

自己株式取得と信託銀行の責任

神戸学院大学法学部准教授 宮崎裕介

目次

第1節 はじめに	
第2節 信託を利用した自己株式取得の構造と メリット	1. インサイダー取引規制の文脈で信託銀行 は責任を負うか 2. 信託法上の信託銀行の責任はいかなるも のか 3. 会社法上の理念との整合性
1. 信託を利用した自己株式取得の構造	
2. 信託を利用した自己株式取得を用いるメ リット	
第3節 受託者としての信託銀行の責任	第4節 むすびにかえて

第1節 はじめに

自己株式取得の方法について、とりわけ上場会社をみたとき、我が国の特徴として挙げられるのは多様な取得方法が認められているということである⁽¹⁾。多くの上場会社⁽²⁾は、自己株式取得をするに際して、オークション市場における単純買付け（以下、単に「単純買付け」という）を利用している。単純買付けは、取得者たる発行会社が一般投資家と共に立会時間内の取引に参加して自己株式を取得するものである。上場会社が自己株式取得を実施するためには、①取得する株式の数・②株式を取得するのと引換えに交付する金銭等の内容および総額（取得対価の総額）・③取得期間（以下①～③をまとめて「取得枠」という）を株主総会決議あるいは取締役会決議により定めること（以下「機関決定」とい

う）が会社法上求められている（会社法156条1項、165条2項・3項）。もともと、単純買付けによれば、機関決定された取得枠の範囲を超過しなければ、市場の動向を見極めたうえで自由に自社株を買い進めることができる。その意味で、単純買付けは取得者にとって極めて自由度の高い自己株式の取得方法である⁽³⁾。

ところで、周知の通り、我が国においては、平成6年の商法改正においてそれまで包括的に禁止されていた自己株式取得が一部解禁され、そして平成13年の商法改正において自己株式取得は原則として自由となり、基本的に取得者は目的を問わず自己株式を取得できるようになった。これらの商法改正に対しては「会社が、内部情報を利用して、自己株式の売買を行う危険性が増加したことは間違いない。」と評価されているところでもある⁽⁴⁾。要は、自己株式の取得目的を詳らかにする必

要がなくなった中で、取締役会は裁量で自己株式取得を実施することができるため、重要な内部情報を発行会社が有していても、それを有利に利用して自社株を取引ができるようになった⁽⁵⁾。とは言え、場合によってはインサイダー取引規制に抵触するかもしれないリスクを負って自己株式取得を取って実施するのは会社にとって好ましいことではない。だからといって、自由度の高い取得方法である単純買付けも発行会社にとっては自己株式取得の便宜を考えた場合には捨てがたい方法でもある。そこで、これらを踏まえて実務上発達した手法が信託を利用した自己株式の取得である。信託を利用した自己株式取得は、簡単に言えば、委託者兼受益者たる発行会社が受託者たる信託銀行と信託契約を締結した上で、発行会社が信託銀行に信託金を拠出し、これを受けた信託銀行が証券会社を通じて発行会社の自社株を買い付けるものであり、発行会社あるいは発行会社において重要事実の発生する部署と信託銀行との間に情報遮断措置（チャイニーズ・ウォール）を設け、信託銀行が自社株を買付け執行するにあたっては自己株式の取得決定（金商法166条2項1号ニ）以外の未公表の重要事実がない状況にすることでインサイダー取引規制への抵触を回避するものである⁽⁶⁾。このような信託を利用した自己株式取得の制度は、前述したような発行会社のインサイダー取引規制への抵触を回避するために、または、自己株式取得にかかる事務管理の負担を軽減するために実務において考案された制度であるが⁽⁷⁾、法理論上の問題点についての先行研究はあまりみられない⁽⁸⁾。しかしながら、信託を利用した自己株式取得は、実務上では定着しており、多くの上場会社が自社株を買い付ける手段として用いているのが現状である。そこで、本稿では、信託を利用した自己株式取得のスキームの概要と法律上の問題点を確認した上で、このスキーム特有の登場主体である信託銀行の責任がいかなるものとなるのか検討を加えた

い。

第2節 信託を利用した自己株式取得の構造とメリット

1. 信託を利用した自己株式取得の構造

信託とは、委託者が信託の目的を定めて財産を受託者に移転し、信託財産の名義人となった受託者が信託行為の定めに従い、信託財産に属する財産の管理または処分およびその他の信託の目的を達成するために必要な行為を義務的に行い、かかる行為によって生じた利益を受益者に属させるものであり、言わば財産管理制度の1つである⁽⁹⁾。

信託を利用した自己株式取得は、前述したように、委託者である発行会社が信託銀行⁽¹⁰⁾を受託者として信託契約を締結し信託金を拠出し、信託銀行がこれをもって証券会社を通じて発行会社の自社株を買い付けるものである⁽¹¹⁾。これを信託の分類からみると、信託による自己株式取得は委託者たる発行会社が信託設定時に金銭を委託して信託し、受託者たる信託銀行がこれをもって発行会社の自社株を買い付ける（運用する）ため、「金銭の信託」に位置付けられる⁽¹²⁾。そして、受託者は信託財産（金銭）を自己株式取得という形で運用し、当該受託者が買い付けた発行会社の自社株を現状有姿で交付するため、「金銭信託以外の金銭の信託」となる⁽¹³⁾。なお、実務上は、信託終了時の交付財産が金銭でないことから、「金外信」あるいは「金外信託」と呼ばれることもある⁽¹⁴⁾。また、運用方法については、「単独運用」と「合同運用」のうち、自己株式取得は委託者たる発行会社の財産のみで行われるので、単独運用でなされる⁽¹⁵⁾。なお、信託を利用した自己株式取得は、「委託者の自己株式を取得する」という形で運用方法を委託者が「指定」するため、「指定金銭信託」に該当する⁽¹⁶⁾。このため、受託者は指定された範囲内で裁量権を有することとなる⁽¹⁷⁾。これらの点を踏まえて、信託

を利用した自己株式取得は「単独運用指定金外信託」と実務上呼ばれることがある⁽¹⁸⁾。

2. 信託を利用した自己株式取得を用いるメリット

信託を利用した自己株式取得を用いるメリットは、一言で言えば、第1節でも述べたとおりインサイダー取引規制への抵触を回避することにある。仮に、信託を利用せずに、発行会社が自ら自己株式の取得をするとすると、当該自己株式取得以外の重要事実がないこと、および重要事実が生じた場合はこれを公表するまで買付けをすることはできない⁽¹⁹⁾。そのため、買付期間中に重要事実が生じた場合は実施中の自己株式取得は中断しなければならず、円滑な自己株式取得に支障をきたすとも言える。ところが、信託を利用した自己株式取得を行えば、理論上はインサイダー取引規制に抵触することを回避できる。すなわち、発行会社あるいは発行会社の重要事実が発生する部署と信託銀行との間に情報遮断措置を設け、実際に買付け注文の発注・取次ぎを行う信託銀行には重要事実にかかる情報が流れないようになされる。具体的には、信託契約締結後に発行会社が注文にかかる指示を行わないことを前提に、上場会社と信託銀行との間に情報遮断措置を設け一切の情報が伝わらないようにするスキームがある⁽²⁰⁾。このスキームの特徴は、発行会社と信託銀行との間に情報遮断措置が完全に敷かれるという点にある。また、信託契約締結後に発行会社が注文にかかる指示を行うことを前提に、発行会社において重要事実が発生する部署と自己株式取得の担当部署とに分けて、それらの間に情報遮断措置を設け、自己株式取得の担当部署が信託銀行に対し前述した注文にかかる指示を伝えるというスキームである⁽²¹⁾。このスキームの特徴は、発行会社と信託銀行との間には情報遮断措置は完全に敷かれず、情報遮断は発行会社内部で行われるという点である。なお、実務上、インサ

イダー取引規制に抵触しないための措置として、発行会社は信託銀行に対して、信託契約締結時点で、自己株式取得以外の未公表の重要事実が存しないことを文書により確認を行い、また、多くの場合においては信託銀行の買付担当者が発行会社のインサイダー情報を知らないようにするため、信託銀行における株式買付担当部署と他の部署との間における情報伝達が遮断されるような社内体制が構築されるようである⁽²²⁾。

第3節 受託者としての信託銀行の責任

1. インサイダー取引規制の文脈で信託銀行は責任を負うか

第2節では、信託を利用した自己株式取得の構造とこのスキームを用いることの利点を概観した。つまるところ、信託を利用した自己株式取得は、信託銀行という第三者を介在させることにより、自己株式取得を実施する発行会社がインサイダー取引規制に抵触しないように工夫が凝らされていると言える。換言すれば、発行会社がインサイダー取引規制に抵触しないようにするための緩衝材としての位置付けに信託銀行が置かれている。信託を利用した自己株式取得は委託者である発行会社と受託者である信託銀行との間で締結される信託契約に基づいて行われることからすると、当該自己株式取得においてインサイダー取引がなされた場合は、信託銀行は発行会社と契約を締結している者として会社関係者となり（金商166条1項4号）、インサイダー取引規制が及ばされることになる。しかしながら、このような場合に会社関係者となるのは「当該上場会社等と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者」に限られるため、信託銀行が信託契約の締結・履行に関して内部情報を知った場合が規制の対象となることから、信託を利用した自己株式取得に際して信託契約が締結されるときに、信託銀行に内部情報が伝えられることは通常はないだ

ろう⁽²³⁾。また、信託契約締結後に実際に発行会社の自社株を買い付ける段階で信託銀行の買付担当者が発行会社の内部情報を知った場合には、これが公表されるまでの間、実務上、当該自己株式取得は停止される⁽²⁴⁾。だとするならば、インサイダー取引規制の文脈で信託銀行の責任が問われることはスキームの構造上はあまり考えられないことなのかもしれない。無論、上場会社の役員等が内部情報を知りながら信託銀行に自己株式の取得を委託したような場合は、当該上場会社の役員等についてはインサイダー取引は問題なく成立するが⁽²⁵⁾、信託銀行についてはかかる内部情報が伝えられたというような場面（信託銀行の担当者が投資判断を行う時点において内部情報を現実知っていたような場面）でなければ責任は問いようがなかろう。

2. 信託法上の信託銀行の責任はいかなるものか

(1) 総説

1. でも述べたように、信託を利用した自己株式取得は、発行会社をはじめ関係当事者がインサイダー取引規制に抵触するリーガルリスクを軽減するために考案されたスキームであるため、信託銀行の責任を考える上でも、インサイダー取引規制の文脈でそれを問うことは難しそうである。では、信託法の観点から信託銀行の責任はいかにして考えることができるだろうか。以下では信託銀行の責任を考察するため、信託法上の受託者の責任について概観してみよう。

(2) 信託事務遂行義務

信託法29条1項は、「受託者は、信託の本旨に従い、信託事務を処理しなければならない。」と規定する。これは、信託事務遂行義務といい、信託財産の管理権限を有する受託者に、信託目的の達成のために信託財産の管理または処分を求めるものである⁽²⁶⁾。受託者は、信託事務遂行義務を負っていることで、

信託行為の定めに従っているだけでは足りず、信託行為の定め背後にある委託者の意図である「信託の本旨」に従って事務処理をしなければならない⁽²⁷⁾。この信託事務遂行義務を履行するためには善良な管理者の注意をもって忠実に行わなければならない、また、信託財産の独立性を確保するために帳簿などの作成を行わなければならない⁽²⁸⁾。実務上は、信託銀行から発行会社に対して信託レポートの送付がなされているようである⁽²⁹⁾。信託を利用した自己株式取得は、機関決定された取得枠に基づき信託銀行が証券会社に対して委託者の自社株を買付発注するものであるから、信託の本旨を考えるに当たっては取得枠がいかなるものになっているかを確認する必要があるだろう。従って、仮に、信託銀行が信託事務遂行義務として責任を負うとするならば、機関決定された取得枠の範囲を超えた委託者の自社株を買付してしまったときとなるだろう。もっとも、機関決定された取得枠を超える自己株式を取得してしまうという場面は、委託者から拠出された信託金の額の範囲内において取得枠で定められた取得する株式の数を超過してしまったような場合となる⁽³⁰⁾。これは、発行会社の株式の市場株価が当初の想定よりも廉価となった時に生じる。もっとも、取得枠を機関決定することが求められるのは、自己株式取得が株主に対する財産分配の一形態（会社資金の社外への分配）だからであって⁽³¹⁾、取得枠に定められた取得と引換えに交付する金銭等の総額が分配可能額を超過していなければ問題が無いように思われる。

(3) 善管注意義務

信託法29条2項は、「受託者は、信託事務を処理するに当たっては、善良な管理者の注意をもって、これをしなければならない。ただし、信託行為に別段の定めがあるときは、その定めるところによる注意をもって、これをするものとする。」と定め、受託者の善管

注意義務の規定を置いている。(2)で述べた信託事務遂行義務は、一方で、受託者が負うべき信託事務の内容を規定し、その範囲を定めるものであり、他方で、善管注意義務は信託事務を処理するに当たって受託者に求められる注意義務の基準を規定し、その程度を画しているものである⁽³²⁾。一般的に、信託法上の受託者の善管注意義務は、民法上の「自己の財産に対するのと同一の注意」(民法659条)よりも高度な注意義務であると解されている⁽³³⁾。加えて、受託者が信託銀行となる場合は、一般の私人以上の専門的かつ高度な注意義務が課されていると理解されている⁽³⁴⁾。これらを踏まえるならば、信託を利用した自己株式取得において、信託銀行が負っている善管注意義務の程度は相当に高いものになることになる。

では、どのような場合に、信託銀行は善管注意義務違反を問われることになるのだろうか。信託銀行の善管注意義務違反として考えられるのは、委託者の自社株が高騰しているような場合に買付発注を証券会社に対して行ってしまい、当該株式を高値買い取りしてしまったような場合である。これが、信託を利用していない場合の通常の自己株式取得であれば、取締役の裁量の範囲の問題として処理され⁽³⁵⁾、高値買い取りの程度によっては当該取締役の善管注意義務違反となる⁽³⁶⁾。このとき、信託を利用した場合においては、信託銀行がその判断で買付発注を行うため、その責任は信託銀行のレベルで考えることとなるが、信託銀行は経営判断として自己株式取得を行っているのではなく、あくまでも委託者の財産管理を任された受託者としてこれを実施しているため、その点を考慮する必要がある。これが機関決定された取得枠の範囲内の発行会社の自社株の買い付けであり、発行会社から抛出された信託金の額の範囲内であれば責任が問われないようにも思われる。しかしながら、信託を利用した自己株式取得は、あくまでもインサイダー取引規制に抵触

することを回避するために信託というスキームが用いられているのに過ぎなく、見方を変えれば機関決定された取得枠について取締役会に授権された権限に基づき信託銀行が自己株式取得を実施しているのであって、基本的には取締役会の指図を受けることなく信託銀行が委託者・発行会社の自社株を市場で取得しているのである⁽³⁷⁾。これらの点を踏まえて考えてみるならば、実際に買付発注を行う信託銀行が、信託を利用しない自己株式取得に際して取締役が負っていると同程度の責任を負っていると解すべきではなかろうか。これは、換言すれば、取締役が会社に対して負っている善管注意義務と同レベルの義務を信託銀行が負っていると考えるものである。もっとも、このように考えるにあたり注意すべきは、取締役と同等の義務を負わせるとしても、信託銀行はあくまでも発行会社と信託契約を締結したに過ぎず、会社法上の善管注意義務を負っているわけではない⁽³⁸⁾。むしろ、信託契約に基づく善管注意義務(信託法29条2項)を根拠に、取締役が会社に対して負っているものと同等に考えるべきなのである。あるいは、信託が、委託者および受益者の受託者に対する信認関係を基礎とする財産管理制度であることから、委託者の自社株の買い付け発注にかかる信託銀行の善管注意義務を基礎付けることができるのではないだろうか。以上を踏まえると、信託銀行が委託者である発行会社の自己株式を高値買い取りした場合には、それが機関決定された取得枠の範囲内であっても信託法上の善管注意義務違反として責任を問われることも考えられるのではないだろうか⁽³⁹⁾。

3. 会社法上の理念との整合性

我が国において自己株式取得が包括的に禁止されていたのは、自己株式取得という行為そのものに弊害があると考えられてきたからであって、その弊害とは①資本維持の観点からの問題、②株主相互間の公平さを保てる

か、③会社支配の不公正のおそれ、④証券市場における不公正が生じる、というものであった⁽⁴⁰⁾。これら弊害のうち、信託を利用した自己株式取得は取引所金融商品取引市場において行われる単純買付けの際に用いられるものであり、かつ、特にインサイダー取引規制に抵触しないようにスキームが構築されていることからすると、②③④については問題が生じにくい⁽⁴¹⁾。

もっとも、資本維持の観点から生じうる問題点については受託者である信託銀行も注意する必要があるのではないだろうか。周知の通り、自己株式を取得するためには分配可能額を限度とした財源規制があり（会社461条1項2号）、分配可能額の算出を行うのは言うまでもなく委託者である発行会社である。そして、信託を用いた自己株式取得における信託の「目的」は、会社法の規定に基づいた自己株式取得を行うことであるから、その目的は会社法の原則・理念に違背してはならず、それに基づき信託行為を定める必要があり、委託者である発行会社に会社法上の疑義が発生しないようにしなければならない⁽⁴²⁾。この点を踏まえれば、信託銀行はただ単に信託契約に基づき、発行会社が定めた取得枠に基づき自己株式取得を行うだけでは足りないようにも思われる。確かに、分配可能額の算出の細目まで確認する義務を信託銀行が負うとすると、かかる義務に対応したコストが信託を利用した自己株式取得にかかってしまうことになり、スキームそのものが使い勝手の悪いものとなってしまう利用されにくくなる。だとしても、信託法上、高度な注意義務が課されている受託者たる信託銀行としては、信託契約締結時において分配可能額の算出の根拠の説明を発行会社から受けるくらいの行為は最低でもしておくべきではなかろうか。とりわけ、近時は、株主還元の圧力が投資家サイドから会社経営者に対してかかっており、多くの会社がこれまででは考えられなかった規模・取得額の自己株式取得を実施す

るようになっている。このような規模・取得額の自己株式取得が増えれば分配可能額の算出を始めとした事務的なミスも出てこよう⁽⁴³⁾。このような事態を防ぐために、少なくとも、信託を利用した自己株式取得においては、信託銀行が一定の役割を果たす必要があるのかもしれない。

第4節 むすびにかえて

本稿では、信託を利用した自己株式取得にかかる信託銀行の責任を検討してきた。信託を利用した自己株式取得がインサイダー取引規制に抵触することを回避するために実務上構築されたスキームであるということから本稿では先ずインサイダー取引規制の文脈で信託銀行の責任を検討した。そこで判明したことは、信託を利用した自己株式取得が、委託者である発行会社のみならず受託者である信託銀行についてもインサイダー取引規制に抵触しないように工夫されたスキームであり、この文脈において信託銀行の責任が生じることはあまり考えられないということであった。他方で、信託法上の受託者の義務の観点から考えてみたとき信託事務遂行義務、善管注意義務から責任が生じることが分かった。加えて、信託を用いた自己株式取得であっても、根本にあるのは会社法上の自己株式取得であるため会社法上の理念に整合するように信託銀行の責任を考えることができることも示した。本稿では、信託を利用した自己株式取得にかかる理論的な問題点について検討することを試みたが、実務上発達した高度に技術的な自己株式取得手段であるがゆえに十分に理論的な問題点を提示し解決策を示すことはできなかったのかもしれない。とは言え、近時、顕著に増加している自己株式取得において、実務上多く用いられている信託を利用した自己株式取得につき若干の問題点を提起できただけでも本稿の第一義的な目的は達成できたのではないだろうか。本稿で論じ尽く

せなかった問題点などについては今後の研究課題としたい。

【注】

- (1) 宮崎裕介「自己株式の取得方法の多様化とその問題点を考える」ビジネス法務16巻7号(2016年)106頁以下。
- (2) 本稿では特に断らない限り、東京証券取引所に上場している会社を上場会社という。
- (3) 宮崎・前掲注(1)108頁。
- (4) 川口恭弘「金庫株と内部者取引規制」同志社法学53巻9号(2002年)53頁、58頁。
- (5) 川口・前掲注(4)58頁。
- (6) 信託を利用した自己株式取得の概要については、矢野正紘「自己株式取得に係る『インサイダー取引規制に関するQ&A』の検討〔上〕」商事法務1871号(2009年)47頁、48～50頁。
- (7) 日本トラスティ・サービス信託銀行編著『THE 資産管理専門銀行 その実務のすべて〔第4版〕』(きんざい、2018年)93頁。
- (8) 信託を利用した自己株式取得の問題点を指摘した先行研究として、川口・前掲注(4)64頁以下が挙げられる。
- (9) 神田秀樹=折原誠『信託法講義』(弘文堂、2014年)2～3頁参照。
- (10) 我が国では、信託業を専門としている信託会社は現在存在しておらず、銀行法上の普通銀行または信託銀行が信託業を兼業している。川口・前掲注(4)65頁。
- (11) 廣田憲史朗「信託を利用した自己株式取得」商事1435号(1996頁)16頁、17頁。
- (12) 能見善久『現代信託法』(有斐閣、2004年)71頁。
- (13) 廣田・前掲注(11)17頁。
- (14) 川口・前掲注(4)64頁、能見・前掲注(12)72頁、神田=折原・前掲注(9)12頁。
- (15) 川口・前掲注(4)64頁。
- (16) 川口・前掲注(4)64頁。
- (17) 能見・前掲注(12)72頁。

- (18) 日本トラスティ・サービス信託銀行編著・前掲注(7)93頁。
- (19) 廣田・前掲注(11)18頁。
- (20) 矢野・前掲注(6)49頁図1参照。
- (21) 矢野・前掲注(6)49頁図2参照。
- (22) 矢野・前掲注(6)49～50頁。
- (23) 川口・前掲注(4)65頁。
- (24) 矢野・前掲注(6)50頁。
- (25) 矢野正紘「自己株式取得に係る『インサイダー取引規制に関するQ&A』の検討〔下〕」商事1875号(2009年)31頁。
- (26) 神田=折原・前掲注(9)70頁。
- (27) 神田=折原・前掲注(9)71頁。
- (28) 神田=折原・前掲注(9)71頁。
- (29) 三井住友信託銀行の例として、
<https://www.smtb.jp/business/instrument/product/self.html> (最終アクセス日2018年8月16日)参照。
- (30) なお、委託者から抛出された信託金の額の範囲を超えて株式を取得することはもちろん信託の本旨に反することであるが、これは受託者たる信託銀行が委託者の自社株を買い付けるにあたり代金を肩代わりしなければならないことになるので、現実的にはあまり考えられないであろう。
- (31) 江頭憲治郎『株式会社法〔第7版〕』(有斐閣、2017年)251頁。
- (32) 神田=折原・前掲注(9)71頁。
- (33) 神田=折原・前掲注(9)71頁。
- (34) 新井誠『信託法〔第4版〕』(有斐閣、2014年)252頁、神田=折原・前掲注(9)72頁。
- (35) 前田雅弘「自己株式取得と取締役の責任」ジュリ1052号(1994年)23頁、26頁。
- (36) 証券法研究会編『金商法体系I 公開買付け(2)』(商事法務、2012年)476頁。
- (37) 川口・前掲注(4)66頁。
- (38) 信託を利用した場合に、会社法上の取締役の責任をそのまま受託者に転嫁することは法理論上難しいものと考えられる。廣田・前掲注(11)17頁。

(39) もちろん、いかなる価額による自己株式取得が「高値買い取り」とされるかは議論の余地が大いにあるが、本稿では立ち入らない。

(40) 江頭・前掲注(31) 247頁。

(41) 単純買付けによれば、信託銀行が証券会社を通じて買付発注を行うため、買付けの相手方を通常は知ることができず、特定の株主から取得するような他の株主との関係で不公平となる行為、グリーン・メイラ一等を含む反対株主から買い取るような会

社支配の公正性を歪める行為をすることは難しく、また、本文でも述べたようにスキームの構造上インサイダー取引規制をはじめとした証券市場の不公正をもたらすような買付行為を行うことは困難である。

(42) 廣田・前掲注(11) 16頁。

(43) 信託を利用した自己株式取得ではないが、会社が分配可能額の算出を誤った事例の紹介として、宮崎裕介「上場会社にとっての財源規制の意義を考える」ビジネス法務16巻11号(2016年) 67頁以下。

(みやざき ゆうすけ)