

中国株式市場における議決権信託に関する一考察

—制度の法的性質および運用方法について—

王 偉 杰

目次

- 一 はじめに
- 二 日本における議決権信託の受容
 - (一) 議決権信託の定義
 - (二) 議決権信託をめぐる法的問題
 - 1 議決権信託と会社法310条2項（旧商法239条4項）の関係
 - 2 議決権と経済的所有権の分離現象の招致
- 三 中国における議決権信託
 - (一) 議決権信託の概念整理
 - (二) 先行事例からみる議決権信託をめぐる法的問題
 - 1 株式信託関係にある委託者の株主地位確認事件
 - 2 青島ビール社（A社）とアンハイザー・ブッシュ社（B社）との資本提携事例
 - (三) 中国株式市場の健全化に寄与する議決権信託の運用方法の検討
 - 1 国有企業改革における議決権信託の活用
 - 2 中小株主の利益保護に資する議決権信託の運用
- 四 結びにかえて

一 はじめに

議決権信託は、アメリカ発祥のものである。アメリカにおいては、議決権信託は、一人または複数の株主が、議決権を行使させる目的で受託者に株式を信託し、株式に係る経済的受益権を委託者たる株主に留保するうえ、受託者が議決権を行使できるようにする制度であると一般的に認識されている⁽¹⁾。アメリカにおける運用初期においては、少数者に企業の支配を集中することができるという機能が注目され、独占的な企業（トラスト）の形成に多く利用されていたため、制度の適法性が一般的に否定され、強い反対論が存していた⁽²⁾。だが、現在では制度の有益性が認識され、その適法性が普遍的に認められるようになった⁽³⁾。本来、アメリカ等の英

-
- (1) Model Business Corporation Act §7.30 (1984) を参照。また、その条文により、アメリカにおいては、議決権信託といっても、議決権そのものを株式に係る他の権利と分離させ、単独に受託者に信託するものではなく、信託により株式を受託者に譲渡することを通じて、「受託者に議決権を行使させる」という目的を実現するものであるとされている。
- (2) 菱田政宏『株主の議決権行使と会社支配』（酒井書店、1960年）169頁により、反対論の主たるものは、①議決権信託の受託者の本質は議決権行使の代理人であり、議決権信託は代理権の存続期間に関する制定法上の制限に違反し、または撤回できない代理権を形成させるものである。②議決権信託は株式譲渡に対し不法な制限を加えるものであり、いわゆる「永久権禁止則」に違反する。③議決権信託は少数者に支配を集中するとなり、不正な権力の集中をもたらす。④株主は議決権の行使により、自身の財産以外に他の株主の財産にも影響を与えるから、議決権は、会社の利害に最も深い関心を持つ株式の現実の受益的所有者により行使すべきであるが、議決権信託は株式の受益的所有から議決権を分離せしめるものである。⑤議決権信託は、それに参加しない株主から会社経営への参加権を奪うものである。多くの場合、小株主の利益が侵害されることとなる、などが挙げられる。
- (3) 20世紀後、議決権信託には経営における安定性と継続性を保証する機能を有し、有益なスキームだと評価され、信託条項の開示や信託の存続期間に制限を設けるなどの条件下でその適法性が一般的に認められるようになった。アメリカの多くの州

米法系の国の信託制度では、コモン・ローとエクイティという法の二重性を潜在的基盤としている⁽⁴⁾。議決権信託については、受託者は形式的株主であることに對し、委託者兼受益者は実質的株主であるという認識（いわゆる「二重の所有権」）が妥当だとされ、制度自体はアメリカ社会に馴染みやすいといえる。それに対し、アメリカと異なる法体系（大陸法系）に属する日本においても、議決権信託が受容されている。制度に関する成文法上の直接規定がないものの、制度の適法性、有効性は一般的に認められている⁽⁵⁾。実務上、閉鎖会社において複数の取締役等を選任する際に大小株主間のバランスを図るケース⁽⁶⁾、家族企業の事業継承をスムーズ

法に、議決権信託に関する規定が盛り込まれた。アメリカにおける議決権信託制度の沿革や運用等を紹介・検討する文献としては、島本英夫「アメリカ成文法上の議決権信託制度」同志社法学13号（1952年）1～19頁、菱田・前掲注（2）161～178頁、島本英夫「ノースカロライナの議決権信託制度」同志社法学14巻8号（1963年）341～362頁、砂田太士「アメリカにおける議決権信託」福岡大学法学論叢37巻1号（1992年）1～31頁、佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的效果であるエンブティ・ボートイング」前田重行先生古稀記念『企業法・金融法の新潮流』（商事法務、2013年）39～77頁、横沢恭平「議決権と経済的持分の分離に関する序説的考察—米仏両国の諸制度を参考に—」法学研究論集51号（2019年）201～202頁、などがある。

- (4) 新井誠『信託法』第4版（有斐閣、2014年）6～7頁。
- (5) 森田果「議決権拘束契約・議決権信託の効力」浜田道代＝岩原伸作編『会社法の争点』（有斐閣、2009年）102頁。ただし、議決権信託を受容する初期段階においては、議決権の性質に着眼して制度の適法性を否定する見解がある。
- (6) 資本多数決の原則を徹底すれば、複数の取締役等を選任する際に、多数派である大株主が容易に独り占めすることができる。少数派である小株主の推薦する候補者からも一定数の選出を実現・確保するために、大小株主がともに株式を第三者に信託し、当選者を比例的に分配するといった趣旨の信託目的に沿って、その第三者が議決権を行使する。当選者を比例的に分配する目的であれば、大小株主間のいわゆる議決権拘束契約によっても達成しうるが、森田・前掲注（5）103頁、藤池智則ほか「信託による株式の議決権の行使主体と経済的利益の帰属主体の分離—信託法と会社法との交錯—」金融法務事情2155号（2021年）36～37頁により、議決権拘束

に図るケース⁽⁷⁾、などの場面で利用されている。「二重の所有権」という認識が馴染まない日本における議決権信託の受容に当たって、制度の性質等に関する理論の蓄積があり、また、制度の適法性、有効性等に係る法的問題も検討されてきた。

グローバル時代といわれる現在、資本市場の発展と健全性維持に資する制度であれば、国籍なしといえよう。中国においても、株式市場における議決権信託の有益性に着目し、制度に関する検討が進んでいる。日本と同様に大陸法系に属する中国は、信託制度を立法によって定着したのは21世紀に入ってからであり⁽⁸⁾、いわば信託後進国である。議決権信託についても、日本と同様に成文法上の直接規定がおかれていない。また、信託法制定当初、法律起草者が議決権信託の適法性について否定的な立場であることを示唆する資料がある⁽⁹⁾。にもかかわらず、中国信託法制定後の早

契約に違反する議決権行使（議決権行使時の背信的行為）も会社との関係で有効と解されることから、かかる目的を確実に達成し、実効性を高めるため、議決権信託が利用される（信託スキームを利用し、受託者である第三者に議決権行使を委ねることにより、株主の背信的行為を防ぐ）。

- (7) 先代が信託スキームを利用し、事業を後継しない子息に本来その者が相続する予定である株式に係る経済的利益のみを取得させるとともに、事業の後継者である子息や自分自身に（議決権行使の指図権を取得する形で）当該株式に関する議決権の行使方向を左右できるようにする。事業継承の場面における信託の利用については、山田裕子「事業承継目的の株式信託について」信託法研究38号（2013年）89～122頁、白井正和「信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離」信託法研究39号（2014年）78～79頁を参照。
- (8) 中華人民共和国信託法は、2001年4月28日第9回全国人民代表大会常務委員会第21回会議で採択、2001年10月1日より施行した。
- (9) 卞耀武ほか編『中華人民共和国信託法釈義』（法律出版社、2002年）58頁によれば、諸外国の立法例として、市場独占の形成を防止するため、零細株主から議決権の行使に関する授權を募る目的での信託設定が禁止されていることを紹介し、中国においてもそのように解すべきであるという。

い段階から、実務において議決権信託が運用されていることが確認され、いわゆる実務先行型の制度導入となる⁽¹⁰⁾。議決権信託の性質等に関する認識が統一せず、制度の適法性、有効性および運用場面等に関する検討が十分になされていない状態での制度運用は、実践中に制度の適法性を担保する理論等の充実を図り、試行錯誤を重ねて国情に最適な制度形成を実現する近道とも考えられるが、いささかりスキーである。そこで、本稿では、まず、大陸法系に属する日本における議決権信託の受容に当たったの理論、法的問題に関する検討を整理する。次に、かかる理論、検討を参考しつつ、中国における議決権信託のあるべき姿を示すよう、その性質を分析し、運用実例を踏まえて制度をめぐる法的問題を検討する。そして、中国の株式市場に存する特有な問題⁽¹¹⁾に着眼し、国有企業改革および中小株主保護

(10) 例えば、信託法施行の翌年である2002年に青島ビール社と米アンハイザー・ブッシュ社との資本提携の際に、外資による乗っ取りを危惧し、国有株主の支配権を維持するために議決権信託が設定された。その詳細については、後述する（本稿の三の（三）の2を参照）。

(11) 中国の株式市場が発足したのは、20世紀90年度初頭である（深セン、上海にある証券取引所の開設）。社会主義国家である中国において、資本主義経済の特産物ともいわれる株式市場を受け入れた目的は、主に、①資金難に陥った国有企業の資金調達手法の拡大と②国有企業の株式化改革（計画経済時代の企業体制から脱皮し、現代的・効率的な経営体制、内部統治体制の構築を目的とする国有企業改革）の助力を求めることとの二点である。そのため、株式市場に関する政策は天然的に国有企業に傾斜している。当初、国有資産の流出防止という名目で、上場した国有企業の発行株式の大半を占めた国有株（国家機構および国有法人の所持する株式）の市場での流通が禁止されていた。その後、2005年にスタートした股權分置改革（非流通株に流通性を取得させるための改革）を経て、現在、国有株も一応、性質上の流通性を有することになった。しかし、国家経済の根幹とされる重要産業（例えば、電力、軍事、石油、石炭、航空、通信等の産業）を営む上場会社については、公有制主体で企業の支配権を握る基本国策に変わりが無い。李海龍「我国上市公司資本結構与公司治理研究」中国市場2019年第26期37頁により、現在でも、中国上場会社の多くは、依然として「一株独大」（中国の上場会社において、国有株主の株式所

の視点から、中国における議決権信託の制度運用の有益性を論じ、中国株式市場の健全化に寄与する運用方法について検討を試みたい。

二 日本における議決権信託の受容

前述したように、日本においては、議決権信託の適法性、有効性は一般的に認められている。制度の適法性、有効性に関する検討の前提は、その性質をどのように理解すべきであるか、つまり、制度の定義を明確に示すことである。定義の明確化により、制度の適法性、有効性の有無は自明であろう。

(一) 議決権信託の定義

従前の研究により、議決権信託の定義については、主に三つの見解が主張されている。まず、議決権信託は、その名称通りに信託の対象は議決権のみとし、委託者である株主が議決権のみを受託者に信託するものであると定義付ける見解がある（以下では、「最狭義的議決権信託」をいう）⁽¹²⁾。それに対し、株主権から議決権のみを分離して信託の対象とすることはあり得ず、信託財産として受託者に譲渡されるのは株式そのものであるため、議決権信託は、他人による議決権行使を設定動機とする株式管理信託であると定義付ける見解がある（通説的見解である。以下では、「広義的議

持比率が絶対的多数を占めるか、絶対的多数に至らなくても他の株主の持株比率を大きく上回ること〔しかも他の株主はいわゆる零細株主で、株式が高度に分散している〕により、国有株主が当該上場会社の絶対的支配権を有する現象を指す経済用語である。）の問題を抱えていると指摘されている。また、股權分置改革の詳細については、楊東「中国における国有株改革の動向－上場会社買収法制の背景として－」同志社法学56巻4号（2007年）255～286頁を参照。

(12) 松田二郎『株式会社法の理論』（岩波書店、1962年）313頁。

決権信託」をいう)⁽¹³⁾。また、議決権信託は、株式を信託するのであるが、複数の株主の関与が制度の本質的要素（複数の株主に帰属している議決権が受託者のもつて集積され、会社支配に必要な割合部分を構成する）と解し、一般的株式管理信託と区別して異なる法的取扱いが必要であるとする見解もある（以下では、「狭義的議決権信託」をいう)⁽¹⁴⁾。

株主の議決権をめぐる法的問題の根底には、議決権の性質に対する理解、すなわち、議決権本質論ないし株式本質論という問題が潜めている。議決権信託の問題も例外ではない。前述した三つの議決権信託の定義の中、最も適切であるものを決める際に、株式本質論に関する諸学説に基づいて検討する必要がある⁽¹⁵⁾。

株式本質論に関しては、ドイツの通説である社員権論が松本烝治博士により日本において確立されて以来、多くの学者の支持を得て通説的地位を有している⁽¹⁶⁾。まず、社員権論の立場からみると、株式の本質は物権でも債権でもなく、独特な財産権である社員権とされる。すなわち、株式とは株主（社員）の地位を表し、会社に対して有する多数の権利義務の発生する基礎となる一つの法律関係または法律上の地位ないし資格であり、いわゆる株主権を表すものである。株主が会社に対して有する種々の権利（議決権をはじめとする共益権と剰余金配当請求権等の自益権）は、株主

(13) 鈴木竹雄「議決権信託の効力」同『商法研究Ⅲ 会社法（2）』（有斐閣，1971年）98～99頁。

(14) 吉本健一「議決権信託に関する若干の法的問題点」阪大法学95号（1975年）77頁。

(15) 株式本質論に係る学説は、以下に触れるもの以外に、株式会社制度発足の初期段階にみられる物権説、債権説、および田中耕太郎博士によって提唱される社員権否定論（共益権機関権限説）、などがあるが、それらに基づく検討は省略する。

(16) 松本烝治『人法人及物』（巖松堂，1912年）59、75～76頁。同説、鈴木竹雄「共益権の本質」法学協会雑誌62巻3号（1944年）291～326頁、大隅健一郎「いわゆる株主の共益権について」松本先生古稀記念『会社法の諸問題』（有斐閣，1951年）145～164頁、などがある。

たる地位に不可分的に結合して包含され、株式に表章される。株式に表章される権利が一体をなし、議決権のみを分離して信託することが認められない⁽¹⁷⁾。したがって、社員権論の立場では、最狭義的議決権信託が無効であると解される。

次に、松田二郎博士により提唱される株式債権論⁽¹⁸⁾の立場から検討する。当説によると、株式の本質は団体法上の債権であることにほかならない。すなわち、株式会社における企業所有と経営の分離の事実在即して、社員権としての不可分的な株主権の概念が否定され、共益権と自益権に解体する。議決権をはじめとする共益権は、株式会社における公権的権利であり、会社の利益のために行使すべき性質を有し、一身専属的な人格権である⁽¹⁹⁾。そのため、共益権には非譲渡性を有し、権限的性質および権利的性質の両方を持つ⁽²⁰⁾。それに対し、自益権は株主の個人的利益に資するものであり、譲渡性を有する。譲渡性のない共益権は、譲渡しうる株式の内容に含まれず、株式の本質への理解は、専ら自益権の範疇において求めるべきである。最終的には、利益配当請求権をもって株式と解し、その利益配当請求権が債権としての性質を有する財産権であるため、株式の本質は団体法上の債権であるとの結論に到達する⁽²¹⁾。株式債権論の立場からみると、譲渡性のない、一身専属的な人格権である議決権は、その対象が財産に限定されている信託にはなじまず⁽²²⁾、最狭義的議決権信託は当

(17) 鈴木・前掲注 (13), 97頁。

(18) 松田・前掲注 (12), 同『株式会社の基礎理論』(岩波書店, 1942年)。

(19) 松田・前掲注 (12), 303頁。

(20) 松田・前掲注 (12), 42~53頁。

(21) 松田・前掲注 (12), 75頁。

(22) 信託財産とは、受託者に属する財産であって、信託により管理又は処分をすべき一切の財産をいう(信託法2条3項)。道垣内弘人編著『条解 信託法』(弘文堂, 2017年)29頁により、ここでいう「財産」は、金銭に見積もりうる積極財産と解するのは通説である。また、四宮和夫『信託法』新版(有斐閣, 1989年)133頁により、

然に認められない⁽²³⁾。また、株式を受託者に信託することにより、受託者が新たに株主となり、原始的に議決権を取得し、その行使ができるように見えるが、財産権でない議決権は信託の目的となることができないから、議決権を行使せしめる目的で株式を信託することは、信託の目的となり得ないものを信託しようとするのである⁽²⁴⁾。したがって、かかる不当な目的のための株式の信託も無効と解すべきである。すなわち、当説に立脚すれば、最狭義的議決権信託のみならず、狭義的議決権信託、広義的議決権信託も無効であると解される。

そして、八木弘博士に提唱される株式会社財団論（株式純債権説）⁽²⁵⁾の立場から検討する。当説では、株式会社の人的結合となる社団性を全面的に否定し、その性質は営利社団法人ではなく、営利財団法人であるとされる⁽²⁶⁾。財団である以上、社員権という概念が当然に成り立たない。株式の引受は単なる出資行為であり、いわば投資契約というべき一種の双務契約であり、それは純債権的・純財産的な契約である。株式は企業利潤への参加と投下資本の回収とを目的とする金銭債権であり、その内容は利益配当請求権、残余財産分配請求権等によって構成される。金銭債権に係る権利（自益権）は意思表示上の効果として発生するが、それ以外の権利（共益権）は単に株主の利益保護のために法が与えたものである。すなわち、自益権は株式上の権利であるに対し、共益権は株式法上の権利であるとい

人格権は信託財産にならないと説明されている。ただし、人格権といっても、氏名権、肖像権等の経済的利用価値（財産的価値）のあるものに関しては、譲渡性の有無についてさらに検討する余地があると考えられる。本稿では、それに関する詳述を避ける。

(23) 松田・前掲注(12)、315頁。

(24) 松田・前掲注(12)、315頁。

(25) 八木弘『株式会社財団論－株式会社法の財団的構成－』（有斐閣、1963年）。

(26) 八木・前掲注(25)、1～17頁。

う⁽²⁷⁾。共益権が株式引受契約の効果として発生したものでなく、法定の権利と解する立場に立つ以上、共益権の譲渡性が否認されるのは当然の帰結である⁽²⁸⁾。したがって、最狭義的議決権信託が無効である。また、当説に立脚すれば、株式債権論における検討と同様に、狭義的議決権信託、広義的議決権信託も信託の目的となり得ないものを信託しようとするのであり、無効と解されよう。

そもそも、株式本質論に関する各学説は、それぞれの社会経済現象の法的本質に対する各自の理解に基づいて構成されたものであり、各学説間の相違は、理論構成の差というよりも、その研究対象たる株式会社の本来のあるべき姿に対する理解の差から生じたものであると考えられる⁽²⁹⁾。いずれの学説によっても、最狭義的議決権信託は認められないことになるが、他人に議決権を行使させるために株式を信託すること（つまり、狭義的議決権信託および広義的議決権信託）の適法性をめぐって意見が相違することになる。以下では、その適法性の有無について検討する。

株式債権論および株式会社財団論の立場に立つと、狭義的議決権信託および広義的議決権信託が無効とされる理由は、信託の目的となり得ないもの（議決権）を信託によって他人（受託者）に行使させることである。ここでいう信託の目的は、信託財産を指すが、当該信託行為の目的、つまり実現しよう、到達しようとして目指す事柄は、「信託財産になり得ない議決権を信託によって他人に行使させること」と理解すべきであろう。それは単に信託行為の社会的・経済的な目的であり、信託行為自体の内容をな

(27) 八木・前掲注 (25), 113頁。

(28) 八木・前掲注 (25), 102頁。

(29) 社員権論は、日本企業の大半を占める中小会社を念頭に構成された理論で、株式債権論および株式会社財団論は、理想型の株式会社（大規模公開会社）をモデルに発展した理論であると概ね考えられよう。本稿では、各学説自体の妥当性いかに関する検討を避ける。

すものではなく、信託設定の動機にすぎないというべきである⁽³⁰⁾。動機の正・不正によりストレートに法律行為の効力を影響する考え方は、適切ではない。動機に基づき、法律行為の内容に表れたもの（例えば、契約の場合においては、契約条項の詳細等）を精査して初めて法律行為の効力について適切な判断ができるようになって考えられる。株式債権論および株式会社財団論によれば、株式を信託することは、単に債権を受託者に信託譲渡することを意味する。議決権をはじめとする共益権は、人格権なり、法定の権利なり、株式に係る経済的利益の帰属先のところで発生するのである。信託関係内部においては、株式に係る経済的利益の最終的帰属先は受益者（議決権信託の場合の多くは委託者兼受益者になる。）になるが、会社との関係においては、受託者が信託によって当該株式に係る唯一の法律上の株主になった以上、共益権という権利の発生自体には形式上何らの不当もない⁽³¹⁾。信託は、特定の者（受託者）が一定の目的に従い財産の管理または処分およびその他の当該目的の達成のために必要な行為をすべきものと定義されている（信託法2条1項）。ここにいう「一定の目的」は、受託者の行為基準としての意味を有する⁽³²⁾。議決権信託においては、その「一定の目的」たる受託者の行為基準のいかんによって、適法性の判断をすべきであると考えられる。単に「受託者が議決権を行使できる」ことをもって、狭義的議決権信託および広義的議決権信託の適法性を否定することは、不適切である。

(30) 鈴木・前掲注(13), 99頁。

(31) 受託者が株式に係る経済的利益の一時的帰属先ともいえる。「一時的帰属先」（受託者）と「最終的帰属先」（受益者）とは、受益債権の存在によりつながることになる。信託法上の受託者の負うべき義務、責任により、受託者にも、受益者と同様に、株式に係る経済的利益の追求・維持の目的を有することが担保されると考えられる。ただし、信託関係において、受益者と委託者が別人である場合（他益信託）には、信託行為の定め次第で、その担保が成り立たない可能性もある。

(32) 道垣内・前掲注(22), 18頁。

前述した検討を踏まえ、狭義的議決権信託と広義的議決権信託との適法性が一応あるとして検討を進めると、新たに問題として浮上したのは、議決権信託を一般的株式管理信託と区別し、「複数の株主の関与」がその本質的要素とする必要がある否かに関する判断、つまり狭義的議決権信託の理論的妥当性の有無である。狭義的議決権信託に関する主張を吟味すると、複数の株主の関与が制度の本質的要素とするのは、議決権信託運用の究極的な目標は、会社の支配の獲得もしくは維持またはそれらに対する参加であるという前提概念の下で提起された仮設ではないかと考えられる。その究極的な運用目標を達成するためには、複数の株主に帰属する議決権を集積することが不可欠であり、「複数の株主の関与」をも議決権信託の本質的要素とした所以である⁽³³⁾。たしかに、アメリカにおいて、制度が開発された当初、制度運用の目標が会社の支配の獲得または維持であるケースが殆どであった。また、今日の実例の多くも、会社の支配の獲得もしくは維持またはそれらに対する参加という目標を達成するために議決権信託が運用されている。しかし、法律論として議決権信託の法的性質を検討する際に、実務上の運用目標を達成するための要請まで考慮する必要があるとは思えず、議決権信託は単に、株主が他人に議決権を行使させるための信託スキームを利用した一手段とみるべきではないかと考える。運用目標の達成、および受託者による議決権行使の妥当性維持等のことは、あくまでも運用段階における二次的な検討事項である。したがって、「複数の株主の関与」は議決権信託の法的性質に含まれる要素にはなり得ない。また、適法性の有無に関する検討においては、それをメルクマールとして議決権信託を一般的株式管理信託と区別することも無意味であると考えられる⁽³⁴⁾。

(33) 吉本・前掲注(14)、77頁。

(34) 具体的な議決権信託運用事例の適法性の判断に当たって、「複数の株主の関与」の有無は、必要とされる受託者の行為基準の内容、程度の認定に影響を及ぼすことがあるが、それをすべての議決権信託の事例に関する適法性の判断基準の策定に用

前述した一連の検討を通じて、議決権信託の定義、つまり法的性質については、以下のようにまとめることができる。すなわち、広義的議決権信託の概念が最も適切であり、議決権信託とは、他人による議決権行使を設定動機とする株式管理信託である。信託行為により、株主が自己に帰属する株式を受託者に信託譲渡し、受託者は信託行為の定めに従い、特定の期間（信託期間）内に、信託設定の目的を達成するために株主権を行使する。株主に認められるすべての権利が、一体として受託者に帰属する。株主名簿上も、受託者のみが株主たる地位の統一的な把握者として現れる。受託者は会社に対して議決権のみならず剰余金配当請求権その他の権利をも行使するが、信託行為の定めに従い、信託期間中に、会社より受領した経済的利益を受益者に交付する。議決権信託と一般的株式管理信託との関係については、議決権信託の場合、議決権を他人に行使させることを主要ないし唯一の動機であり、議決権以外の株主権が受託者のもとに集積されることは議決権の集積に伴う付随的効果にすぎないというように、両者を観念的に区別することができるが、その両者の法的構成は全く同様である。

（二） 議決権信託をめぐる法的問題

1 議決権信託と会社法310条2項（旧商法239条4項）の関係

会社法310条2項により、議決権の代理行使の場合においては、議決権行使に関する代理権の授与は、株主総会ごとに行なければならない。すなわち、株主総会ごとに代理権を証明する書面（委任状）を株式会社に提出しなければならない。信託設定により他人に議決権を行使させる議決権信託は、この規定を潜脱するための脱法行為に該当するとの指摘がある⁽³⁵⁾。それに対し、議決権信託は「株式を信託すること」であると認める以上、

いることは不適切であると考える。

(35) 田中誠二『最新会社法論』（勁草書房、1963年）318頁。

信託期間内において、株主名簿上の株主である受託者は自己の名において議決権を行使することができるから、法律構成上の違いを用いて、議決権の代理行使に係る同規定の直接適用を否定することができる⁽³⁶⁾。

また、議決権信託は同規定に対する脱法行為に直接に該当しないとしても、弱小株主の議決権を不当に制限する等の目的で用いられる場合には、同規定の精神に照らして無効となる場合があると指摘されている⁽³⁷⁾。同規定の立法趣旨は、議決権の代理行使が会社支配の手段として濫用されるのを抑制することである⁽³⁸⁾。主に会社側による集团的、組織的に株主に議決権の代理行使を勧誘する場面を想定するものとも考えられる。同規定の表す究極的な会社法の精神は、株主総会の際に、株式会社の実質的所有者である株主の真意を最大限に決議に反映すべきであることといえよう。そのように考えれば、同規定の射程範囲が議決権行使の一手段として利用される議決権信託にも及び、議決権信託の具体的な内容について規制しうると考えることは可能である。大阪高決58・10・27判タ515号155頁は、①株式信託契約が強制されること（株主として契約を締結するかどうかを選択する自由がないこと）、②契約の解除も認められないこと、③株主の議決権行使の道が実質的に閉ざされたこと、④株式信託制度が会社関与のもとに創設されたこと、を理由として、問題となった信託契約は、株主の議決権を含む共益権の自由な行使を阻止するためのものというほかなく、委託者の利益保護に著しく欠け、会社法の精神に照らして無効と解すべきであると判示した⁽³⁹⁾。具体的な事例においては、まず、議決権信託の設定

(36) 鈴木・前掲注(13) 102~103頁。

(37) 江頭憲治郎『株式会社法』第8版(有斐閣, 2021年) 353頁, 森田・前掲注(5), 103頁。

(38) 岩原紳作編『会社法コンメンタール7-機関(1)』〔山田泰弘〕(商事法務, 2013年) 182頁。

(39) 従業員持株制度の下で従業員株主に締結を強制している株式信託契約を無効とし

は委託者（株主）の自由意思によるものであるか否かを確認し、次に、前述した通り、議決権信託における受託者の行為基準のいかんによって、その適法性の判断をすべきである。その際に、委託者・受託者の関係、議決権行使の基準の明確性、信託期間および解約可能性の有無等を基準として判断すべきである⁽⁴⁰⁾。

2 議決権と経済的所有権の分離現象の招致

そもそも、議決権は株主以外の株式会社関係者に有しないものである。株式会社に関する伝統的な理解からは、株主が議決権を有することの経済的合理性は、株主が危険資本の担い手で、会社の経済的リスクを引き受けたことに求められる⁽⁴¹⁾。株主の有する株式価値は理論上、会社の企業価値と連動的関係にあるため、企業価値を最大化させることは、株主の利益最大化につながる。したがって、企業価値を最大化させるインセンティブを有する株主に企業の最重要事項を決定させることは、経済的衡量において合理的である⁽⁴²⁾。株主は、株式価値向上のために議決権を行使するインセンティブを持っているからである⁽⁴³⁾。また、同様に会社の企業価値

た事例である。同決定は、共益権のみの信託は許されず、無効であるとの判断も示した。

(40) 江頭・前掲注(37)、353頁。また、鈴木・前掲注(13)、106頁により、信託期間よりも解約可能性、つまり解約の自由が確保されているか否かを重視すべきであると指摘されている。同104～105頁により、議決権行使の基準については、議決権信託行為に、受託者が総会招集の通知を受けたとき、その内容を委託者に通知し、委託者の意向を聞いた上、それに従って議決権を行使する旨のとりきめがなされていなくても、受託者に対して議決権行使の方針があらかじめ指示されているのであれば、特段問題ないとの説示がある。

(41) 藤田友敬「株主の議決権」法学教室194号（1996年）19～20頁。

(42) 藤田・前掲注(41)、20頁。

(43) 加藤貴仁『株主間の議決権配分』（商事法務、2007年）67～68頁。

の増減に利害を持つ会社債権者等ではなく、株主のみに議決権を認めることに関する説明には、残余権の概念が用いられる⁽⁴⁴⁾。株主が会社の残余権者であるため、会社債権者等に比べ、企業価値を最大化させるインセンティブをより強く有する株主に会社のコントロール権を委ねることが一応望ましいのであるという⁽⁴⁵⁾。残余権（または限界損益帰属権）は剰余金配当請求権、残余財産分配請求権といった自益権の行使によって実現されるもので、その部分は株式に表章される会社に対する「経済的所有権」⁽⁴⁶⁾に該当すると考えれば、議決権と経済的所有権の所在が一致していることは、株主が議決権を独占する正当性の由来であるといえよう。

ところが、信託スキームを利用する議決権信託では、株式の議決権と経済的所有権とを分離し、実質的に、異なる主体に帰属させることができる。例えば、信託契約の定めに基づき、信託財産である株式の議決権行使を指

(44) 残存権とは経済学上の概念である。田中亘『会社法』第3版（東京大学出版会、2021年）75頁により、株主の会社に対する取り分は、おおむね会社の資産の額から、契約であらかじめ定められた債権者の取り分を差し引いた残り全額となる。そのような取り分に関する株主の地位を指して、株主は会社の残余権者であると表現したのである。また、得津晶「持合株式の法的地位（五・完）－株主たる地位と他の法的地位の併存」法学協会雑誌126巻10号（2009年）38頁より、会社の価値を最大化させるインセンティブは会社の価値の限界的な増減に応じて自らの損益が増減する者（限界損益の帰属者）にあり、株主の保有する残存権は、この会社の限界損益に多くの場合一致する。会社の支配権は会社の価値を最大化のインセンティブを一番強く持つ者に与えるのが望ましいと説明されている。会社と株主との関係において、残余権者と限界損益帰属権者とは同義に捉えているように考えられる。

(45) 田中・前掲注44、75～76頁。ただし、得津・前掲注（44）、39～44頁により、株主に会社の支配権を委ねると、損失の危険がどんなに高い計画でも支配権を行使して行うインセンティブがある。このような過度のリスクテイクは経済的に非効率でありうるし、会社債権者を害するおそれがある。そのため、残余権者である株主が会社の支配をする場合、会社債権者に過度のリスクテイクを行わないことのコミットメントとして全債権者に劣後する資金を拠出する必要があると指摘されている。

(46) 厳格な法律用語ではなく、観念的用語として用いる。

図する権限を委託者に留保される場合⁽⁴⁷⁾においては、議決権の行使方向を実質的に左右できる者は、必ずしも株式に関する経済的所有権を有すると限らない。自益信託として設定される議決権信託の場合、委託者である株主は同時に受益者であり、株式から発生する利益配当等の経済的利益を享受できる地位にあり、議決権と経済的所有権の所在は実質的に一致しているため、特に問題にならない。それに対し、他益信託として設定される議決権信託の場合、つまり委託者以外に受益者が存する場合は、議決権の指図権が委託者にあり、経済的所有権が受益者に帰属し、議決権と経済的所有権の所在は実質的に分離することになる。具体的な議決権運用事例を前述した「株主の真意を最大限に株主総会決議に反映すべきである」という会社法の精神に照らし、その適法性を判断する際に、一体、誰の意思をもって「株主の真意」とするのか。形式的な株主である受託者はともかく、議決権行使の指図権を有する委託者か、それとも株式に関する経済的所有権の帰属先である受益者か、という問題が生じる。

前述した株主が議決権を有する経済的合理性の理由に鑑みれば、議決権と経済的所有権との所在は常に一致するのが最も望ましい状態であるから、最大限に株主総会決議にその真意が反映されるべきものは、受益者のはずである。このように考えると、受益者に他人を指定し、議決権行使の指図権を委託者に留保することを内容とする信託契約自体の効力も、会社法の精神に反するという理由で、無効になるおそれがある。しかし、この場合において、受益者は、なんらかの理由により、このような契約内容を把握したうえでその地位に甘受しているとみるほうが自然である。性質が異なるが、無議決権株式（会社法105条2項）を引き受ける者を彷彿させるところがある。無議決権株式が容認されたのは、会社の管理・運営にあ

(47) 厳格に委託者の個別的な指図通りに受託者が議決権を行使する場合以外に、委託者の定めた議決権行使方針に沿って受託者が議決権を行使する場合も含む。

まりにも無関心である株主の増加という現象を踏まえ、会社経営者側の合理的・効率的な会社管理・運営に適する安定的資本構造の構築という要請に立法者が応じたためであり⁽⁴⁸⁾、立法側が経済社会の現実に妥協した産物であるともいうべきである。同様に、議決権と経済的所有権の分離現象を招致する議決権信託の運用は、本来のあるべき姿の会社法の精神に合致するものではないが、ただちに制度を否定し、その効力を否定すべきではない⁽⁴⁹⁾。法律は世の中の利害対立を調整する基準であるから、経済社会の現状からかけ離れてしまっただけでは、実効性を持たない結果となるからである。

議決権と経済的所有権の分離現象を招致する議決権信託の効力はただちに無効ではないが、委託者の指図により、受益者の利益を害するような議決権行使の危険性がないわけではない。なんらかの手段で、株式の経済的所有権者に該当する受益者の利益の保護を図らなければならない。信託とは、そもそも受益者のための財産管理制度であり、受託者が受益者のために、信託財産の管理・処分等をすべきものである⁽⁵⁰⁾。信託契約の定めに基づき、議決権行使の指図権が委託者によって行使されるのであれば、委託者が受託者の行使すべき権限の一部を実質的に受託者に代わって行使することになるから、この限りにおいて、委託者には受託者と同様の信託法上の義務、責任を負うと解釈する⁽⁵¹⁾。すなわち、委託者が議決権行使の指図を行う際に、受託者の善管注意義務（信託法29条2項本文）、忠実

(48) 加藤・前掲注(43), 19~22頁。

(49) 信託を活用した中小企業の事業承継円滑化に関する研究会「中間整理～信託を活用した中小企業の事業承継の円滑化に向けて～」(2008年9月〔アクセス日:2021年7月10日〕)8頁により、非公開会社において、議決権の指図権と受益権の所在が一致しなくても、会社法上の問題は生じないとの見方が示されている。

https://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/shoukei/2008/download/080901shokei_chun.pdf

(50) ここは、受益者の定めのない信託（信託法258条1項）を論外とする。

(51) 白井・前掲注(7), 88頁。

義務（同法30条）等に関する規定の類推適用を認めるべきであると考え。それにより、当該指図による議決権行使によって、信託財産である株式の価値が損なわれ、受益者の利益が害される場合には、受益者が委託者に対して、信託法所定の損失てん補責任等の責任追及が認められるようになり、受益者の利益保護が図られることになる。

また、議決権と経済的所有権の分離現象を招致した議決権信託の場合、委託者の指図による議決権行使の結果、著しく不当な決議がされたときには、救済手段として、当該決議の取消しを求めることができるのか。株主総会等の決議について特別の利害関係を有する者が議決権を行使したことによって、著しく不当な決議がされたときには、株主、取締役、監査役、執行役または清算人は、株主総会等の決議の日から3箇月以内に、訴えをもって当該決議の取消しを請求することができる（会社法831条1項3号）。決議取消要件とする「特別の利害関係を有する者」とは、対象となる決議につき、株主としての利害関係以外の利害関係を有する株主をいう⁽⁵²⁾。この場合においては、当該議案と特別利害関係を有する委託者の指図を受けたとはいえ、形式的に、株主として議決権行使をしたのは受託者であり、現行規定を直接に適用することができない。また、提訴権者は、株主、取締役、監査役、執行役または清算人に限り、株式に関する経済的所有権者である受益者は提訴権を有しない。この場合においては、多数決議濫用に対する救済を封じないよう、決議取消要件とする特別の利害関係を有する者の範囲を、広く解すべきである⁽⁵³⁾。また、議決権信託を介した当事者間の本質的権利義務関係を重視する立場から、当該規定の類推適用を認め、法律上の株主でない受益者による株主総会決議取消しの訴えを柔

(52) 宮島司『会社法』（弘文堂、2020年）151頁。

(53) 例えば、委託者と受託者間の信託関係および指図権行使の事実を架橋とし、委託者の有する特別利害関係は、受託者のところにもそのままあると解する。

軟に認める必要であると考えられる⁽⁵⁴⁾。

三 中国における議決権信託

前述したように、中国においても、株式市場における議決権信託の有益性に着目し、制度に関する検討が進んでいる⁽⁵⁵⁾。特に、実務先行型の制度導入であるため、制度の適法性、有効性に関する研究が多く公刊されている。かかる先行研究の中には、議決権信託の定義について、信託財産が株式か、それとも単なる議決権か、という点をめぐって、見解が二分している。

(一) 議決権信託の概念整理

一部の見解では、議決権信託とは、議決権を他人に行使させるために、自己の有する株式を対象に信託するものであると主張している（本稿の二の（一）にいう「広義的議決権信託」⁽⁵⁶⁾）。それに対し、単なる議決権を

(54) 白井・前掲注（7）、90頁により、持合解消信託のガバナンス上の懸念に対する対処法の検討において、特別の利害関係を有する者の議決権行使によって著しく不当な決議がされたことを理由とする株主総会決議取消しの訴えを柔軟に認めていく必要があるとの見方が示されている。その見方を参照。

(55) 本稿において、中国語学術誌上の文献の表記については、「号」に該当する文言として「期」（第〇〇期）を使用し、日本語文献との区別を図る。また、日本語による先行研究としては、管見の限り、楊林凱「中国における議決権信託の理論と実務」青山法学論集51巻1・2号合併号（2009年）435～451頁のみである。

(56) 覃有土＝陳雪萍「表決権信託：控制權優化配置機制」法商研究2005年第4期89～95頁、楊濤「股東表決権信託制度初探」經濟研究導刊2011年第11期108～109頁、鄒倩「股東表決権信託在中国的立法構建」消費導刊2008年第4期148頁、李順義「浅析表決権信託的概念」法制与社会2011年第4期（中）270頁、樂帥「大陸法系民法理念对表決権信託制度的影響」經濟与法2011年第11期121～122頁、馮怡淋「浅析表決権信託法律制度」知識經濟2014年第18期18頁、伍堅「表決権信託制度初探」江蘇商論2008年第4期169～171頁、柴慧婕「股東表決権的行使方式及其路径表達」經濟

信託することができ、それをもって議決権信託とする見解も多く主張されている（本稿の二の（一）にいう「最狭義的議決権信託」）⁽⁵⁷⁾。議決権を信託しうるか否か、まず、中国における株式本質論を念頭に検討する。

現在、中国会社法学においては、株式本質論に関する検討は日本と同様に、社員権論が多く学者に支持され、通説的な立場にある⁽⁵⁸⁾。研究史

師2014年第10期100～101頁，劉明＝張辰＝特日格樂「我国股東表決権信託制度的立法構想」金融法制2019年第7期49～54頁，王敏「股東表決権制度創新的若干思考」經濟導刊2011年第6期30～31頁，などがある。

- (57) 梁上上「股東表決権：公司所有与公司控制的連接点」中国法学2005年第3期108～119頁，同「論表決権信託」法律科学（西北政法学院学報）2005年第1期83～90頁，郇志茹「表決権信託之理論正当性証明」法学2007年第10期116～121頁，宮佳利「我国移植股東表決権信託制度的探索」財税金融2021年第2期84～86頁，関雪嬌「我国引入表決権信託制度的法律思考」商品与質量2010年第12期94頁，王洪強「我国股東表決権行使方式研究」法学之窓2011年第11期8～9頁，宮京京「論表決権信託的信託財産」法制与社会2008年第11期（下）252～253頁，趙越「論表決権信託的法律属性」法制与社会2008年第11期（下）390頁，曹錦秋＝劉莎「論股東表決権信託の客体」煙台大学学报23卷第4期（2010年）47～51頁，李璇「表決権信託法律關係客体研究」法制与社会2010年第12期（中）101～102頁，林亮春＝董佳羽「論我国引入表決権信託制度的幾個問題」温州大学学报・社会科学版27卷第6期（2014年）76～81頁，肖平容「股東表決権信託的理論困惑与立法構建」理論導刊2011年第5期，林錦静「表決権信託法律關係之客体探析」湖北第二師範学院学報33卷第3期（2016年）28～30頁，王軍武「建立中国表決権信託制度的法律思考」貴州財經学院学報2009年第5期76～80頁（ただし，立法論），などがある。単に文献の数で論ずると，最狭義的議決権信託がやや優勢のように見受けられる。また，楊・前掲注（55）441～446頁も，最狭義的議決権信託の適法性について肯定的である。
- (58) 社員権論を唱えるものとして，劉俊海『現代公司法』第2版（法律出版社，2011年）186～187頁，趙旭東編著『中国会社法学』（成文堂，2013年）〔陳景善＝萩原正訳〕333頁，劉俊海「股東権法律保護的理論和实践」法学1995年第8期40～43頁，李彤『近代中国公司法中股東権制度研究』（法制出版社，2010年）19～20頁，王萍萍「股權概念的界定」法制与社会2006年第9期26～27頁，陽少華「論股東権の性質与内容」湘潮2009年第11期22～24頁，張鋒「論股東権的法律性質」特区經濟2007年第8期117～119頁，などがある。日本語文献の中に，比較的詳細に中国における社員権論を

上、異なる学説はないわけではないが、前近代的なものか、外国学説の紹介にとどまるものが多い⁽⁵⁹⁾。中国における社員権論の主張は以下の通りである。すなわち、中国における株主権は、株主がその社員たる資格に基づいて、会社から経済的利益を享受するとともに、会社の経営への参加および監督を行う権利であり、それは物権や債権ではなく、社員権の一種であると解する⁽⁶⁰⁾。ここでいう社員権は、自益権と共益権という二種類の内在的に結合している権能を含む独立した民事上の権利である⁽⁶¹⁾。議決権をはじめとする共益権は、会社経営への参与を意味し、株主個人の利益と会社の利益との有機的な結合関係を示している。自益権は財産権的なもの

紹介するものとして、劉俊海「株式会社における株主権の保護」奥島孝康教授還暦記念『比較会社法研究 第一巻』（成文堂、1999年）〔潘阿憲訳〕712～717頁がある。

(59) 王作堂ほか編『公司法詞典』（人民法院出版社、1994年）405～406頁により、社員権論のほか、独立民事権利説と称する見解もあるが、その内容は通説である社員権論と区別できるほど大差を有しないと考えられる。また、中国における株式会社制度の初期段階に債権説も主張されていたが、この説によれば、出資の引受や株式の保有は、単に株主配当の取得のためであるという。それゆえ、株主権の実質は民法における債権であり、株主と会社は債権者と債務者の関係であることになる。日本における株式債権論の理論とは一見、類似する。しかし、この説が提唱された社会的背景（中国における株式会社制度の実務先行的運用の発足期、つまり、従来型の計画経済下の国営企業から現代企業モデルとした株式会社へ体制転換する試行段階）を考えると、株式会社の資金調達の特便性を享受しながらも国家による企業に対する絶対的支配を維持するためには、株主権を債権と解するほうが最も都合がよいと推測することができよう。実際に、現代中国の最初の株式会社とされた例（1984年、北京天橋百貨店株式会社）では、その発行された株式に表章される権利には、議決権等の共益権を一切含まれず、社債型株式ともいふべきものであったことから推測しうる。その後、松田二郎博士による株式債権論も中国において紹介され、新債権説と呼ばれる。

(60) 劉俊海「株式会社における株主権の保護」奥島孝康教授還暦記念『比較会社法研究 第一巻』（成文堂、1999年）〔潘阿憲訳〕712頁。

(61) 劉・前掲注（58）、713頁。

のであることに対し、共益権は非財産権的なものであるが、両者はいずれも株主権のうちの権能であり、後者が前者を実現するための手段で、前者は後者が存在する目的とされているため、この二種類の権利は相互に関連して統合されている⁽⁶²⁾。中国信託法7条1項（以下、条文番号を示す際に「中信」と略称する。）により、「信託の設定においては、確定的な信託財産がなければならず、かつ当該信託財産は委託者の所有する合法的な財産でなければならない。」とし、また、同条2項により、「この法律にいう財産は、合法的な財産権を含む。」とする⁽⁶³⁾。したがって、財産権である株主権を意味する株式は信託財産にすることには何らの不備もなく、広義的議決権信託は有効である⁽⁶⁴⁾。他方、株主権の不可分性および共益権の非財産権的性質により、日本における検討と同様に、伝統的な社員権論の立場に立つと、最狭義的議決権信託が無効であると解せざるを得ない。

最狭義的議決権信託を支持する先行研究をみれば、明確に社員権論に反旗を翻さずにしても、それに対して懐疑的な視線を送ることから持論を展開するものが多いと見受けられる。その理論を抽出すると、以下の通りである。すなわち、株主権とは、権利の集合であり、集められる各権利は独立性を有し、特定の権利を単独処分しても、必ずしも集合内の他の権利の状態に影響することにはならない⁽⁶⁵⁾。株主の議決権は、選挙権等の金銭等の外因によって影響されてはならない公法上の権利と異なり、会社に係る権利である。会社の本質は営利性にあり、その本質は会社のあらゆる方面に及

(62) 劉・前掲注(58)、715～716頁。

(63) 中国信託法の条文については、山本爲三郎「中国信託法逐条解説」信託268号(2016年)2～59頁から引用・参照。

(64) 株主権が財産権であることについては、中国民法典440条4号（権利質の目的になり得るものとして株主権が挙げられる）に関する解釈による。

(65) 梁上上「論表決権信託」法律科学（西北政法学院学報）2005年第1期85頁。その見解は、ドイツにおいて社員権論以前に主張される社員資格説の側面を有すると考えられる（新津和典『株主権の再評価』（成文堂、2020年）98～107頁を参照）。

び、議決権も例外ではない。議決権をどのように行使、処分するかについては、強行法規や公序良俗に反せず、会社や他者の利益を侵害しない限り、株主の自由である。したがって、議決権が株式より分離して独立した権利になるよう発展するのは必然的趨勢である⁽⁶⁶⁾。また、議決権の性質については、それも財産権であるという。その理由付けは、以下の三通りがある。すなわち、①議決権をはじめとする共益権は剰余金配当請求権等の自益権を実現するための手段的権利である以上、その属性も目的たる権利である自益権と同様に、財産権と解すべきである⁽⁶⁷⁾。②議決権は会社経営に参与する権利であり、この行使によって、間接的に会社に経済的利益をもたらし、価値を創造するゆえに、財産属性を有すると考えるべきである⁽⁶⁸⁾。③一つの権利には経済的価値の有無を論ずる際に、外部において当該権利のために支払う意欲の有無によって決めるべきである。市場メカニズムの下で、議決権を獲得する最も便利な方法は、合理的対価を支払うことであるから、この意味において議決権は経済的価値を有するものとみるべきである⁽⁶⁹⁾。なお、議決権の独立性については、無議決権株式⁽⁷⁰⁾の容認を理

(66) 梁上上「股東表決権：公司所有与公司控制的連接点」中国法学2005年第3期116～117頁。同旨、関・前掲注(57)、94頁、宮(佳)・前掲注(57)、84頁。

(67) 宮(京)・前掲注(57)、253頁、李・前掲注(57)、102頁、林=董・前掲注(57)、77頁。ただし、そのように説明すると、手段的権利と目的たる権利との分離は、一層不可能になるのではないかと疑問を禁じ得ない。

(68) 林・前掲注(57)、29頁。

(69) 宮(佳)・前掲注(57)、84頁、曹=劉・前掲注(57)、49頁。その見解は、英米的財産観念から影響を受けたと考えられる。

(70) 中国会社法(以下、条文番号を示す際に「中会」と略称する。)上、会社には、有限責任会社と株式有限会社の二種類がある(中会2条)。有限責任会社とは、株主人数制限があるとともに(中会24条、50人以下)、その株主が株式を非株主に譲渡する際に、原則として他の株主の過半数の同意を得なければならない(中会71条2項)。この意味において、有限責任会社は日本の公開会社でない株式会社(閉鎖会社)と類似する。株式有限会社は日本の公開会社と類似する。有限責任会社の

由に議決権と剰余金配当請求権等との分離可能性を認める見方がある⁽⁷¹⁾。

中国における株式本質論をめぐる検討は避けるが、前述した最狭義的議決権信託を支持する先行研究の理論を吟味すると、その殆どが、そのまま、広義的議決権信託において論じられる「議決権と経済的所有権の分離現象の招致」⁽⁷²⁾の認容可能性に関する説明として使用できると考えられる。すなわち、議決権信託の適法性に関する検討は、制度の仕組みに関する分析を、制度効果に関する分析に無意識的にすり替えたのではないかと考えられる。無論、そのように考えたとしても、最狭義的議決権信託の適法性の否定にはならず、それを認めるべきであるか否かは、利益衡量の観点でさらに検討する必要がある。そこで、以下の三点により、中国において最狭義的議決権信託を認容すべきでないことを主張する。

第一に、最狭義的議決権信託の認容は、経済社会全体に「議決権と経済的所有権の分離現象」⁽⁷³⁾について誤るシグナルを発信する危険性を有する。前述したように、議決権と経済的所有権の分離現象を招致する議決権信託の運用は、本来のあるべき姿の会社法の精神に合致するものではないが、ただちに制度を否定し、その効力を否定すべきではない。特に、議決権信託が運用される際に、信託スキームを利用したため、受託者側に生じる

場合は、定款の定めにより議決権の配分を決めることができる（中会42条）。株式会社の場合、無議決権株式に関する会社法上の規定はないが、会社法による授権で、中国國務院は、会社が会社法に定めていない種類株式を発行することについて、別途定めることができる（中会131条）。実際に、中国株式市場においては、無議決権株式が運用されている。中国会社法の条文は、射手矢好雄＝布井千博＝周劍龍『改正中国会社法・証券法』（商事法務、2006年）から引用・参照（ただし、2006年以降の法改正に未対応であるため、現行法に沿って、筆者による適宜の修正がある）。

(71) 肖・前掲注（57）、29頁、郇・前掲注（57）、118頁。

(72) 本稿の二の（二）の2を参照。

(73) 本稿の二の（二）の2を参照。

信託法上の義務、責任（中信22条、25～30条）によって、議決権と経済的所有権の分離現象より誘発する会社の意思形成における歪みを、一定程度抑止できると考えられる⁽⁷⁴⁾。この点により、議決権信託はエンプティ・ボートィングを発生させる「議決権売買」と一線を画して認識され、適法性が認められる余地を残したのである⁽⁷⁵⁾。つまり、本来、議決権と経済的所有権の分離は会社の意思形成を歪める危険性を有し、望ましくない現象であるが、経済社会のニーズへの妥協と一定程度の抑止力の存在を理由に、その現象を発生させる制度の適法性を認めたのである。しかし、最狭義的議決権信託を認容すると、議決権のみが信託財産として受託者に譲渡される。受託者の議決権行使によって株式に関する経済的所有権が害されたとしても、信託財産が議決権のみであるため、義務違反を理由に受託者に信託財産に関する損害てん補責任等（中信22条1項）を追及する余地はないことになる。この意味においては、最狭義的議決権信託を認容することは、「議決権売買」を認容することと同様に、経済社会全体に、議決権と経済的所有権の分離はごく一般的な現象であり、それを招致する制度の適法性は当然に認めるべきであるとのシグナルを発信してしまうことになる。

第二に、最狭義的議決権信託の認容は、脱法行為を助長する危険性を有する⁽⁷⁶⁾。中国では、株式市場の安定性を図るために、株式の譲渡を制限

(74) 中信25条1項は、「受託者は信託文書の規定を順守し、受益者の利益最大化を図るために、信託事務の処理をしなければならない」と規定する。議決権行使の指図権と信託の受益権の帰属先が異なるように信託文書の規定があっても、受託者が悪意か重過失により、指図権者の害意のある指図に従い受益者の利益を害するような議決権を行使した場合においては、上記規定により受託者の義務違反責任を認めると解する余地があると考えられる。

(75) 加藤・前掲注(43)、245頁。

(76) 蔣学躍「上市公司表決権委託問題研究」証券市場導報2018年第5期62～71頁を参照。

する法律規定等が多くおかれている。中会141条は、「発起人の保有する当該会社の株式は、会社成立の日より1年間は譲渡してはならない。会社が株式を公開発行する前にすでに発行していた株式は、会社の株券の証券取引所における上場取引日から1年以内は譲渡してはならない。」とし、同条2項は、「会社の取締役、監査役、高級管理職は、…在任期間中に毎年譲渡する株式は、その保有する自社株式総数の25%を超えてはならない。保有する自社株式は、会社の株式上場取引日から1年以内は譲渡してはならない。上記の者が離職してから半年以内は、その保有していた自社株式を譲渡してはならない…」と規定する。また、中国証券法75条は、「上場会社の買収において、買収者の保有する買収される上場会社の株式は、買収行為完了後の18ヶ月以内に譲渡してはならない」と規定する。さらに、各証券取引所の上場規則には、厳格な譲渡制限ルールがおかれている⁽⁷⁷⁾。その一連の譲渡制限に関する規定等は、制限期間内の株式に関する広義的議決権信託の設定を規制することができるが、最狭義的議決権信託に直接適用することができないように考えられる。制限期間内における譲渡制限株式の実質的な移転を実現する、つまり上記規定等を潜脱するために、最狭義的議決権信託が利用される危険性は否定できない。したがって、最狭義的議決権信託を認容することは、そのような脱法行為を助長してしまうことになる。

第三に、最狭義的議決権信託の認容は、株主と会社の関係に混乱を招き、会社側の株主管理コストの増加につながりかねない。議決権のみの信託が設定されると、会社側の立場で、株主として取り扱うべき者は一体誰

(77) 例えば、上海証券取引所株式上場規則5.1.5により、新規上場する会社において、支配株主等の保有する会社が株式を公開発行する前にすでに発行していた株式は、株式上場の日から36ヶ月以内はキープしなければならないことになる。中国上場会社に関する法令等による株式の譲渡制限の詳細については、温笑侗「中国証券市場における大株主の持株売却禁止規制」法学82巻3号（2018年）39～56頁を参照。

であろうか、との問題が生じる。形式的には、議決権は受託者に、それ以外の株主権は委託者にあるというのが、議決権を基礎とする諸権利、例えば、株主総会参与権、株主総会における質問権等は解釈により受託者にあると説明する必要がある。さらに、株主提案権（中会102条2項）、株主総会招集請求権（同39条2項、100条3号）、各種書類の閲覧謄写請求権（同36条、97条）等の諸権利については、その帰属先は委託者であると断言し、受託者からの請求を拒むことが合理性に欠けるであろう。また、委託者から、株主総会に出て質疑応答に参加したいとの請求があったとき、議決権を有しない理由でそれを拒むのも、違和感がある⁽⁷⁸⁾。法的トラブルを回避するため、会社側は、議決権や剰余金配当請求権等の二重行使を許せない権利以外に、委託者および受託者両方からの権利請求を柔軟に対応する選択肢をとる可能性が十分あると考えられる。結局、会社側の株主管理コストの増加につながってしまうことになる。

前述した一連の検討を踏まえ、中国における議決権信託の法的性質については、日本と同様に、広義的議決権信託の概念が最も適切であると考え、すなわち、議決権信託とは、他人による議決権行使を設定動機とする株式管理信託であると定義付けるべきである。

（二） 先行事例からみる議決権信託をめぐる法的問題

前述したように、中国では、信託法制定後の早い段階から実務において議決権信託が運用され、いわゆる実務先行型の制度導入となる。ここでは、先行事例からみる議決権信託をめぐる法的問題について検討する⁽⁷⁹⁾。

(78) 委託者と受託者は、常に二人三脚の状態で権利行使するならば問題ないが、それでは議決権信託設定の意義がなくなる。

(79) 事実関係を単純明快に示すため、各事例の概要は、必要最小限にまとめたうえ記述する。

1 株式信託関係にある委託者の株主地位確認事件⁽⁸⁰⁾

事件概要：有限責任会社の株式を信託会社に集団信託した委託者の中の一
人（原告）が、会社に対して、信託期間中の財務会計報告、株主会議事
録、取締役会議事録等の閲覧謄写を請求したところ、会社は原告が会社
の株主でないことを理由にそれを拒んだ。人民法院は原告が信託期間内
において当該会社の株主の地位を有しないと判断し、株式信託の委託者
兼受益者である原告には、上記請求をする権利がないと判断した。

この判決は基層人民法院⁽⁸¹⁾によるものであるが、興味深い判断が示さ
れたと思われる。中信10条1項は、「信託の設定にあたって、信託財産に
対して、関連する法律又は行政法規の規定に定めがある場合には、信託登
記を行わなければならない。」とし、また、同条2項は「前項の規定の定
めるところに従いその信託登記を行っていない場合には、登記の手續を補
足しなければならない。登記の手續を補足しなければ、当該信託の効力は
生じない。」と規定する。つまり、法令による登記制度のある財産につき、
それを対象とする信託の設定については、当該財産に関する信託登記が効
力要件となる。したがって、当該株式信託において、信託期間内に会社の
株主名簿上の名義は、信託によるものであると明記のうえ、委託者である
株主から受託者である信託会社に書換え済みである⁽⁸²⁾。原告である委託
者は株主の地位を有しないとした裁判所の判断が当然であるように思われ
る。しかし、この判断は、中国信託法の一大特徴である信託財産の所有権

(80) 無錫市北塘区人民法院2006年8月4日判決。顧曉「中国案例百選」(第158回)株式
信託関係にある委託者の株主身分確認」国際商事法務38巻4号(2010年)529～531
頁を参照。

(81) 日本の地方裁判所に相当する。

(82) 中会33条2項は、「株主名簿に記載された株主は、株主名簿に従い株主の権利の
行使を主張することができる。」と定め、日本会社法130条1項と同趣旨である。

帰属先の曖昧さという問題を踏まえて考えると、特別な意義がある。

中信2条は、「この法律において信託とは、委託者が受託者に対する信任に基づき、その財産権を受託者に委託し、受託者が委託者の意思により、自己の名をもって受益者の利益又は特定の目的のために管理又は処分をすることをいう。」と定める。中国信託法は、中国社会における一般的財産意識、民事慣行などの事情に配慮し、信託財産に関する財産権の所在については、曖昧な用語を用いり、明言を避けることとした⁽⁸³⁾。単純に条文の文面から判断すると、委託者が財産に関する権利を受託者に移転することを要求していないが、そのような移転を禁止しているわけでもない。信託関係継続中に限ってみると、受託者を必ずしも信託財産に関する財産権の帰属者であるとみる必要がなく、信託財産に関する財産権は依然として委託者の手中にあるとの見方も成立する余地があると思われる⁽⁸⁴⁾。しかし、本件判決の示した判断では、この問題について明確な態度を示した。すなわち、株式信託においては、株主権（株式）が受託者に譲渡されたものであり、その帰属先を明確に判断したのである。

2 青島ビール社（A社）とアンハイザー・ブッシュ社（B社）との資本提携事例

国家による支配権維持と外資誘致との両立のために議決権信託のスキームが利用された事例である。2002年に、B社がA社の27%の株式を保有することになったが、協定により、B社の有するA社株式総数の20%を超える部分について、議決権信託のスキームにより第三者機関（信託会社）に信託した⁽⁸⁵⁾。当該部分の株式の議決権の行使についてはA社の筆頭株主

(83) 山本・前掲注(63)、4～5頁を参照。

(84) 宮（佳）・前掲注(57)、85頁。

(85) A、B社間の議決権拘束契約によっても同様な効果が実現できるが、契約違反に有効に対処することが難しい。確実にかかる効果を実現するため、信託スキームを

(国有資産管理監督機構, 30.56%のA社株式保有)が指図権を有し, 利益配当等の経済的利益についてはB社の指示に従い処分することになった⁽⁸⁶⁾。

この事例においては, 議決権信託によって, 前述した「議決権と経済的所有権の分離現象の招致」が明らかである。しかも, 委託者が株式から発生する経済的利益を享受し, 議決権行使の指図権を信託当事者でない第三者に認めた。二者間協定を経て当該議決権信託が設定されたので, B社はそのような地位に甘受したと考えられ, ただちに議決権信託の効力を否定する必要はないが, 議決権と経済的所有権の分離状況から, 一定の法的リスクがあると思われる⁽⁸⁷⁾。この場合においては, 委託者兼受益者の利益保護を図るために, 日本法における検討と同様な理論構成で, 議決権行使の指図権者には受託者と同様の信託法上の義務, 責任を負うように解釈するほうが望ましいと考えられる⁽⁸⁸⁾。

また, 事例と無関係で, このよう議決権信託における指図権者と受託者の関係に係る問題がある。中国会社法制には, 特別利害関係人の議決権を

利用したと推測できよう。

(86) 事例の概要について若干付け加える。B社の取得する27%のA社株は, すべて香港市場に上場されているもの(H株)である。当時, B社保有の27%の株式を入れて, A社の発行済株式総数の5割以上が香港市場で流通している背景がある。行政のコントロールから離れた香港市場において, A社の支配権を争奪できるほどの株式の集積を恐れるため, 国有資産管理監督機構が当該議決権信託の設定を二者間協定によって実現したのである。事例の詳細については, 熊宇翔「表決権信託制度運用の一個成功范例－青啤股東変更案の深層次解説」*税収与企業*2004年第4期50～51頁, 楊・前掲注(55)446～447頁を参照。

(87) 信託した株式については, 経済的所有権と議決権が完全に分離し, 指図権者にも明確な法的義務, 責任を有しない。国有資産の保護等の政策目的により制度運用の妥当性を後押しすると考えるならともかく, 会社法の精神に照らして考えると, 法的リスクがある。

(88) 本稿の二の(二)の2を参照。

排除する規定がおかれている。中会16条3項により、会社が株主および会社の実質的支配者に担保を提供する場合には、「その株主又はその実質支配者の支配を受ける株主は、会社が会社の株主又は実質支配者のために担保を提供することに関する決議に参加してはならない。かかる決議は会議に出席するその他の株主の保有する議決権の過半数によって採択する。」と規定する。指図権者はここにいう実質支配者であれば、指図を受けて議決権を行使する受託者は「実質支配者の支配を受ける株主」に該当することになる。そのほかに、規制対象は上場会社のみであるが、中国証券監督管理委員会による「上場会社株主総会規範意見」（2002年）34条は「株主総会が利益相反取引に関する議案について決議をする際に、当該利益相反取引に関係する株主は、この決議に参加してはならない…」と規定する。この場合においては、受託者が利益相反取引に関係する指図権者の指図を受け、決議に参加することは、同規定の潜脱行為であるとみて、受託者の議決権を排除するか、事後的対応として訴えによる当該決議の取消しを認めるべきである⁽⁸⁹⁾。

（三） 中国株式市場の健全化に寄与する議決権信託の運用方法の検討

前述したように、現在でも、中国上場会社の多くは、依然として「一株独大」の問題を抱えている⁽⁹⁰⁾。例えば、ペトロチャイナ（中国石油天然気株式会社）の場合、筆頭株主である中国石油天然気集団有限公司（国有独資会社⁽⁹¹⁾）の持株比率は80.25%である⁽⁹²⁾。また、シノペック（中

(89) 中会22条2項により、決議方法の法令違反を取消事由とするほうが妥当であると考えられる。

(90) 前掲注（11）を参照。

(91) 中会64条～70条。

(92) ペトロチャイナ2021年第一四半期報告書による（アクセス日：2021年7月10日）。
<http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2021-04->

国石油化工株式有限会社) の場合、筆頭株主である中国石油化工集団有限会社(国有独資会社)の持株比率は68.31%である⁽⁹³⁾。「一株独大」の結果、支配株主の実質的不在⁽⁹⁴⁾と中小株主の会社経営に対する極端的な無関心が普遍現象になる。ここでは、国有企業改革および中小株主の利益保護の観点から、中国株式市場の健全化に寄与する議決権信託の運用方法について検討する。

1 国有企業改革における議決権信託の活用

中国国有企業改革の始まりは前世紀80年代に遡ることができる。ガバナンス体制が遅れ、競争力または収益性が極めて低い国有企業の存在が中国経済発展の桎梏になることは、改革開放政策実施当初から認識されていた。国有企業改革の施策としては、中小国有企業の民営化、国有企業の株式会社化、国有株の流通性付与等の政策が実施されてきた⁽⁹⁵⁾。2015年9月に公表された中共中央・国務院による「国有企業改革の深化に関する指導意見」に掲げられた原則の一つは、「行政と企業の分離、行政と資本の分離、および所有権と経営権の分離」である。また、それを実現するために、競

30/601857_20210430_5.pdf

(93) シノベック2021年第一四半期報告書による(アクセス日:2021年7月10日)。

http://www.sse.com.cn//disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2021-04-29/600028_20210429_1.pdf

(94) 劉允楓=樊鴻雁「論国有股東表決権信託」企業家天地2008年第9期87頁。例えば、ペトロチャイナやシノベックのような上場会社の絶対的支配株主である国有独資会社においては、出資者職責を履行するのは、国務院または各級地方政府の授権を受けた各級の国有資産管理監督機構である(中会54条2項)。すなわち、資産運用の残存権を有しない行政機関による人事決定と企業管理が行われている。その合理性と効率性には期待できない。

(95) 本稿では、それに関する詳論を避ける。中国国有企業改革の沿革については、井手啓二「中国国有企業改革の現段階」立命館経営学56巻6号(2018年)1~14頁を参照。

争分野⁽⁹⁶⁾にあるすべての国有企業を完全株式会社化し、企業を国有資産管理監督機構による行政管理から解放することが要求されている。中国経済の成長が持続可能にするための最も有効な施策は国有企業を完全に民営化することであると一般的、普遍的に認識されている。しかし、国有企業の全面的な民営化は当局の既得権益層の権益放出を意味することであるため、当面では、これが改革目標になっていない。したがって、現段階の国有企業改革とは、国家資本の支配を維持しながら、企業のコーポレートガバナンスの強化、収益性の向上を実現しようとするものである。この状況を踏まえて、議決権信託のスキームを活用し、国有株が絶対的支配比率である株式会社について、国有株を民間主体に信託する案を検討する価値があると考ええる。本来、支配株主たる者は、当該株式会社の企業価値の最大化を実現するために、議決権行使のインセンティブを有し、合理的な判断が期待できるはずであるが、国家は抽象的主体であり、その代理人たる国有資産管理監督機構、またはその他の国有法人によって国有株の株主権を行使する。国家の有する理論上の企業価値最大化のインセンティブは、このような行政官僚体制下の機構とは、そもそも無縁である。さらに、行政官僚体制下の機構である以上、絶対的支配権を通じて、企業の人事、経営戦略策定等の重要事項の決定については、至る処に行政的考量をし、企業の収益性、効率性の低下を招いてしまうことになる。この場合においては、議決権信託の運用にみられる議決権と経済的所有権の分離という効果を逆手に取り⁽⁹⁷⁾、議決権信託を設定することが一つの解決策になると考えられる。すなわち、絶対的支配比率の有する国有株を分散させ、複数の証券会社、信託会社、商業銀行等の適格な民間主体に信託し、議決権を国家の

(96) 民間資本の参入が許されている産業分野をいう。

(97) 国有株の場合、経済的所有権（国家に帰属）と議決権（国有資産管理監督機構に帰属）がそもそも分離しているともいえよう。この場合の議決権信託の効果は、議決権を不適切な帰属者から奪うことになる。

代理人たる行政機構から剥離し、各受託者がそれぞれの判断に基づき議決権を行使する⁽⁹⁸⁾。委託者である国家が受益者という形で依然として株式から発生する経済的利益を享受できるし、受託者は議決権の行使について、信託法上の義務、責任を負う⁽⁹⁹⁾。さらに、受託者の報酬を収益連動型に設定することにより、企業価値の最大化について受託者に外的インセンティブを付与することができる。なお、派生的効果として、民間の適格機関投資家の育成にも資すると考えられる。完全なる民営化が図れない現段階においては、議決権信託制度の活用は中国の国有企業改革の一方策として、さらに検討をする価値があると考えられる。

2 中小株主の利益保護に資する議決権信託の運用

本来、議決権信託の機能として認識されているのは、複数の株主に帰属する議決権を集積し、会社の支配の獲得もしくは維持またはそれらに対する参加の実現である。当然に、会社の業務決定等に無縁であるはずの中小株主の利益保護の手段として利用する価値がある。中国においては、取締役、監査役の選任の際に、議決権信託と累積投票制度とを併用することにより、その相乗効果を期待することができる⁽¹⁰⁰⁾。中会105条1項は、「株主総会が取締役及び監査役を選任する場合、会社定款の規定又は株主総会の決議に基づき、累積投票を実施することができる。」と規定する。また、

(98) 議決権信託設定時、必要に応じて、最重要事項に関する議決権行使の指図権を国有主体に留保することもできる。

(99) 劉丹水「論国有資産信託及法律調整」中国法学2002年第5期181頁により、適格な民間主体が信託法上の義務を負いながら議決権を行使することと国有資産管理監督機構の担当者が役所仕事の感覚で議決権を行使すること、その優劣は自明であろう。

(100) 中国における会社法制上の累積投票制度については、拙稿「会社法制における累積投票制度に関する考察－日中両国の法制における理念と現状を中心に－」法学政治学論究90号（2011年）137～167頁を参照。

規制範囲は上場会社に特化されるが、中国証券監督管理委員会による「上場会社治理準則」（2018年）17条は、「取締役、監査役を選任する場合は、中小株主の意見を十分に反映させなければならない。株主総会の取締役・監査役選任決議について、積極的に累積投票制度を採用するよう推奨する。単独株主または行動を一致にする株主の持株比率が30%以上の上場会社について、累積投票制度を採用しなければならない。累積投票を採用する会社は、会社定款に累積投票に関する細則を設けなければならない。」と規定する。したがって、上場会社の多くは、累積投票制度の採用が強制されているため、議決権信託と累積投票制度との併用は、非常に現実味を帯びるものである。両制度の相乗効果により、中小株主が団結し、自己の利益の代弁者を会社経営陣、または監査役会に送り込むことは可能となる。また、それが実現できないとしても、会社の現経営陣、大株主と交渉する際の交渉力確保という点において、有意義ではないかと考えられる。

四 結びにかえて

本稿では、まず、日本における議決権信託の定義に関する見解（①広義的議決権信託、②狭義的議決権信託、③最狭義的議決権信託）を整理したうえ、株式本質論をめぐる諸学説を念頭に、議決権信託における信託財産の正体について分析し、また、議決権信託と一般的株式管理信託との本質的差異の有無をも検討し、日本における議決権信託の正確な定義を明らかにした。すなわち、議決権信託とは、他人による議決権行使を設定動機とする株式管理信託であり、一般的株式管理信託とは設定動機上の違いを有するが、法的構成は全く同様であるというべきである（広義的議決権信託の概念）。制度の法的性質を正しく理解したうえ、それをめぐる法的問題として、会社法310条2項の潜脱行為になるか否か、議決権と経済的所有権の分離現象を招致しても適法性を維持できるか否か、との二点を検討し

た。特に二点目においては、株主が会社における残余権者（または限界損益帰属権者）であり、議決権と経済的所有権の所在が一致していることが、株主が議決権を独占する経済的正当性の由来であることを理由に、かかる分離現象は会社法の精神に照らして望ましくないことであると強調したうえで、例外的に、変則的に、制度の適法性を維持するための理論構築を試みた。

次に、中国に目を移り、同様に大陸法系の国である日本における議決権信託に関する理論、検討を参考しつつ、中国における議決権信託のあるべき姿を示すよう、中国法の下で制度の法的性質の究明に努めた。株式本質論から出発する検討を経て、中国において多くの支持者を有する最狭義的議決権信託の概念の危険性（①議決権と経済的所有権の分離現象の是認という誤るシグナルの発信、②株式の譲渡規制を潜脱する行為の助長、③会社・株主間の混乱招致および会社の株式管理コスト増加）を分析し、日本と同様に、広義的議決権信託の概念が妥当であるとの結論に到達した。そのうえで、①株式信託関係にある委託者の株主地位確認事件、②青島ビール社とアンハイザー・ブッシュ社との資本提携事例を通じて、中国法の下で発生する、または発生しうるいくつかの法的問題を検討した。特に、議決権行使の指図権が受益者以外の者に付与する内容を有する議決権信託に関しては、信託設定が当事者の自由意思によるものであるか否か、指図権者への責任追及を実現する制度または理論的可能性を有するか否か、などを見極めるうえで、慎重に適法性判断を行うべきであることを確認した。最後に、中国の株式市場に存する特有の「一株独大」の問題に着眼し、国有企業改革および中小株主保護の視点から、中国における議決権信託の制度運用の有益性を論じ、中国株式市場の健全化に寄与する運用方法について進言した。

無論、国有企業改革、または中小株主保護の場面において議決権信託を運用したからといって、ただちに目まぐるしい変化が期待できるものでは

ない。その有益性の実現は、適格な機関投資家の有無・多寡，改革政策の持続性，中小株主の権利意識等の多くの要素に左右される。制度の積極的効果を最大限に引き出すためには，具体的な運用仕組み，関係者（特に信託当事者でない議決権行使の指図権者）の法的義務の明確化，受益権の分配方法等についてさらなる研究が必要であり，それは今後の課題としたい。

また，今日の経済社会においては，議決権信託の運用例は豊富にあり，様々な領域に拡散している。各領域の特有の事情と結合し，制度の実用面における進化を促すと同時に，それに係る法的問題も複雑化する傾向にある（例えば，公益目的の議決権信託がある。委託者たる株主から実質的に剥離されるものは株式に係る経済的利益である。資産保存や節税等のために公益信託の制度が濫用されるおそれがある）。それもまた，今後の研究課題としたい。