構成は、預金の出捐者を預金者と認定する判例⁴⁷に沿うものであると一般には解されている。しかし、金銭の所有権は占有とともにあるという通説に従えば、保険料は代理店がそれを受領した時点で代理店の一般財産に帰属し、本人たる保険会社に直ちに帰属することにはならない。したがって、たとえ預金の原資が保険料であっても、代理店が当該預金の出捐者とするのがむしろ自然である⁴⁸。そこで、いかなる事実をもって、かつ、いかなる法的根拠により、保険会社を預金の出捐者と「同視し得べき」なのかが明らかにされねばならない。この点、本判決は前述のような認定事実を基に保険会社を出捐者と同視しているのであるが、その法的根拠をはっきりと述べておらず、それ故それらの認定事実すべてが結論を導くために不可欠な要素であるか否かは必ずしも明確ではない。

平成8年判決

以上に関連して、その後注目すべき判決が出されている。保険料保管専用口座の開設、維持および管理につき上記東京地裁判決の事案と同様の取扱いがなされていたという事実関係の下で、代理店が破産していないにもかかわらず、保険会社が銀行に対して預金の払戻しを請求した事案について、千葉地裁は、平成8年3月26日、代理店を預金者と認定し、保険会社の請求を棄却した⁴⁹。本判決は、傍論において、上記東京地裁判決との関係につき、「当該預金のような代理店名義の保険料保管専用口座については代理店破産の場合に保険会社帰属とされている《証拠略》のは〔保険会社〕の主張のとおりであるけれども、これは、代理店が保険会社に保管中の保険料を引渡す前に破産した場合にその特定性が維持されている限りは引渡がなくとも当然に当該保管中の保険料は保険会社の帰属となって保険会社が取戻権を行使できる、という関係をいうものであって、代理店が破産した場合ではない本件には当てはまらないものであると解される」と判示した。ここでは、上記東京地裁判決を、専用口座により特定された保険料が代理店破産の場合には保険会社に帰属するとしたものにすぎず、その射程は代理店破産前には及ばないと解している。しかし、破産宣告を契機に破産者に帰属する権利が自動的に他人に移転することは考え難いから、代理店が破産しているか否かで両判決の結論の相違を説明するにしても、その法的根拠を明らかにする必要がある。

両判決の解釈

47 最判昭和52年8月9日判タ352号 p.205、最判昭和57年3月30日金法992号 p.38等。もっとも、普通預金においては、金銭の預入れ毎に各別の預金債権が成立するのではなく、口座開設当時の出捐者が預金者となり、その後の預入れ毎に既存の預金と合わせて1個の預金債権が成立するとされている。東京高判平成7年3月29日金法1424号 p.43。

48 弥永 [1992] p.108。

49 千葉地判平成8年3月26日金法1456号 p.44。

以上を整理すると、東京地裁判決は、代理店が破産した場合に、実質的に保険会社の出捐であることを理由として、管財人に対する保険会社の預金債権確認請求を認容した。これに対し、千葉地裁判決は、代理店が破産等していない場合に、代理店が預金者であると認定したうえ、銀行に対する保険会社の預金払戻請求を棄却した。これらを整合的に解釈するのは容易ではないが、一つの考え方として、専用口座に関しては代理店を保険会社の間接代理として構成し、代理店は自己の名義かつ保険会社の計算で専用口座を開設、維持および管理していると解することにより説明できる。すなわち、1 通常時には、銀行に対して直接の権利義務関係に立つのは代理店であるから、代理店のみが銀行に対して預金の払戻しを請求できる一方で、2 代理店が破産した場合には、商法552条2項または前掲最判昭和43年7月11日を援用することにより、保険会社は、預金債権を行使できることとなり、銀行に対して預金の払戻しを請求することができる⁵⁰。また、代理店の一般債権者が当該預金債権を差し押えた場合にも、同様の法律構成により、保険会社は、第三者異議の訴えを提起できる。

学説にも、東京地裁判決が保険会社を端的に「出捐者」とする代わりに「出捐者と同視し得べき」とした趣旨は、私法上は預金債権が代理店に帰属するとしながらも、実質的利益衡量に基づいて取戻権を認めた前掲最判昭和43年7月11日に近い考えをとったものだとする見解がある⁵¹。

以上に対し、代理店が預金者であると認定した上記千葉地裁判決には形式的に反するものの、代理店が収受した時点で実質的に保険料が保険会社に帰属することを重視し、保険会社を保険料保管専用口座の預金者と認定することにより、同様の結論を導くことも可能であろう。この見解による場合には、代理店の破産またはその一般債権者による差押えの場合に保険会社に取戻権または第三者異議が認められることは当然である。そして、通常時において保険会社が銀行に対して預金の払戻しを請求できないことは、保険会社が預金者としての権利行使権限を排他的に代理店に対して授与していると解することにより説明できる。ただ、通常時に保険会社が銀行に対して預金の払戻しを請求した場合に、保険会社の権利行使が制約を受けていることを銀行が援用できるか否かについては、なお検討が必要であろう。もちろん、この問題は、銀行を含めた三者契約に基づいて排他的権利行使権限を代理店に授与すれば、解決することができよう。

専用口座

50 具体的には、1 自己の権利を証明して銀行に直接請求する、2 管財人から預金通帳および銀行取引印等を取り戻して直接銀行に対して請求する、3 管財人をして銀行から払戻しを受けさせ、管財人から金銭を受領する、などの方法が考えられる。

51 弥永 [1992] p.109。その他、山下 [1989] p.49は、「少なくとも、破産の場合には、画然と区別して保管してあることが外観上も明確である専用口座預金について代理店の一般債権者が責任財産として期待しうべきでないことは、問屋が委託者から代金の支払を受けた後で委託者に引き渡すべき物を占有したまま破産した場合に委託者の取戻権が認められること（最判昭和43年7月11日民集22巻7号1462頁参照）を類推して考えることができよう」とする。同旨、石田 [1989] p.12。

いずれの説明をすとしても、代理店が破産した場合や代理店の一般債権者が保険料保管専用口座に係る預金債権を差し押えた場合に、保険会社に取戻権や第三者異議を認めるという結論を採るとすれば、それは、保険会社が実質的な権利帰属者であることと、代理店が単なる仲介者にすぎず、その一般債権者は当該預金債権を引当財産として期待すべきではないことを考慮したものであろう。その際に「専用口座」であることが求められるのは、取戻権または第三者異議の対象として、代理店の一般財産と区別できなければならないからである。つまり、専用口座は、受取保険料を預金債権のかたちで代理店の一般財産から区別し、特定する手段として捉えられる。かかる観点からは、預金口座が代理店の一般財産と事実上区分されていることが重要であり、その区分の根拠が法律に基づくものであるか契約に基づくものであるかは重要でないように思われる⁵²。

c. 金銭の特定方法としての専用口座に求められる要件

以上の議論を一般化し、仲介者がその顧客のために受領した金銭を預金債権のかたちで特定し、自己の固有財産と区別するための方法として捉えるのであれば、専用口座による分別は、保険会社による保険料の取戻しにとどまらず、上記最高裁判決を証券の売委託にも及ぼして売却代金の顧客による取戻しを認める根拠ともなる。

無論、各顧客に取戻権を認めるためには、各顧客毎に帰属すべき金額が特定していることが前提となる。一方、分別による財産の特定の単位としては、買委託について述べたように、分別の目的は実質的経済的に顧客に帰属すべき資産をブローカーの固有財産と区別することであるので、顧客分が全体として専用口座により分別されていれば足り、個別顧客毎の分別は不要と解すべきである⁵³。具体的には、事例2において、顧客分全体につき受取代金を保管するための専用口座がある場合には、顧客Aは、当該顧客口座に係る預金に対する準共有持分権が実質的に自己に帰属していることに基づいて、証券売却代金を取り戻すことができよう。現在の実務はこのような分別を前提としていないが、証券売買代金の計算および支払い・受領を自己分と顧客分に分けることは、実務上不可能ではないように思われる。

以上のような専用口座に求められる要件としては、現実にブローカーの固有財産と混同していないことが重要なのであるから、現実に自己資金預入用とは別の預金口座を開設し、その口座で顧客取引の受取代金を(受領後顧客に引き渡すまでの間)管理しているだけで足りると言うべきであろう。それ以上に、法律上または契約上、

52 同旨、青山・小川 [1996] p.61。これに対し、伊藤 [1990] p.226は、上記東京地裁判決の事案について、保険会社の取戻権を同じく認めるものの、その根拠として、専用口座中の資金の用途に対する募取法上の規制を公法上の義務と捉えたうえで、破産管財人がかかる義務に拘束されることを挙げる。しかし、かかる見解によるときは、同様の利益状況にある証券ブローカーの顧客を救えないばかりか、保険料についても、専用口座による保管について法令上の規制が廃止された現在、上記東京地裁判決の意義が著しく減殺されてしまうであろう。

53 その程度の分別によりブローカーが各顧客に対する義務を果たしたことになるか否かは別問題である。

口座名義や元利金の払出し等につき制約があるか否かを問題とする必要はないように解される⁵⁴。それはちょうど、顧客分の現物証券の分別管理の方法として、単に事実上自己の手元で物理的に分別管理することで足りるとされていることと同様である。

d. 私法上の原則としてのブローカーの分別義務

買委託について述べたのと同様に、金融資産の売却代金についても、特段の合意がない限り、問屋関係の当事者の意思解釈としては、ブローカーの信用リスクを顧客が負わないことを予定していると考えるのが合理的である。そのためには、売却代金をブローカーの固有財産から区別し特定することが必要となるが、その手段としては、金銭を個別具体的に特定することはできないので、ブローカーは、固有資産から代金を分別することにより特定する義務を負うことになる。具体的には、ブローカーは、顧客に引き渡すべき金額を代金決済時に支払者をして自己の顧客取引専用口座に入金せしめるか、決済後直ちに当該金額を当該口座に振り替えることにより、預金債権のかたちでブローカーの固有財産から売却代金を区別し特定すべきであろう。

なお、買委託について述べたのと同様に、売委託における売却代金についても、免許・登録が必要とされるブローカーについては、私法上の分別義務とは別に、専用口座による分別管理義務を業法により負わせることが併せ考えられてよい⁵⁵。

e. 特定がない場合の優先権 立法的解決

買委託について述べたように、専用口座による分別がなされていないために、代金取戻しの要件である特定性を認めることが難しい場合に、現行の会員信託金制度または寄託証券補償基金制度以外に、顧客に帰属すべき資産の時価相当額については、ブローカーが破産した場合に、顧客に一般債権者に対する私法上の優先権を与えることが立法論として考えられる⁵⁶。具体的には、1 証券ブローカーが顧客分

54 ブローカレッジの委託契約の内容としてブローカーの分別義務が定められている場合はもちろん、定められていない場合でも、後述のとおり、特に合意により分別義務を免除しない限り、ブローカーは私法上の原則として顧客に対して顧客資金の分別義務を負い、顧客への代金引渡し以外の目的で預かり金元本を払い出すなど元本を流用した場合には、当該義務違反を構成すると解すべきである。しかし、仮に合意により分別義務を免除している場合や、専用口座による分別の方法につき払出制限などの合意をしていない場合であっても、ブローカーが自ら進んで専用口座により顧客資金を管理し、自己の資産と区別していた場合に、責任財産の分離を否定する理由はないように思われる。

55 もっとも、受託有価証券と異なり、買委託に伴いまたは売委託の実行の結果として受領した金銭については、ブローカーの分別管理義務を定めた規定はない。これに対し、米国では、証券業者が顧客から預かった資産について、証券の分別管理義務のみならず金銭の専用口座による分別義務が定められている（Securities Exchange Act of 1934, Rule 15c3-3）。

の受取代金を自己の固有財産に混入させている場合、および、2 顧客専用口座中の預金残高が実際には不足している場合に、問題となる。ただし、買委託について述べたように、当該ブローカーの一般責任財産全体に対する一般先取特権⁵⁷を認めることには慎重にならざるを得ず、特別の先取特権その他の優先権を認める場合には、その対象財産の範囲をどう明確化するかが難題であろう。

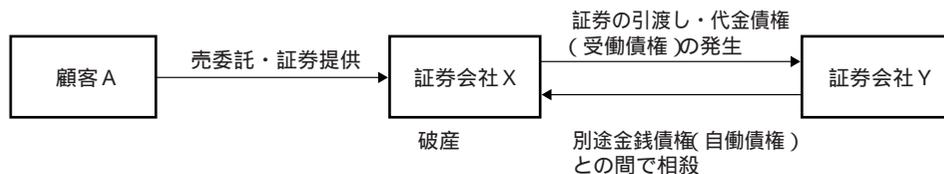
f. 先物取引における委託証拠金および信用取引における委託保証金への応用

信用取引や先物取引においては、投資家は、売買成立後決済までの間、証券会社等に委託保証金または委託証拠金を差し入れる必要がある（証券取引法49条および132条、商品取引所法97条ならびに金融先物取引法48条）。これらは、金銭所有権の一般理論から、証券会社等に対して差し入れられた時点で証券会社等に帰属し、顧客は、証券会社等の破産に際して破産債権を取得するにすぎない。しかしながら、代用有価証券について述べたのと同様に、売委託の実行に際してブローカーが受領する売却代金よりも顧客への帰属がはっきりしているものであるから、少なくとも、売却代金について述べた顧客の保護ルールが基本的に妥当するものと考えらるべきであろう⁵⁸。

(4) 売委託の場合の買主による相殺の可否

(事例3)

顧客Aから証券の売委託を受けた証券会社Xが、買主である証券会社Yから代金を受領する前に破産したところ、Yが、Xに対する代金支払債務をXに対する自己の金銭債権で相殺した。



a. 顧客財産の保護の限界 相殺権者との利害調整

56 前注31に述べたとおり、米国では、証券業者が預かった顧客勘定の証券、金銭その他の資産のうち、個別の特定がある証券をその名義人に返還した残りの資産は、当該証券業者の破産に際し、顧客への割合的優先弁済に充てられる（Securities Investor Protection Act of 1970 §8(b) および (c)(1)）。

57 破産法上優先破産債権として優先的に扱われることになる（破産法39条）。

58 なお、ブローカーが取引所に対して差し入れる取引証拠金またはその代用有価証券に対する顧客の権利については、前述（2）f.参照。

前記(3)で検討したように、売委託に関しても前掲最判昭和43年7月11日の射程が及ぶとすると、一般に、証券ブローカーの一般債権者は、証券ブローカーが売委託の実行行為によって取得した代金債権をその満足の対象となし得ないことになる。それでは、事例3のように売委託の相手方がたまたまブローカーの一般債権者でもある場合、すなわち、相手方が証券ブローカーに対して別途金銭債権を有している場合に、当該相手方からの相殺が許されるであろうか⁵⁹。

これについては、商法552条1項に従いブローカーと相手方との間で同種の債権が直接相対立することとなる以上、弁済期の到来とともに相殺適状が生じ、したがって、相手方による相殺は認められるのが原則であるとまずは考えるべきであろう⁶⁰。しかし、次に、前記最高裁判決の射程が相殺権者に対する関係でも及ぶか否かが問題となる。これは、商法552条2項の「問屋」には問屋自身のみならず問屋の債権者群が包含されるものとする解釈論からすると、相殺権者が「債権者群」に含まれるか否かという問題になり、問屋と信託との類似性に着目する見解からすると、信託法17条(信託財産に属する債権と信託財産に属さない債務との相殺の禁止)が問屋関係に類推できるかどうかということになる⁶¹。

この点については、商法552条2項の解釈にしる信託法17条の類推にしる、問屋の実行行為に基因しない債権を自働債権とする相手方からの相殺を禁止すべきとする見解に対しては、委託者の保護が強調されるあまり、当該相手方の利益が顧みられないくらいがあるとする反対論がある⁶²。確かに、相互に債権債務を有する当事者は、その対等額については相手の資力をもはや問題とすることなく既に当該債権債務関係が決済されたかのように信頼し合うのが通常であり、そのような相殺の担保的機能に対する当事者の期待は、一般に保護に値するものとされる。したがって、商法552条1項により問屋と相手方との間に相殺適状が生じている以上、相手方の相殺の期待を覆すことには慎重でなければならず、特に強い理由がある場合を除いて、商法552条2項や信託法17条の拡張ないし類推解釈により商法552条1項の明文から生ずる効果を制限することは原則として許されないと考えられる。

b. 昭和43年判決の射程と問屋の法理 「一般債権者」の範囲

59 この問題は、金銭債権に限らず、同種の証券の引渡請求権が相対立する場合にもあてはまる。例えば、ある証券の買委託をブローカーが実行したところ、当該売買の相手方(売主)がたまたまブローカー自身に対し同種の証券の引渡請求権を有していた場合に、当該相手方がそれら証券引渡請求権をその数量が重なる限度で相殺することも考えられる。

60 小町谷[1943]p.222は、問屋が実行行為に基づき第三者に対し一切の債権債務の主体となることを根拠に、第三者による相殺を無条件に承認している。

61 この観点から問屋の実行行為に基因しない債権を自働債権とする相手方からの相殺を禁止すべきとする見解として、神崎[1964]〔1〕p.508以下。なお、信託法17条の解釈(受託者からの相殺のみを禁止するものと限定解釈することの可能性)については、後述3.(2)d.参照。

62 大塚[1985]p.49。

そこで、事例3に即して、前掲最判昭和43年7月11日が委託者に取戻権を認めた趣旨を相殺権者との関係にも及ぼすだけの強い理由があるか否かを検討する。同判決は、前述のとおり、委託の実行により問屋が取得した権利に対して問屋の一般債権者が一般的抽象的な利益を有するにすぎないのに対して委託者が実質的具体的な利益を有することを理由として、委託者の取戻権を認めたものである。これに比べ、証券会社Yは、証券会社Xが売委託の実行により取得した権利 Y自身に対する代金債権 に対して実質的具体的な利益を有するようにも考えられる。確かに、Yはもともと単なるXの一般債権者の一人であったにすぎない。しかし、相対立する債権債務を相互に有するに至った時点で、Yは、その後の破産または差押えに先立ち、相殺の担保的機能に対する期待を持つというかたちで、Xの自分自身に対する代金債権に対して実質的かつ具体的利益を取得するに至ると考えられないのであろうか。そうだとすれば、前記最高裁判決の趣旨は相殺権者には及ばず、条文解釈として、商法552条2項の「問屋」と同一視される一般債権者の中には取引の相手方である相殺権者は含まれず、また、信託法17条も問屋関係には類推されないと考えられる。

もっとも、ブローカーが当該取引についてブローカレッジをしていることを相手方が知っていた場合には、相殺の担保的機能に対する期待を保護する必要性が相対的に低くなる。こう考えると、相手方がかかる事情を知っていた場合には、相殺権者との関係でも代金債権が委託者に帰属するものとして扱われ、相殺適状が存在しないこととなる結果、相殺が禁止されるということになる⁶³。

しかしながら、そもそも、取引の相手方の主観要件を問題とするのは、問屋の背後にいる委託者本人が誰であるかを問題とせず問屋を契約相手と扱えばよいからこそ問屋形態が利用されるという経済的側面を無視するものであるし、それを法律上明らかにした商法552条1項の趣旨を没却するものであるように思われる。

2. 支払仲介サービス（振込送金等）

（1）問題の所在

売買代金の支払いや借入金の弁済をする場合、債務者は、支払いの受領者が遠隔地にいる場合や、そうでなくても金額が多額に上る場合には、銀行（仕向銀行）に

63 このように、相手方の主観要件を問題にする見解を採用すると、次の論点として、ブローカレッジであることを 1 ブローカーが相手方に表示または開示する義務を負い、表示または開示された場合には相手方の悪意が擬制される一方で、表示または開示されていない場合にはブローカーが相手方の悪意を証明しない限り相殺が許されると解してよいのか、2 相手方が調査する義務を負い、十分な調査をしてもブローカーとして取引していることを知り得なかった（自己勘定で取引したと信ずる十分な理由がある）場合に限り相殺が許されると解してよいのかを検討しなくてはならない。ブローカレッジにおいては、ブローカーは自己の名前で取引をし、自己勘定の取引と外形上区別がつかないものであるから、相手方に調査義務を課す 2 のような立場は酷に失するであろう。

送金事務を依頼することが多い。その際の送金先は、同一の銀行における支払受領者の口座である場合もあるが、別の銀行（被仕向銀行）における支払受領者の口座である場合もある。いずれにしろ、為替の方法⁶⁴にもよるが、振込送金についていえば、仕向銀行が振込依頼人から振込資金を受領してから被仕向銀行における受取人口座に入金となされて振込送金が完了するまでの間、時差が存在し得る。その間、仕向銀行は、振込依頼人の信認を受け振込依頼人のために送金事務を遂行するのであって、振込資金は、それが受取人に到達するまでは常に振込依頼人に実質的に帰属し、その到達後は受取人に帰属する。

以上のような状況を前提として、振込依頼人または受取人は、送金サービスの提供者たる仕向銀行または被仕向銀行の信用リスクを負うことになるのであろうか。

また、近時、コンビニエンスストアが公共料金等の受領サービスをするなど、受領者の委任を受けて支払受領代行サービスをする例が見られる。同様に、商法上の社債管理会社（商法297条）や債権流動化におけるサービサーなど、債権の管理回収サービスの提供者もまた、そのサービスの一内容として、債権の回収金を債権者に代わって債務者から受領し、債権者に引き渡している。これら支払受領サービスは、債務者の支払代行（送金サービス）と異なり、債権者のための受領代行として行われているものであるが、支払代行の場合と同様に、弁済金を債務者から受領してから債権者へ引き渡すまでの間に時差が存在し得るので、その間のサービス提供者（仲介者）の信用リスクの負担が問題となる。

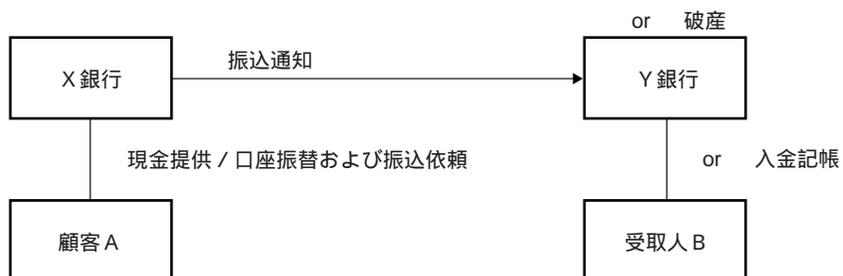
これらの問題につき、以下に具体的事例を取り上げ、検討する。

（２）被仕向銀行の破産と依頼人または受取人による取戻しの可否

（事例４）

顧客Aが、X銀行に対し、Y銀行における受取人B名義口座への振込送金を委託したところ、Yが、Xからの通知に従ってB名義口座への入金記帳をする前に（または入金記帳した直後に）破産した。

a. 振込完了前の被仕向銀行の破産と当事者の権利関係



64 送金小切手が振り出される場合もあるし、そうでない場合（振込送金）もある。また、同じ振込送金であっても、電信扱いの場合、文書扱いの場合、継為替の場合などがある。

振込の法律関係

振込における振込依頼人と仕向銀行の関係は、振込依頼人が仕向銀行に対し振込資金を提供するとともに、特定の被仕向銀行における受取人の預金口座にそれを入金することを依頼し、仕向銀行がそれを承諾することにより成立する契約関係である⁶⁵。判例・通説は、その法律的性質を委任契約と解している⁶⁶。同様に、仕向銀行と被仕向銀行との関係も、仕向銀行から振込通知を受信した被仕向銀行が仕向銀行との間の為替取引契約⁶⁷に従ってその内容どおりに受取人の預金口座に入金する義務を負うという契約関係であるから、委任契約と解されている⁶⁸。このように、仕向銀行は振込依頼人の信託を、被仕向銀行は仕向銀行の信託をそれぞれ受けて、送金事務を遂行する受認者と言える。

振込を巡る当事者の権利関係

以上のような法律関係を前提として、まず、事例4において、Yが破産した時点で未だB名義口座に入金記帳がなされていなかった場合⁶⁹に、振込を巡る当事者の権利関係がどのようになるかを検討する。

(受取人)

わが国では、振込は被仕向銀行が受取人の預金口座に入金記帳した時点で完了し、受取人が送金額につき被仕向銀行に対して預金債権を取得するものと解されている⁷⁰。被仕向銀行が入金記帳をする前に破産した場合には、その時点で仕向銀行と被仕向銀行の間の委任契約が当然に終了する(民法653条)ため、振込は中途

65 全国銀行協会連合会「振込規定ひな型」(1994年)3条参照。

66 後藤 [1986] p.24、名古屋高判昭和51年1月28日金法795号 p.44等。被仕向銀行が受取人口座に入金する代わりに受取人に打電された電報送達紙の呈示と引き替えに支払いをする電信送金契約について、その法的性格を委任と判示したもとして、最判昭和43年12月5日民集22巻2876頁参照。準委任(民法656条)と解する説もあるが、本報告との関係では議論の実益はない。

67 これは、個別契約の場合もあるが、全銀システム下の一括契約である場合が通常であろう。全銀システムの下では、当座預金を通じた為替決済取引関係を日本銀行との間で有する銀行が、集团的な為替契約として定めた内国為替取扱規則に従って為替取引を開始したい旨の加盟申請書を内国為替運営機構に提出しその承認を受けると、自動的に他の加盟銀行との間にも為替取引契約が結ばれることになる。

68 後藤 [1986] p.49、前掲名古屋高判昭和51年1月28日金法795号 p.44等。振込依頼人と仕向銀行との関係と同様、準委任(民法656条)と解する説もあるが、本報告との関係では議論の実益はない。

69 今日の振込は、全銀システムによるテレ為替がほとんどであり、仕向銀行が資金受入れ後、電算処理によって被仕向銀行に対して振込通知を発出するのとほぼ同時に被仕向銀行が受取人の口座に入金記帳することも多いので、入金記帳だけが遅れるといった事態は、通信回線の故障でもない限り生じ難い。しかし、文書扱い(文書為替)や外国送金の場合には、問題となり得る。

70 鈴木・竹内(編) [1983b] p.64、沢野 [1985] p.754 等通説。なお、国連国際商取引法委員会(以下、「UNCITRAL」)が1992年に採択した国際振込に関するモデル法(以下、「UNCITRALモデル法」)や米国統一

で挫折し、完了しないこととなる⁷¹。この場合、受取人と振込依頼人との間の原因関係は消滅していないのであるから⁷²、受取人は、振込依頼人に対して原因関係に基づき再度支払いを請求できる⁷³。すなわち、受取人は、自己の口座への入金記帳前は、被仕向銀行の信用リスクを負わないと言える。

(仕向銀行、振込依頼人)

振込が完了していない(受取人口座への入金記帳がなされていない)場合のうち、被仕向銀行の破産宣告により委任が終了した時に仕向銀行が被仕向銀行に資金をまだ支払っていない場合には、仕向銀行は当該支払いを実行する義務をもちや負わない⁷⁴。この場合、振込依頼人は、仕向銀行のところでとどまっている振込資金を取り戻して原因関係上の債務を受取人に弁済することができるのであるから、被仕向銀行の信用リスクを負わない。

これに対し、被仕向銀行の破産宣告時に仕向銀行が被仕向銀行に資金を支払っ

商事法典(以下、「UCC」)第4A編は、被仕向銀行が支払指図(振込通知)を承諾した時点で受取人に対する預金払戻債務を負うとの立場を採っている(UNCITRALモデル法§19(1)、UCC§4A-404(a))。どちらのルール上も、受取人口座に入金記帳し受取人にとって払出可能な状態になった場合には被仕向銀行が支払指図(振込通知)を承諾したもとのとして扱われる(UNCITRALモデル法§9(1)(d)、UCC§4209(b)(1)および§4A-405(a))が、それ以前にも被仕向銀行の承諾は生じ得る。また、英国においては、原則として、被仕向銀行による受取人への払出し、受取人口座への入金記帳または仕向銀行からの資金受領のいずれかがあった時点で、振込は完了するものとされる。Goode[1983]p.115参照。

71 伊藤[1991]p.210。委任の終了は、その終了事由を知らない相手方に対抗できない(民法655条)。したがって、委任者が破産したにもかかわらず、受任者がそれを知らずに委任事務を処理した場合には、これによって生じた費用償還請求権や報酬請求権は、破産宣告後に生じた債権ではあるが、破産債権になる(破産法65条)。しかし、受任者が破産した場合には、委任者が破産宣告の事実を知らなかったとしても、破産財団には関係しない。加藤[1991]p.168。

72 受取人に預金債権が成立した時点で、原因関係上の債務は代物弁済(民法482条)により消滅するものとされる。代物弁済である以上、債権者(受取人)の同意が必要であるが、請求書に口座番号が記入されている等の事実があれば、同意を認定できよう。以上につき、岩原[1988]p.6参照。なお、前注70に述べたとおり、UNCITRALモデル法および米国UCCは、いずれも、受取人口座に入金記帳するなどにより被仕向銀行が支払指図(振込通知)を承諾した時点で受取人の預金債権が成立するものとしているが、それが振込依頼人と受取人との間の原因関係に及ぼす効果(債務弁済の効果)については、規定ぶりを異にしている。UNCITRALモデル法においては、この問題に関する規定の存否について加盟国間で意見の一致をみなかったため、モデル法の脚注において、被仕向銀行による支払指図の承諾時に現金による支払いと同様に原因債務が弁済されることとなる旨の規定の採用を加盟国に示唆するにとどまっているが、UCCにおいては、原則として、被仕向銀行の承諾時に承諾額につき支払いがなされたことになり、それにより債務者(振込依頼人)は現金による支払いをしたのと同様に原因関係上免責される旨規定されている(UCC§4A-406)。

73 後藤[1995]p.240参照。

74 義務がないにもかかわらず支払ってしまった場合には、仕向銀行は、被仕向銀行に対し、当該支払額を不当利得として返還請求できる(民法703条)。これは、破産宣告後に破産財団に対して生じた不当利得返還請求権であるから、被仕向銀行の破産手続上財団債権として扱われ(破産法47条5号)手続上の制約を受けることなく行使でき(破産法49条)、優先弁済を受ける(破産法50条)ことになる。

てしまっている場合には、振込依頼人と仕向銀行のどちらが被仕向銀行の信用リスクを負うかが問題となる。

まず、仕向銀行と被仕向銀行との関係を見ると、委任が途中で終了している以上、仕向銀行が支払った振込金（委任の前払費用）を被仕向銀行が保持し続ける法律上の根拠は失われている。したがって、仕向銀行は被仕向銀行に対して不当利得返還請求権を有するものと考えられる（民法703条）が、これは破産宣告前に生じた原因に基づくものであるので、破産債権として扱われるにすぎない。

一方、振込依頼人もまた、仕向銀行に対し、委任の前払費用として渡した振込資金を不当利得として返還請求できると考えられる。なぜならば、被仕向銀行の破産により仕向銀行による振込依頼人のための委任事務の完了が不能に帰することとなり、当該委任関係は終了し、仕向銀行が当該振込資金を保持する法律上の根拠が失われると考えられるからである⁷⁵。ここで、振込依頼人が仕向銀行に振込資金を全額返還請求できるとすると、被仕向銀行に対して破産債権しか有さない仕向銀行は被仕向銀行の信用リスクを負うことになる。しかし、仕向銀行は、振込資金を保持する法律上の根拠を欠く結果となることについて善意だったのであるから、民法703条により、現存利益の範囲内でのみ振込依頼人に対して不当利得返還義務を負うにすぎず、被仕向銀行から回収できる金額を返還すれば足りると考えられる⁷⁶。

振込資金の取戻しというアプローチ

75 振込通知を発出することにより仕向銀行による委任事務が完了していると考えたとしても、振込が完了していない以上、前払費用としての振込金は使用されなかったのであるから、やはり不当利得として返還すべきものであろう。

76 最判平成3年11月19日民集45巻8号1209頁は、以下のような事案（「仮に……だとしても」という仮定的認定事実を含む）で、不当利得返還請求に係る金銭（債権）の現存利益の意義について注目すべき判断を示した。判旨によれば、委任者から約束手形の取立委任を受けた被告が、手形が不渡りになったにもかかわらず原告銀行の過誤により原告銀行から手形金を受領し、委任者にこれを交付したところ、その直後に原告銀行から過誤通知を受領した。しかし、委任者がその後倒産・失踪したため手形金を取り戻せなくなったというものである。本判決は、被告が委任者に対して取得する交付金相当額の不当利得返還請求権自体が被告の利得であるとし、その価値について、「債権の価値は債務者の資力等に左右されるものであるが、特段の事情のない限り、その額面金額に相当する価値を有するものと推定すべき」としたうえ、被告が原告銀行から過誤通知を受けるまでに委任者が資力を喪失したなどの事情がない限り、被告は「本件利得に法律上の理由がないことを知った時になお本件払込金と同額の利益を有していたものと言うべきである」と判示した。これを振込における被仕向銀行の破産の事例に当てはめると、法律上の根拠がなくなった時点（破産による委任の終了時点）で、仕向銀行の被仕向銀行に対する不当利得返還請求権はその実質的価値を欠くに至っているから、この場合には上記最高裁判決に言う「特段の事情」があり、仕向銀行は振込依頼人に対して振込金全額の返還をする必要はないものと解釈できよう。上記最高裁判決については、山田誠一〔1992〕参照。

これに対し、UNCITRALモデル法上は、money-back guarantee の制度が採用されている。これによれば、振込が完了しなかった場合には、仕向銀行は、原則として、過失の有無を問わず振込依頼人に対して振込資金を利息つきで返還する義務を負う（§14(1)ただし、§14(2)および(3)）。したがって、振込完了前の被仕向銀行の信用リスクは仕向銀行が負うことになっている。

結局、事例4についていえば、Yが破産した時点で未だB名義口座に入金記帳がなされていないにもかかわらず、XとYとの間の資金決済が完了してしまっている場合に、AがYの信用リスクを負うことになる。この結果は、もとはといえばXのYに対する不当利得返還請求権がYの破産手続上破産債権として扱われることが原因である。しかし、そもそもXから見れば、Aから受け入れた振込資金をYを通じてBに移転する支払仲介事務を受任しただけであり、法形式上権利がたまたまYを通過するときにYが破産したというだけの理由でその返還請求権が破産債権とされるのは妥当であろうか。Yは受認者であって本来的な権利帰属主体ではないのである。それはちょうど、証券の売委託を実行したブローカーが取引の相手方から受領した代金を顧客に引き渡す前に破産した場合に、当該代金につき顧客を一般債権者として扱ったり、保険代理店が保険契約者から受領した保険料を保険会社に引き渡す前に破産した場合に、当該保険料につき保険会社を一般債権者として扱うのと同様に、実質的利害関係を無視するもののように思われる。

以上のように考えると、仕向銀行が被仕向銀行に振込資金を決済した後、被仕向銀行が受取人に入金処理する前に破産した場合にも、ブローカレッジについて検討したのと同様に、被仕向銀行が振込資金を分別保管している場合には仕向銀行に取戻しを認めるのが立場としては一貫する。

とはいえ、被仕向銀行が別段預金（振込金管理口）を設け振込資金を保管することはあっても、受領した振込金を物理的に分別したり、第三者（例えば中央銀行）に受領振込金用の専用口座を開設することにより預金債権のかたちで分別したりするなどして、固有財産と区別することを期待するのは、取扱件数の多さを考えると実務上難しい。よって、分別による特定に基づき取戻しが認められると解したとしても、実際には仕向銀行、ひいては振込依頼人の保護にはならないことになる⁷⁷。また、実務上困難な義務の履行を当事者が予定するとは考えられないので、ブローカレッジの場合と異なり、当事者の合理的意思解釈から被仕向銀行の分別管理義務を契約上の義務として導くことも難しい。

そこで、送金取引においては金銭が取引の媒介手段ではなく取引の対象であり、金銭としての性質よりもむしろモノとしての性質を有することに着目し、金銭一般に求められる特定性（専用口座による分別等）とは別のレベルの特定性により、仕向銀行（ないしは振込依頼人）に振込金の取戻しを認めることも検討されるべきである⁷⁸。例えば、当該金銭ないし金銭債権の特定ではなく、当該取引と金額の特定を要件とすることが考えられよう。

最後に、立法論として、ブローカレッジの場合につき検討したように、振込金返

77 むしろ、銀行間の資金決済と被仕向銀行の受取人口座への入金との間の時差をできるだけ短くするようなシステムを構築するほうが現実的である。

78 神田 [1992] p. 5 参照。米国においては、為替取引の取引対象たる金銭は、UCC第2編（売買）の規定の適用上「商品」として扱われる旨の判例がある（*In re Koreag, Controle et Revision S.A.*, 961 F. 2d 341 (2d Cir. 1992)）。

還請求権につき、仕向銀行に私法上の優先権を与えることも検討に値する。

このように、被仕向銀行の一般債権者との関係で振込依頼人ないし仕向銀行を優先させるとしても、なお残るリスクをどちらが負担すべきであろうか。この問題については、仕向銀行が振込依頼人に対して第一義的に責任を負うことが望ましい。なぜならば、仕向銀行は、銀行間ネットワークを使って支払仲介サービスを提供しており、そのネットワークのシステムいかににより被仕向銀行の信用リスクが仕向銀行ないし振込依頼人側に残る場合を最小化できるからである⁷⁹。一案としては、UNCITRALモデル法上の仕向銀行による money-back guarantee⁸⁰ のような振込依頼人保護制度を採用することも考えられよう。ただし、そのような振込依頼人と仕向銀行との間のリスク分担は、あくまで被仕向銀行の一般債権者に対する振込依頼人ないし仕向銀行の優先権の確保が前提となっていることに留意する必要がある。

b. 振込完了後の被仕向銀行の破産と受取人の権利 銀行預金の法的性質

事例4において、Yが破産した時点で既にB名義口座に入金記帳されていた場合には、AB間の支払いは法律上完了している。すなわち、Aとしてはもはや振込資金を取り戻す必要も振込を組み戻す必要もない。したがって、この場合は振込に関する権利関係の問題ではなく、BのYに対する預金払戻請求権の問題となる。

銀行預金の法的性質は、消費寄託契約（民法666条）と解するのが判例・通説である⁸¹。消費寄託である以上、銀行が受け入れた資金の用途には制限がなく、その一般財産に混入してしまっただけで独立財産性を持たない。したがって、特定物寄託と異なり、消費寄託者である預金者が銀行に対して有する権利は契約上の債権（預金払出請求権）であるにすぎないため、預金者は銀行の信用リスクにさらされることになる。

事例4において、BのYに対する預金払出請求権は別途預金保険制度によって一定の範囲まで保護されることはあるとしても、Yの破産手続上一般の破産債権として扱われる。しかし、この場合は、権利が移転する途中で仲介者をたまたま通過する際に当該仲介者が破産した場合と異なり、権利移転完成後の状態でBはYの一般債権者の一人となっているのであるから、実質的に見てもYの信用リスクを負担すべき権利義務関係と言えよう。したがって、政策的理由から預金保険制度を維持するのは別にして、Bに一般先取特権などの私法上の保護を与える必要はないと考えられる。

(3) 仕向銀行の破産と振込依頼人による取戻しの可否

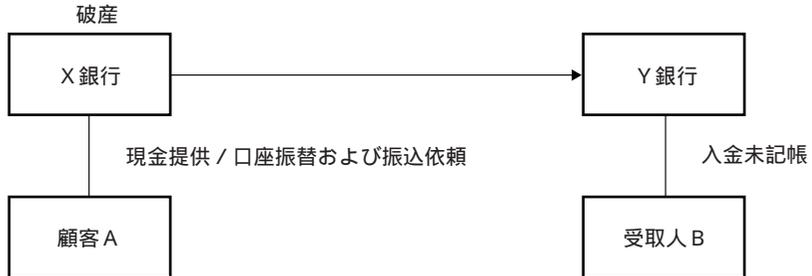
79 前注77参照。

80 前注76参照。

81 大阪地判昭和25年4月22日下民集1巻4号598頁、鈴木・竹内（編）[1983a] p.2 等参照。

(事例5)

顧客Aが、X銀行に対し、Y銀行における受取人B名義口座への振込送金を委託したところ、Xが、Yによる入金記帳前に破産した。



a. 振込完了前の仕向銀行の破産と振込依頼人による振込資金の取戻し

事例5⁸²においても、事例4に関して述べたのと同様に、X・Y間の委任契約は一方当事者であるXの破産により当然に途中で終了し（民法653条）、A・X間の委任契約も同様に途中で終了すると考えられる。したがって、XはYに対し、また、AはXに対し、いずれも委任事務の費用としての振込金を支払う理由はなくなり、既にそれを支払っている場合には返還請求できることになる。しかしながら、伝統的見解に従えば、Aが取得するのは単なる不当利得返還請求権であって物権的権利ではないのであるから、Aは破産債権者として権利を行使し得るにとどまる。

b. 振込完了前の被仕向銀行の破産の場合との比較

以上のような結論は、振込完了前の被仕向銀行の破産の場合に仕向銀行の不当利得返還請求権について述べたのと同様に、Aにとって酷な結果ではないかと思われる。Aは、振込が完了する（Bに対する債務が消滅する）までは、Xに当該資金を流用させるつもりはなく用途を振込に特定していると考えられるため、振込金額に相当する金銭的権利に対して実質的利害関係を持つ。それにもかかわらず、法形式上たまたまXを通過するときにXが破産したというだけの理由で当該資金相当額の価値がXの一般債権の引当てとなるのは、公平の観点から問題であろう⁸³。

このように考えると、振込完了前に仕向銀行が破産した場合にも、被仕向銀行の

82 特に、先日付振込の場合に、このような事態が生じ得る。

83 振込依頼人が仕向銀行を選択したのであるから振込依頼人に仕向銀行の破産リスクを負担させるべきとする見解もあり得るが、それは受取人側と振込依頼人側とのリスク配分の場面で考慮すべきことであろう。振込依頼人と仕向銀行の一般債権者との利益衡量上、振込依頼人を犠牲にする理由とはならないと思われる。

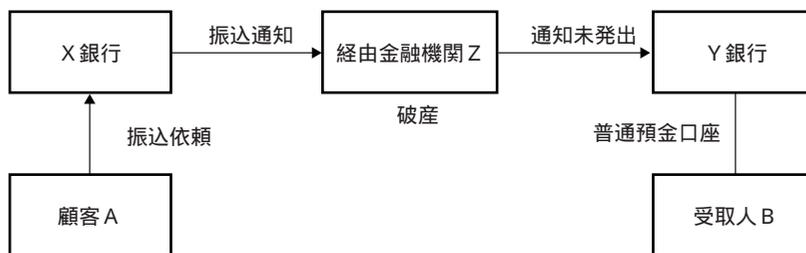
破産の場合と同様、振込資金について一定のレベルの特定が認められれば、振込依頼人による取戻しを認めることを検討すべきである。ただ、振込資金について私法上の分別義務を仕向銀行に対して負わせるのは、当事者の合理的意思に反し、妥当ではなからう。

また、振込依頼人の仕向銀行に対する振込資金返還請求権を、仕向銀行の破産手続上、私法上の優先債権として扱うことが、立法論として考えられる⁸⁴。

(4) 継為替における経由金融機関の破産と振込依頼人ないし仕向銀行による取戻しの可否

(事例6)

仕向銀行Xと被仕向銀行Yとの間に経由金融機関Zが介在していたとき(継為替のとき)に、Zが、Yに対して振込通知を発信する前に破産した。



仕向銀行または被仕向銀行のいずれかが全銀システムに加盟しておらず⁸⁵、かつ、両行間に個別の為替取引契約が締結されていない場合には、事例6のように、仕向銀行とも被仕向銀行とも為替取引関係を持つ経由金融機関を介して為替取引が行われる。これを一般に継為替という^{86 87}。

経由金融機関の破産によって振込が完了しないこととなった以上、被仕向銀行の

84 これに関し、岩原 [1988] p.10 は、「送信人(引用者注:本文の例でいえば仕向銀行)は振込依頼人から託された資金を受信銀行(引用者注:本文の例でいえば被仕向銀行)に送り届けるだけであって、いわば信託的に資金を預かっていると考えれば、為替資金は送信銀行(引用者注:本文の例でいえば仕向銀行)の他の債権者に対する責任財産の対象外になる、とする考えもありえよう。このような考え方は、委託者と問屋の関係において委託者に帰属する特定財産は、問屋の一般債権者に対する一般的担保を構成しないとする判例・多数説にも通じるものである。もっとも為替資金は金銭であって特定性に欠けるが、為替債権について優先弁済の効力を認める立法論は成り立ちえよう」としており、本報告と問題意識を同じくする。

85 全銀システムに加盟すると、加盟全金融機関との間で為替取引契約が集团的に締結されることになる。

86 現在では、銀行のほか、信用金庫、信用組合、農業協同組合その他種々の金融機関が全銀システムに加盟しており、継為替取引は、個別漁業協同組合あての為替取引を信漁連を経由して行われる程度の例外的取引となっている。ただし、外国送金においては、必ずしも例外的なものではない。

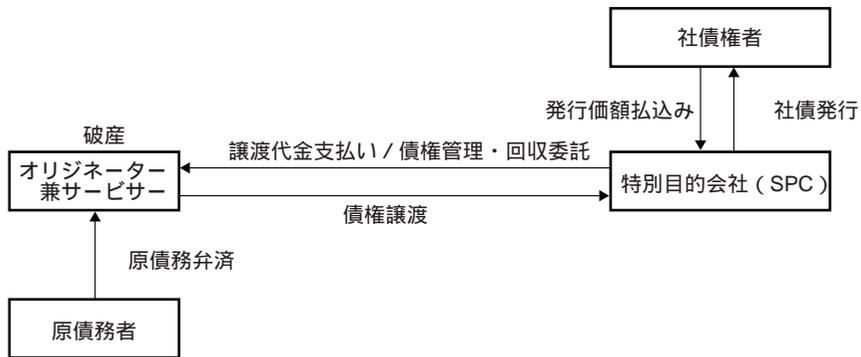
87 東京高判昭和62年10月28日判時1260号 p.15は、経由金融機関を復受任者としたが、仕向銀行と被仕向銀行との関係と同様、独立の委任契約とする見解も有力である。松本 [1988] p.17。

破産について述べたのと同様に、振込依頼人は仕向銀行に、仕向銀行は経由金融機関に、それぞれ前払費用としての振込金の返還を請求できると考えられる。その法的性質は不当利得返還請求権であるので、現行法上は、経由金融機関の信用リスクは、第一次的には仕向銀行、最終的には（現存利益しか仕向銀行から回復できないという理由で）振込依頼人が負担することになる。この結論が振込依頼人に酷であることは被仕向銀行の破産の場合と同様であり、取引対象としての金銭について取戻権を考えることができないかを検討するとともに、この場合にも、仕向銀行の一般先取特権その他の優先権、振込依頼人のための仕向銀行による money-back guarantee 等を立法論として考慮すべきであろう⁸⁸。

(5) 振込以外の支払仲介サービス

(事例7)

原債務者に対する債権群をオリジネーターが特別目的会社（SPC）に譲渡し、SPCがそれを引当てとして社債を発行する債権流動化スキームにおいて、オリジネーターが、SPCからの委任に従いサービサーとして債権を回収したところ、SPCに回収金を送金する前に破産した。



a. 支払受領仲介サービス提供者の破産

88 もっとも、UNCITRALモデル法14条3項は、利用すべき経由金融機関を振込依頼人が指定した場合には、経由金融機関の破産リスクについては money-back guarantee の適用はないものとしている。ただし、振込依頼人が選択したという形式をとって実際には仕向銀行が経由金融機関を選ぶことを防止するため、振込依頼人が指定したというためには、仕向銀行は、振込依頼人に対して経由金融機関の指定を組織的に要求していないことを証明しなければならないとしている。前田 [1995] p.56 参照。

(4)までに述べた考え方は、money-back guarantee のように送金サービスの利用者を保護するために政策的に銀行の負担を特に加重するようなものを除き、支払者(送金依頼人)から委任を受けて支払仲介サービスをする場合一般に妥当すると考えられる。これは、仲介者が金融機関であるか否かを問わない。なぜならば、支払仲介サービスの提供者は、支払者の受託者であって、支払過程にある金銭についての実質的帰属は常に支払者にあると言えるからである。

これに対し、近時、受領者の委任を受けて受領代行サービスをする例が見られる。例えば、コンビニエンスストアが公共料金等の受領サービスをすることが一般化している。これは、債務者の支払代行として行われているものではなく、債権者のための受領代行として行われているので、いったんコンビニエンスストアが受領した金銭についてのコンビニエンスストアの信用リスクは、現行法の下では受領者が負うことになる。しかし、この場合も、コンビニエンスストアは支払受領者の信託を受けて金銭的権利を仲介するのであって、権利移転の経由点にすぎないのであるから、支払受領者の犠牲の下に仲介者の一般債権者を満足させることは、少なくとも立法論としては問題とされるべきではなかろうか⁸⁹。

b. 債権流動化におけるサービスの破産

サービス・リスク

債権の流動化とは、資金需要者(オリジネーター)がその有する債権の一部を分離し、それが生み出すキャッシュフローを信用力の源泉として資金調達を行うことを言う⁹⁰。典型的なスキームの一つとして、事例7のように、オリジネーターが、特別目的会社(SPC)に金銭債権を譲渡するかたちでこれを分離し、それを引当てにSPCが社債を発行して調達した資金を債権の譲渡代金として受け取ることにより、資金を調達する場合がある。このような場合、SPCは債権回収のための人的基盤を有しないため、オリジネーターがSPCから委任を受け、サービスとしてSPCに代わって債権回収を行うことが多い。その際、回収金がサービス自身の資産に混入してしまうと、金銭の所有権はその占有とともにあるという判例・通説に従えば、当該回収金はいったんサービスの一般財産を構成することとなる。事例7に即して言えば、SPCがサービスに対して有する回収金引渡請求権は、破産債権となるにすぎない。それは、SPCを通じた社債権者へのキャッシュフローが、サービスたるオリジネーターの信用リスクに晒されることを意味する。これを一般にサービス・リスクないしコミングリング・リスクという。債権流動化の本質が金

89 仮に仲介者が支払いを受領してすぐに引き渡すようなサービスではなく、受領金を一時的に預かり流用ないし運用するような取決めを受領者が了解している場合には、もはや経由点とはいえず、一種の預金ないし貸付金と認められるので、むしろ振込完了後の被仕向銀行の破産の場合と同じく、債権者に優先権を付与する必要はなかろう。

90 岩村[1995] p.97 等。

融資産の信用（資金調達力）をオリジネーターの信用リスクから切り離すことにあるとすれば、かかるサービス・リスクを除去ないし最小化することが債権の流動化にとって必須である。

以上のようなサービス・リスク対処法としては、1 単に、サービスによる回収後SPCへの送金までの期間を極力短縮する、2 現金担保や銀行保証などの信用補完措置を設ける、3 サービスが回収金を専用口座に分別する、などの方法が考えられる⁹¹。このうち、1 は完全な方法ではない（なおサービス・リスクは残る）し、2 は資金調達コスト増を招く。そこで、3 の方法が有効かどうかを検討すべきであるが、以下に述べるように、証券の売委託における売却代金の分別方法としての専用口座の議論が妥当すると思われる。

回収金の取戻し

サービスはSPCに代わって回収金を受領しているのであるから、SPCは、サービスの一般債権者に比べ、回収金に対してより実質的な利益を有する。それにもかかわらず、たまたま当該回収金が法形式上サービスに帰属しているときにサービスが破産したという理由で、サービスの一般債権者のための引当財産となるとすると、SPC、ひいては社債権者に酷な結果となる。以上は、証券ブローカーが破産した場合に、当該ブローカーに売委託をしていた顧客が証券売却代金に対して有する利害関係と類似している。サービスはSPCの信託を受けて回収事務を遂行するものであるが、その事務の中心が金銭の受渡しの仲介であることを併せ考慮すると、サービスの破産について問屋の破産に関する前掲最判昭和43年7月11日を類推し、対象資産の特定がある場合にはSPCの回収金取戻しを認めることは十分可能であると考えられる。したがって、SPCのための回収金専用口座を開設して債務者からそこに直接送金してもらうか、回収金を受領後直ちに当該専用口座に振り替えることにより、サービス・リスクを最小化することが検討されるべきであろう⁹²。

債権流動化におけるオリジネーターは、債権を分離譲渡する前から、自己の銀行口座への振込により債権を回収しているのが通常であろうから、自己固有の口座と別にもう一つSPCのための口座を設けることは、過大な負担とは思われない。それによりサービス・リスクが回避できるのであれば、特段の合意がない限り、債権回収委託契約の合理的な意思解釈としては、サービスは受託者として回収金の分別義務を負うものと解すべきである。さらに、立法論としては、仮に分別がなされていなくても、SPCに対し、サービスの一般責任財産全体または一定範囲の資産に対する優先権を認めるのが適当であると思われる。

債権回収の委任者一般への応用

91 青山・小川 [1996] p.54 参照。

92 米国では、現実には、このような専用口座による方法が利用されているようである。新堂・佐藤（編） [1996] p.102参照。

債権流動化スキームにおけるサービサー・リスクに関する以上の議論は、金銭債権の回収を受任する者の破産の場合の権利者保護一般に妥当するようと思われる。例えば、商法上の社債管理会社は、社債権者のために、公平かつ誠実に、善良な管理者の注意をもって、社債を管理する義務を負う（商法297条の3）が、その最も重要な権限でもあり義務でもあるのは、社債元利金の弁済を受領することである（商法309条1項）。社債管理会社がかかる権限に基づき社債発行会社から社債元利金を回収した後（多くの場合、元利金支払取扱機関を通じて）社債権者にそれを支払う前に破産した場合に社債権者の権利を保護する手段としても、専用口座の利用が考えられる。

3. ファンド型資産管理運用サービス

（1）問題の所在

投資家の資産を管理・運用するサービスの提供方法として最も典型的なのは、1ないし複数の投資家から資金を集めて一定の投資財源（ファンド）を構成し、これをファンド名義ないし管理運用者名義で管理・運用するものである。これは、資金の提供者（投資家）と需要者との間に立って金融の仲介をするという点で、広い意味の金融取引と捉えられるであろう。仲介者は、投資家の計算で投資家の資産を管理・運用するのであるから、投資家との間に信認関係が存在する。かかるファンドの構成方法としては、具体的には、そのための法人（特別目的会社）を設立したり、信託を設定したり、場合によっては匿名組合や任意組合を組成したりすることが行われている。

ファンド型取引は、その資産がファンド名義または管理運用者名義になっているとはいえ、投資家の計算で実行されるものであるから、経済的には、ファンドの投資損益⁹³を投資家に帰すことを予定している。他方、ファンド外の要因、例えば管理運用者の固有の資産に係る損失の影響を投資家が被るいわれはない。すなわち、ファンドのリスクおよびリターンを投資家に帰属せしめ、ファンド外のリスクおよびリターンから投資家を隔絶することが、ファンド型取引の経済的実質に合致する。それを可能とするためには、ファンドが独立の責任財産を構成し、投資家がその実質的持分権者（equity holder）として扱われる必要がある。しかし、法律上は、責任財産（破産の場合の破産財団）の単位は原則として法人格と一致しているため、ファンドにおける投資損益帰属の単位と法律上の責任財産の単位とが一致しないことがある⁹⁴。そこで、以下では、同一の法人格の中にファンド財産以外の財産

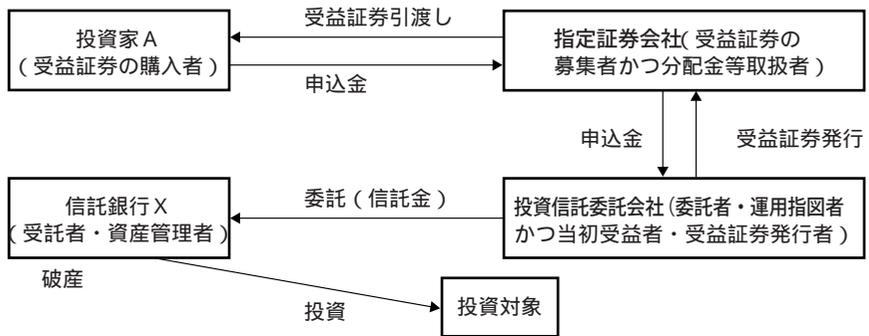
93 投資に直接関連する費用（借入利息、投資資産の減価償却費など）のみならず、ファンドの組成または維持のための費用その他の負担（必要とされ得る登記登録料、弁護士や会計士に対する報酬、ファンドの収益や取引にかかる租税など）も含む。

(ファンド外財産)が帰属する場合に、当該ファンド外財産の破綻(債務超過など)によりファンド財産、ひいてはファンド型取引の投資家がいかなる影響を受けるかにつき、具体的事例を通じて検討する。

(2) 信託受託者の破産と信託財産の保護

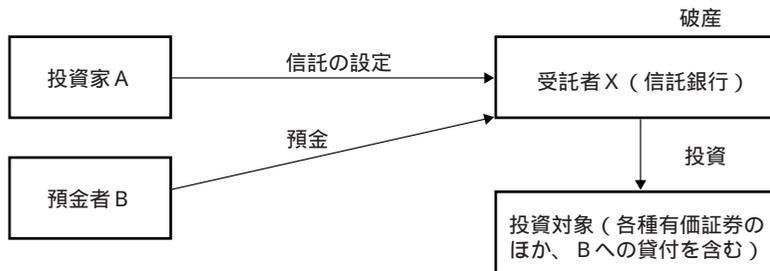
(事例8)

投資家Aが受益証券を有している証券投資信託において、受託銀行Xが、当該ファンドに属さない債務の負担が原因となって破産した。



(事例9)

投資家Aを受益者とする単独運用指定信託(ファンド・トラストまたは指定単)において、受託銀行Xが、当該信託財産に属さない債務の負担が原因となって破産した。信託財産の中に、Xの預金者Bに対する貸付金が含まれており、Bは、預金払戻請求権と借入債務との相殺を主張した。



94 ファンドを特定の投資をすることのみを目的とする特別目的会社として構成すれば、こうした問題は一応回避できる。商法上の会社に関する判例・通説によれば、定款上の目的外の行為も原則として有効とされているので、特別目的会社が目的外行為によりファンドの目的とする投資に関連しない債務を負うことがあり、その限りではファンドの単位と法律上の責任財産の単位とが一致しないことがあり得る。

a. 運用型信託⁹⁵の具体的態様と信託財産の帰属

事例8および9は、信託を利用したファンド型取引である。

事例9は、投資家AがXを受託者⁹⁶として単独で設定した指定運用の金銭の信託⁹⁷であり、現行の信託の形態のうち資産運用を目的とするものとして最もシンプルなものである。ここで、指定運用とは、信託契約で信託財産の運用対象として財産の種類（「貸付金、株式および公社債」等）を指定しているものを言い、運用の対象が特定の財産に限られるもの、または運用の都度具体的に指図される指定運用と異なり、受託者に一定の運用裁量が与えられるものを指す⁹⁸。

事例8は、投資家Aを含む不特定多数の投資家から資金を集め、証券投資の専門家である投資信託委託会社に委ねて分散投資することにより得た利益を、出資に応じて投資家に分配する信託の仕組みである。法律上は、資産運用者である投資信託委託会社が単独で委託者かつ当初の受益者となり、信託銀行が受託者となって設定される単独運用特定金銭信託であるが、その受益権が有価証券化されて不特定多数の投資家に売却される（証券投資信託法2条1項および5条ならびに証券取引法2条1項7号）ため、実際には不特定多数の投資家による投資の仕組みの一つである⁹⁹。

事例8および9はいずれも信託型のファンド型取引であるから、受益者たる投資家と受託者たる信託銀行との権利義務関係は、基本的に信託法により規律される。信託法1条によれば、信託とは「財産権ノ移転其ノ他ノ処分ヲ為シ他人ヲシテ一定ノ目的ニ從ヒ財産ノ管理又ハ処分ヲ為サシムル」ことであり、財産的権利の形式的移転を本質的要素とすると解されている。すなわち、信託型のファンド財産の名義は受託者に属する¹⁰⁰。他方、信託財産の実質的帰属は受益者にある。そこで、受託

95 商事信託の各論的検討をするために有用な機能的類型として、神田 [1995a] p.589 以下は、商事信託を「運用型」のほか、「事業型」、「転換型」および「預金型」に分類する。なお、田中實 [1986] p.402 以下は、民事信託を含め信託一般を広く捉え、これを保全・保護的類型と利殖・投資的類型との2つの傾向に大きく分類するが、そこに言う保全・保護的類型は民事信託の典型例、利殖・投資的類型は商事信託の典型例と考えられよう。

96 信託を業として営むためには信託業法上の免許または「金融機関ノ信託業務ノ兼営等ニ関スル法律」（以下、「兼営法」）上の認可が必要であるが、そのうち信託業法上の免許を持つ信託会社は現在存在しないため、営業信託を行っているのは兼営法上の認可を受けた銀行に限られる。

97 金銭の信託とは、信託引受時の財産が金銭であるものを言う。このうち、信託終了時に信託財産を金銭に換価し受益者に金銭で交付するものは金銭信託と言われ、信託財産を現状の姿のまま受益者に交付するものは金銭信託以外の金銭の信託（金外信）と言われる（兼営法施行規則3条1項）。単独・指定運用の金銭の信託のうち、一般に「指定単」と呼ばれる単独運用指定金銭信託は、その名のとおり金銭信託であり、「ファンド・トラスト（ファントラ）」と呼ばれる基金運用信託は、金外信である。もっとも、ファンド・トラストの場合であっても、委託者（信託設定者・投資家）は信託期間内に運用が完了することを望むのが通常なので、信託期間満了までには信託財産が換価され、「現状の姿のまま」といっても金銭で交付されることが多い。

98 現在無指定運用の信託が行われていないことを考えると、指定運用の信託こそ、「指定」との語感からは離れるが、受託者に実質的な運用裁量がある信託と言える。

99 本来集団投資の委託者かつ受益者とされるべき多数の投資家が、法律上受益者ではあるものの委託者ではないことに起因する問題点を整理したものと、神田 [1995b] p.154 参照。

者との関係のみならず受託者の一般債権者との関係でも、受益者が信託財産に対する権利を主張できるか否かが問題となる。事例に即して言えば、Xがファンド外の債務負担を原因として破産した場合に、Aがファンド財産（信託財産）を取り戻せるか（事例8）または、ファンドに属する債権とX固有の債務との相殺が認められるか（事例9）について、信託法上の取扱いを明らかにせねばならない。以下では、受託者固有の責任財産からの信託財産の独立性の有無という問題について検討を加える。

b. 受益者による取戻しの可否（信託法42条1項、50条および16条）

事例8に関し、受託者が破産した場合に、信託財産が破産財団を構成するか、それとも「破産者二属セサル財産」（破産法87条）として取戻権に服するかについては、明文の規定がない。しかし、破産によって受託者の任務は終了する（信託法42条1項）ので、受託者は信託財産の名義人でもなくなる（信託法50条参照）。したがって、信託財産は「破産者力破産宣告ノ時ニ於テ有スル一切ノ財産」（破産法6条1項）に該当せず、破産財団に属しないと解されている。また、受託者固有の債権者¹⁰¹による個別執行が禁止されている（信託法16条）ことから、信託財産が受託者固有の一般債権者に対する債務の引当てとはならないこと（信託財産の独立性）が導かれるであろう（破産法6条3項）。したがって、一般に、受託者の破産に際し、受益者は信託財産を取り戻すことができるものとされている¹⁰²。

それでは、事例8において、投資家Aは、保有する受益証券が表象する信託財産をXの破産管財人から取り戻すことができるのであろうか。一定の種類財産については、受益者が取戻権を主張する要件として信託の公示が必要とされている¹⁰³。信託法3条によれば、有価証券は登記登録財産とともに公示すべき財産とされており、具体的には、「証券ニ信託財産ナルコトヲ表示シ株券及社債券ニ付テハ尚株主名簿又ハ社債原簿ニ信託財産タル旨ヲ記載」しないと、第三者に信託を対抗できない¹⁰⁴。ところが、証券投資信託のように有価証券を大量かつ頻繁に売買する運用型の商事信託においては、信託法上要求される公示をその都度備えることは実務上困難である。そのため、事例8のような場合には、信託法の文理上、投資家Aは信託財産たる有価証券を取り戻すことができず、結局、有価証券以外の信託財産（金銭

100 もちろん、手元流動性確保や収益分配等のために資金を預金したり（消費寄託）資産の運用方法として金銭や保有有価証券を貸し付けたり（消費貸借）すると、当該金銭や有価証券の名義は預金先または貸付先に移転するが、受託者は自己の名義で預金債権、貸付債権や証券返還請求権を取得するので、それらの債権がなお信託財産を構成する。

101 ここで「受託者固有の一般債権者」とは、「信託財産に属さない債務の履行請求権者」ということであるから、受託者が受託している他の信託に係る債権者も含む。

102 四宮 [1989] p.184.

103 信託法3条に基づく信託の公示が受益者による取戻権行使の要件となることについては、立法論としての批判はある（例えば、四宮 [1989] p.185）ものの、ほぼ争いはない。

104 信託法3条において信託を「対抗スル」ということの意義（信託財産の独立性を第三者に主張することを意味するか）については、宇佐美 [1995] 参照。

債権など)のみを取り戻せるにすぎないことになってしまう。しかし、信託財産に対して、受託者の一般債権者が一般的・抽象的な利害関係しか有しないのに対し、受益者は実質的・具体的利害関係を有するのであるから、少なくとも有価証券については、立法論として、大量取引における利用にも堪え得るような公示制度が整備されない限り、公示の有無を問題とせずに受益者の取戻し(個別執行については第三者異議)を認めるべきであろう¹⁰⁵。

c. 責任財産分離要件としての分別の要否と受託者の分別管理義務

公示の問題とは別に、受益者が取戻権または第三者異議を主張する要件として信託財産の分別管理が必要であろうか。信託法28条は信託財産の分別管理義務を受託者に課しているが、その遵守の効果として信託法15条以下の信託財産の独立性が規定されているわけではない。したがって、信託法の文言上は、受託者が分別管理義務に違反しても¹⁰⁶、受益者の取戻権または第三者異議が否定されることはないようにも読める。しかし、取戻権または第三者異議の訴えは、所有権その他の実体法上の権利に基づき特定の財産の引渡しを求めたり特定の財産に対する個別執行を排除したりする権利であるから、その行使の前提として、その対象が特定され、受託者の固有財産から区別されていることが必要である。したがって、単なる帳簿上の数額・数量の特定ではなく、個別具体的な財産の特定か、または、受託者の固有財産や別ファンドの財産など、当該信託に係るファンドに属さない受託者名義の財産一般からの分別による特定が必要であると考えられる。そこで求められる分別の方法・程度については、ブローカレッジにおける分別の方法と同様に考えることができよう¹⁰⁷。

ファンドに属する財産が特定物である場合または(種類および数量が帳簿上特定しているというだけでなく)具体的に特定している場合には、ファンドが管理運用者の一般財産その他の資産(別ファンドの財産等)から区別できる。例えば、株券番号で特定された現物株式や金額・債務者・弁済期等で特定された貸付債権などは、管理運用者の一般財産や他のファンド財産から区別できよう。

次に、具体的な特定のない有価証券等については、物理的に分別するか外部に別途預託するなどして他の資産と分別することにより、ファンドの特定性を確保できるであろう。例えば、1 現物証券を物理的に分別している場合、2 現物証券を受託機関に預託し、そのファンド口座を通じて管理している場合、3 振替決

105 四宮 [1989] p.185参照。

106 それが受託者の義務違反に基づく責任を生ぜしめるのはもちろんである。

107 四宮 [1989] p.220 以下は、信託法28条の分別義務を 1 信託財産の独立性ないし特定性確保に最小限必要な程度の分別と 2 忠実義務違反に対する防壁としての分別とに分け、後者につき、一般論として、「代替物は物理的に分離して保管し、ないしは、信託の表示(例、車両信託で車両に信託財産たることを示すプレートをつける)をしなければならないであろう」とする。もっとも、保管振替制度上の証券については、帳簿上の特定で足りるものとしている。

済証券を振替決済機関のファンド口座を通じて管理している場合、4 登録証券についてファンド名義で登録されている場合、および、5 金銭についてはファンドの専用口座により分別されている場合には、ファンドの独立性を確保する要件としての特定があるものとして扱ってよからう。

なお、信託契約に基づいて複数の信託契約に係る信託財産を混合させる（合同管理・運用する）ことはできると解されており、その限りにおいて、複数の信託に係る信託財産は同一ファンドを構成すると考えられている。その理由として「信託財産タル金銭ニ付テハ各別ニ其ノ計算ヲ明ニスルヲ以テ足ル」とする信託法28条但書を挙げる見解もあるが、近時の多数説¹⁰⁸は、同条本文の分別管理義務の規定を、受託者の固有財産に対する関係においては強行規定、他の信託財産に対する関係においては任意規定と解したうえで、信託契約に基づく合同運用が金銭に限らず一般に同条に反しないものとする。そして、同条但書は、金銭について、特約の有無と関係なく信託財産間の混合保管を認めたものと解している。

d. 受託者固有（または別の信託）の債権者による相殺の可否（信託法17条）

信託法17条による相殺禁止

事例9に関し、信託法17条は、「信託財産ニ属スル債権ト信託財産ニ属セサル債務トハ相殺ヲ為スコトヲ得ス」と規定している。したがって、信託法の文言上は、事例9における預金者Bによる相殺は許されないように思われる。

しかし、受託者が受託者として取引したことを相手方が知らない場合にも相手方からの相殺が無条件に禁止されるとすると、取引の相手方が通常有する相殺の期待が裏切られる結果となる。信託法17条が「信託財産ニ属スル債権」と「信託財産ニ属セサル債務」という表現を用いて、前者が自働債権であり後者が受働債権であるように読めなくはないことを併せ考慮すると、信託法17条を受託者からの相殺を禁じたもの（相手方からの相殺には適用がない）と解釈することもあり得る。しかしながら、同条は信託法の条文構成上16条および18条等とともに信託財産の独立性を規定したものと解釈するのが自然であり、信託財産の独立性は取引の相手方その他の第三者に対して主張できて初めて十全の意義を持つことからすれば、やはり相手方からの相殺についても信託法17条の適用があると解すべきであろう。立法者も、そのように考えていたようである¹⁰⁹。

公示の要否

108 四宮 [1989] p.220 等。

109 山田昭 [1981] p.138 は、信託法立法当時、遊佐慶夫が「信託人ノ経済上ノ利益ヲ保護スルカ為メニハ、被信託人ノ債権者ニ相殺ノ對抗ヲ為スコトヲ禁」ずる必要があると主張していたところ、それが取り上げられることになった旨、立法経緯を紹介し、「この規定が設けられたのは、受託者の一般債権者がその債権（「受託者ノ固有ノ債務」）の行使にあたり、偶々信託関係に関して彼が受託者に対して負う債務（「信託財産ニ属スル債権」）と、これを対等額で相殺しようとすることを禁止すること、にあったものとおもわれる」とする。

相手方の相殺期待を保護すべきか否かについては、むしろ何らかの公示ないし表示なしに相殺禁止が認められるか否かという観点から考慮すべきであろう。

通説は、一般の金銭債権については、信託法3条により公示が要求されていない以上、何らの公示なくして信託財産の独立性（この場合は相殺の禁止）をもって取引の相手方に対抗できると解している¹¹⁰。すなわち、一方で17条の明文中に何らの適用条件を付さず、他方で信託財産の独立性を主張する要件として3条を置く現行の信託法の解釈論としては、3条により公示が要求される財産¹¹¹については公示がある場合に、その他の資産¹¹²については何らの公示なしに、受託者からの相殺のみならず相手方からの相殺も禁じられるというのである。その理由とするところは、受益者の取戻権についてと同様に、受託者の一般債権者は、信託財産について一般的・抽象的な利害関係しか有しないのに対し、受益者は、実質的・具体的利害関係を有することに求められるようである。

ただ、受託者の債権者といっても、信託財産に対する債務と知らずに債務を負担した後、相殺を期待して受託者自身に対する債権を取得した者や、受託者自身に対して債権を取得した後、信託財産に対する債務と知らずに反対債務を負担した結果として具体的な相殺期待を有するに至った者を、他の一般債権者と同様に「信託財産について一般的・抽象的な利害関係しか有しない」者としてしまつてよいのかどうかについては、疑問がないではない。

民法478条の類推適用による相殺期待の保護

そこで、解釈論として、民法478条（債権の準占有者に対する弁済）を類推することにより、相手方の相殺期待を保護することが考えられる。なぜならば、判例は、

1 銀行が通帳等を持つ者を預金者またはその代理人と誤認し、その者に対して預金担保貸付を実行した後に、当該貸付と預金とを相殺した場合に、同条を類推することにより相殺を有効として善意無過失の銀行を保護し、また、2 生命保険会社が保険約款に基づく契約者貸付を保険契約者の代理人と称する者に対して実行した場合に、同条を類推して当該貸付自体を有効とし、善意無過失の保険会社を保護しているからである¹¹³。これらは、債務者が債権者でない者を債権者と信じて貸付を行った場合に、債務者からの相殺を認めている点で、信託財産に対する債務と知

110 四宮 [1989] p.169、宇佐美 [1995] p.120等。

111 相殺については、手形などの有価証券に限られよう。四宮 [1989] p.191。

112 相殺については、典型的なものとして金銭債権が挙げられる。

113 すなわち、最判昭和48年3月27日民集27巻2号376頁は無記名定期預金につき、最判昭和57年4月2日民法995号 p.67は記名式定期預金につき、最判昭和63年10月13日民法1205号 p.87は総合口座預金につき、これらを担保として真の預金者と異なる者に対し貸付がなされた場合に、それぞれ民法478条が類推適用されると判示している。同条に言う「善意」には無過失が含まれる（最判昭和37年8月21日民集16巻9号1809頁）が、銀行の善意無過失は貸付時に判断される（最判昭和59年2月23日民集38巻3号445頁）。また、生命保険会社が約款に基づいて行う契約者貸付に民法478条が類推適用されるか否かについては、最判平成9年4月24日金商1022号 p.3が、肯定説に立っている。

らずに債務を負担した後、相殺を期待して受託者自身に対する債権を取得した者（前記 の場合）の相殺期待を保護する根拠となり得る。さらに、利害状況の類似性に着目すると、受託者自身に対して債権を取得した後、信託財産に対する債務と知らずに反対債務を負担した者が有するに至った（前記 の場合）相殺期待を保護する根拠ともなり得よう。

もっとも、1 の各事案においては、預金に対する担保設定ないし相殺予約に基づき貸付がなされており、債権者が債務者に対して無関連な反対債務をたまたま負担した場合と比べると相対立する債権の結び付きが強く、相手方（銀行）の相殺期待を保護する要請が高かったと言える。また、2 の事案における契約者貸付は、保険約款上の義務の履行として解約返戻金の範囲内で行われ、保険金等の支払いの際に元利金が差引き計算されることになっており、保険金または解約返戻金の前払い（債務の弁済）と実質的に同一視し得るものと言える。このように考えると、これらの判例を、受託者自身に対する債権と信託財産に対する債務とが単に相対立しているにとどまる場合に及ぼすことができるかどうかについては、必ずしも明らかではない。特に、受託者自身に対する債権の取得時には相殺期待がなかった場合（前記 の場合）にまで、これらを拡張するのは難しい面がある。いかなる事情をもって債務の弁済と実質的に同一視し、判例の拡張を正当化し得るかを明らかにしていく必要がある。

また、民法478条は、債権者ではないけれども債権者の外観を有する者を債権の準占有者とするが、いかなる事情をもって、受託者自身を信託財産に属する債権の「準占有者」と認め得るかについても、具体化していく必要がある。

さらに、信託法17条の相殺禁止は、相手方の善意・悪意を本来問題としない信託の「対抗」の問題であるから、そもそも民法478条の類推適用によって、対抗できるものが対抗できなくなってしまうのが妥当かについても検討を要する¹¹⁴。

民法478条以外にも、受託者自身を相手にしていると相手方が信ずるに足る外観を作出するにつき受益者に帰責事由がある場合には、一般の権利外観法理に基づいて、民法94条2項（虚偽表示）や110条（権限踰越による表見代理）を類推するなどして相手方の相殺期待を保護することが検討されるべきであろう¹¹⁵。

立法論としては、大量取引における利用にも堪え得るような公示制度が整備された財産については信託の公示がある場合、それ以外の財産については受託者が「受託者として」取引する旨を相手方に表示した場合に限り、相手方からの相殺が禁じられるというルールを採用することも検討に値する。

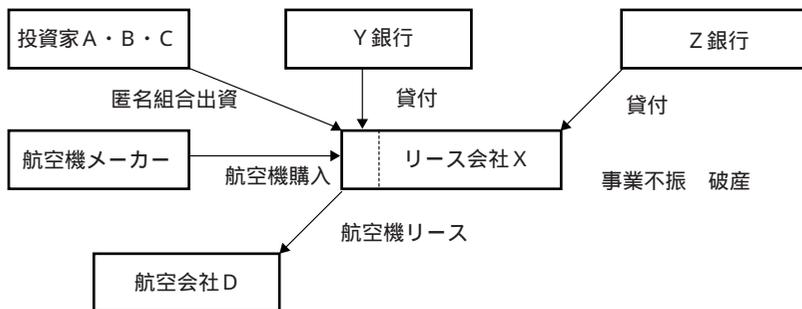
（3）匿名組合の営業者の破産と匿名組合財産の保護

114 公示ないし対抗とは別の法理である外観主義によって、公示されている事項についても外観に対する相手方の信頼を保護する例として、代表取締役の氏名が登記事項であるにもかかわらず、表見代表取締役の行為について会社が責任を負うものとされている（商法262条）ことが挙げられる。

115 一般の権利外観法理が相手方の善意・悪意を本来問題としない信託の「対抗」を破るかについても、民法478条の類推適用におけるのと同様に、問題となり得る。前注114参照。

(事例10)

リース会社Xが、匿名組合の営業者として、投資家A、投資家Bおよび投資家Cから匿名組合員としての出資を受け、Y銀行からの借入金と合わせて航空機を購入し、それを航空会社Dにリース（匿名組合型航空機リース）していたところ、当該匿名組合事業以外の事業の不振により、当該匿名組合事業とは関連のないZ銀行からの借入金を返済できなくなり、支払い不能となって破産した。



a. 匿名組合員の法的地位（商法535条、536条、542条および156条）

事例10のような匿名組合型航空機リースは、信託銀行や投資信託委託会社の証券投資ノウハウを利用することに主眼がある資産管理・運用サービスと異なり、予め一定のキャッシュフローを企図して、資金提供者（投資家）と資金需要者とを仲介するストラクチャード・ファイナンスの一つである。その中でも典型的なスキームである匿名組合型レバレッジド・リースとは、リース会社またはリース会社が設立した特別目的会社が匿名組合の営業者となり、複数¹¹⁶の投資家の各々と匿名組合契約を締結して出資を受け、借入金¹¹⁷と合わせて航空機を購入し、これを航空会社にリースするものであり、リース期間は航空機の法定耐用年数よりも長く設定される¹¹⁸。

匿名組合契約とは、当事者の一方（匿名組合員）が相手方（営業者）の特定の事

116 所得税の源泉徴収を回避するため、実務上は9人以下とされる（所得税法210条、212条3項および174条9号、ならびに、所得税法施行令327条、298条8項および288条1号）。

117 通常、営業者、ひいては投資家の負担するリスクを最小化するため、当該借入の責任財産がレッシーに対するリース料債権および航空機に限定される特約（ノンリコース特約）が付される。

118 航空機ファイナンスのさまざまなバリエーションについては、小杉 [1995] p.278 以下および p.292 以下参照。また、日本におけるレバレッジド・リースについての詳細は、舟橋 [1995] p.87 参照。

業のために出資することを約し、相手方がその事業から生ずる利益を分配することを約する二当事者間の契約である（商法535条）。匿名組合員は、経済的には当該事業の持分権者であるが、法律的には単なる債権者であって、当該債権の内容が匿名組合事業の損益に影響されるにすぎない。すなわち、匿名組合員の出資は営業者の財産となり、匿名組合員は、匿名組合事業に係る営業者の対外的行為につき原則として権利義務関係に立たない（商法536条）。また、匿名組合員は、匿名組合事業を執行したりこれを代表したりすることができない（商法542条および156条）。

b. 匿名組合員による取戻しの可否

匿名組合契約は、営業者の破産により終了する（商法540条3号）。その場合、匿名組合員はいかなる権利を行使できるか。

既に述べたように、匿名組合事業に係る資産は法律上営業者に帰属し、匿名組合員は債権的な権利を営業者に対して有するにすぎない。したがって、事例10において、匿名組合事業については投資家の持分を払い戻してあり余るだけの資産が残っていたとしても、投資家は匿名組合契約上の権利（出資払戻請求権¹¹⁹および利益配当請求権¹²⁰）につき破産債権者となるにすぎない。同様の理由で、営業者固有の債権者が匿名組合事業に属する資産を差し押えたとしても、匿名組合員は第三者異議の訴えを提起できない。

匿名組合員の権利に係る現行法上の扱いは、信託の場合と比べて著しく均衡を欠くように思われる。資金提供者が特定の目的で拠出した資金を、運用者が当該目的に従い自己の名義で運用する場合の法律構成として、信託と匿名組合のいずれをも採用し得る。両者は、運用結果としての損益を資金提供者に実質的に帰せしめる点で共通する。また、確かに匿名組合の営業者の権利は、契約上特段の定めがない限り、匿名組合員とともに匿名組合事業の損益の影響を受ける¹²¹という点で信託の受託者の場合と異なるものの、信託の受託者が運用業績に応じた受託者報酬を受領する場合には、経済的実態は匿名組合と極めて類似する。それにもかかわらず、特別目的財産を構成するファンドに対し、一方の投資家（信託の受益者）に物権的救済（取戻権ないし第三者異議）が認められ¹²²、他方の投資家（匿名組合員）には債権的救済しか認められない（＝営業者の固有事業のリスクにもさらされる）というのは、整合的説明が困難であろう。

それでは、匿名組合と信託との類似性に着目し、匿名組合に信託法を類推適用す

119 匿名組合事業の損失により出資が減少しているときは、その残額に限られる（商法541条但書）。

120 匿名組合事業の損失により出資が減少しているときは、その填補後なお残った利益の額に限られる（商法538条）。

121 営業者自身が匿名組合事業に投下した財産と労務の評価額を営業者の計算上の出資額として、匿名組合員の出資額との割合に応じて損益分配をすることとなる（民法674条1項）。これを別に見ると、法律上は営業者であること自体から出資または利益分配という観念は導かれない。平出 [1989] p.333。

122 かかる物権的救済を受けるためには、既に述べたように、登記登録資産および有価証券については信託の公示が必要であるが、それ以外の財産権については信託の公示すら必要ではない（通説）。

ることにより、匿名組合においてもファンドの独立性を解釈上導くことはできないであろうか。結論としては、否定に解さざるを得ないであろう。

まず、匿名組合員を保護するためには、信託財産の独立性に関する規定（信託法16条等）を類推する必要がある。その一方で、短期運用の有価証券について信託法上の公示要件（信託法3条2項）を遵守することが現実的でないことに鑑みると、かかる公示要件の類推を避ける必要もある。

しかし、信託以外のファンド型取引に、いくら類似するとはいっても信託財産の独立性に関する規定を明文なしに準用ないし類推することは容易に認めるべきではない。というのは、信託財産の独立性に関する規定は、第三者効を持つ強力な規定であり、その安易な類推解釈を許すと私的に差押禁止財産を作ることになり、債務者による執行免脱などに悪用される危険があるからである。そこで、信託法はかかる弊害を防止するための規定（信託法12条、58条等）をいくつか用意しており、類推適用を検討するならば、それらの規定を含めて類推しなくてはなるまい。仮に弊害防止規定も含めて類推されるという立場をとると、信託法上の公示要件の類推を避けることがますます困難¹²³となり、結局匿名組合員の保護が図られなくなってしまう。

c. 営業者の分別管理義務

匿名組合事業に属する財産が完全に営業者に帰属し、営業者の破産の場合に匿名組合員に取戻権が認められないことの裏返しとして、ファンド財産の特定性は要求されない。したがって、現行法の解釈としては、営業者は、匿名組合員との間で特段の合意がない限り、匿名組合事業に属する資産を自己固有の資産と分別するなどして特定する義務を負わないと考えられる。

d. 営業者固有（または別の匿名組合）の債権者による相殺の可否

取戻権ないし第三者異議について述べたように、匿名組合事業に係る資産は法律上営業者に帰属し、匿名組合員は債権的な権利を営業者に対して有するにすぎないのであるから、営業者固有の債権者¹²⁴は、当該債権と匿名組合事業に関して負った債務とを対等額で相殺できる。

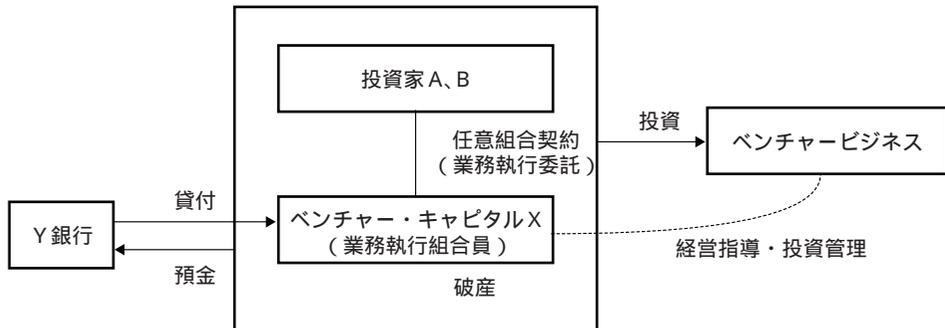
（４）任意組合の業務執行組合員の破産と組合財産の保護

123 ブローカレッジについて既に述べたとおり、信託法3条の信託の公示は、まさに信託財産の独立性について要求されているものであるので、信託財産の独立性に関する規定を類推しながら公示規定を無視するのは、そもそも困難であるように思われる。前注15および16参照。

124 別ファンド（別の匿名組合など）に係る債権者を含む。

(事例11)

投資家A、BおよびXが出資する任意組合型投資事業組合において、業務執行を委託された組合員Xが、当該組合に属さない債務の負担が原因となって破産した。破産前に、Xが投資先のベンチャービジネスからの収益の分配金を「組合代表者X」名義でY銀行に預金していたところ、Yは、Xに対する貸付金債権（組合事業と無関連）と預金払出債務との相殺を主張した。



a. 任意組合における組合員の法的地位（民法668条）

投資家資産の管理・運用のためのファンドの法的構成として、特別目的会社、信託、匿名組合のほかに、民法上の組合（任意組合）が選択されることがある。例えば、事例11のような投資事業組合は、税法上の理由により通常任意組合のかたちで組成される。

民法上の組合とは、2以上の当事者の各々が金銭その他の出資¹²⁵をして共同の事業を営むことを約することにより成立する契約である（民法667条1項）。共同事業の執行の方法として、組合契約により組合の業務の執行を1ないし複数の業務執行組合員に委託することができ（民法670条2項）、その場合には民法の委任規定（644条ないし650条）が準用される（民法671条）。しかし、共同事業である以上、他の組合員は、少なくとも業務および財産の状況を検査する権利（民法673条）と正当事由に基づき業務執行組合員を解任する権利（民法672条2項）を有する¹²⁶。事例11に即して言えば、A、BおよびXがそれぞれ出資をし、ベンチャービジネスに対する投資（出資または貸付）ならびに経営指導および投資管理を共同で行うことを目的

125 金銭以外の財物のほか、労務の出資も認められる（民法667条2項）。

126 他の組合員が検査権や解任権さえも有しないときは、もはや共同事業とは言えないから、たとえ目的事業からの収益の分配を約したとしても組合契約ではなく、匿名組合や、事業収益に応じて利息または賃料が変動する金銭消費貸借または営業（もしくは営業設備）の賃貸借などを構成することになる。鈴木祿弥（編）[1993] p.124、三宅[1988] p.1107等参照。

として締結した投資事業組合契約は、民法上の組合契約と言える。その契約中で組合の業務執行をXに委託した場合には、AおよびBは、組合の業務および財産を検査する権利と正当事由に基づいてXを解任する権利を持つことになる。

任意組合においては、組合員の出資その他の組合財産は総組合員の共有に属する（民法668条）¹²⁷。通説によれば、組合財産を構成する物や権利が性質上可分であれ不可分であれ、それぞれの物や権利が分割されることなく組合員の共有に属する¹²⁸。業務執行組合員を選定した場合には、前記のとおり委任の規定が準用されるので、業務執行組合員は、組合業務の執行により受け取った金銭全額 自己の持分相当額も合わせて を、組合のための共同管理の下に移すことを要する（民法646条1項）¹²⁹。業務執行組合員が自己の名で組合のために対外的業務執行をした場合には、別段の合意がない限り、その結果取得した権利の名義を組合すなわち組合員全員の共有名義とする義務を負う（民法646条2項）。したがって、事例11において、投資事業組合によるベンチャービジネスへの出資（株式等）または貸付債権およびY銀行への預金は、X、AおよびBの共有に属し、Xは、それらを自己名義で取得した場合には、別段の合意がある場合を除き、組合員全員の共有名義に移さなければならない。

b. 組合員による第三者異議および取戻しの可否（民法668条、679条および681条）

既に述べたとおり、組合財産は、原則として実体的権利としても形式的名義としても組合員の共有に属する。したがって、組合財産に属する個々の財産について、ある組合員の債権者が他の組合員の持分を差し押えても、他の組合員が第三者異議の訴えを提起することに争いはない¹³⁰。

業務執行組合員が破産した場合も同様に、他の組合員は物権的に保護されると考えられる。破産により業務執行組合員は組合を脱退し（民法679条2号）その持分は払い戻されることとなる（民法681条）ので、当該払戻請求権ないし払い戻された財産が破産財団を構成する。したがって、他の組合員の持分ないし持分に相当する組合財産に影響はない。具体的には、事例11において、AおよびBは、ベンチャービジネスに対する出資（株式等）または貸付債権およびYへの預金について、自己の持分をXの破産管財人から取り戻すことができる。

以上のように、任意組合型ファンドにおいては、受認者の一般債権者に対して投

127 ここに言う「共有」の性質については、含有説、共有説などの争いがあるが、ここでは立ち入らない。

128 大判昭和7年12月10日民集11巻2313頁、鈴木祿弥（編）1993] p.78等。ただし、三宅[1988] p.1147。

129 具体的には、利益配当ないし持分払戻しまでの間、組合のための専用口座に入金するなどの方法によることとなる。鈴木祿弥（編）1993] p.121参照。

130 通常の共有であれば、共有持分権者の債権者は、当該持分権者の共有持分を差し押えることはできる。しかし、任意組合においては、個々の組合財産につき各組合員による持分処分（譲渡、質入れ等）が禁止されている（民法676条1項）ことを理由として、当該組合員の債権者による当該持分の差押えもまた許されないと解されている。鈴木祿弥（編）1993] p.147。

資家が現行法上も原則として保護される。

なお、業務執行組合員が自己の名において取得した財産は、それが組合の計算で取得されたものであっても、別段の合意がない限り直ちに組合財産となるわけではなく、まずその業務執行組合員に帰属し、組合への移転行為を経て初めて組合財産となると考えられる。それまでは他の組合員は財産移転請求権を有するにすぎない¹³¹。この場合に、すぐに総組合員に権利を移転しているならば、その移転の途中で業務執行組合員が破産しても、権利移転過程における仲介者の破産　ブローカーや支払仲介者の破産　と同様に解して総組合員を保護することができよう。他方、業務執行組合員が財産をそのまま自己名義にしている間に破産した場合には、現行法の解釈としては、他の組合員と破産管財人とは対抗関係に立つと解さざるを得ず、他の組合員は、対抗要件を具備していない限り、当該財産を取り戻せないことになろう。

c. 業務執行組合員の固有財産からの組合財産の分別

既に述べたように、業務執行組合員は、組合業務の執行により受け取った金銭全額　自己の持分相当額も合わせて　を、組合のための共同管理の下に移すことを要する（民法646条1項）。また、業務執行組合員が自己の名で組合のために対外的業務執行をした場合には、別段の合意がない限り、その結果取得した権利の名義を組合すなわち組合員全員の共有名義とする義務を負う（民法646条2項）。このように、業務執行組合員は、共有に属する資産を共同管理の下に置きまたは共有名義に移すために必要な限度で、自己の固有財産との分別義務を負うものと考えられる¹³²。

d. 業務執行組合員固有(または別の組合)の債権者による相殺の可否(民法677条)

任意組合の債務者は、その債務と組合員自身(または別の組合)に対する債権とを相殺することができない(民法677条)。この相殺禁止は、組合の債権のうち他の組合員の持分に対応する部分はもちろん、当該組合員の持分に相当する部分についても妥当する。したがって、事例11において、Yは、特段の事情がない限り、X自身に対する貸付金債権と組合に対する預金払出債務とを相殺することができない。

もっとも、仮に専用口座の名義に「組合代表者」という肩書がなく、Yが預金者

131 鈴木祿弥(編) [1993] p.57参照。また、内的組合の理論　当事者間の内部関係では組合の規定に服するが、対外的行為は1組合員が自己の名で行う内的組合においては、対外的には当該行為者が権利義務関係に立つという見解　によっても、行為者の差押債権者和其他の組合員は対抗関係に立つことになり、新たな譲受行為および対抗要件の具備なしに、他の組合員は差押債権者に対して自己の持分を対抗できないことになる。鈴木祿弥(編) [1993] p.25以下。

132 委任における受託者の分別管理義務を解釈上導こうとする見解として、道垣内 [1996b] p.151以下参照。

をX自身と信じて当該貸付を実行した場合には、信託について述べたのと同様、民法478条、94条2項または110条の類推適用などにより、Yの相殺期待を保護することが検討されるべきであろう¹³³。

(5) その他の金融取引への議論の拡がり 預金および保険

a. 預金

銀行預金は、預金者から資金を受け入れた銀行がこれを運用し、預金者に元利息を払い戻す点で、資産管理運用サービスに共通する面がある。これをファンド型取引と同列に論じ、銀行破産の場合に預金者を保護するための解釈論または立法論を展開することができないであろうか。

2.(2)b.で触れたように、銀行預金の法的性質は、一般には消費寄託と解されている。消費寄託である以上、銀行が受け入れた資金は銀行の一般財産に混入し特定性を失ってしまう。したがって、解釈論としては、預金者は物権的な排他権を保持し得ず、銀行の破産から保護されない。

さらに、立法論としても、預金をファンド型取引と同列に論ずるのは適当ではないと考えられる。というのは、預金には、ファンド型取引の本質的要素である「投資家の信認に基づく目的財産性」というものが欠けているからである。消費寄託としての預金は、単に銀行の一般財産に混入して財産の特定性が失われているだけではなく、用途が限定されず、銀行が自由に利用できる 目的財産性を欠く ものである。そこには、信認関係を成立させるに足る特定のサービス（資産の処分、移転、管理、運用など）に関する「信認」はなく、銀行の財産全体に対する一般的・抽象的な信頼 まさしく一般債権者としての与信 があるだけである。銀行は預金者の計算で預金を管理運用する受託者ではない。それ故に、仮に預けた金銭の特定ができたとしても、実質的にも形式的にもそれはやはり銀行の資産であって、預金者が取り戻せるものではない。その点で、預金はファンド取引とは異なり、むしろ金銭消費貸借（貸付取引）と共通する。すなわち、私法上は、預金者は自己の責任において銀行に信用を供与していると解さざるを得ない。政策的に預金者を保護すべきということであれば、業者規制により銀行の健全性を確保するか、預金保険などの特別制度によるほかないであろう。

b. 保険

.....
133 前述(2)d.参照。

保険の法的性質

「保険」とは何かを定義する法規定はない。しかし、通常、「同種の危険（財産上の需要（入用）が発生する可能性）に曝された多数の経済主体（企業・会計）を一つの団体と見ると、そこには大数の法則が成り立つことを応用して、それに属する各経済主体がそれぞれの危険率に相応した出捐をなすことにより共同的備蓄を形成し、現実需要が発生した経済主体がそこから支払いを受ける方法で需要を充足する制度をいう¹³⁴」と解されている。このような共同的備蓄は、保険者（またはその委任を受けた者）により管理・運用される場所であるが、自己のためにする生命保険や一定の損害保険（積立保険）においては、個々の保険契約者にとって貯蓄としての側面も持つ¹³⁵。とりわけ、特別勘定（保険業法118条）を設けてその資産運用の成果を直接特定の保険契約に帰属させる一定の範囲の保険¹³⁶については、保険契約者にとって投資（資産運用）としての性格が強い。

これまで、保険契約者の保護は、一般勘定の保険であるか特別勘定の保険であるかを問わず、かかる保険契約の性質の分析によることなく、主として「業者法」¹³⁷に基づき、行政による保険会社規制を通じてなされてきた¹³⁸。しかし、保険業法の改正等を受け業者規制の緩和が進んでいることを踏まえ、保険契約者の保護についても、まずは保険取引の本質に立ち返った議論が必要となる。

ファンド型取引としての構成

預金について見たように、ファンド型取引の本質が、「信認に基づく目的財産性」にあるとすると、保険取引は、特別勘定のもののみならず一般勘定のものについても、ファンド型取引と捉えることができよう。

まず、特別勘定の保険については、保険契約に基づき、他の勘定の保険契約資産と明確に分離・独立した勘定を設けて当該保険契約の特性に応じた弾力的な資産運用を行い、その運用成果を直接当該保険契約に帰属させるのであるから、そこには明らかに保険契約者による信認に基づく一定の資産運用を目的とするファンドの設定が認められる。

また、一般勘定の保険についても、保険者は保険契約資産を自己の用に供してよ

134 江頭 [1996a] p.339。

135 江頭 [1996a] p.340。

136 具体的には、変額保険、厚生年金基金保険特別勘定特約分、国民年金基金特別勘定特約分などがこれに該当する（保険業法施行規則74条）。

137 前注1参照。

138 具体的には、他業禁止・生損保兼業禁止や資産運用制限などが挙げられる（保険業法100条および3条3項ならびに97条2項および3項）。特に資産運用制限については、最近の保険業法の改正前までは、財産利用方法および財産利用割合を法令上制限していただけでなく、免許付与時に保険会社の基礎書類として財産利用等の詳細につき財産利用方法書を作成させ、その変更を大蔵大臣の認可に係らしめていた。改正保険業法は、財産利用方法書による制限を廃止した。

いものではなく¹³⁹、あくまで保険契約者（特別勘定の保険以外の保険契約者）全体のためにそれを管理・運用している。その点で、やはり消費寄託、消費貸借とは本質的に異なるものである。したがって、一般勘定の保険についても、保険契約者と保険者の間には信認関係が認められ、これをファンド型取引に分類することができる。したがって、保険契約者保護のあり方を検討するに際しては、ファンド型取引の投資家保護ルールのある方と同様に考えるべきであろう¹⁴⁰。

責任財産の分離

保険契約をファンド型取引 実質的には投資家にファンド財産が帰属する取引と捉えたとすると、そのファンドに特定性（個別具体的な資産の特定または分別による固有財産からの区別）が認められれば、少なくとも立法論としては、保険者の責任財産および他のファンドの破綻から物権的に保護すべきであろう。また、物権的に保護されるのであれば、そのための要件を遵守することが当事者の合理的意思に適う。したがって、本来、私法上の原則としては、保険者は、個別具体的な特定のある資産を除き、特別勘定の保険契約資産については各特別勘定毎に分別し、一般勘定の保険契約資産については全体として自己固有の財産と分別する義務を、保険契約者に対して負うものと言うべきであろう¹⁴¹。

しかしながら、匿名組合について述べたのと同様に、保険に信託法上の諸規定を類推適用することにより、保険契約者に信託の受益者のような物権的保護を与えることは難しい¹⁴²。何らかの立法的な手当てが必要であるように思われる¹⁴³。

保険契約者の物権的保護が現行法の解釈としては困難であるとする、保険契約者を保護するために保険契約資産を分別することを当事者の合理的意思と見る基盤が失われるので、現行法上は、私法上の原則として保険者の分別義務を認めることもできないであろう。

4. 一般的議論への視座 権利移転仲介型取引とファンド型取引の比較

139 保険業法上、保険会社は保険契約資産の運用につき一定の制約を受ける（保険業法97条2項および3項ならびに保険業法施行規則47条、48条1項および49条）。また、仮にそのような業法上の制約がないとしても、保険契約の解釈として、少なくとも、保険者が自己のために保険契約資産を費消することは許されないと考えよう。

140 ここでの問題からは離れるが、投資家保護ルールのほか、受託者の義務という観点からも、受託者・受託者等と同様に、善管注意義務、忠実義務など、信認関係に基づいて生ずる義務を負うと解すべきであろう。

141 保険業法は、特別勘定の保険契約資産について、勘定の分離以上に資産の種類に応じた分別をすることを明確には要求していない。

142 現実に、生命保険会社（日産生命）の破綻に当たり、生命保険協会の一般委員会において、現行法上生命保険会社が破綻した場合の特別勘定資産と一般勘定資産の間の優先順位が規定されおらず、これらを別扱いする理由を見いだせないとの理由で、解約返戻金のカットを特別勘定の年金資産にも適用する旨の合意がなされた旨、および、それに対し、年金福祉事業団や厚生年金基金連合会など契約者の立場から、特別勘定においては契約者が運用リスクを負うが、運用機関の信用リスクまで負うことは商品性格上あり得ないとの批判がなされている旨、報じられた（日経金融新聞1997年7月13日）。

143 なお、保険業法上、保険契約者保護基金を通じた保険会社間の相互援助制度が規定されている（保険業法259条以下）。

a. 権利移転仲介型取引とファンド型取引との異同 投資家資産の特定性

前節までで、ブローカレッジ・支払仲介サービスなど金融資産の移転の仲介を行う「権利移転仲介型取引」や、信託・匿名組合・任意組合など資産管理運用サービスの提供者の法人格と投資家のための管理運用財産（ファンド）の単位が一致しない「ファンド型取引」を取り上げた。以上の検討を通じて、実質的に投資家に帰属すべき財産が、受認者の責任財産から分離され、その信用リスクから保護されるか否かについて、法律構成による差異が認められることが明らかになった。

以下では、現行法の個別解釈から離れ、受認者破綻時の投資家保護のあり方を、権利移転仲介型取引とファンド型取引の特徴をそれぞれ抽出、比較することにより検討してみたい。

権利移転仲介型取引とファンド型取引とに共通するのは、受認者名義の資産に対して受認者の一般債権者が一般的・抽象的利益を有するにすぎないのに対し、投資家は具体的・実質的利益を有し、その実質的権利者と言える点である。したがって、一般論としては、受認者名義の財産についても、投資家を受認者の一般債権者より優先すべきであろう。

しかし、権利移転仲介型取引においては、1 受認者は権利移転の単なる経由点であり、受認者への形式的権利帰属は一時的なものであること、および、2 対象となる金融資産を運用することは取引の内容となっておらず、その価額に変更が加えられないこと、の2点から、仮に当該金融資産が受認者の固有財産と区別できなくなっているとしても、たまたま一時的に増加している受認者資産の価額は明らかである。したがって、受認者の固有財産から取次資産が区別できなくても、先取特権を与えるなどの方法により、投資家を受認者の一般債権者より優先させるべきであるとも考えられる。取戻権の行使や第三者異議の訴えの提起に当たって、対象資産の特定や受認者の固有財産との分別が要求されるのは、対象資産の引渡しや対象資産への個別執行排除を求めるといった権利の性質上、対象資産の特定が権利の行使のための前提となっているからである。

これに対し、ファンド型取引においては、ファンド財産は、1 形式的とは言え、管理運用者に継続的に帰属するものであるため、管理運用者の資産の増加は一時的なものではない。また、2 管理・運用により減価したり処分されたりしてその価額が変化するため、ファンド財産の特定性が失われて一般財産に混入してしまった場合には、一体どれだけの金額ないし数量の資産が投資家に本来帰属すべきが通常わからなくなってしまう。そこで、受認者自身の資産とは「別のもの」であることが明白な場合、すなわち分別などによりファンド財産に特定性がある場合に限って、ファンド財産が投資家に実質的に帰属し、管理運用者の責任財産から分離されるべきものと考えられる¹⁴⁴。このように、ファンド財産の特定や分別が要求さ

れるのは、ファンド財産の独立性を主張するためである。

b. 特定のための分別の単位

権利移転仲介型取引においては、投資家資産の特定は、取戻権や第三者異議の訴えの性質上要求されるものと考えられる。すなわち、それらは受認者の一般債権者による拮取を排除する権利であるから、分別により投資家資産を特定する場合の「分別」とは、受認者の固有財産から全体として区別されていることを意味すると考えられる。

これに対し、ファンド財産の特定が要求されるのは、ファンドの独立性を確保するためである。したがって、分別による特定に当たっては、管理運用者の一般財産のみならず、ファンド外の財産と区別できることが肝要であり、資産の分別は、同じ投資・運用目的に導かれたファンド毎になされなくてはならない。逆に、異なるファンド間でファンド財産の合同管理をすることは、投資家による特段の同意がない限り許されないであろう¹⁴⁵。

c. 公示の要否

権利移転仲介型取引は、一回的取引であるがゆえに公示を必要とする実益がほとんどない。

これに対し、ファンド財産の独立性を主張するために、特定とは別にファンド財産であることの公示を要求すべきかどうかは、ファンド取引の性質、すなわち資産の流動性と公示制度の使い勝手の良さとの相関関係により判断すべきである。

例えば、証券投資信託など、頻繁にファンド財産が入れ替わるような運用型ファ

144 四宮 [1975] p.370は、問屋と異なり、信託においては目的物の特定性が本質的要素であるとする。すなわち、信託に問屋などの間接代理を取り込むドイツの学説を紹介し検討したうえで、この見解に結論としては反対し、「たしかに、取戻権等が現実認められるためには、一応、目的物の特定性が必要である。しかし、ここから逆に目的物の特定性に間接代理を信託に媒介する機能を期待するのは、適当ではない。信託では、事務処理の対象たる財産権は「特別財産」を形成し、したがって目的物の「特定性」は信託の本質的メルクマールとでもいうべき特質である（受託者の分別管理義務や「物上代位の原則」の貫徹を考えよ）。ところが、間接代理では、目的物の特定性は、間接代理の本質的メルクマールとして要求されるものではなく、事務処理の趣旨（たとえば特定物の取得を委託したか）ないしは利害衝突（破産・執行）の際の偶然の事情（偶々債務者のもとで特定しうべき状態にあったか）に左右されるものである。信託と間接代理とでは特定性のもつ意味が異なると考えられるのである（そして、この相違の背景には信託関係と間接代理関係とのいくつかの差異が存する）」と述べている。

145 もっとも、ファンド型取引の投資家に物権的保護が与えられると仮定した場合には、異なるファンド間で合同管理が行われた途端に、そのファンドの投資家が一切の物権的保護を失うと解すべきではなく、資産の特定性が認められる範囲でなお保護される（独立性が認められる）と言うべきであろう。例えば、全く運用方針の異なるAとBのファンド資産を混合してしまっている場合に、Aが運用の失敗により破綻したときは、Bの投資家は其の影響を受け、Aの債権者に対し優先権または排他権（第三者異議等）を主張できないが、AとBの資産が全体としてそれ以外の資産と分別されていれば、別ファンドCや受認者の固有資産が破綻したときは、Bの投資家は、Aの投資家とともに物権的に保護されよう。

ンドについて、個々の資産につき公示を要求するのは現実的ではない。他方、航空機リースや投資事業組合など、少数の資産を長期間保有するタイプの運用型ファンドについては、保有資産を公示することも実務上可能であるから、取引の相手方を保護するために、信託の公示を一般化した「委託財産」の公示または各ファンド取引毎に「匿名組合資産」などの公示を要求することも検討に値しよう。

資産の保有期間や譲渡資産の数には程度があるので、前記の中間型と言うべきファンド型取引も想定し得るが、そのような場合に第三者保護のために公示を要求するとすれば、多数の資産がある程度頻繁に取引される場合にも利用し得るような使い勝手のよい公示制度を構築する必要があるだろう。例えば、集合債権の流動化において、形式的に債権譲受会社に属する譲渡債権が実質的には投資家に保有され、債権譲受会社の責任財産を構成しないことを公示する手段として、簡便な登録制度を整備することが考えられる¹⁴⁶。

d. 特定がない場合 優先権の有無

権利移転仲介型取引においても、ファンド型取引においても、投資家は対象財産に対して実質的・具体的利害関係を有している。これに対し、既に述べたとおり、権利移転仲介型取引においては、仲介者がたまたま一時的に預かった資産は、その金額ないし数量において一般債権者が期待するものではないと言える。そこで、権利移転仲介型取引においては、対象資産の分別が十分でなく特定性を欠く場合であっても、ブローカー等の財産全体に対して顧客に一般的な優先権を与えることが立法論として考えられる。

一方、ファンド型取引においては、ファンド財産は継続的に管理運用者により管理・運用される。すなわち、個別具体的な財産の特定ないし一般財産からの分別による特定がない場合には、その金額および数量は常に変動し、常態として一般財産と区別できなくなる。逆に、独立性のある一定範囲の財産と認められる場合に初めて、実質的に投資家に帰属するものとして一般債権者の担保から保護されるべきという解釈論ないし立法論を展開できるのである。したがって、ファンド型の資産管理運用サービスにおいてファンド財産が特定性を欠く場合には、立法論としても、管理運用者の破産に際して投資家に一般先取特権その他の優先権を認める必要はな

146 UCC第9編は、本来担保設定取引に関するものであるが、売掛債権および動産抵当証券については、その売買の対第三者対抗要件としての登録制度に関する規定を有する(UCC § 9-302、§ 9-303および§ 9-401)。また、現在UNCITRALにおいて、資金調達のための債権譲渡に関する条約草案(Draft Convention on Assignment in Receivables Financing)が議論の対象となっており、そこでも債権譲渡の対第三者対抗要件として登録制度が提案されているとのことである。わが国でも、法務省を中心に、債権流動化における債権譲渡の対第三者対抗要件を簡易に具備できるようにするために、登録制度の整備が検討されている(平成9年4月25日付「債権譲渡法制研究会報告書」参照)。これらは、オリジネーターから債権譲受会社への債権譲渡の対抗要件を簡便化したものであるが、そのように譲渡された債権群が実質的に投資家のものであって債権譲受会社の責任財産を構成しないことを公示する制度を併せ整備することも可能であろう。

いと言えよう。

e. 責任財産分離の限界 相殺権者の保護

ファンドに対する債務を負い受認者に対する債権を持つ者は、法律上保護に値する相殺期待を有し、ファンド財産を構成する債権（受働債権）に対して具体的・実質的利益を取得する。したがって、本来、相殺権者が受認者自身に対する債権とファンドに対する債務とを相殺することは原則として禁止されるべきではない¹⁴⁷。

しかし、受認者が「受認者として」行為すること¹⁴⁸を相手方に表示した場合には、当該相手方の相殺期待を保護する必要性が相対的に低くなるので、当該相手方からの相殺を禁止すべきではないかと思われる¹⁴⁹。もっとも、この点に関しては、「自身としてではなく受認者として」行為することの表示が必要との立場もあり得よう。さらに相殺権者の保護を徹底すると、「ファンドのために行うのであって固有の債務との相殺は許されない」など、相殺禁止特約に準ずるような合意がある場合に限り相殺が禁止されることになろうが、それはバランスを欠く結論のように思われる。

なお、権利移転仲介型取引についても、相殺権者を一般債権者と区別すべき理由はファンド型取引と同じである。ただ、取引形態に応じて、以下のように扱いに違いが生じよう。

例えば、権利移転仲介型取引のうち、大量かつ迅速に取引を実行するために取引の相手方との関係では受認者が当事者となることが取引の本質となっている取引（ブローカレッジなど）については、相殺権者の主観を問題とせず、相殺を認めるべきではないか。

他方、社債管理会社のような代理・代行としての支払受領仲介サービスにおいては、支払受領を委託された債権（社債等）は、本人たる投資家に帰属しているため、その債務者（社債発行会社等）が受認者（社債管理会社等）に対して有する債権と相対立しておらず、そのことを債務者も認識しているのであるから、債務者に相殺期待はない。したがって、例えば社債発行会社が、社債元利金支払債務と社債管理会社となっている銀行に対して有する預金払出請求権とを相殺することは、認められないと考えられる。

f. 問屋法理と信託法理

147 もっとも、相手方による相殺の場合に受認者が相殺金額をファンドに填補しないとすれば、それは忠実義務違反となろう。

148 同等の表示として、その行為の結果、相手方が負うこととなる債務がファンドに属することを表示するなどが考えられる。

149 これに対し、債権が相対立するか否かの判断を実質的に行い、ファンドに属する（実質的には投資家の）債権と受認者の固有の債務とは相殺できないのが原則であり、相手方の相殺期待は、民法478条等を類推して保護するという立場もあろう。相対立しない債権の間で同条を類推して一方当事者の相殺期待を保護した判例としては、前注113参照。

妥当する法理

以下では、信託関係にある当事者間の取引のうち、受託者への形式的権利帰属が生ずる取引を権利移転仲介型とファンド型に分け、そこに妥当する法理を考えることを試みる。無論、取引の種類にも中間形態があり、それぞれの性格にも濃淡があるのであって、議論を単純化しすぎるのは危険である。しかし、今後金融取引が自由化され、規制業態にとらわれない新しい「取引法」¹⁵⁰上の投資家保護を考えるに当たって、業態ではなく取引のタイプ 信託の内容 に着目すべきことには異論がなからう。そして、デリバティブ取引など、日々新しい手法が生まれつつある金融取引に関して「取引のタイプ」と言うときには、従来の典型契約類型に分ける以外の物差しを持つことが重要であると思われる。

権利移転仲介型取引 問屋法理

権利移転仲介型取引においては、ファンド型取引との共通点として挙げた実質的考慮のみに基づき、受託者の一般債権者に対する投資家の優越が認められる。もっとも、取引の相手方からの相殺との優劣については、取引形態毎に考察すべきである。取次資産の特定性は、取戻権・第三者異議の要件としては必要となるが、立法論としては、優先権（一般の先取特権、一定範囲の資産に対する先取特権など）であれば特定性なしに認めることが考えられるし、少なくとも一定範囲の資産に対する優先権については認めるべきである。かかる特定性確保の一手段としての分別の単位については、投資家のために（受託者として）保有している資産が全体として自己固有の資産と分別されていれば足りる。

ファンド型取引との相違点として挙げた一時性からすると、第三者に対して「顧客のための取次資産である」旨公示することは非現実的であり、それを求める実益はほとんどない。

以上の解釈論は、問屋（証券ブローカー）の破産につき公示なしにその顧客に買入証券の取戻しを認めた前掲最判昭和43年7月11日の判示したところを類推解釈することにより導くことができよう。換言すれば、問屋に関する前記最高裁判決の射程（その限界としての相殺の許容を含む）は、取戻権の行使・第三者異議の訴えのために求められる特定性の有無を資産の種類に応じて判断しさえすれば、権利移転仲介型取引一般に拡げられるように考えられる。すなわち、取引の相手方に対しては問屋が前面に立つが、問屋（問屋の一般債権者を含む）とその顧客との間では顧客に権利が帰属するという「問屋法理」が、権利移転仲介型取引に通ずる一般法理となる。

ファンド型取引 信託法理

150 金融取引当事者間の権利義務関係を規整するルールを言う。前述「はじめに」冒頭部分参照。

ファンド型取引においては、権利移転仲介型取引との共通点として挙げた実質的考慮のみでは、取戻権または第三者異議はもとより、受託者の一般債権者に対する投資家の優先権すら根拠付けられない。かかる実質的考慮に加えて、ファンド財産の特定性が必要となる。逆に、ファンド財産の特定性がある場合には、ファンド外の債権者（受託者の一般債権者および他のファンドの債権者）からの物権的排他権（取戻権および第三者異議）すなわちファンドの独立性を少なくとも立法論としてはファンド型取引一般に認めるべきである。したがって、一般先取特権などの優先権を認める必要はない。ここに言う「特定性」とは、ファンド外財産と区別できることを意味するので、個別具体的な資産の特定がなくとも、分別により確保できる。分別の単位は、ファンド毎である。取引の相手方が受託者自身に対する債権でファンドに対する債務を相殺することは、受託者が「受託者として」などと表示して行為したことを条件として、禁止されるものと言うべきである。

権利移転仲介型取引との相違点として挙げた継続性からすると、ファンド財産の流動性が低い取引については、投資家保護の要件として、信託の公示を一般化した「委託財産」の公示または各ファンド取引毎に「匿名組合資産」などの公示を要求することも考えられてよい。ただし、この場合も、取引の現実を阻害しないような制度の整備が不可欠となる。

以上は、3(2)に述べたように、いくつかの重要な修正¹⁵¹を要するものの、基本的には現行制定法の中でも信託法の定めるところに近い。むしろ、わが国の財産管理運用制度のうち、形式的名義を欠く実質的権利者に物権的救済を認めるものは、信託以外には存在しないため、信託法が唯一の手掛かりとなるといったほうがよいかもしれない。すなわち、信託法理を「ある者が他人のために財産の管理・運用を請け負った場合には、当該財産の所有権がその管理者に移転している場合でも、権利者に所有者と同様の物権的救済を認めること」¹⁵²と捉えるとすると、それはファンド型取引に広く妥当する法理のように考えられる。もっとも、信託法のうち一部(16条等)のみを取り出し、法律上それと不可分の公示要件(3条)やそれと同趣旨の相殺禁止(17条)を無視したり制限的に解したりすることには解釈論として無理がないではない。また、安易な類推を許すと、債務者による執行免脱などに悪用される恐れがある。しかし、少なくとも立法論としては、信託法理の核の部分は、ファンド型取引一般に適用されるルールのあるあり方の指針とされるべきである。

151 再言すると、例えば、信託法3条2項が要求する有価証券についての公示を不要とすべきである。同法17条の相殺禁止を主張するためには、「受託者として」などと、受託者が当該相手方に対して表示していたことを要求すべきである。多数当事者信託の場合の合同管理・運用に関する手当てをすべきである。

152 道垣内 [1996b] p.218。

Ⅱ. 投資家資産に関して生じた債務を巡る損失分担のあり方

(1) 問題の所在

I.においては、投資家・顧客の計算で受託者が自己名義の下に置いている財産を受託者の責任財産から分離することを通じて、投資家の資産を預かる受託者が典型的には破産した場合に、投資家・顧客を保護することの可否について検討した。これは、投資家・顧客に帰属すべき資産はプラスであるが、受託者自身の資産が経済的に破綻してマイナスになってしまった場合における損失処理の問題である。

これに対し、受託者自身の資産状態には何ら問題がないが、投資家・顧客に帰属すべき資産がマイナスになってしまった場合には、その損失をどう負担すべきであろうか。この問題は、投資家・顧客の計算で受託者が債務を負担する場合一般に共通するが、特にファンド型取引のように、かかる債務の額が投資家から受け入れた資産の額を場合により超えることが予想される場合には、受託者、投資家および当の債権者にとって重大な関心事となる¹⁵³。すなわち、ファンドが破綻してファンドに係る債務を完済できない場合に、不足額につき受託者がファンドの債権者に対し自己の資産をもって責任を負うのか、それとも債権者はファンド財産のみを当該債務の引当てとすることしか期待できないのか。受託者が債権者に対して個人的に責任を負うとしても、自己固有の財産で負担した分を投資家に求償することができるのか。以上は相互に関連し、受託者、投資家および債権者の利害が鋭く対立する。

これらを法形式に従って言い換えれば、現行法上、責任財産の原則的単位となっている法人格の範囲と、経済的に独立しているはずの目的財産であるファンドの範囲とのずれを巡る問題とみることでもでき、その意味では、I.と同一平面上の議論とも言える。

以下、具体的なファンド型取引¹⁵⁴を順に取り上げ、検討することとする。

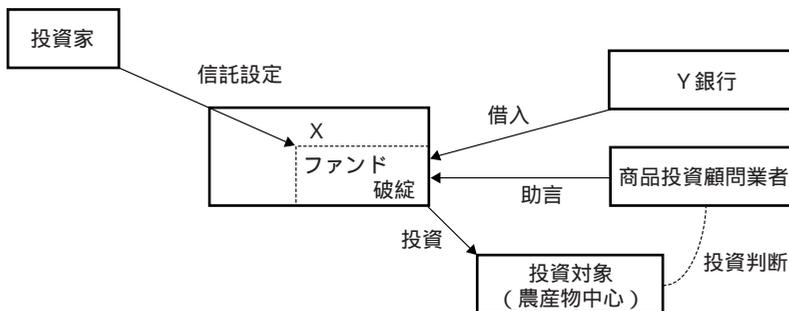
(2) 信託型ファンドの破綻に係る損失分担¹⁵⁵

153 投資家のための債務負担は、ブローカレッジの場合にも生じる。例えば、証券の買委託を実行したブローカーは、当該証券またはその引渡請求権を得る代わりに、代金支払義務を負う。通常ブローカーが得る権利と負う義務とはバランスしているが、仮に買入証券がブローカーの過失なしに盗取された後、善意取得されるなどした場合には、損失負担の問題となる。

154 ここでも、投資家資産の管理・運用サービスの提供取引と言える限りにおいて、ファンドの投資対象が金融資産（有価証券、金銭債権等）であるものに限らず、商品や航空機等の資産に投資するものも広く含むものとする。

(事例12)

Xが、投資家から金銭を受託して農産物中心に投資する信託型商品ファンドを組成し、大豆の価格下落を予想する投資顧問の助言に従ってファンド勘定で大豆の先物を大量に売ったところ、突然の世界的天候不順によって大豆価格が暴騰した。先物取引の決済のために、Xがファンド勘定でY銀行から借入をしたところ、ファンドは債務超過状態となった。



a. 受託者の第三者に対する責任

受託者の無限責任

事例12において、Yからの借入金のうち、信託財産から弁済しきれない金額について、Xは自己固有の財産をもって弁済する義務をYに対して負うか。

現行法上は、信託の受託者は、信託財産ないし信託事務に関連して生ずる債務を第三者に対して直接負うものと解されている¹⁵⁶。そのうえで、信託法36条は、受託者が正当な信託事務に関して負担した債務を固有財産から弁済した場合には、信託財産または受益者に対して求償できる旨規定する。しかし、後述のとおり受益者に対する求償権には制約があるし、受益者の資力が常に十分なわけではないので、信託財産が債務の弁済に不足する場合には、受託者の債務は無限責任となり得る。この「受託者の対第三者無限責任の原則」は、信託関係を基本的に債権関係として構成する伝統的な見解によれば当然の結論であり、信託財産に実質的法主体性を認める有力説によっても、「外部に対する関係で、信託財産の信用能力の不足を補うために、信託財産の名義者であり現実の行為者である受託者に、『負担部分のない連帯債務』に類似した債務を負わせたもの」¹⁵⁷と説明される。

155 信託の受託者の第三者に対する責任とそれを限定する特約の効力については、中西 [1996] に負うところが大きい。また、米国でのビジネストラストにおける受託者の責任制限特約および受益者に対する補償請求権については、海原 [1965] を参照。

156 信託法25条後段、36条等は、受託者が第三者に対して直接の債務者となることを当然の前提としている。

信託財産ないし信託事務に関連して受託者が第三者に対して負う債務としては、契約責任、不法行為責任およびその他の責任（租税公課など）が考えられる¹⁵⁸。このうち、受託者の故意または過失に基づく責任については、受託者が直接の責任を負うべきであるし、信託財産ないし受益者にその負担を転嫁すべきではない。しかしながら、受託者に帰責事由がない場合の責任¹⁵⁹については、本来は信託財産の範囲に限られるべきである。なぜならば、受託者は自らの計算で行為しているのではなく、あくまで受益者のために信託業務を遂行しているのであり、信託財産ないし信託事務に関連して生ずる損失を受託者の固有財産で負担する理由はないからである。その意味で、受託者に第一次的に無限責任を負わせる現行信託法制は、受託者に酷な結果を招き得る。

ノンリコース特約

そこで、受託者としては、少なくとも信託事務の遂行に関連して締結する契約上の債務について、相手方との合意により、その責任財産を信託財産に限定することができるかどうかを検討することとなる。このような責任財産限定特約（ノンリコース特約）は、欧米では、信託に係る債務に限らず、事業や資産が生み出すキャッシュフローに対して与信がなされる場合に、しばしば見られるものである。これに対し、わが国では、欧米で行われているアセット・ファイナンスまたはプロジェクト・ファイナンスの手法をほぼそのまま輸入する際に利用されることがあるほか、信託では証券投資信託および土地信託において見られる程度であり、いまだ十分に利用されているとはいえない¹⁶⁰。

このようなノンリコース特約は、執行制限契約の一種である責任制限契約と呼ばれ、債権者をその意思に反してまで保護する必要はないことから、一般には有効と解されている¹⁶¹。すなわち、責任制限契約に違反して債権者が受託者の固有財産に執行を申し立てた場合、あるいは執行申立てを取り下げない場合には、受託者は、被った損害につき事後的に損害賠償を請求することができるのはもちろん、多数説によれば、責任制限契約を表示する文書を提出することにより強制執行を停止しま

157 四宮 [1989] p.73。ここで、「負担部分のない連帯債務に類似した債務」とは、「第三者に対する債務を支払った受託者は、信託財産または受益者から求償を受けることができるけれども、信託財産に求償してもなお不足で、しかも受益者に求償できない場合（例、36条2項但書・同条3項の場合）には、受託者個人が負担せねばならないから、完全に負担がないとはいえない」という意味である。

158 具体的には、北村 [1994] p.7 参照。

159 この中には、信託事務遂行に関して締結された契約上の債務のほか、不法行為であっても、信託財産の所有に基づく無過失責任（民法717条等）や、信託財産ないし活動に対する租税公課（固定資産税、都市計画負担金等）などが含まれる。四宮 [1989] p.289 以下参照。

160 しかし、わが国でも、信託に限らずファンド型取引その他の資産管理運用サービス（アセット・マネジメント）が今後金融取引の中で重要な地位を占めていくとすると、受託者本人ではなく個別の資産や事業が信用供与の対象とされることにならうから、責任財産限定特約を利用する必要性は将来ますます高まると思われる。

161 中野 [1991] p.74 ほか通説。その法的性質については、訴訟契約説と実体契約説が対立するが、実体契約説が多数説である。

たは（当該文書が公文書であれば）取り消すことができ（民事執行法39条1項4号・8号の類推および40条1項）、かかる文書が提出されたにもかかわらず執行が継続された場合には執行異議（同法11条）をなし得る。また、有力説によれば、受託者は、責任制限契約の成立自体を主張することにより、自己固有の財産への執行に対して請求異議の訴え（同法35条）を提起することができる¹⁶²。

それでは、いかなる事情の下でいかなる内容の合意をすれば、責任財産の限定が認められるのであろうか。具体的には、受託者が、債務負担を内容とする契約を「（信託の）受託者として」締結する旨表示するだけで足りるのか、「契約上の責任を信託財産のみで負担する」旨表示し責任制限に言及すべきか、それとも、信託財産の範囲を特定したうえで「契約上の債務の責任財産を別紙記載の範囲の財産に限定する」などと表示すべきか、さらには、信託財産の範囲を明示した責任限定文言に加え、信託財産の変動をもたらし得る重要な信託条項まで開示する必要があるのか、などの点を検討しなくてはならない¹⁶³。

これは、受託者が単に何らかの警告をすれば足り、信託契約の内容を問い合わせるなどして責任財産の範囲および価値ならびにその変動の可能性および程度を調査する責任を相手方に負わせる考え方が、それとも、与信判断をするために必要な情報を相手方に提供する義務を受託者の側に負わせる考え方のどちらを採用するかにより決定される。ただ、対等な当事者を想定する私法上の原則としては、当事者が一定の合意をしている場合にそのとおりの効果を認めるべきであるから、「契約上の責任を信託財産のみで負担する」旨の合意が必要かつ十分であると言うべきであろう。もちろん、その対象としての「信託財産」を何らかの方法で特定していなければならないが、それは必ずしもノンリコース特約の中に明示する必要はない（例えば、信託契約により特定されていればよい）と考えられる。ただし、投資家保護の観点からは、ノンリコース特約の相手方（債権者）に応じて、何らかの開示ないし説明が必要となる場合はあろう。例えば、信託財産を引当てにして社債を公募するなど、受託者の契約の相手方が一般投資家である場合には、保護の必要性が相対的に高い。そのような場合には、信託財産の範囲を明示して責任財産がそれに限定される旨を表示するとともに、信託財産の変動をもたらし得る重要な信託条項を開示する必要があるように考えられる。特に、それが資産運用型の信託の場合には、運用方針とともに運用対象資産の抱えるリスクを投資家の洗練度や理解度に応じて説明すべきであろう。

b. 受益者の有限責任性の有無（信託36条）

162 以上につき、中野 [1991] p.75 参照。

163 米国においては、一般論として、単に「受託者として」(“as trustee”)と表示するだけでは個人責任を免れないが、「自身としてではなく受託者として」(“as trustee but not individually”)または「受託者たる地位のみにおいて」(“as trustee and not otherwise”)などと表示すれば、相手方にとって信託財産のみが引当てとなるものとされている (Restatement (Second) of Trusts §263, comment (a))。ただし、現在、単に「受託者として」と表示すれば個人責任を免れるべきであるとする議論が有力となっている。

事例12において、Yからの借入金のうち信託財産から弁済しきれない金額について、Xが自己固有の財産をもって弁済する義務をYに対して負う場合に、自己負担額を信託の受益者である投資家に対して求償できるか。

信託法上、受益者は原則として受託者以外の者と信託財産ないし信託事務に関して権利義務関係に立たない。しかし、既に述べたように、受託者は、受益者に対し、信託財産に関して負担した租税公課その他の費用または信託事務を処理するために過失なしに被った損害の補償を請求できる（信託法36条2項）。その補償の範囲は条文上信託財産に限定されていないので、受益者が信託財産を超えて責任を負わないことを有限責任と呼ぶとすると、受益者は有限責任とされていないと言える。確かに、36条3項は受益権の放棄による責任の限定を認めているが、信託財産の正味価値が零に近付かない限り受益者に受益権の放棄を期待することは通常できないところ、36条2項は信託財産が残っていても受託者が受益者に補償請求する（つまり、受益者が追加出捐義務を負う）ことを認めているので、法はなお無限責任を原則としているように考えられる¹⁶⁴。

このような意味での「受益者無限責任の原則」は、一般に、「財産権からの利益すべてを享受する者は、特別の事情がない限り、信託財産の負担をになうのが、正義の要求に適する、という思想を背景とする」¹⁶⁵とされ、受益者が委託者（資金拠出者）でもある典型的な場合においては、投資家の自己責任原則の反映と言える。これは、受益者が信託財産の実質的所有者であることに損失負担の根拠を求めるものであり、I.に述べた、受託者の責任財産の破綻から受益者の権利を保護する考え方と一貫する。しかし、委託の内容に応じて、所有者としての実質にも差異があり、場合によっては、受益者に帰せられる損失（＝自己責任の限度）をファンド財産の範囲に限定すべきである。そこで、受益者無限責任原則の例外を構成する「特別の事情」とは何かが問題となるが、その点については議論が熟していないように見受けられる¹⁶⁶。今後は、「特別の事情」が典型的に存在する信託形態 受益者の有限責任が原則となる信託類型 を明らかにするとともに、そのような場合に受益者の有限責任を確保するための法律構成ないし立法論を検討することが必要であろう。実務上は、一般投資家を受益者とする商事信託について言えば、その多くは投資家を有限責任としない限り金融商品としての意味をなさないように思われる。

（3）匿名組合理型ファンドの破綻に係る損失分担

164 神田 [1995a] p.596。

165 四宮 [1989] p.293。

166 民事信託からの議論として、四宮 [1989] p.294、商事信託からの議論として、神田 [1995a] p.596を参照。

(事例13)

事例12において、商品ファンドが匿名組合型であったとする¹⁶⁷。

a. 営業者の第三者に対する責任（商法536条2項）

事例13において、Yからの借入金のうち、匿名組合事業に属する財産から弁済しきれない金額について、Xは自己固有の財産をもって弁済する義務をYに対して負うか。

これは、匿名組合の外部関係として論じられている問題であるが、匿名組合事業は営業者が営業者の名で行うものであり、第三者に対しては、原則として営業者のみが全面的に直接の権利義務関係に立つ（商法536条2項）。したがって、Yからの借入金全額について、Xは自己固有の債務についてと同様の責任をYに対して負うことになる。

これに関し、XY間の合意により、Yからの借入の責任財産を匿名組合事業に属する財産に限定すること（ノンリコース・ローンとすること）は、一般に言う責任制限契約として可能である¹⁶⁸。とりわけ、Xが固有の事業を行っている場合には、匿名組合事業のためのみ利用する資金を借り入れる際に、その責任財産を当該匿名組合事業に属する財産に限定するほうがむしろ経済的には自然であろう。そこでの問題は、信託について述べたとおり、ノンリコースの合意としていかなる内容の合意が必要であるかを明らかにすることである。

b. 匿名組合員の有限責任性の有無

事例13において、Yからの借入金のうち匿名組合事業に属する財産から弁済しきれない金額について、Xが自己固有の財産をもって弁済する義務をYに対して負う場合に、自己負担額を匿名組合員である投資家に対して求償できるか。

これは、匿名組合の内部関係として論じられている問題である。損失分担は匿名組合の要素ではないが、反対の特約がない限り、匿名組合員もまた匿名組合事業の損失を負担する。その負担割合は、別段の定めがない限り、利益分配の割合と同じとされる（民法674条類推）。とはいえ、出資が計算上マイナスになった場合には、匿名組合員は、特約がない限り追加出資義務を負わない。その結果、そのマイナス部分の損失は結局営業者の負担となる。この点、特約によっても、匿名組合員に無限の出資義務を予め負わせることはできないと解されている¹⁶⁹。

167 現行の「商品投資に係る事業の規制に関する法律」（以下、「商品ファンド法」）によれば、商品投資契約として匿名組合方式も認められている（2条2項1号）。しかし、現在実際に行われているのは、国内組成のファンドについては信託方式（2条3項2号）、国外組成のファンドについてはパートナーシップ方式（2条2項3号）となっている。

168 実際にも、事例10のような匿名組合型航空機リース（レバレッジド・リース）等でノンリコース・ローンが利用されている。

以上のように、匿名組合においては、投資家たる匿名組合員の有限責任の原則が現行法上確保されているものと言えよう。

(4) 任意組合型ファンドの破綻に係る損失分担

(事例14)

事例12において、商品ファンドが任意組合型であったとする¹⁷⁰。

a. 業務執行組合員の第三者に対する責任（民法674条、675条）

事例14において、Yからの借入金のうち、組合財産から弁済しきれない金額について、Xは自己固有の財産をもって弁済する義務をYに対して負うか。

民法675条は、組合の債務について、各組合員が一定の割合で個人的に直接の責任を債権者に対して負う旨を定めている。これは業務執行組合員についても例外ではない。

この責任は、分割された数額において、各組合員個人の財産をもって負担すべきものである。出資額に制限されないという点で無限責任であるが、分割債務となるという点で連帯責任ではない。その分割割合は原則として民法674条の定める損失分担の割合による¹⁷¹が、債権者が債権発生時にその割合を知らなかった場合は、各組合員は、債権者に対して均一の割合で責任を負うものとされる（民法675条）。また、かかる組合員の責任は、組合債務に対して附従性を持つため、各組合員は、組合債務につき組合の有する抗弁権を援用することができる。しかし、組合債務に対する補充性はなく、債権者は最初から直接組合員の個人財産に対して執行することができる。と解されている。

ここで、業務執行組合員もまた組合員である以上、組合の債務について、損益分担の割合ないし均一の割合に分割された限度内とはいえ、責任が出資額に制限されないという意味で無限責任を負うことになる。業務執行組合員が事業運営者であり収益参加者であることを考えると、このような責任を負うことは、必ずしも不当ではない。むしろ、信託の受託者や匿名組合の営業者が、第一次的には内部的な損益分担割合（信託の場合は零である）を超えて信託または匿名組合事業に係る債務全額を直接債権者に対して負うことと比べると、業務執行組合員の責任について現行法が採用する原則は妥当なものと言えよう¹⁷²。

169 平出 [1989] p.338.

170 商品ファンド法によれば、商品投資契約として任意組合方式も認められている（2条2項2号）。しかし、前注167において述べたように、現在実際に行われているのは、国内組成のファンドについては信託方式（2条3項2号）、国外組成のファンドについてはパートナーシップ方式（2条2項3号）となっている。

171 組合員間の損失分担の割合は、当事者間の定めがあればそれにより、それがない場合には、利益分担の割合の定めがあればそれと同じものと推定され、利益分担の定めもなければ出資額の割合と同じものとされる。

しかしながら、例えば業務執行組合員が固有の事業を行っており、その負担と
ならないかたちで組合事業のための借入を行いたい場合に、組合事業を評価して
信用を供与しようという貸主との間で、組合財産のみを借入債務の引当てとする
旨の合意がなされれば、そうした特約の効力を否定するまでの理由はない。そこ
で、一般論としては、任意組合についても、責任制限契約としてのノンリコー
ス・ローンの有効性を承認してよいのではないか。ただし、信託において述べた
のと同様に、ノンリコースの合意が有効になされたと言えるためにどの程度の表
示ないし開示が必要となるかは、今後明らかにされねばならない問題と言えよう。

b. その他の組合員の有限責任性の有無（民法674条、675条）

事例14において、Yからの借入金のうち組合財産から弁済しきれない金額につい
て、Xが自己固有の財産をもって弁済する義務をYに対して負う場合に、自己負担
額を他の組合員である投資家に対して求償できるか。

業務執行組合員以外の各組合員も、業務執行組合員と同様、組合の債務につい
て、損益分担の割合ないし均一の割合に分割された限度において、直接の無限責
任を負う（民法675条）。このような原則は、組合員全員が組合事業の運営に当
たり、かつ、組合事業からの収益に参加するという典型的な場合においては、自己
の財産を運用して利益を受ける者はそれに応じた損失を負担するという自己責任
原則に合致し、妥当なものである。もっとも、業務執行組合員がすべての組合事
業を実行するような組合の場合、業務執行組合員以外の組合員にとってこれは酷
な結果となり得る。

例えば、事例14のように、ベンチャーキャピタルが業務執行組合員として投資
先の選定から投資後の経営指導など、事実上すべての業務を行うような投資事業
組合においては、業務執行組合員以外の組合員は単なる投資家にすぎない。それ
にもかかわらず分割債務とはいえ無限責任を負わされるとすると、投資家の投資
意欲は著しくそがれるであろう。実際には、投資事業組合契約において組合によ
る借入が厳しく制約され、事実上投資家がそれぞれの投資額を超えて責任を負う
ことがないように工夫されているようである¹⁷³。しかし、それでもなお、不法行為
責任その他の責任が生ずる余地が全くないわけではなく、法律上はあくまで無限
責任を負うために、無限責任の投資を制度上禁じられている年金基金などの投資
家の資金が集められないという問題が現実が生じている¹⁷⁴。そもそもかかる投資事
業組合に出資する投資家が無限責任を負うのは任意組合構成を自ら採用した帰結

172 民法上の組合と言っても、社団的色彩の濃厚なものについては、原則として業務執行組合員のみが人的
無限責任を負うのが妥当な場合もある。鈴木祿弥（編）[1993] p.131。また、商行為を目的とする組
合であって、やや高度の団体性を持つものにつき、各組合員の責任を人的会社に準じて補充的な連帯責
任であると判示したものとして、東京地判昭和29年12月25日判タ47号 p.60参照。

173 高島 [1997] p.34。

174 高島 [1997] p.37。

なのであるから、かかる結果を甘受すべきであるという見方であろう。しかし、既に述べたとおり、信託構成においては投資家（受益者）の無限責任という点で、匿名組合構成においては投資家（匿名組合員）の権利保護の点で、それぞれ問題があるのであって、現行法上採り得る選択肢に限界がある以上、ファンド型取引に任意組合構成を採用したことを一概に責められるものではない。

いずれにしろ、投資家が単なる資金提供者として参加するファンド型取引において、ファンドが破綻した場合の責任の分担ルールを統一的な視点で整備していく必要はあろう¹⁷⁵。

（５）現行法の問題点の整理 ファンドの破綻に係る損失分担のあり方

a. 私法上の原則としての受認者無限責任とその修正

受認者無限責任の原則

以上見たように、ファンド型取引の受認者がファンドの管理・運用に関連して債務を負担する場合には、現行法上、信託と匿名組合については受認者たる受託者ないし営業者がその全額について直接の無限責任を負い、任意組合については各組合員が損失分担の割合または均一の割合で分割された金額につき直接の無限責任を負う。これは、受認者（任意組合については各組合員）の信用に基づき契約関係に入った相手方たる債権者の期待を考えると、妥当な原則と言える。

しかしながら、契約上の債務であっても債権者がファンドに対して信用を与えたものや、契約上の債務以外の債務のうち受認者または組合員に帰責事由がないものについては、受認者または組合員の固有財産をもその引当てにすることは必ずしも妥当ではない。むしろ、かかる債務は、ファンドのため ひいてはファンドの投資家のため に負担されたものである以上、本来ファンドを構成する財産のみを引当てとすべきものである。その点で、債務の性格にかかわらず受認者または組合員にその全額について直接の無限責任を負担させる現行法上の原則に対し、何らかの修正を加える手段を検討する必要がある。

契約上の債務については、既に述べたように、一般に私法上有効とされる責任限定契約（ノンリコース特約）を債権者と締結することにより、受認者（任意組合の場合は各組合員）の債権者に対する責任をファンド財産に限定することが考えられる。ただ、契約上の債務以外の債務について受認者有限責任を実現するのは、現行法の解釈論としては難しいように考えられる。

また、立法論として、受認者に帰責事由のない債務一般について受認者有限責任

175 もちろん、統一的な視点で検討した結果、異なる結果をもたらす複数の法律構成を残すことは、投資家に多様なメニューを提供する意味で、むしろ望ましいと言える。

を原則とするファンド型取引を認めるとしても、その要件を限定・明確化することが必要である。その場合には、ファンド毎にそれに対する債権の保全および破綻処理のルールを考察することも必要となろう。すなわち、現在、債権者が債務者の詐害行為を取り消すためには、債務者の無資力が要件となると解されており（民法424条1項）また、破産要件としては債務者の支払不能または債務超過が要求されている（破産法126条1項および127条1項）。このような現行法上のルールを受認者有限責任のファンド型取引にあてはめる場合に、ファンドをそこに言う「債務者」として扱うような手当てが必要となる場合があるように思われる¹⁷⁶。今後の検討課題であろう。

ノンリコース特約の最低条件 現行法上の不明確性

一般論としてノンリコース特約の有効性を承認できるとしても、重要なのは、いかなる場合にかかる特約の存在が認められるかということである。具体的には信託について述べたところであるが、この議論がまだ熟せず、ノンリコース特約の具体的内容がまだ曖昧なままである。

今後金融取引の手法がますます発達していくと、一企業全体から一定の資産を切り離し、さらには一定の資産から一定のキャッシュフロー（それ自体一種の「資産」となる）を切り離して投資の対象とすることが盛んになると予想される。なぜならば、一企業が抱えるリスクには性格の異なるさまざまなリスクがあるのに対し、一定の資産ないしキャッシュフローについてはリスクの分析が比較的容易であるため、きめ細かな信用評価・投資評価が可能になるからである¹⁷⁷。このような場合に、特定の資産や特定のキャッシュフローを対象とするノンリコース特約はさまざまなかたちで利用され得る。特に、かかる資産ないしキャッシュフローの切り出しの過程に何らかの主体（vehicle）が仲介者＝受認者として登場する場合には、受認者の固有財産の破綻から投資家を保護するとともに、切り出された資産ないしキャッシュフロー（ファンド）のリスクをファンドの債権者に帰属させることが取引の性格上求められることがある。例えば、証券投資信託や商品ファンドのような集団投資や航空機リースのようなアセット・ファイナンスなどにおいては、投資自体はエクイティ（投資持分）のかたちでなされるものの、その中で仲介者が（つなぎ融資を含め）何らかの借入を行うことがあるため、ノンリコース特約のニーズが強い。また、債権流動化のようなアセット・ファイナンス、原油プラント融資のようなプロジェクト・ファイナンス、さらにはクレジットリンク債のようなデリバティブを利用した投資商品などにおいては、投資対象自体が社債、ローン等デット（debt）のかたちで構成されるため、債務者たる仲介者を特別目的会社とする代わりにまたはそれとともに、特定の資産ないしキャッシュフローに対するノンリコース特約が利用されることになる。

176 詳しくは、中西 [1996] p.73 参照。

177 金融取引におけるこのような「構成要素への分解」に関しては、岩村 [1995] 参照。

このように、金融取引手法の発達により、投資ないし与信の対象が従来の法人格単位から各構成要素に分解されていくにつれ、かかる構成要素相互間のリスク遮断を実現するために必要な当事者の合意内容を明らかにすることが重要になる。

b. 私法上の原則としての投資家の有限責任性（追加負担義務の有無）

投資家無限責任の原則 信託法36条、民法674・675条の問題点

既に見たように、ファンド型取引の受託者がファンドの管理・運用に関連して負担した債務を自己固有の財産をもって弁済した場合に、ファンドが匿名組合により構成されていれば、匿名組合員たる投資家は債権者に対して債務を負わないのみならず営業者から求償も受けないという意味で、投資家は法律上有限責任とされている。しかし、信託構成または任意組合構成については、むしろ投資家の無限責任が原則となっている。これは、既に見たように、投資家がファンドの実質的所有者として保護されることと表裏をなし、投資家の自己責任原則を徹底するものではあるが、一般投資家を対象とするファンドの法律構成としては、実務上の欠陥ともなり得る。この欠陥の大部分は、ファンドが負う契約上の債務についてノンリコース特約を結ぶことにより回避し得るものであるが、ファンドの破綻は必ずしも契約上の債務により生ずるとは限らないのであるから、なお無限責任のリスクが（少なくとも理論上は）投資家に残る。また、一般投資家を対象とする場合だけでなく、大口投資家を対象とするファンドであっても、その主要な対象の一つである年金基金等は、無限責任を負い得る投資を制度上禁じられていることが多い。したがって、たとえ理論上のリスクにすぎないとしても、無限責任を投資家に負わせることは、ファンドの法律構成として問題があるように思われる。

立法的対応の要請

現行法の下で信託構成ないし任意組合構成のファンドにつき投資家の有限責任を確保しようとすると、結局、投資家としては、特別目的会社などの有限責任主体を設立し、それを信託の受益者または任意組合員とせざるを得ない。しかし、特別目的会社を間に置くと、会社が信託や任意組合と異なり税務上パス・スルー（導管）としては扱われないため、多くの場合、二重課税の問題が生じる。そこで、実務上は、ファンドを構成する際に、税務上パス・スルーとして扱われ、かつ、持分権者が有限責任とされる主体として、しばしば米国のリミテッド・パートナーシップ等が利用されている。これは、日本法上ファンド型取引に相応しい法形式が整備されていないことの裏返しであろう。国内における金融手法の発達のためには、立法的対応が望まれるところである。例えば、少なくとも商事取引である信託型ファンドについては、信託法上受託者に認められる受益者への求償権（信託法36条2項）の行使対象を信託財産に限定する必要があるのではないだろうか¹⁷⁸。もっとも、ここ

で注意しなければならないのは、受認者の有限責任原則の整備との関係である。なぜならば、受認者の有限責任の適用範囲および要件を明らかにしないまま投資家の有限責任だけを制度化しても、受認者が固有財産でファンドの債務を弁済したときに信託財産の限度でしか求償できない結果となり、受認者に酷となるからである。

Ⅲ. 受認者の利益相反行為に関する規整のあり方

1. 利益相反状況における受認者の義務の性質

(1) 受認者の義務総論 利益相反行為に関する受認者の義務の位置付け

a. 信認関係に基づく受認者の義務 信認義務

I.では、受認者に形式的権利が帰属する金融取引を取り上げ、受認者の信用リスクから投資家・顧客の権利をいかに保護するかについて検討した。そこでの議論の中心は、投資家・顧客の資産を受認者の責任財産から分離するための要件論であったが、その議論に関連する範囲で、受認者の分別義務にも言及した。続くII.では、I.とは裏腹の問題として、ファンドの破綻から生じた損失を受認者の固有財産や投資家資産の間でいかなるかたちで分担すべきか検討した。これらはいずれも、受認者その他関係当事者の過失ないし義務違反がない場合に、受認者の固有資産または投資家資産に生じた損失を当事者間でどう負担するかの問題であった。

信認関係のもうひとつの側面として重要なのが、受認者の義務とその違反に対する投資家・顧客の救済である。これは、義務違反に基づく責任負担の問題である。ここでの中心的課題は、受認者が受認者たる地位に基づいていかなる義務を負うのかということである。その意味で、「受認者たる地位」、ひいては信認関係の本質とは何かが問われることになる。

英米においては、信認関係の最大の特色は、受認者が自身の利益を追求するのではなくて、受益者の利益のためにだけ行動するという点と、その行動の前提として、受認者には一定の権限が与えられる点にある¹⁷⁹とされている。これは、わが国における信認関係においても異ならない。すなわち、信頼して権限を委ねるといのが信認関係の本質であり、そこでは、信頼に応えて適切な権限行使ができるよう、受

178 任意組合により構成された投資事業組合については、通産省が主導する私的研究会である「ベンチャー企業への資金供給円滑化研究会」が、報告書の平成9年7月付中間取りまとめにおいて、投資家の責任を有限とする立法の必要性を指摘している。大井川〔1997〕参照。

179 樋口〔1992〕p.104以下参照。そこでは、本報告における「信認関係」とほぼ同様の意味において「信託的關係」という言葉が用いられ、その例として、本人に対する代理人、寄託者に対する受寄者、会社に対する取締役の関係などが挙げられている。被保険者に対する保険会社もこれに近いとされる。

認者に相当程度の裁量を与えることが前提となっている。かかる仕組みが必然的に持つ課題として、受託者の権限が投資家のために行使されるようにすることが必要となる。かかる必要性は、受託者の利益と投資家の利益が相反する場合（一方が得をすれば他方が損をするような場合）に特に高くなる。なぜならば、このような場合には、投資家の利益よりも受託者の利益が優先される危険があるからである。利害が相対立する二人の投資家の双方の信託を受けるときにも、一方より他方が優先される危険が生ずる。このように考えると、自己と投資家または投資家相互の利益相反状況がある場合に、投資家の利益が受託者または他の投資家の犠牲とならないようにすること 以下ではこれを「受託者の公正な権限行使を確保すること」と言う が、信託関係を維持するうえで非常に重要であると言える。その手段として、英米においては、受託者の忠実義務（duty of loyalty）が取り上げられてきた。

そこで、以下では、受託者の忠実義務¹⁸⁰を手掛かりにして、信託関係を巡る当事者の権利義務関係の規整のあり方を検討することとしたい。

b. 議論の対象 信託および委任

受託者の忠実義務が問題となるのは、I.およびII.におけるのと異なり、形式的名義が受託者に帰属する場合に限られない。したがって、以下では、受託者として投資家・顧客の信託を受けて金融サービスを提供する者を広く想定することとし、投資アドバイザーなどの助言者も含めて考える。

そこで、受託者一般に共通した忠実義務を認めることができるか否かを検討する前提として、受託者の類型ごとにその法律関係を確認する。

まず、信託型の資産管理運用サービスの提供者は、信託の受託者であるから、その義務については信託法の適用がある。

次に、顧客とブローカーの関係、振込依頼人と仕向銀行および仕向銀行と被仕向銀行の関係、料金等の受領代行サービスにおける委託者と受領代行者の関係、債権の流動化における債権譲受会社とサービス提供者の関係ならびに投資顧問と委託者の関係は、いずれも民法上の委任関係である。

また、業務執行組合員と他の組合員との関係には民法の委任規定が準用（民法

180 投資家・顧客相互の利益に関しては、忠実義務と公平義務との関係が問題となる。この点に関し、現在法案作成段階である米国の統一信託法（Uniform Trust Act）のように、公平義務を忠実義務の一内容と捉える立場もある。しかし、以下では、忠実義務が複数の信託関係において投資家・顧客間の利益が相反する場合の問題であるのに対して、公平義務は、同一の信託関係における複数の投資家・顧客間の問題で、利益相反の有無に関わらないものとする。四宮 [1989] p.249参照。このような定義に従えば、複数の信託関係における投資家・顧客間で利益相反が特にならぬ事案では、忠実義務や公平義務は問題とならず、善管注意義務が問題となり得る。

671条)され、匿名組合の内部関係には民法の組合規定が類推適用される¹⁸¹。さらに、証券カストディアンは、商事寄託者として善管注意義務を負い(商法593条)その他の義務(受任者の報告義務を除く)についても委任の規定が準用される(民法665条)。つまり、任意組合型ファンドの業務執行組合員、匿名組合型ファンドの営業者および証券カストディアンは、委任の受任者と同様の義務を負う。

以上を前提として、信託の受託者と委任の受任者に議論を絞って¹⁸²、現行法上の一般的忠実義務の有無ないし内容を検討する。

(2) 受託者の利益相反行為の現行法上の取扱い

忠実義務は、受託者一般について信認関係に基づき認められ、第一に「信託財産の利益と受託者個人の利益とが衝突するような地位に身を置いてはならない」、第二に「信託事務の処理に際して自ら利益を得てはならない」、そして、第三に「信託事務の処理に際して第三者の利益を図ってはならない」という原則を含むものとする有力な見解がある¹⁸³。もっとも、かかる原則を定めた明文の規定はない。そこで、まず、個別の利益相反行為に関する現行法上の主要な規定を取り上げ、その規整のあり方を検討することにする。なお、合意による義務の解除については、後述する。

a. 信託法・民法の規定

まず、信託の受託者については、忠実義務一般を定めた規定はない。ただ、前記第一原則と同様の見地から、信託法22条1項本文が、「受託者八何人ノ名義ヲ以テスルヲ問ハス信託財産ヲ固有財産ト為シ又ハ之ニ付権利ヲ取得スルコトヲ得ス」と規定している。本条の禁止は、直接間接を問わず、受託者自身が信託財産自体またはそれに対する制限物権もしくは特許実施権等を取得することばかりではなく、受託者自身の財産またはそれに対する権利を信託財産に取得させることにも及ぶと解する見解が有力である¹⁸⁴。本条の違反行為は無効と解されている。これに対し、複数の信託の受託者を兼ねている者が、ある信託財産またはそれに対する権利を他の信託財産のために取得することは、信託法の明文の禁ずるところではない。しかし、

181 平出 [1989] p.333。

182 保険者と保険契約者との関係は委任とも信託とも異なる。保険者が保険契約者に対して保険契約上負う義務は、商法のほか、保険業法等や各保険約款によることとなる。また、委任契約に該当するものの中に、忠実義務が個別業法上規定されている場合がある。例えば、投資顧問業者の忠実義務については、「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(以下、「投資顧問業法」)21条に原則規定がある。また、証券取引法49条の2は、証券会社の誠実義務を一般的に定めている。さらに、証券ブローカー、商品ブローカーおよび信託の受託者については、自己取引または双方代理について特則が置かれている(証券取引法47条、商品取引所法93条、信託業法10条および兼営法4条)。もっとも、以下では私法上の受託者の義務を検討対象としているため特に取り上げない。

183 四宮 [1989] p.231およびp.232。

184 四宮 [1989] p.233等。

双方代理禁止（民法108条）の趣旨に鑑み、原則として信託法27条の「管理の失当」に該当し、受託者の損害賠償責任を生ずるものと考えられる¹⁸⁵。

委任における受任者一般についても、忠実義務を直接に定めた規定はない。ただ、代理人一般について、民法108条本文は、「何人ト雖モ同一ノ法律行為ニ付キ其相手方ノ代理人ト為リ又ハ当事者双方ノ代理人ト為ルコトヲ得ス」と規定し、自己取引・双方代理を明文で禁止している（民法108条）。この規定は、代理権授与のない問屋取引にも準用されている（商法552条2項）¹⁸⁶。その違反行為は無権代理行為として無効と解されており、その意味で、この規定は、受任者が利益相反状態に身を置くこと自体を禁ずるものと言える。

b. 株式会社取締役の責任に関する商法の規定

委任における受任者のうち株式会社の取締役については、忠実義務の一般規定および個別規定が定められており、受託者および受任者の利益相反行為の規整のあり方を考える際の参考になる。

まず、商法254条の3は、一般的に「取締役ハ法令及定款ノ定並ニ總會ノ決議ヲ遵守シ会社ノ為忠実ニ其ノ職務ヲ遂行スル義務ヲ負フ」と規定している。これに違反した取締役は、商法266条1項5号により、法令違反行為に基づく損害賠償責任を会社に対して負う。

取締役の忠実義務と善管注意義務（商法254条の3項および民法644条）との関係については古くから争いがあるが、これに関し、最高裁は、取締役の忠実義務を「善管義務を敷衍し、かつ一層明確にしたにとどまる」ものとした¹⁸⁷。これを支持する学説（同質説）も多い。これに対し、善管注意義務を職務執行に当たって尽くすべき注意の程度の問題と捉えたうえで、取締役の忠実義務を、取締役がその地位を利用して会社の犠牲の下に自己の個人的利益を図ることを禁ずるものとして、善管注意義務とは別の義務と捉える有力な見解（異質説）がある¹⁸⁸。異質説によれば、商法264条、265条等の個別規定で処理できない利益衝突の問題を、直接商法254条の3によって処理することができる。また、異質説の中には、善管注意義務と異なり、忠実義務違反の責任を問うには故意過失が必要でないとする見解や、過失の有無は利益相反状況を知っているか否かの点で判断すべきとする見解がある。さらに、少なくとも立法論としては、忠実義務違反行為により取締役が得た利得は、個別規定がなくても、会社に対して返還すべきであるとされる¹⁸⁹。

もっとも、同質説に立つとしても、善管注意義務を注意の程度の問題としてでは

185 四宮 [1989] p.236。

186 その例外として、商法上の問屋には、取引所の相場のある物品について、自ら買主または売主となる権利（介入権）が認められている（商法555条）。

187 最判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁。

188 赤堀 [1968] 等参照。

189 以上の整理について、上柳他（編）[1987] p.28以下参照。

なく具体的状況に応じて職務上求められる行為義務と捉え、異質説が忠実義務として捉える義務（取締役がその地位を利用して会社の犠牲の下に自己の個人的利益を図ることを禁ずる義務）をかかるとする行為義務の中に含めることは可能であろう。このように解すれば、（善管注意義務の一部としてはあるが）忠実義務の内容は異質説とほぼ同様となる。利益衝突一般の問題を直接商法254条の3によって処理することができようし、過失の有無の判断の主要な部分は、行為義務を基礎付ける利益相反状況を知っているか否かの点でなされることとなろう。また、同質説および異質説のいずれの立場に立つとしても、取締役が自己の利益を上げるために使った余力は本来会社のために使うべきであったと考えれば、取締役が利益相反行為から得た利得を会社の損害と考え、損害賠償の範囲に含めることも不可能ではない¹⁹⁰。

会社の取締役については、一般的忠実義務の規定のほか、忠実義務に関する個別規定もある。例えば、商法265条は、利益相反取引（自己または第三者のための直接取引および会社による自己のための保証や債務引受など間接取引）につき、取締役会の承認を要求し、承認がなされた場合には、民法108条（自己取引・双方代理の禁止）の適用を排除するとともに、当該取引をした取締役に取締役会に対する報告義務を課している。取締役会の承認なき取引は無効であるが、会社から第三者に対して無効を主張するにはその悪意を証明しなければならない（相対的無効）というのが判例・通説である¹⁹¹。ただし、当該取引により会社が損害を被ったときは、承認がある場合であっても、当該取引をした取締役の過失の有無を問わず、取締役は会社に対してその賠償責任を負うものと一般に解されている（商法266条1項4号）。

また、会社と取締役との競業取引についても、商法264条1項および2項は、取締役会の事前の承認と取締役会への事後の報告を要求している。競業取引については、取締役会の承認がない場合であってもその効力に影響はない。会社が受けた損害を賠償する当該取締役の責任については見解が分かれ、承認がない場合のみ同条1項違反として同法266条1項5号（取締役の法令違反行為に基づく損害賠償責任）に該当し、過失責任を負うという立場、承認の有無にかかわらず同法254条の3（忠実義務）違反として同法266条1項5号に該当し、無過失責任を負うという立場等がある。また、損害賠償とは別に、競業取引については、取締役会の決議による会社の一方的な意思表示に基づき、かかる取引を会社のためにしたものとみなす権利（介入権）が会社に認められている（同法264条3項）。また、介入権を行使しない場合には、競業取引によって取締役または第三者が得た利益の額が会社の被った損害の額と推定される（同法266条4項）。

c. 忠実義務に関する一般的な法理

190 かかる利益の吐出しを準事務管理構成により導くことも考え得る。

191 最判昭和46年10月13日民集25巻7号900頁等。

以上に対し、既に見たように、信託の受託者および委任における受任者一般については、忠実義務を定める原則的規定はなく、個別規定についても自己取引または双方代理に関するものに限られる。

しかし、受託者も受任者も他人の信託を受けて財産管理ないし事務処理をするものである以上、利益相反状況における行為基準として、忠実義務を一般的に認めていく必要があると考えられる。この点を信託法ないし民法の中で明文化することが望ましいのは言うまでもないが、信託および委任は「信託」を本質的要素とするものであるから、解釈論として、受託者または受任者の義務（信託の本旨または債務の本旨に従う義務）の中に、利益相反状況において自己の利益を受託者または委任者の利益に優先させない義務が当然に含まれると考えることも可能であろう¹⁹²。または、取締役の忠実義務について述べたように、善管注意義務を具体的状況に応じた行為義務と捉え、忠実義務を善管注意義務の中に含める立場によれば、信託法20条（受託者の善管注意義務）または民法644条（受任者の善管注意義務）を根拠として忠実義務を解釈論上認める見解もあり得る¹⁹³。

このように一般的忠実義務が解釈論上認められ、または明文により規定されたとしても、それだけでは、具体的利益相反の場面における義務の内容が常に明確となるわけではない。既に見たように、信託法の自己取引禁止規定および民法の自己取引・双方代理禁止規定は、受託者が利益相反状態に身を置くこと自体を禁ずるものであり、そのルール自体は比較的明確である。しかしながら、自己取引や双方代理以外にも、利益が衝突する状況は生じうる。その中には、後に具体的に取り上げるように、利益相反状況に身を置くこと自体を禁止するというルールを採用するのが妥当ではない場合や、それが現実的ではない場合がある。そのような場合に受託者の公正な権限行使を確保するためには、具体的状況に即した忠実義務のあり方をきめ細かく検討する必要がある。

この点、個別の忠実義務違反行為の効果について大まかな規整のあり方のみ示すとすれば、自己取引・双方代理のように無権代理行為として無効と扱うことのほか、取締役の利益相反取引（商法265条および266条1項4号）のように、受益者または委任者の承認を条件として取引自体は有効としたうえで、受託者に無過失の損害賠償責任を負わせる方法もある。さらに、取締役の競業行為（商法264条ならびに266条1項5号および4項）のように、受益者または委任者の承認を得ないで行われた場合には、受益者または委任者に介入権を与え、または、受託者の行為により受託者も

192 このように考えると、受任者については、かかる義務に違反する行為は、債務不履行に基づく損害賠償請求権の根拠条文である民法415条の「債務ノ本旨ニ従ヒタル履行ヲ為ササル」行為と解することになる。また、受託者については、信託財産の処分行為に限られるものの、信託法27条の「信託ノ本旨ニ反シテ信託財産ヲ処分シタルトキ」に該当することとなる。なお、代理人一般につき忠実義務を認める見解として、四宮 [1996] p.236参照。

193 道垣内 [1996b] p.171は、信託受託者の忠実義務の内容をなす原則は、「すべての受任者の行動準則として承認されるべきである」とし、「条文適用の技術上は、善管注意義務の内容と解するのが妥当であろう」とする。

しくは第三者が得た利益の額を損害額と推定することも考えられよう。

(3) 同意による禁止解除の可否 自己取引型と双方代理型

利益相反行為の禁止は、投資家・顧客の同意があれば解除してよいものであろうか。民法108条（代理人による自己取引および双方代理の禁止）は、受認者自身の利益と投資家・顧客の利益とが衝突する場合（自己取引型利益相反）と投資家・顧客相互の利益が衝突する場合（双方代理型利益相反）とを区別しておらず、いずれの禁止についても本人の同意により解除できる（任意規定）と解釈されている。同意がない場合の違反行為の効果は、いずれも無権代理行為として無効となる。しかし、一般には、受認者自身の利益との衝突のほうが、投資家相互の利益衝突の場合と比べて受認者の公正な権限行使を確保する必要性が高いとも考えられる。いずれの禁止も任意規定であると解するにしても、禁止の解除を認めるために必要とされる本人の同意内容について、両者の間に差をつけたほうがよいのではなかろうか。

他方、信託法においては、22条が受託者自身と信託勘定間の取引を禁止しているが、これを強行規定と解するのが多数説である。それによれば、法定の例外事由に該当しない限り、受益者の同意があってもその違反行為は無効となる¹⁹⁴。ここに法定の例外とは、民事信託については裁判所の許可を受けた場合、営業信託については金銭信託において取引所の相場のあるものにつき一定の必要性がある場合に限られている。これでは、定型的取引であって、受益者の利益が害される危険がなく、受託者自身を相手方とすることに受益者が同意しているものまで禁止されることになる¹⁹⁵。これに対して複数の信託勘定間の取引は、受益者の同意さえあれば許され、また同意がなくても取引としての有効性は維持され、受託者が忠実義務違反に基づき損害賠償責任を負うにとどまると解されている。このように、信託法では、双方代理型利益相反と比べて自己取引型利益相反に対する禁止措置が厳しすぎるように思われる。

以上のように、受認者による自己取引と双方代理のそれぞれを禁止する程度に差を設けるべきか否かについて、委任と信託とで現行法の解釈には隔たりがある。そして、そのどちらの立場も行き過ぎのように考えられる。金融取引などの商取引においては、ルールの柔軟性ととも合意内容の有効性・執行可能性の確保が求められるため、私法上の原則としては利益相反禁止を任意規定と捉えたうえで、禁止を解除する旨の合意が有効とされるための要件を明らかにしていく方向が望ましい。それと同時に、一般投資家保護の観点からは、一定の取引類型について強行法規を別途設けることもあり得よう。いずれにしろ、具体的なルールの整備が強く望まれ

194 四宮 [1989] p.233等。ただし、立法論としては任意規定説がむしろ有力であり、解釈論としても大宮 [1990] 等が任意規定説を主張している。また、強行法規説を採りながらも、受託者が信託財産から債権を取得することは禁止されないとする見解として、米倉 [1989] 参照。

195 例えば、信託銀行が受益者の指示に従って銀行勘定で預金を受け入れることもできないことになる。

るところである。一つの考え方としては、自己取引と双方代理の禁止規定の性質をいずれも任意規定としたうえで、双方代理については事前の包括的な同意により禁止を解除できるが、自己取引については個々の取引毎に受益者の同意を要するという規整の仕方もある¹⁹⁶。

2. 受領権の競合に係る利益相反 支払受領仲介および資産管理運用サービス

(1) 問題の所在

受託者である金融サービスの提供者とその顧客である投資家との間で利益が相反するのは、自己取引や双方代理の場合ばかりではない。支払いの受領者の信託を受けて支払受領仲介サービスを提供する者（回収機関型の受託者）や投資家の信託を受けて資産管理・運用サービスを提供する者（ファンド型取引における受託者）は、受領権が競合する場合に利益相反関係が生ずることになる。例えば、社債管理会社が自己固有の貸付債権を社債発行会社に対して有する場合には、社債発行会社から社債管理会社が受領した金額が社債権と貸付債権の双方を満足するに足りないときに、それをどう振り分けるかについて社債管理会社としての地位と貸主としての地位が対立する。同様に、債権の流動化において、対象債権の回収に当たるサービスサーがその債務者に対して固有の債権を有するときにも、サービスサーとしての地位と固有の債権者としての地位が対立する。また、そのような回収機関型の受託者だけでなく、ファンドの管理運用者についても、投資している有価証券の発行者に対して固有の債権を有している場合などには、同様の利益相反が生ずる。

このような受領権の競合に関わる受託者の行為を規整する方法としては、自己取引や双方代理におけるルールと同様、そのような関係に立つこと自体を一律に禁止することも考えられる。しかし、現実には、社債管理会社は通常社債発行会社の取引銀行であって、社債発行会社に対して貸付金を有していることが多く、また、債権流動化におけるサービスサーは通常オリジネーターが兼務するため、流動化のための債権譲渡後も譲渡債権の債務者に対して継続的に取引関係上の債権を取得することが多い。信託型の資産運用サービスについても、その提供者は現在信託兼営銀行に限られているため、ファンドの運用先が広範にわたっている場合には、運用先の中に銀行勘定から貸付をしている先がある可能性もある。このように受託者固有の受領権と投資家の受領権とが競合する場合に加え、異なる投資家の受領権が同一の受託者に帰属する場合をも考え併せると、受託者のところで受領権の競合が生ずる場合は極めて広範にわたる。このような事情の下で、受領権が競合する地位に受託者が立つことを一律に禁止するとすれば、實際上不都合が生じ、金融取引の制約要

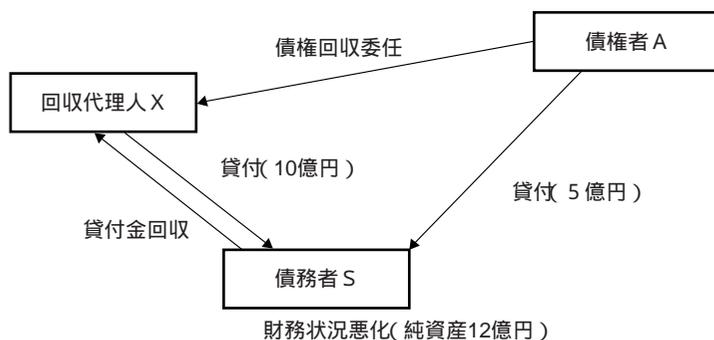
196 信託の受託者による自己勘定と信託勘定との間の取引と信託勘定間での取引についてこのような区別をする考え方を示したものとして、信託法研究会・信託法改正試案（第四試案）22条2項および3項参照。

因となってしまふであろう。そこで、受領権の競合に関しては、競合自体は許容するが、実際に弁済を受領した場合の利害を事後的に調整することを考えるのが現実的である。以下では、具体的な事例に即して検討する。

(2) 受認者自身の受領権との競合 一般論

(事例15)

債務者Sに対し、Xが10億円、Aが5億円の貸付金をそれぞれ有しており、Aは当該5億円の貸付金の回収をXに委任している。Xは、自己の貸付金の弁済期日（Aの貸付金の弁済期日の2カ月前）に、Sの財務状況が悪化し、その純資産が総額12億円で減少しているにもかかわらず、Sの指定に従い、自己の貸付金の弁済として10億円の支払いを受けた。



a. 債務の消滅に関するルール

事例15においてXが回収代理人としていかなる責任を負うかを論じる前に、債務者Sの弁済により、いずれの貸付金が消滅するかを検討する。

この問題は、Xが債権者Aとの関係で自己固有の貸付金を優先することの是非とは区別して考えなければならない。なぜならば、弁済による債務の消滅はX・S間およびA・S間の問題であり、それについては、一般に、Sの利益を無視することはできないからである。例えば、Xの貸付金の利息が6%で、Aの貸付金の利息が4%である場合には、Sとしては、前者を優先して弁済したいと思うであろう。かかるSの選択権を、A・X間の回収委任契約により制約することは許されないと考えられる¹⁹⁷。したがって、Sの意思が尊重され、Sによる弁済はXの貸付金の満身に充てられるものと解される¹⁹⁸。

b. 権利者相互間の利害調整ルール

197 なお、上記事例15においてSが何らの指定をしなかった場合には、「債務者力同一ノ債権者二対シテ同種ノ目的ヲ有スル数個ノ債務ヲ負担スル場合」(民法488条1項)に準じて考えることができるから、法定充当の規定(民法489条)が類推適用されると考えられる。

198 ただし、当該弁済は、Sが後に破産した場合に否認の対象となり得る。

回収代理人の義務

同一人に支払受領権が帰属する場合に、債務の消滅に関して債務者の利益を無視することができないといっても、それは、支払受領を受任した者の義務を免除するものではない。すなわち、事例15において、回収代理人Xが自己の債権を満足させたのが債務者Sの指定に従った結果だとしても、それは債権者Aに対してもXの義務違反を生じないということの意味するわけではない。

Xは、Aから委任を受けてSに対する貸付金の回収をしているのであるから、受任者の一般的忠実義務を認める立場によれば、その受任事務を遂行するに際し、Aの利益を自己の利益より優先させるか、少なくとも劣後させない義務をAに対して負うものと考えられる。それにもかかわらず、Xが自分自身の貸付金について弁済を受領した場合には、その時点またはその後Aの貸付金が回収不能になった時点で、XはAに対する何らかの責任を負う場合がある。すなわち、XがAの貸付金についてなすべき保全措置を過失により採らなかったとすれば、Xに善管注意義務違反の問題¹⁹⁹が生じ、自己の貸付金を満足させた点は忠実義務違反の問題を生じさせ得る。

善管注意義務違反

善管注意義務は、債務者SがXの貸付金を弁済する代わりに、仮に第三者Yに対する10億円の債務を弁済したとしてもなお問題となり、Xは法律上可能な限りにおいて、詐害行為取消権（民法424条）を行使したり財産保全処分²⁰⁰を執るなどして、かかる弁済による責任財産の減少を防がなければならない。他方、詐害行為取消権等を行使するための要件のいずれかが満たされていない場合には、第三者Yに対する弁済を止めなくとも、善管注意義務の違反にはならないと考えられる。

忠実義務違反

これに対し、Xが自己の債権の満足を受けた結果としてAの債権が回収不能となった場合には、Xが自己の債権の満足を受けたこと自体について忠実義務が問題となり得る。このように、利益相反に関わる義務としての忠実義務の存在意義がある。

利益相反状況に関する受任者の忠実義務の内容およびその効果については、例えば、次のような4通りのルールを考えることができる。

- 1 受任者は、受領権が競合するような立場に立つことを回避する義務を負う。

199 なお、以下では、比較の便宜上、善管注意義務を職務上要求される注意の程度の問題と捉え、忠実義務をそれとは別のものと捉える。

200 例えば、破産宣告前の保全処分（破産法155条）等。

- 2 受任者は、受領権が競合する立場に立つことは禁じられていない。ただし、債務者に信用不安が生じた後に（あるいは債務者の信用不安を知りまたは知り得べき場合に）、自分自身への弁済として債務者から受領した金額を、委任者の債権の弁済期日まで分別保管し、優先的に委任者の債権の弁済に充当する義務を負う²⁰¹。

ここに言う「信用不安」を狭く解するならば、債務超過ないし支払不能のような破産事由と同様の場合を指すことになろう²⁰²し、もう少し緩く解するときは、一般の金融取引における期限の利益喪失事由の発生（破産事由のほか、強制執行や仮処分を受けたこと、重大な契約違反をしたことなど）を含めることも考えられよう。

なお、このような状態が委任者の債権の弁済期日までといったん解消されたときは、分別保管義務は消滅すると考えてもよい。なぜならば、その後再び委任者の債権の回収が困難になったとしても、受任者が受領した金額を自身の債権に充当したこととの因果関係が失われるからである。

- 3 受任者は、受領権が競合するような立場に立つことは禁じられず、また、自分自身への弁済として債務者から受領した金額を分別保管する義務も負わない。ただし、委任者の債権がその後実際に回収不能となった場合には、自己の債権の満足を優先したことが忠実義務違反にならないと認められる「特段の事情」がない限り、自身の受領と因果関係のある回収不能額について委任者に対し損害賠償義務を負う²⁰³。

単に本旨弁済を受けたというだけでは、ここに言う「特段の事情」に該当しないであろう。なぜならば、本旨弁済を受領する権利が競合している場合に受任者自身の権利を優先させないことこそが忠実義務の要請と言えるからである。結局、例えばつなぎ融資をする条件でいったん弁済を受けるなど、実質的に自己の債権が優先されたとは言えない場合に限って、「特段の事情」が認められると解すべきであろう。

- 4 受任者は、同一の債務者に対して固有の債権を有する旨を委任者に開示す

201 忠実義務を自己の利益を委任者の利益より優先させない義務と捉えれば、受領金額を自己の債権と委任者の債権の額に応じて按分した金額を分別保管し、委任者の債権の弁済に充当する義務ということになろう。

202 この場合であっても、民法上の詐害行為取消しや破産法上の否認と必ずしも同じ結果にはならないと考えられる。すなわち、詐害行為取消しや否認は、債務者の信用不安時の債権者平等の理念に立脚しているので、弁済受領者は、最終的には配当参加を通じて割合的な債権の満足を得ることができるが、受任者は、全額について委任者を優先すべきとの考え方もあり得る。

203 ここでも、忠実義務を、自己の利益より委任者の利益を優先させる義務と捉えれば、損害賠償額は、受領金額を限度として、忠実義務違反と因果関係のある委任者の未回収額全額となろう。これに対し、自己の利益を委任者の利益より優先させない義務と捉えれば、受領額のうち委任者に割合的に帰属すべき金額を限度とすることになろう。

る義務を負う。

しかし、受任者が債務者から本旨弁済を受けた後に委任者の債権が回収不能となったとしても、受任者は忠実義務違反の責任を負わない。

なお、2 または 3 において受任者が委任者に支払いをした場合には、その限度で受任者は委任者の債務者に対する未回収債権に代位することになる（民法500条）。

以上のうち、1 が現実的な選択肢ではないことは既に述べた。

2 については、何ら具体的な合意がない場合に、解釈によりそのような利害調整をすることができるのか問題がないではない。例えば、ここに言う「信用不安」がいかなる場合を指すのか客観的に明確でないと、受任者は、受領した金額の取扱いについて難しい判断を迫られることになる。仮にかかるルールを採用するにしても、委任契約において、受任者が分別保管をしなければならない場合について、できる限り具体的な定めを置くことが望ましい。

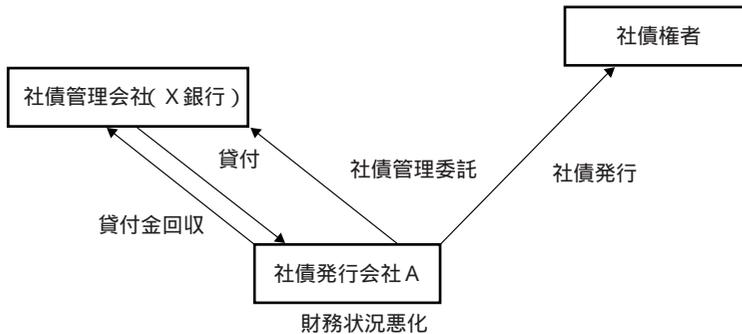
3 については、一般の損害賠償と同様の構成であるから、特段の合意がなくとも解釈により受任者の責任を認めやすい。もっとも委任者の保護という観点からは、受任者と委任者との間で紛争が生じた場合に、弁済受領と回収不能との因果関係について立証の困難さが予想される。そこで、受任者自身の弁済受領後一定期間を経過するまでに委任者の債権が回収不能となった場合には、当該弁済受領と当該回収不能との因果関係が推定され、受任者は、その反証に成功しない限り損害賠償責任を負う旨のルールを採用することが、立法論として考えられる。この点で、社債管理会社に関する損害賠償責任の特則（商法311の2第2項）が参考になろう。

4 については、開示を前提として、当事者による処理に解決を委ねる規整方法と言える。開示を受けた委任者は、委任をせずまたは解除して別の受任者を選ぶこともできるし、当該受任者との間で自己の債権の弁済を優先すべきことを合意したり、受任者の固有債権の弁済額の範囲で自己の債権の弁済を保証してもらうこともあり得る。もっとも、別の受任者を選ぶことも優先弁済や保証の合意をすることも現実的ではない場合には、委任者の保護に欠けることになる。立法論としては、一定の客観的事実がある場合には、優先弁済の合意があるものと推定ないし擬制することなどが考えられよう。

（3）受託者自身の受領権との競合 社債管理会社の場合の立法的解決

(事例16)

もともと社債発行会社Aに対して貸付金を有していた社債管理会社Xが、当該貸付金の弁済期日(社債の次回利払日の2カ月前で、最終償還日の2年前)に、Aの財務状況が悪化しつつあるにもかかわらず、Aの指定に従い、貸付金の弁済としての支払いを受けた。



a. 社債管理会社の法的地位²⁰⁴

社債を発行しようとする会社は、社債権者のために社債の弁済を受けまたはその権利を保全する社債管理会社を原則として設置しなければならない(商法297条および309条1項)。その資格は銀行等に限定されている(商法297条の2)ため、社債を発行しようとする会社は、銀行等と社債管理委託契約を結ぶことにより社債管理会社を設置する。したがって、社債管理の委託関係は、社債発行会社と社債管理会社との間にあって、社債権者と社債管理会社との間にはない。しかし、商法上、社債管理会社は、社債権者に対して公平誠実義務²⁰⁵と善管注意義務を負うものとされている(商法297条の3)。

このように、法律上、社債管理会社は社債権者のために社債の管理・回収事務を行い、その遂行に当たっては公平誠実義務および善管注意義務を社債権者に対して負うのであるから、社債権者との間に契約関係はないけれども、その信認を受けた受認者としての地位にあると言える。

b. 債務の消滅に関するルール

204 詳しくは、前田 [1993] p.14、神作 [1995] 等参照。

205 ここに公平義務とは、社債管理会社が社債の管理を行うに当たり、多数存在する社債権者を公平に取り扱う義務を言い、誠実義務とは、自己または第三者の利益を図ることなく誠実に行わすべき義務、例えば社債管理会社が発行会社に対して債権を有している場合でも、その自己の債権の回収を社債権者の回収に優先させない義務を言う。吉戒 [1993] p.52参照。受任者の忠実義務を善管注意義務と別に認めるか否かについては前述のとおり争いがあるが、少なくとも社債管理会社の誠実義務については、善管注意義務と並べて規定されていることから、善管注意義務とは異なるものと捉えるべきであろう。前田 [1993] p.19参照。

事例16において社債発行会社Aの指定によりAが負う社債債務と貸付金債務のいずれが消滅するかという問題は、事例15と同様に、Xが貸付債権を社債権より優先することの是非とは別に考えねばならない。これは、事例16についていえば、貸付金の利息が6%で、社債の利率が4%であるとした場合を考えれば明らかであろう。この場合に、Aが貸付金を先に弁済しようとする利益をAの意思に反して無視することはできない。したがって、事例16においても、X・A間で社債権を貸付債権より優先する（または貸付債権を劣後させる）旨合意していたと見られるような特段の事情がない限り、Aによる弁済は貸付金債務に充当され、貸付債権が消滅するものと解される²⁰⁶。

c. 権利者相互間の利害調整ルール

社債管理会社は、社債発行会社の弁済指定に従っていたというだけでは、社債権者に対する義務違反を自動的に免れることにならない。社債管理会社は、社債発行会社の財務状況が悪化しつつあることを知っていれば（または、それを知らなくても商法309条の3 社債管理会社の業務財産調査権 に基づき必要に応じて調査のうえ）、社債を保全するため必要な行為をとらねばならない。それにもかかわらず、なすべき行為を怠った場合には、社債管理会社は善管注意義務違反の責任を負うことになる。さらに、社債管理会社が自分自身の貸付金の満足を得た点については、社債管理会社の社債権者に対する誠実義務違反ないし忠実義務違反の問題が生じ得る。そのルールのあり方については、受領権競合一般の場合と同様、事例15について述べたところが妥当するように考えられる。

ただし、社債管理会社については、損害賠償請求における因果関係の立証の困難さ等に鑑み、社債権者を保護するための立法的手当てがなされている（商法311条の2第2項）。

これは、社債管理会社が、発行会社から自己の債権につき担保の提供または債務の消滅に関する行為により利益を受けた場合において、発行会社その後3カ月以内に社債の元利金の支払いを怠り、または発行会社が支払停止となったときは、社債管理会社が、

- 1 誠実に事務を処理すべき義務を怠らなかったこと、または、
- 2 その利益を受けたことと社債権者の損害との間に因果関係がないこと（社債管理会社はその利益を受けなくても社債権者に損害は生じたこと）を立証しない限り（同項但書）社債管理会社は社債権者に対して損害賠償責任を負うという規定である。ここで、1 の例としては、つなぎ融資をする条件でいったん弁済を受けることや、救済融資をするために担保提供を受けることなどが考えられており、
- 2 の例としては、社債管理会社が、社債の支払懈怠が生じた時点より3カ月以

206 当該弁済は、民法上の詐害行為取消権や破産法上の否認権の対象となり得る。

上前から設定を受けていた担保権の実行により自己の債権を回収することなどが考えられている²⁰⁷。

かかる損害賠償責任は、社債の回収不能額のうち、社債管理会社が固有の債権の弁済を受けた額を超える部分には及ばないとされている²⁰⁸。ただ、さらに、固有の債権の弁済を受けた額を上限とするのか、それとも債権者間の平等という観点から弁済額を当該債権と社債権それぞれの額で按分して社債権者に帰属すべき金額を求め、それを上限とするのかについては、忠実義務の内容を「本人を自己より優先する義務」と捉えるか「本人を自己より劣後させない義務」と捉えるかによって、結論が異なり得る。

なお、この商法311条の2第2項は、損害賠償責任の特則を規定したものであるから、これに当たらない場合にも、一般的な誠実義務違反に基づいて社債管理会社に損害賠償責任が生ずることは否定されないと解されている²⁰⁹。その意味で、事例15に関する議論は社債管理会社にもなお妥当する。

事例16における実際の解決を見ると、Xが貸付金の弁済を受領した2カ月後の社債の利払いが行われなかった場合には、前記 1 または 2 のような事情が認められない限り、Xは、貸付金回収額または貸付金回収額のうち社債権者に按分される額の範囲で、社債権者に対して当該利息額相当の損害を賠償しなければならない。さらに、そのような場合には、社債元利金全額について期限の利益喪失事由が生ずるのが通常であろうから、結局社債元利金全額について不払いが生じ、貸付金回収額または貸付金回収額のうち社債権者に按分される額の範囲で、Xは社債権者に対して損害賠償責任を負うことになる。

(4) 投資家同士の受領権の競合

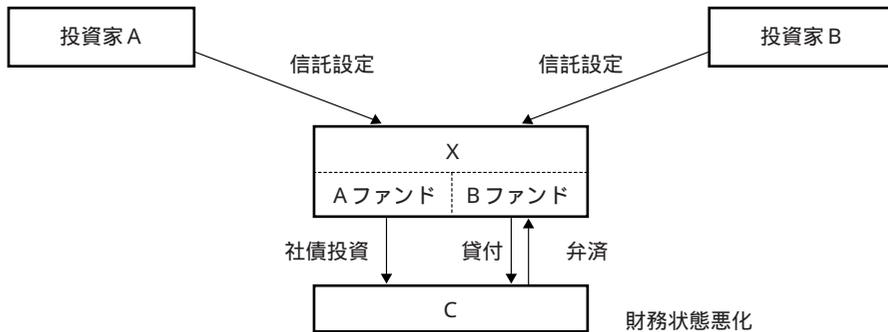
(事例17)

ファンド・トラストAとファンド・トラストBの受託者である信託銀行Xが、Aファンドの運用としてCの発行する社債（元本100億円：利息4%）に、Bファンドの運用としてCに対する貸付金（元本50億円：利息6%）にそれぞれ投資していたところ、Xは、Cの財務状態が悪化しつつあるにもかかわらず、当該貸付金の弁済期日（当該社債の次回利払日の20日前で、社債償還日の3年前）に、元本全額の弁済を受けた。

207 前田 [1993] p.20.

208 商法311条の2第2項但書の「自己ノ債権ニ付担保ノ供与若ハ債務ノ消滅ニ関スル行為ヲ受ケズトモ社債権者ニ損害が生ズベカリシ」場合に該当すると考えるかどうかはともかく、社債管理会社が自己固有の債権の弁済を受けた額の範囲内で損害賠償責任を負うことについては、争いがない。江頭 [1996b] p.22.

209 前田 [1993] p.19.



a. 債務の消滅に関するルール

弁済による債務の消滅について債務者の利益を無視することができないのは、事例15および16と同様である。信託の場合は、受託者に財産の管理・処分権とその形式的名義が帰属するので、民法の指定による弁済充当および法定充当の規定がそのまま適用されるものと考えられる。したがって、事例17については、Bファンドに対する借入債務が消滅することになる。

b. 権利者相互間の利害調整ルール

事例17においては、事例15および16と異なり、別々の信託関係にある投資家相互間で利益が衝突する。このような場合に、信託の受託者はいかなる義務を負うか。

事例17において、仮にCの財務状態に何ら問題がなければ、Xは、Cの指定に従ってBファンドの貸付金を回収することに問題はないと考えられる。むしろ、その場合には、受領額全額を速やかにBファンドに入金することが、Xの義務である。ただ、Xは、Cの財務状態が悪化していることを知った場合またはAファンドの受託者に求められる調査によりそれを知り得た場合には、Aファンドのために社債権を保全するうえで必要な手段をとるべき義務を負う。したがって、それにもかかわらず何もしなかった結果Aファンドに損失を与えた場合には、Xは善管注意義務違反に基づき損害賠償責任を負うと解される。

これに対し、Xが善管注意義務を尽くし、Aファンドのための債権保全手段を適切にとったにもかかわらず、社債がデフォルトになった場合に、その直前にBファンドの貸付金全額を回収していたことが問題になるとすれば、Xの忠実義務違反の問題となり得よう。

ただ、このように、善管注意義務違反とは別に忠実義務違反が問題になると考えると、当事者間の利害調整には実務上の困難が伴う。例えば、Cの財務状態が悪化し「一定のレベルを下回った」場合には、Xは受領した弁済金をAファンドとBファンドに按分すべきものとする。Xは、平常時には全額をBファンドに充てるべきであるから、Cの財務状態が「一定のレベルを下回った」か否かの判断を誤ると、い

ずれかのファンドに対して責任を負うことになる。この「一定のレベルを下回った」というのが外見上明確なものであればよいが、そうでない場合には、Xは困難な判断を強いられることになる。

また、Cの財務状態の悪化に際してXが適切な判断を下して弁済金をAファンドとBファンドに按分した場合には、投資家Bとしては、当該弁済が破産法上の否認権や民法上の詐害行為取消権の対象とならない場合でも、その回収金を他のファンドの投資家と分け合わなければならないことになる。この結論を是認するには、XがAファンドの受託者としてCに投資することを投資家Bが認容していたと説明せざるを得ないが、それは擬制の程度が甚だしい。

また、1.において述べたように、受認者自身の利益と投資家・顧客の利益が衝突する場合に比べると、投資家・顧客同士の利益が衝突する場合のほうが、受認者の公正な権限行使が害される危険性は一般に低く、両者間で忠実義務の程度に差を設けることには合理性がある。

このように考えると、事例17において、忠実義務に基づくXの按分義務を認め、その義務履行の結果として生ずる限度でBの損失負担を是認するとしても、かかる按分義務が生ずる場合を事例15や16の場合と比べて限定するのが妥当である。いずれにしろ、受領権が競合するファンド間で、受認者の按分義務が生ずる場合を具体的かつ明確に定めておくことが望ましい。

3. 投資判断に係る利益相反 投資助言および投資一任サービス

(1) 問題の所在

投資家資産を受け入れない証券投資顧問、証券投資一任業者、商品投資顧問などの投資アドバイザー²¹⁰についても、利益相反はさまざまなかたちで問題となる。

例えば、1 投資アドバイザーが、顧客を相手方として、当該顧客に推奨した取引を自己または別の顧客のために行うと、自己取引や双方代理と同様の利益相反が生ずる。

また、2 投資アドバイザーが顧客以外の第三者から何らかの利益を受けることにより、利益相反が生ずる場合もある。例えば、証券投資一任業者が、あるブローカーとの間で、当該ブローカーに売買注文を出す代償として何らかの利益(リベート、新規顧客の斡旋または自己に有用な投資情報等)の供与を受ける約束をしたと仮定する。この場合、当該一任業者が顧客勘定で当該ブローカーに過大な売買注文を出す これはチャurning(churning)と呼ばれる 危険や、より有利な取引条件のブローカーを使わない危険が生ずるし、そうでなくても、受領した利益と

210 ここでは、資産運用をしない純粋な意味での投資助言者(証券投資顧問業者等)のみならず、資産運用者(証券投資一任業者等)もまた含めて考えることとする。

顧客負担となる取引手数料の一部との間に対価関係が認められれば、なお顧客の犠牲の下に自己を利する行為と考えられる。ブローカーから利益の供与を受ける場合でなくても、証券投資アドバイザーが、敵対的買収攻勢を受けている会社の経営陣から報酬をもらったり、保有株式を高く売りたいと思っている株主から報酬をもらったりして顧客に投資アドバイスをすると、やはり顧客の利益第一の助言とは言えない場合が出てこよう。

次に、3 投資アドバイザーが、ある投資銘柄を自己勘定で保有している事実を秘して顧客に当該銘柄を奨めて購入させ、その価格が上昇したところで自己保有分を売り抜けて利鞘を取るというような行為（これはスキュルピング（scalping）と呼ばれる）も、利益相反の問題を生ずる。仮に当該銘柄が有望な銘柄であれば、投資アドバイザーのみならず顧客もまた利益を得ると言えるが、スキュルピングには、往々にして顧客の投資目的とは無関係に値動きの大きい銘柄が用いられ、その分、価格変動リスクを伴う。

さらに、4 異なる顧客の間で、一方を犠牲にして他方にスキュルピングをさせる場合も利益相反の問題となる。一般には、投資アドバイザーは顧客それぞれの投資目的に応じた助言をすればよいのであって、異なる顧客間に通常利益の相反はなく、単に公平義務ないし善管注意義務の問題が生ずるにすぎない²¹¹。しかし、例えば顧客を何層かに分けて、上得意の顧客に特定の投資銘柄を推奨し、その後顧客のランクの高い順に同一の銘柄を推奨していき、いわば後順位の顧客の資力により当該銘柄の価格を上げたとところで今度は最上位の顧客層から順に売り推奨をするようなことをすれば、顧客間に利益相反が生じよう。

前記 1 ~ 4 のうち、1 の私法上の規整のあり方については、利益相反状況の類似性に鑑み、一般の自己取引や双方代理に準じて考えることができる²¹²。また、4 については、3 と同様の利益相反状況が異なる顧客間で生じていると考えられるから、3 の私法上の規整方法を出発点として、3 との差異を解釈論または立法論に反映させていくことになる²¹³。

そこで、以下では、2 および 3 に該当する事例を1つずつ取り上げ、現行法の解釈とその限界について概観する。

（2）ブローカーからの投資情報の受領

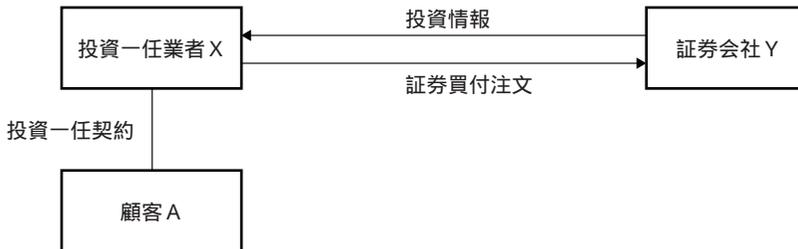
211 忠実義務、公平義務および善管注意義務の関係については、前注180参照。

212 なお、個別業法により、証券投資顧問業者が顧客を相手方としてまたは顧客のために取引を行うこと、ならびに、証券投資一任業者および商品投資顧問業者が顧客を相手方として取引を行うことがそれぞれ禁じられている（投資顧問業法18条および33条ならびに商品ファンド法42条1号）。証券投資一任業者は、その経営を実質的に支配している法人が相手方となる取引を行う場合は、顧客から事前による同意を得なければならない（投資顧問業法23条および33条、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律施行規則26条2項3号、大蔵省証券局長通達 平4.7.20.蔵証993号 第6章、2-1）。

213 例えば、顧客間の情報のやり取りについては、守秘義務の問題がある。後述（3）参照。

(事例18)

証券投資一任業者Xが、顧客Aの勘定で証券会社Yに買付注文を出し、取引手数料を得させた対価として、Yから投資情報を受領した。当該投資情報の受領について、XはAに開示していなかった。



a. 投資アドバイザーの一般的忠実義務

投資顧問業法21条は、「投資顧問業者は、法令の規定及び投資顧問契約の本旨に従い、顧客のため忠実に投資顧問業を行わなければならない」として投資顧問業者の一般的忠実義務を定め、同法33条がこれを証券投資一任業者について準用している。また、商品投資についても、商品ファンド法41条が、商品投資顧問業者について同様の一般的忠実義務を定めている。

しかし、そもそもこのように業法上、一般的忠実義務の定めが仮になくても、投資アドバイザーは、一般に顧客に対して忠実義務を負うものと考えらるべきである²¹⁴。なぜならば、投資アドバイザーは顧客の委任ないし信託を受けて顧客のために助言ないし投資をする受託者であり、忠実義務は受託者の義務の中核をなすものと解されるからである²¹⁵。すなわち、忠実義務は、投資アドバイザーと顧客間の契約の本質的内容になっているのであって、投資顧問業法および商品ファンド法が「投資顧問契約の本旨に従い」としているのは、それを確認したにすぎないと考えることができる²¹⁶。したがって、投資アドバイザーの忠実義務違反は、顧客との契約上の義務違反を構成し、顧客に対する損害賠償責任の根拠となると解される。

b. 具体的行為基準の明確化

214 同旨、牛丸 [1994] p.284。

215 米国では、1940年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) (以下、「IAA」) が成立する以前から、コモン・ロー (判例法) 上、投資顧問とその顧客との関係は信託関係であり、投資顧問は顧客に対して忠実義務を負うことが確立していた。Ridgely v. Keene, 134 App. Div. 647, 119 N.Y.S. 451 (1909)。

216 ただし、業法上忠実義務が規定されている結果、それに反した場合、証券投資顧問業者、証券投資一任業者または商品投資顧問業者は、業務停止命令または業者としての登録、認可もしくは許可の取消し等の行政処分を受けることがある (投資顧問業法38条1項3号および39条1項1号ならびに商品ファンド法44条および28条3号)。罰則の定めはない。

立証の問題

以上のように、投資アドバイザーの忠実義務が一般的に認められるといっても、それだけで、事例18におけるXのAに対する責任の有無が明らかになるわけではない。Aは、Xに対して忠実義務違反に基づく損害賠償の請求をするには、まず、投資情報がX自身または他の顧客のための運用に利用されるものであることを証明しなければならない。なぜならば、当該情報がAのための運用のみに利用されるものであれば、その分取引手数料が上乗せされたとしても、XがAの犠牲の下に自己または他の顧客を利したとは言えないからである。さらに、Aは、損害およびその額とともに、Xによる投資情報受領と損害発生との因果関係を立証しなければならない。すなわち、Aは、Xによる投資情報の受領がなければその分取引手数料が割引かれたはずであると認められない限り、当該投資情報の価値相当額の損害賠償を請求することはできないように考えられる²¹⁷。これらの立証に必要な情報の収集は、実際には、Aにとって大きな負担である。

他方、Xは、ブローカーから受領した投資情報を真にAのための運用のみに利用するつもりだったとしても、それが客観的に自己または他の顧客のためにも有用である場合には、忠実義務違反の責任を問われかねない。

また、X・Y間に反復継続する取引関係がある場合には、個々の売買注文と個々の投資情報の受領とがはっきり対応しないことがあり得る。そのような場合には、Xの責任を追及しようとするAにとっても、忠実義務違反の問題を未然に回避しようとするXにとっても、法的リスクの予測が困難となる。

このように、投資アドバイザーについて忠実義務の存在とその一般的な内容を明らかにすることは、その利益相反行為を規整していくうえで極めて重要であるものの、それだけでは、投資アドバイザーにとっても顧客にとっても法的不確実性が避けられない。この点につき両者に予測可能性を与え、取引の制約要因を除去するには、立法なり実務の積重ねなりによって、利益相反の行為態様毎に投資アドバイザーの具体的行為基準を明確にし、その遵守の有無を顧客が監視できるようにするのが望ましいであろう。その基準は、忠実義務の存在意義に鑑みると、信認に應えるのに十分な権限を受託者に与えつつ、利益相反状況におけるその行使の公正さを確保することができるようなものでなくてはなるまい。

米国における行為基準

217 仮にその立証ができたとしても、さらに、当該取引手数料の割引の利益は、Xの努力によるものであるからXに帰属するとの考え方もあり得る。しかし、X・A間の関係は信認関係であるから、Xの受託事務遂行過程で得られた利益は、やはり原則としてAに帰属すると解すべきであろう。なお、投資アドバイザーが顧客のために行った売買が不要または不適切であった場合や取引手数料等の取引条件が最善の条件より不利であった場合には、それ自体債務不履行となり得るから、その結果顧客が被った損害について、投資アドバイザーは賠償責任を負うことになる。

米国においては、IAAに基づき、投資アドバイザーは、顧客に対して個人的な利害関係を完全かつ率直に開示しなければならないと解されている²¹⁸。そして、そのルールを具体化した行為基準として、投資アナリストの団体である投資管理・調査協会²¹⁹が作成した「職業行為基準実務ハンドブック（第7版）²²⁰」が一つの参考となる²²¹。それによれば、投資アドバイザーが顧客のために売買注文を出す代償として、自己または他の顧客のために投資情報を受領する旨ブローカーとの間で合意した場合には、当該合意の内容を顧客に開示しなければならない²²²。開示がなされ、かつ、当該売買執行の条件が顧客にとって最良（best execution）である場合には、投資アドバイザーは、投資を任されている全顧客のために有用な投資情報をブローカーから受領することが許される²²³。しかし、開示義務に違反した場合は、IAA上、顧客に対する「詐欺（fraud or deceit）」の手段を用いたサービスの提供として、投資アドバイザーの行為は違法とされる²²⁴。この規定は、米国においては、コモ・ロー上の忠実義務を明らかにしたものと考えられている²²⁵ので、投資アドバイザーの開示義務違反はその私法上の忠実義務違反を構成する。

このような開示ルールは、顧客による監視を期待するものであるが、それは必ずしも万能ではない。すなわち、チャージングの監視といっても、取引の要否ないし適否は顧客には適切に判断できないのが普通である。また、best executionの監視といっても、取引条件として、取引手数料の水準以外に、バスケット・トレーディングが個別銘柄の取引か、売買数量の多寡、売買執行の緊急度など、いろいろなファクターがあり得るので、そもそも単純には比較できない場合が多い。

また、米国においては、投資アドバイザーがブローカーから受ける調査サービスの対価が、ブローカーに支払われる取引手数料の中から賄われる慣行（取引手数料のうち調査サービスに充てられる部分は通常「ソフトダラー」と呼ばれる²²⁶）があり、それが顧客の利益を害しているとの見方がある²²⁷。ソフトダラーの慣行の結果、投資アドバイザーがブローカーから得る投資情報とその対価との対応が不明確となるので、取引手数料と別建てで対価（この対価はソフトダラーに対する意味で「ハードダラー」と呼ばれる）を支払う場合と比べ、投資アドバイザーは受領する

218 SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S.180 (1963)。

219 Association for Investment Management and Research.

220 Standards of Practice Handbook (7th ed.)。これを紹介したものとして、Droms [1996] p.16以下参照。

221 その他、資産運用者一般に共通する忠実義務のあり方を考えるに際しては、1974年従業員退職所得保障法（The Employee Retirement Income Security Act of 1974）やアメリカ法律協会（The American Law Institute）が作成した信託法リステイメント等も参考になると言われている。

222 Standards of Practice Handbook (7th ed.) , Standard IV (B.1) Case 4 (Droms [1996] p.22) 参照。

223 Securities Exchange Act of 1934 § 28(e)。

224 IAA § 206。

225 前掲SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S.180 (1963)。

226 Blume [1997] p. 57。

227 例えば、B. Karol, Fiduciaries Must Beware of Potential Conflicts, American Banker, June 26, 1997, p.13および1997年8月14日付日経金融新聞第1面（囲み記事）参照。

投資情報の質に対するチェックが甘くなりがちとなる。結局、取引コストを抑えることに対する関心が低くなる傾向があると言われている²²⁸。

開示ルールの整備

このように考えると、わが国におけるルールとしては、ソフトダラーの慣行自体を禁止し、それを顧客が監視できるようにするために、情報の開示を投資アドバイザーに義務付けるといことも考えられる。これは、実際には、取引手数料のアンバンドリング（構成要素への分解）を要請するものである。すなわち、現行の取引手数料の中に、真の売買執行コストと言える部分と情報の対価と言える部分が混在しているとすると、そのうち執行コストの部分のみを取引手数料としたうえで、受領する情報に対しては別途対価の支払いがなされるべきものとするにより、受益と負担の対応関係が明確になる。そして、かかる対応関係を顧客に開示すれば、顧客は執行コストと情報コストの双方を容易に把握できることになる。このような規整をできる限り徹底するののも一つのあり方であろう²²⁹。投資情報の対価をすべてハードダラーとすることにより、ブローカーと、取引手数料からの充当ができないブローカー以外の情報ベンダーとの競争条件を平等にすることができるという意見もある²³⁰。

他方、ソフトダラーの慣行を完全に排除することは実務上困難であるとの立場から、ソフトダラーを何にどの程度利用しているかを開示するルールの整備をどう整えるかの問題と捉える見解もある²³¹。逆に言えば、ソフトダラーの慣行を認めるのであれば、その内容の開示を充実させることによって、顧客がその適否を十分に判断できる基盤を整備すべきであろう。

投資アドバイザーによるブローカーからの投資情報の受領について、一般的な忠実義務に基づく私法上の規整を実効あらしめるために、投資アドバイザーにつき、いかなる行為基準を設けるのが適当かについては、上記のほかにもさまざまな考え方があろう。ただ、少なくとも、開示ルールの整備を通じ、投資アドバイザーの顧客に対するアカウンタビリティを重視していくべきであるのは間違いのないところではないだろうか。従来の固定手数料制度の下では、投資アドバイザーがブローカーから個人的に投資情報等を受領することがあっても、それによって顧客が害される危険は大きくなかったが、今後は、具体的なルールの整備がますます望まれるところである。

(3) スカルピング

228 寺田他 [1997] pp.20 - 22 (寺田発言) 参照。

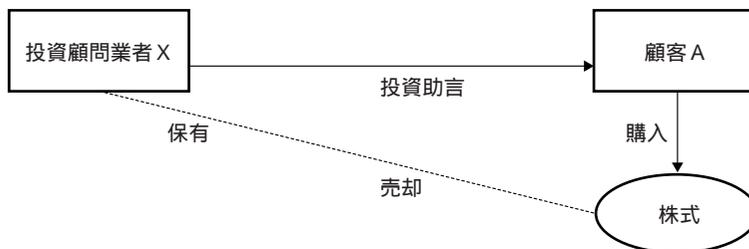
229 寺田他 [1997] pp.19 - 20 (蔵元発言) 参照。

230 寺田他 [1997] p.18 (宇野発言) 参照。

231 寺田他 [1997] p.19、p.23 (北條発言) 参照。

(事例19)

証券投資顧問業者Xは、ある銘柄の株式を自己勘定で保有していたが、その事実を秘して、大口投資家である顧客Aに長期保有銘柄として当該株式の購入を奨めた。それによってAが当該株式の大口買注文を入れたため株価が上昇したところで、Xは、自己の保有する株式を売却し、利鞘を得た。当該銘柄を長期的に有望な投資対象として積極評価したこと自体は投資判断として適切であった。



a. 業法上の禁止規定の位置付け

投資顧問業法22条は、投資顧問業者が、その行う投資顧問業に関して、2号に規定する「特定の有価証券等に関し、助言を受けた顧客の取引に基づく価格、数値又は対価の額の変動を利用して自己又は当該顧客以外の第三者の利益を図る目的をもって、正当な根拠を有しない助言を行うこと」を禁じ、これを33条において証券投資一任業者に準用している。商品ファンド法にも、商品投資顧問業者について同様の規定がある（商品ファンド法42条2号）。このような行為は、一般にスキャルピングと呼ばれるもので、投資アドバイザーの忠実義務違反行為の典型的な一類型である。そこでは、助言を受けた顧客がそれによって実際に売買を行ったか否か、また、実際に価格の変動が生じ、それによって投資アドバイザーまたは第三者が利益を得たか否かを問わない²³²。前記規定に違反した場合、投資アドバイザーは、各業法上、業務停止命令または業者としての登録、認可もしくは許可の取消し等の行政処分のほか、刑罰を受けることもあり得る（投資顧問業法38条1項3号、39条1項1号および54条5号ならびに商品ファンド法44条、28条3号および53条3号）。

上記規制に関して、投資顧問業法および商品ファンド法は、1 自己または助言を受けた顧客もしくは一任サービスを受けている顧客以外の第三者の利益を図る目的と、2 助言または投資判断が正当な根拠を有しないことを要件としている。したがって、事例19については、1 の目的が立証されたとしても、助言が投資判断として適切であった以上 2 の「正当な根拠を有しない」という要件を欠く

232 神崎 [1987] p.567。

ので、Xの行為は本条の違反とはならないと考えられる²³³。

しかしながら、それは、事例19において、XがAに対して私法上の責任を負わないということの意味するものではない。XがAの犠牲の下に自己を利したのであれば、Xは私法上Aに対して忠実義務違反の責任を負う。前記業法上の規定は、投資顧問業者および投資一任業者の行為のうち、特に悪質なものを取り上げて刑罰の対象としたものと考えられる。

b. 具体的行為基準の明確化

立証の問題

事例18について述べたのと同様に、事例19においてAがXの責任を追及するのは、実際には容易でない。Xが推奨した銘柄が投資対象として有望であり、Aに損害がなかったりすると、損害賠償による責任の追及はできないと考えられる。仮に長期投資には不適當な投機銘柄であったとしても、Aの損害額の認定が自明ではないし、そもそも投資対象としての適否をAが判断することも困難であろう。また、短期的にはXによる自己保有分の売却により価格が下落したと主張することも考えられるが、長期保有目的の投資家にとってそれが損害と言えるかは疑問であるし、仮に損害だとしても、実際には株価の形成要因は複雑であるから、Xによる自己保有分の売却とそのような価格の下落との因果関係の立証は極めて困難である。

開示ルール等の整備

このように考えると、スカルピングについても、ソフトダラーについてと同様に、立法や実務の積重ねなどによって、投資アドバイザーの具体的な行為基準を明確にする必要があると考えられる。その方法についても、同様に、利害関係を顧客に開示させ、それを顧客が監視するようなルールを整備すべきであろう²³⁴。反対に、投資アドバイザーが自己の保有する投資対象を顧客に推奨したり、顧客に推奨した投資対象を自己のために取得したりすることを一律に禁止するのは、厳格に過ぎるよう考えられる。

これに関し、証券投資顧問業者、証券投資一任業者および商品投資顧問業者は、

233 これに対して、2の要件に独立の意味を認めず、1の目的がある場合には「正当な根拠を有しない」助言ないし投資判断となると解する見解がある（証券取引法研究会[1988](1)p.66 龍田発言 および同[1988](2)p.56 牛丸発言 参照）。しかし、立法としての当否はともかく、明文により別の要件として規定されていること、本条違反とならなくても一般の忠実義務違反として対処できること、本条違反は刑罰の対象となっており、拡大解釈は厳に慎むべきことから、本文のように解すべきであろう。同旨、神崎[1987]p.567。

234 この点、米国においては、ソフトダラーの場合と同様の開示ルールが採用されている。すなわち、投資顧問業者によるスカルピングは、自己が行った買付けの事実および行おうとする売付けの意図を投資助言に際して顧客に開示しない限り、詐欺的な行為に該当し、コモン・ローを法典化したIAA § 206に違反するものとされている（前掲SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S.180 (1963)）。そこでは、開示請求の要件としては、投資アドバイザーの加害意思や顧客の現実の損害は要求されていない。

投資顧問業法および商品ファンド法上、顧客と利害が衝突し得る取引の内容を記載した書面の交付が義務付けられている（投資顧問業法16条、33条および同法施行規則19条ならびに商品ファンド法38条および商品投資顧問業者の業務に関する省令6条）。すなわち、証券投資顧問業者、証券投資一任業者または商品投資顧問業者は、6カ月または3カ月に1回以上顧客に書面を交付し、自己の計算で行った有価証券取引または商品投資のうち、顧客に対して助言を行ったものまたは当該顧客から一任されて投資を行ったものと同一の銘柄について取引を行った事実の有無、および、当該事実がある場合におけるその売買の別等を、当該顧客に対して開示することを義務づけられている²³⁵。この開示制度は、実際にスキュルピングが行われた場合に顧客が投資アドバイザーの責任を追及する際の証明を容易にする機能を有するとともに、事実上スキュルピングを予防する牽制効果をも有すると解されており²³⁶、米国における規整方法と共通した狙いがある。仮に個別の事前開示が実務上困難だとしても、かかる定期的な開示ルールを、登録、認可または許可等の有無を問わず、受認者としての投資アドバイザー一般に適用される私法上のルールとして、整理し直すことが望ましいであろう。

なお、開示ルールとは別のまたは併存し得る規整方法として、投資アドバイザーに対し、自己勘定の運用担当者と顧客勘定の運用担当者との間に情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）を設けるよう求めることを考えてもよい²³⁷。それによって、少なくとも悪意のスキュルピングは防げるであろう。これは、特に、投資アドバイザーが自己勘定で広く投資をしている場合など、開示ルールを適用するのが難しい場合に、検討に値しよう。

顧客間のスキュルピング

最後に、顧客間のスキュルピングにおける利益相反（前述（1）の類型4）に係る一般的忠実義務は、投資アドバイザー自身によるスキュルピング（前述（1）の類型3）と同様に解してよいであろう²³⁸。すなわち、上得意の顧客が保有している投資銘柄を他の顧客に推奨してその価格を上昇させたところで、上得意の顧客に売り推奨をして利鞘を稼がせたりした場合には、投資アドバイザーは忠実義務

235 また、日本証券投資顧問業協会の自主規制は、会員業者が同一の銘柄の株式等を保有する場合には、自己の計算による取引がなくとも、顧客への書面の交付に当たり、その銘柄および数量を開示することを求めており、さらに顧客の株式等の取引の意思決定がなされた場合には、その取引が終了するまでの間、自己の計算による同一銘柄の株式等の取引は行わないこととしている（『業務運営にあたり留意すべき基準について』平成3年2月27日理事会決議 3.(1)）。

236 神崎 [1987] p.551。

237 前注235の自主規制に関する了解事項として、例えば自己取引担当部門およびその責任者を、顧客に係る個別具体的な情報から隔離する体制を社内において整備すること等の措置を講ずることとしている（『業務運営にあたり留意すべき基準について』の運用について」9項）。

238 なお、各業法上は、証券投資顧問業者、証券投資一任業者および商品投資顧問業者は、4の類型の行為について、3の類型と同一の規制に服する（投資顧問業法22条2号および33条ならびに商品ファンド法42条2号）。

違反の責任を負う。ところが、その際の損害や因果関係の立証は容易でない。その意味で、やはり投資アドバイザーの具体的な行為基準を明確化する必要がある。しかし、これについては、上述の開示ルールを採用することは、多くの場合、当該他方の顧客に対する守秘義務違反を招くから困難であろう。したがって、チャイニーズ・ウォールなど、投資アドバイザーの公正な権限行使を確保する別途の手段を検討しなくてはなるまい。

参考文献

- 青山善充・小川万里絵、「ワークショップ『債権流動化を巡る法律問題』 債権流動化におけるサービサー・リスクについて」、『金融研究』15巻2号、日本銀行金融研究所、1996年
- 赤堀光子、「取締役の忠実義務」、『法学協会雑誌』85巻1～4号、有斐閣、1968年
- 石田 満、「保険代理店専用口座預金とその帰属」、『金融法務事情』1229号、金融財政事情研究会、1989年
- 伊藤 眞、「損害保険代理店が収受した保険料を保険募集の取締に関する法律に基づき専用口座に保管中、保険代理店が破産宣告を受けた場合、右預金債権は保険会社に帰属するとされた事例」、『判例評論』372号、判例時報社、1990年
、『破産法（新版）』、有斐閣、1991年
- 岩原紳作、「電子資金取引に関する法制整備の必要性と課題 金融制度調査会エレクトロバンキング専門委員会中間報告をめぐって（第3回）」、『金融法務事情』1206号、金融財政事情研究会、1988年
- 岩村 充、『銀行の経営革新』、東洋経済新報社、1995年
- 上柳克郎他（編）『新版注釈会社法（6）株式会社の機関（2）』、有斐閣、1987年
- 宇佐美雅彦、「信託の公示とその効力について」、『信託法研究』19号、信託法学会、1995年
- 牛丸與志夫、「米国の投資顧問の忠実義務の一類型 特に投資助言の際の第三者からの報酬の受領」、岸田雅彦他（編）『河本一郎先生古稀祝賀 現代企業と有価証券の法理』、有斐閣、1994年
- 海原文雄、「ビジネストラストにおける受託者の責任」、『金沢大学法文学部論集（法経篇）』12巻、1965年
- 江頭憲治郎、『商取引法（第二版）』、弘文堂、1996年a
、「社債管理会社に関する法的諸問題」、『公社債月報』480号、公社債引受協会、1996年b
- 遠藤 浩他（監）『民法注解 財産法（第2巻）物権法』、青林書院、1997年
- 大井川和彦、『『投資事業有限責任組合』の法制化に伴う課題 ベンチャー企業への資金供給円滑化研究会報告書（中間とりまとめ）の概要』、『商事法務』1468号、商事法務研究会、1997年
- 大塚龍児、「委託販売契約」、遠藤 浩他（監）『現代契約法大系（第4巻）』、有斐閣、1985年
- 大宮克巳、「信託法上強行規定とされているものについて 信託法第22条を中心とした実務上の問題点』、『信託法研究』14号、信託法学会、1990年
- 加藤哲夫、『破産法』、弘文堂、1991年
- 神作裕之、「社債管理会社の法的地位」、落合誠一他（編）『鴻常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』、商事法務研究会、1995年
- 神崎克郎、「証券売買委託者の法的地位」、『神戸法学雑誌』13巻4号、14巻1、2号、神戸法学会、1964年

- 、『証券取引法（新版）』、青林書院、1987年
- 神田秀樹、「国際金融取引に関する法的諸問題」、『金融法務事情』547号、金融財政事情研究会、1992年
- 、『「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」』、岸田雅雄他（編）『河本一郎先生古稀祝賀 現代企業と有価証券の法理』、有斐閣、1994年
- 、『「日本の商事信託 序説」』、落合誠一他（編）『鴻常夫先生古稀記念 現代企業立法の軌跡と展望』、商事法務研究会、1995年a
- 、『「証券投資信託の法的側面」』、大蔵省財政金融研究所（編）『フィナンシャル・レビュー』36号、1995年b
- 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、信託法学会、1994年
- 小杉丈夫、『法律業務の国際化』、商事法務研究会、1995年
- 後藤紀一、『振込・振替の法理と支払取引』、有斐閣、1986年
- 、『「振込当事者の倒産の法律関係」』、今中利昭先生還暦記念論文集刊行委員会（編）『今中利昭先生還暦記念 現代倒産法・会社法をめぐる諸問題』、民法法研究会、1995年
- 小町谷操三、『商行為法論』、有斐閣、1943年
- 沢野直紀、「エレクトロニック・バンキングと法的諸問題」、『江頭憲治郎（編）』『鴻常夫先生還暦記念 八十年代商事法の諸相』、有斐閣、1985年
- 四宮和夫、「間接代理に関する一考察 信託との関係を中心として」、『竹内昭夫（編）』『鈴木竹雄先生古稀記念 現代商法学の課題（上）』、有斐閣、1975年
- 、『「信託法（新版）」』、有斐閣、1989年
- 、『「民法総則（第四版補正版）」』、弘文堂、1996年
- 篠塚昭次・前田達明（編）『新・判例コンメンタール民法3 物権』、三省堂、1991年
- 渋谷達紀、「問屋の破産」、『ジュリスト増刊・基本判例解説シリーズ』『商法の判例（第三版）』、有斐閣、1977年
- 証券取引法研究会、「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律について（6）（7）」、『インベストメント』1988年4、6月号、1988年
- 証券法制研究会（編）『逐条解説証券取引法』、商事法務研究会、1995年
- 新堂幸司・佐藤正謙（編）『金融取引最先端』、商事法務研究会、1996年
- 末川 博、「貨幣とその所有権」、『経済学雑誌』1巻2号、1937年
- 鈴木竹雄、「問屋関係に於ける委託者の地位」、『法学協会雑誌』53巻1、4号、有斐閣、1935年
- 鈴木祿弥（編）『新版注釈民法（17）債権（8）』、有斐閣、1993年
- 鈴木祿弥・竹内昭夫（編）『金融取引法大系（第2巻）』、有斐閣、1983年a
- ・（編）『金融取引法大系（第3巻）』、有斐閣、1983年b
- 高島 史、「投資事業組合の仕組みと運営」、『経理情報』808号、中央経済社、1997年
- 田中誠二他『コンメンタール商行為法』、勁草書房、1973年
- 田中 實、「信託の機能的類型化について」、『加藤一郎・水本 浩（編）』『四宮和夫先生古稀記念論文集 民法・信託法理論の展開』、弘文堂、1986年

- 寺田 徳他 座談会 「株式手数料自由化と情報価値」、『証券アナリストジャーナル』35巻7号、日本証券アナリスト協会、1997年
- 道垣内弘人、「動産売買先取特権の物上代位」、別冊ジュリスト136号『民法判例百選Ⅰ 総則・物権（第四版）』、有斐閣、1996年a
、『信託法理と私法体系』、有斐閣、1996年b
- 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、信託法学会、1996年
- 中野貞一郎、『民事執行法（第二版）』、青林書院、1991年
- 西原寛一、『商行為法』、有斐閣、1960年
- 能見善久、「金銭の法律上の地位」、星野英一（編）『民法講座別巻1』、有斐閣、1990年
- 樋口範雄、「信託の関係と受託者の責任 アメリカの議論を参考に」、『信託』170号、信託協会、1992年
- 平出慶道、『商行為法（第二版）』、青林書院、1989年
- 舟橋克剛、『レバレッジドリース・日本型』、金融財政事情研究会、1995年
- 前田 庸、「平成五年商法等の改正要綱について（中）」、『商事法務』1316号、商事法務研究会、1993年
、「電子資金取引に関する法制整備をめぐる諸問題」、『金融法務事情』1410号、金融財政事情研究会、1995年
- 前畑篤宏、「外債のヘッジのために証券会社名義でなされた為替先物取引契約 いわゆる『ヘッジ・ボンド』についての一考察」、『NBL』546、547号、商事法務研究会、1994年
- 松本貞夫、「継為替による電信振込と仕向銀行の責任 東京高裁昭和六二年十月二八日判決について」、『手形研究』412号、経済法令研究会、1988年
- 三宅正男、『契約法（各論）下巻』、青林書院、1988年
- 弥永真生、「取戻権の対象 代理店が収受した保険料が専用講座に保管された場合の預金債権」、『ジュリスト』995号、有斐閣、1992年
- 山下友信、「損害保険代理店の保険料保管専用預金口座と預金債権の帰属」、『ジュリスト』929号、有斐閣、1989年
- 山田 昭、『信託立法過程の研究』、勁草書房、1981年
- 山田誠一、「誤った資金移動取引と不当利得（上）（下）」、『金融法務事情』1324、1325号、金融財政事情研究会、1992年
- 吉戒修一、「改正社債法の解説（中）」、『金融法務事情』1372号、金融財政事情研究会、1993年
- 米倉 明、「信託法22条1項本文の解釈について」、『信託』160号、信託協会、1989年
- Blume, Marshall E.、「ソフトダラーとブローカレッジ業界」、『証券アナリストジャーナル』35巻7号、日本証券アナリスト協会、1997年
- Droms, William G.、「インベストメント・マネージャーおよびトラスティーの受任者責任」、『証券アナリストジャーナル』34巻11号、日本証券アナリスト協会、1996年
- Frankel, Tamar, “Fiduciary Duties as Default Rules,” *Oregon Law Review* Vol. 74, 1995, pp. 1209-1277.
- Goode, R. M., *Payment Obligations in Commercial and Financial Transactions*, Sweet & Maxwell, 1983.