

Trust Forum Foundation

金融商品取引法と信託規制

トラスト未来フォーラム研究叢書

平成29年10月

公益財団法人 トラスト未来フォーラム

はしがき

本書は、公益財団法人トラスト未来フォーラムにおいて平成25年8月から平成29年3月まで開催した信託規制法研究会の研究成果を取りまとめたものである。

平成16年の信託業法の全面改正（新法制定）に続いて、平成18年には信託法が全面改正（新法制定）されて新しい信託法制が整備されたが、信託法の全面改正（新法制定）時に改正された金融商品取引法において、全ての信託の受益権が規制対象とされたことから、信託業に関しては信託業法の規制のみならず金融商品取引法の規制も適用されることになった。

信託業法と金融商品取引法の適用については、二重規制回避の観点から、一定の規制上の調整がされてはいるものの、信託業法と金融商品取引法が交錯する部分については複雑で体系的理解が難しく、また不明確な部分や実態にそぐわない部分もあるように見受けられる。

そこで、本研究会では、理論と実務の両面から、信託業法と金融商品取引法との交錯部分を中心に、金融商品取引法における信託業に係る業規制（開業規制・行為規制）や信託の受益権に係る開示規制等のあり方について研究することにした。

新しい信託法の制定から10年が過ぎ、信託法制に関する研究は着実に進展しているが、それに比べて信託規制法に関する研究に関しては、その必要性・重要性に比して十分に研究が進んでいるとはいえない状況にあることから、研究の進め方として、まず、信託業法における信託規制と金融商品取引法における信託規制との関係を整理した上で、実際に信託規制に関わりの深い実務家等からヒアリングを行い、法規制上の課題や業務上の問題等を整理した。

次に、これらの金融商品取引法における信託規制の現状と課題等を踏まえ、米国における連邦証券法上の信託の受益権の取扱いについて比較法的検討を行った上で、金融商品取引法における信託に係る行為規制や開示規制、さらには信託と公開買付規制・大量保有報告規制について検討を行った。

以上の検討結果を踏まえて各報告担当者が執筆したものを報告書として取りまとめたものが本書であるが、最後に、まとめの意味も含めて、各報告の概要・ポイントを紹介しながら各報告における論点等について総括コメントを付している。

信託規制法に関する研究として、今回は信託業法の信託規制を踏まえながら主に金融商品取引法における信託規制を取り上げたが、信託規制一般法としては信託業法とともに兼営法があり、さらに商事信託特別法として投資信託法や資産流動化法があるので、これらの規制法との関係についても引き続き研究を行う必要があるように思われる。

最後に、本研究会の運営と本書の出版に多大のご支援をいただいた公益財団法人トラスト未来フォーラムの平田誠一副理事長と事務局の方々に改めてお礼を申し上げたい。

平成 29 年 9 月

研究会代表

学習院大学 神田 秀樹

目 次

はしがき（神田 秀樹）	i
金融商品取引法における信託規制の現状と課題（折原 誠）	1
信託受益権に関する行為規制	
一 信託業法と金融商品取引法とが交錯している部分を中心として（田中 和明）	69
信託の受益者に対する情報開示規制（佐藤 勤）	115
信託と公開買付規制・大量保有報告規制（小出 卓哉）	207
信託受益権の非有価証券化の解釈論的試み（小川 宏幸）	231
信託規制法研究会報告書の取り纏めに寄せて（井上 聡）	247

信託規制法研究会 メンバーリスト

神田 秀樹	学習院大学教授、東京大学名誉教授
天野 佳洋	京都大学客員教授
井上 聡	弁護士
折原 誠	前東京大学特任教授
小川 宏幸	一橋大学教授
久保 淳一	西村あさひ総合法律事務所法務部
小出 卓哉	弁護士
佐藤 勤	南山大学教授
田中 和明	三井住友信託銀行法務部

(50 音順、敬称略)

金融商品取引法における信託規制の 現状と課題

折 原 誠

目次

はじめに

I 信託業に係る行為規制

- 1 信託業法と金融商品取引法における業規制（開業規制・行為規制）概観
- 2 信託業に係る金融商品取引法の適用と規制上の調整
- 3 有価証券としての信託の受益権に関する金融商品取引法上の規定の整備
- 4 信託業務類型に応じた金融商品取引法の適用関係
- 5 信託取引類型に応じた金融商品取引法の適用関係

II 信託の受益権に係る開示規制

- 1 特定有価証券の開示
- 2 特定有価証券の開示方法
- 3 特定有価証券に係る有価証券届出書・目論見書
- 4 特定有価証券に係る有価証券報告書
- 5 特定有価証券に係る内部統制報告書・確認書
- 6 信託受益権（第二項有価証券）の不開示

III 公開買付制度・大量保有報告制度と信託

- 1 公開買付制度
- 2 大量保有報告制度
- 3 公開買付制度・大量保有報告制度における信託

まとめ（課題）

はじめに

信託業に係る法規制に関しては、まず信託の基本法である信託法が信託関係に適用され、その信託の引受けが業として行われる場合に信託業法が適用されるが、信託の受益権（信託受益証券・信託受益権）が金商法上の有価証券とされたことから、金商法も適用されることになった。信託の組成については信託法および信託業法が適用され、信託の受益権の売買等については金商法が適用されるという形で基本的に整理されることになったが、信託業に対する信託業法と金商法の適用関係が交錯する部分については、複雑で分かりにくく、特に行為規制の分野で不明確な部分や実態にそぐわない部分もある。

そこで、本研究会では、信託業に係る行為規制、開示規制として発行者の開示規制である信託の受益権の開示と投資者の開示規制である公開買付制度・大量保有報告制度と信託を取り上げ、最後にそれらを踏まえて、それらの規制の基本となる受益権に係る規制のあり方について検討することとしている。

本稿は、それらの検討の前提となるものであり、Ⅰ 信託業に係る行為規制、Ⅱ 信託の受益権に係る開示規制、Ⅲ 公開買付制度・大量保有報告制度と信託についての法規制の現状について報告するものであるが、まとめ（課題）において、残された課題を明らかにするとともに、できればその解決の方向性についても簡単に触れたいと考えている。

なお、信託業に係る行為規制の報告をするに際しては、信託業法と金商法における法規制を概観した上で報告することとしているが、金商法上の法規制である開示規制、不公正取引規制、業規制（開業規制・行為規制）のうち、信託業との関係が比較的深い業規制を取り上げて概観することとしている。

I 信託業に係る行為規制

1 信託業法と金融商品取引法における業規制（開業規制・行為規制） 概観

(1) 信託業法における業規制

信託法では、受託者に対して厳しい義務と責任を課す一方、受益者には各種の受託者に対する監視・監督権を与えることにより、信託事務の適正な処理と受益者の保護を図っているが、受託者である信託会社と不特定多数の顧客である委託者・受益者との間には情報量や交渉力において格差があり、また、受託者は信託財産を自己名義で管理・処分するという大きな権限を有すること等から、より委託者・受益者を保護するために、信託業法において信託会社に対して開業規制や行為規制を行っている¹。

1) 開業規制

適正な信託業運営の確保等により委託者・受益者をより保護するために、免許・登録制が導入され、一定の資格・能力を有する者のみが信託業を営むことができることとされている（業法3条・7条）。

信託会社は、信託財産の管理・処分権限の裁量性の大きさによって、信託業全般を営む（運用型）信託会社と管理型信託業のみを営む管理型信託会社に分かれ、（運用型）信託会社の場合は免許を（業法3条）、管理型信託会社の場合は、登録を要する（同法7条）。別表「信託会社の免許・登録要件等」参照。

2) 行為規制

信託業に係る行為規制は、信託の引受けの際の行為規制と信託の引受け後の行為規制に大別できる。別表「信託法・信託業法における信託会社の義務・行為規制」参照。

まず、信託の引受けの際の行為規制としては、信託の引受けに係る行為準則、信託契約締結時書面の説明義務、信託契約締結時書面の交付義務等が受託者としての信託会社に課される。

さらに、特定信託契約による信託の引受けの場合は、規制の横断化という金商法の趣旨を踏まえ、規制の同等性を確保する観点から、金商法の販売・勧誘ルールが準用され（業法24条の2）、特定投資家への告知義務等、広告規制、特定信託契約締結前交付書面の交付・

説明義務等が信託業法上の規制に上乗せして課せられる。

次に、信託の引受け後の行為規制としては、受託者の重要な義務である忠実義務、善管注意義務、分別管理義務が行政規範としての義務（強行法規）として信託会社に課せられるほか、信託財産に係る行為準則、信託財産状況報告書の交付義務、重要な信託の変更等に係る規制等が適用される。

(2) 金融商品取引法における業規制

金商法では、「投資者の保護」と「資本市場の健全性の確保」を図るために、有価証券とデリバティブ取引に係る一定の行為を規制対象として、その行為者に対し、開示規制、不公正取引規制、業規制（開業規制・行為規制）を行っている²。

業規制に当たっては、金融商品取引業者が行う業務の内容によって、金融商品取引業者の財産的基礎等を確保して投資者の保護を図るべき必要性の程度が異なることから、業務内容の範囲に応じて金融商品取引業が区分され（第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業、投資運用業）、各区分に応じた開業規制や行為規制が行われている。

1) 開業規制

金融商品取引業は、内閣総理大臣の登録を受けた者（金融商品取引業者）でなければ行うことができないと規定されており（金商法 29 条）、金融商品取引業の登録制が採用され、投資者保護の観点から求められる基準を満たした者のみが金融商品取引業を営むことができることとされている。

金融商品取引業は、上述したように、業務内容・範囲に応じて4つに区分される。まず、第一種金融商品取引業は、その取り扱う第一項有価証券の流動性が高く、取引には多数の者が関与することや、有価証券の引受けにはリスクがあり高度の専門性が要求される等、財政面および業務能力の両面で高いレベルが求められるところから、最も厳しい登録要件となっている。次いで、投資運用業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業の順で緩やかな登録要件になっている。別表「金融商品取引業者の登録要件等」参照。

2) 行為規制

金融商品取引業者等の行為規制は、金融商品取引業者等がその業務を行うにあたって、一定の行為の禁止・制限または一定の行為・体制の整備を義務付けるものであり、個別行

為規制と体制整備義務に大別することができるが、大半は個別行為規制である³。

金商法では、金融商品取引業者等の行為規制通則、金融商品取引業者等の行為規制特則、弊害防止措置として行為規制を定めている。別表「金融商品取引法における金融商品取引業者等の行為規制」参照。

行為規制通則では、まず、総則的な規制として誠実公正義務と利益相反管理体制・業務管理体制整備義務が定められ、次いで販売・勧誘行為規制、損失補てんの禁止、業務運営状況規制等が定められている。

行為規制特則では、投資助言業、投資運用業、有価証券等管理業務、電子募集取扱業務に関して、その業務内容に応じた禁止行為や制限行為が定められるとともに、投資助言業務と投資運用業に関しては忠実義務と善管注意義務が定められ、有価証券等管理業務に関しては善管注意義務と分別管理義務が定められている。

弊害防止措置では、複数の業務を行う場合の禁止行為、金融商品取引業者・登録金融機関その他業務に係る禁止行為、親・子法人等が関与する行為の制限、引受人の信用供与の制限が定められている。

信託会社の免許・登録要件等

運用型信託会社（業法5条）		管理型信託会社 （業法10条1項）	自己信託会社 （業法50条の2第6項）
免許拒否事由等		登録拒否事由	
組織規制（2項1号）		株式会社	株式会社（1項1号） 会社（6項1号）
財産規制	最低資本金（同項2号、業令3条）	1億円	5,000万円（1項2号） 3,000万円（6項2号）
	純資産額（同項3号、業則8条）	1億円	5,000万円（1項3号） 3,000万円（6項3号）
商号規制（2項4号）		○（1項1号）	—
兼業規制	他業の業務関連性（2項7号）	○（1項1号）	—
	他業の業務支障性（ 〃 ）	○（ 〃 ）	○（6項7号） 他業の反公益性（ 〃 ）
不適格会社	免許等の取消し等の日から5年未経過（2項5号）	○（1項1号）	○（6項6号）
	法令違反による罰金刑執行終了日から5年未経過（2項6号）	○（ 〃 ）	○（ 〃 ）
	会社役員の不格事由該当（2項8号）	○（ 〃 ）	○（ 〃 ）
個人・法人主要株主規制（2項9号・10号）		○（1項1号）	—
免許基準	定款・業務方法書の適法性・適切性（1項1号）	不 適 格 基 準	○（1項4号）
	健全な業務遂行に足る財産的基礎（1項2号）	—	—
	業務遂行に足る人的構成（1項3号）	○（1項5号）	○（6項5号）
営業保証金（業法11条2項、業令9条）		2,500万円	1,000万円 1,000万円

金融商品取引業者の登録要件等（金商法29条の4）

登録拒否事由	第一種	投資運用業	第二種	投資助言業
組織規制（1項5号イ）	株式会社等	株式会社等	法人・個人	—
財産規制	最低資本金額（1項4号）	5000万円	5000万円	1000万円 （法人の場合）
	純資産額（1項5号ロ）	5000万円	5000万円	—
	自己資本比率（1項6号イ）	120%	—	—
商号規制（1項6号ロ）	○	—	—	—
個人・法人主要株主規制（1項5号ニ～ハ）	○	○	—	—
兼業規制	他業の損失危険管理の困難性（1項5号ハ）	○	○	—
	他業の反公益性（1項1号ニ）	○	○	○
業務遂行に足る人的構成・体制整備（1項1号ホ・ヘ）	○	○	○	○
登録取消処分等から5年未満（1項1号イ）	○	○	○	○
廃業等の届出等から5年未満（1項1号ロ）	○	○	○	○
罰金刑執行終了日から5年未満（1項1号ハ）	○	○	○	○
法人の役員の適格性（1項2号）	○	○	○	○
個人等の適格性（1項3号）	—	—	○	○
営業保証金（31条の2第2項）	—	—	1000万円 （個人）	500万円

信託法・信託業法における信託会社の義務・行為規制

信託法上の受託者の義務と責任	信託業法上の信託会社の義務と行為規制	
<p>1. 受託者の義務</p> <p>(1) 信託事務遂行義務 (29 条 1 項)</p> <p>(2) 善管注意義務 (29 条 2 項)</p> <p>(3) 忠実義務 (30 条)</p> <p>1) 利益相反行為の制限 (31 条)</p> <p>① 禁止行為 (同条 1 項)</p> <p>1 自己取引</p> <p>2 信託財産間取引</p> <p>3 双方代理的取引</p> <p>4 間接取引</p> <p>② 許容要件 (同条 2 項)</p> <p>1 信託行為の定め</p> <p>2 受益者の承認</p> <p>3 相続等の包括承継</p> <p>4 正当な理由</p> <p>③ 利益相反行為の通知 (同条 3 項)</p> <p>2) 競合行為の制限 (32 条)</p> <p>① 競合行為の禁止 (同条 1 項)</p> <p>② 許容要件 (同条 2 項)</p> <p>1 信託行為の定め</p> <p>2 受益者の承認</p> <p>③ 競合行為の通知 (同条 3 項)</p> <p>(4) 公平義務 (33 条)</p> <p>(5) 分別管理義務 (34 条)</p> <p>(6) 信託事務の委託に係る第三者の選任・監督義務 (35 条)</p> <p>(7) 情報提供義務</p> <p>1) 信託事務処理状況等の報告義務 (36 条)</p> <p>2) 信託帳簿・財産状況開示資料等の作成・報告・保存義務 (37 条)</p> <p>2. 受託者の責任</p> <p>(1) 受託者の損失の補填・原状回復責任 (40 条 1 項)</p> <p>(2) 受託者の責任の加重</p> <p>① 信託事務処理の委託違反 (40 条 2 項)</p> <p>② 忠実義務違反 (40 条 3 項)</p> <p>③ 分別管理義務違反 (40 条 4 項)</p>	<p>1. 信託会社に係る規制</p> <p>① 商号規制 (業法 14 条)</p> <p>② 名義貸しの禁止 (業法 15 条)</p> <p>2. 信託業務に係る規制</p> <p>(1) 信託業務の委託規制 (業法 22 条)</p> <p>① 信託業務の委託要件 (同条 1 項)</p> <p>② 委託先の責任 (同条 2 項)</p> <p>③ 委託した信託会社の責任 (業法 23 条)</p> <p>(2) 指定紛争解決機関との契約締結義務 (業法 23 条の 2)</p> <p>3. 信託の引受けに係る行為規制</p> <p>(1) 信託の引受けに係る行為準則</p> <p>1) 信託の引受けに係る禁止行為 (業法 24 条 1 項)</p> <p>① 虚偽の告知</p> <p>② 断定的判断の提供</p> <p>③ 特別利益の提供</p> <p>④ 損失補てん等</p> <p>⑤ 内閣府令で定める行為</p> <p>2) 信託の引受けに係る適合性の原則 (業法 24 条 2 項)</p> <p>(2) 信託契約締結時書面説明義務 (業法 25 条)</p> <p>(3) 信託契約締結時書面交付義務 (業法 26 条)</p> <p>4. 信託会社の義務</p> <p>① 忠実義務 (業法 28 条 1 項)</p> <p>② 善管注意義務 (業法 28 条 2 項)</p> <p>③ 分別管理体制および信託業の信用失墜防止体制整備義務 (業法 28 条 3 項)</p> <p>5. 信託財産に係る行為準則</p> <p>(1) 信託財産に係る禁止行為 (業法 29 条 1 項)</p> <p>① 通常の条件と異なる条件で、信託財産に損害を与える条件での取引</p> <p>② 不必要な取引</p> <p>③ 情報利用行為</p> <p>④ 内閣府令で定める行為</p> <p>(2) 利益相反行為の制限 (業法 29 条 2 項)</p> <p>1) 禁止行為</p> <p>① 自己取引</p> <p>② 信託財産間取引</p> <p>③ 双方代理的取引</p> <p>2) 許容行為 (業法 41 条 3 項)</p> <p>① 委託者、受益者等のみの指図による取引</p> <p>② 公正な条件で行う取引</p> <p>③ 個別の取引ごとに重要な事実を開示して受益者の同意を得て行う取引</p> <p>④ 金融庁長官等の承認を得て行う取引</p> <p>3) 自己取引等報告書の交付 (業法 29 条 3 項)</p> <p>6. 信託財産状況報告書の交付義務 (業法 27 条)</p> <p>7. その他の行為規制等</p> <p>(1) 重要な信託の変更等に係る規制 (業法 29 条の 2)</p> <p>(2) 費用等の償還または前払の範囲等の説明 (業法 29 条の 3)</p> <p>(3) 信託の公示の特例 (業法 30 条)</p> <p>(4) 信託財産に係る相殺の特例 (業法 31 条)</p> <p>8. 自己信託の特例 (業法 50 条の 2)</p> <p>(1) 開業規制 (50 名規制) (業法 50 条の 2 第 1 項～ 9 項)</p> <p>(2) 行為規制 (業法 50 条の 2 第 12 項)</p> <p>(3) 信託財産の調査 (業法 50 条の 2 第 10 項)</p>	<p>特定信託契約による信託の引受けに係る行為規制 (業法 24 条の 2：金融商品取引法の準用)</p> <p>① 特定投資家への告知義務等 (準用金商法 34 条～ 34 条の 5)</p> <p>② 広告規制等 (準用金商法 37 条)</p> <p>③ 特定信託契約締結前書面交付義務 (準用金商法 37 条の 3)</p> <p>④ 特定信託契約締結前交付書面の交付に係る実質的説明義務 (準用金商法 38 条 7 号、業則 30 条の 26 第 2 号)</p> <p>⑤ 信用格付業者以外の信用格付であることを告知しないで行う勧誘の禁止 (準用金商法 38 条 3 号)</p> <p>⑥ 迷惑時間における勧誘の禁止 (準用金商法 38 条 7 号、業則 30 条の 26 第 3 号)</p> <p>⑦ 損失補てん等の禁止 (準用金商法 39 条 2 項)</p>

金融商品取引法における金融商品取引業者等の行為規制

金融商品取引業者等の行為規制通則	金融商品取引業者等の行為規制特則	弊害防止措置
<p>1. 行為規制総則</p> <p>① 誠実公正義務（法 36 条 1 項）</p> <p>② 利益相反管理体制の整備義務（法 36 条 2 項）</p> <p>③ 業務管理体制の整備義務（法 35 条の 3）</p> <p>2. 販売・勧誘行為規制</p> <p>(1) 勧誘前行為規制</p> <p>① 標識掲示義務（法 36 条の 2）</p> <p>② 名義貸しの禁止（法 36 条の 3）</p> <p>③ 社債の管理の禁止（法 36 条の 4）</p> <p>④ 広告等の規制（法 37 条）</p> <p>(2) 勧誘行為規制</p> <p>1) 不適切な勧誘等の禁止</p> <p>① 虚偽の告知の禁止（法 38 条 1 号）</p> <p>② 断定的判断の提供の禁止（法 38 条 2 号）</p> <p>③ 未登録格付業者による信用格付けであることを告げないで行う勧誘等の禁止（法 38 条 3 号）</p> <p>2) 勧誘自体の禁止</p> <p>① 不招請勧誘の禁止（法 38 条 4 号）</p> <p>② 勧誘受託意思不確認勧誘・再勧誘の禁止（法 38 条 5 号・6 号）</p> <p>3) 適合性の原則（法 40 条 1 項）</p> <p>(3) 販売行為規制</p> <p>① 取引態様の事前明示義務（法 37 条の 2）</p> <p>② 契約締結前書面交付義務（法 37 条の 3）</p> <p>③ 契約締結時書面交付義務（法 37 条の 4）</p> <p>(4) 販売行為後行為規制</p> <p>① 取引残高報告書交付義務（法 37 条の 4 第 1 項、業府令 98 条 1 項 3 号）</p> <p>② 書面による解除（クーリングオフ）（法 37 条の 6）</p> <p>③ 指定紛争解決機関との契約締結義務（法 37 条の 7）</p> <p>3. 損失補てん等の禁止</p> <p>① 有価証券売買等に係る損失補てん等の禁止（法 39 条）</p> <p>② 投資助言・代理業および投資運用業に係る損失補てん等の禁止（法 38 条の 2 第 2 号、41 条の 2 第 5 号、42 条の 2 第 6 号）</p> <p>4. 業務運営状況規制</p> <p>① 顧客情報の不適正な取扱い状況の禁止（法 40 条 2 項）</p> <p>② 最良執行義務（法 40 条の 2）</p> <p>③ 分別管理が確保されていない場合の売買等の禁止（法 40 条の 3）</p> <p>④ 金銭の流用が行われている場合の募集等の禁止（法 40 条の 3 の 2）</p> <p>⑤ 特定投資家向け有価証券に関する規制（法 40 条の 4・5）</p> <p>⑥ 商品関連市場デリバティブ取引等に係る呑み行為の禁止（法 40 条の 6）</p> <p>⑦ 店頭デリバティブ取引に関する電子情報処理組織の使用義務（法 40 条の 7）</p> <p>⑧ 図利目的で正当な根拠のない特定金融指標算出基礎情報を提供する行為の禁止（法 38 条 7 号）</p>	<p>1. 投資助言業務に関する特則</p> <p>(1) 忠実義務・善管注意義務（法 41 条）</p> <p>(2) 禁止行為（法 41 条の 2）</p> <p>① 顧客相互間における利益相反的助言の禁止</p> <p>② 図利目的助言（スキュルピング）の禁止</p> <p>③ 通常の取引の条件と異なる取引の助言の禁止</p> <p>④ 助言を受けた顧客の情報を利用した自己取引の禁止</p> <p>⑤ 損失補てん等の禁止</p> <p>⑥ 内閣府令で定める行為の禁止</p> <p>(3) 顧客を相手方とする有価証券の売買等の禁止（法 41 条の 3）</p> <p>(4) 金銭・有価証券等の預託を受ける行為の禁止（法 41 条の 4）</p> <p>(5) 金銭・有価証券の貸付け等の禁止（法 41 条の 5）</p> <p>2. 投資運用業に関する特則</p> <p>(1) 忠実義務・善管注意義務（法 42 条）</p> <p>(2) 禁止行為（法 42 条の 2）</p> <p>① 自己取引の禁止</p> <p>② 運用財産間の取引の禁止</p> <p>③ 図利目的運用（スキュルピング）の禁止</p> <p>④ 通常の取引の条件と異なる取引の運用の禁止</p> <p>⑤ 運用による取引情報を利用した自己取引の禁止</p> <p>⑥ 損失補てん等の禁止</p> <p>⑦ 内閣府令で定める行為の禁止</p> <p>(3) 運用権限の委託制限（法 42 条の 3）</p> <p>(4) 分別管理義務（法 42 条の 4）</p> <p>(5) 金銭・有価証券の預託を受ける行為等の禁止（法 42 条の 5）</p> <p>(6) 金銭・有価証券の貸付け等の禁止（法 42 条の 6）</p> <p>(7) 運用報告書交付義務（法 42 条の 7）</p> <p>3. 有価証券等管理業務に関する特則</p> <p>(1) 善管注意義務（法 43 条）</p> <p>(2) 分別管理義務（法 43 条の 2）</p> <p>① 有価証券の分別管理</p> <p>② 金銭の分別管理（顧客分別金信託）</p> <p>③ 分別管理状況の監査</p> <p>(3) 商品関連市場デリバティブ取引に関して預託を受けた財産の区分管理義務（法 43 条の 2 の 2）</p> <p>(4) 非有価証券関連市場デリバティブ取引に関して預託を受けた金銭・有価証券の区分管理義務（法 43 条の 3）</p> <p>(5) 有価証券の担保提供行為等の制限（法 43 条の 4）</p> <p>4. 電子募集取扱業務に関する特則（法 43 条の 5）</p>	<p>1. 複数の種類の業務を行う場合における禁止行為（法 44 条）</p> <p>① 投資助言業務・投資運用業務に係る取引情報を利用した勧誘（1 号）</p> <p>② 投資助言業務・投資運用業務以外の業務の利益を図るために行う unnecessary 取引の助言・運用（2 号）</p> <p>③ 内閣府令で定める行為（3 号）</p> <p>2. 金融商品取引業者・登録金融機関その他の業務に係る禁止行為（法 44 条の 2）</p> <p>(1) 金融商品取引業者またはその役員・使用人の禁止行為（同条 1 項）</p> <p>① 信用供与を条件とする有価証券取引の受託等（1 号）</p> <p>② 金融商品取引業者その他業務の利益を図るために行う unnecessary 取引の助言・運用（2 号）</p> <p>③ 内閣府令で定める行為（3 号）</p> <p>(2) 登録金融機関またはその役員・使用人の禁止行為（同条 2 項）</p> <p>① 信用供与を条件とする有価証券取引の受託等（1 号）</p> <p>② 登録金融機関その他業務の利益を図るために行う unnecessary 取引の助言・運用（2 号）</p> <p>③ 内閣府令で定める行為（3 号）</p> <p>3. 親法人等または子法人等が関与する行為の制限（法 44 条の 3）</p> <p>(1) 金融商品取引業者またはその役員・使用人の禁止行為（同条 1 項）</p> <p>① 親・子法人等との通常の条件と異なる不公正な条件での有価証券・デリバティブ取引（1 号）</p> <p>② 親・子法人等が金融商品取引契約を条件として信用供与をしていることを知りながら当該取引を行うこと（2 号）</p> <p>③ 親・子法人等の利益を図るために行う unnecessary 取引の助言・運用（3 号）</p> <p>④ 内閣府令で定める行為（4 号）</p> <p>(2) 登録金融機関またはその役員・使用人の禁止行為（同条 2 項）</p> <p>① 親・子法人等との通常の条件と異なる不公正な条件での有価証券・デリバティブ取引（1 号）</p> <p>② 親・子法人等が金融商品取引契約を条件として信用供与をしていることを知りながら当該取引を行うこと（2 号）</p> <p>③ 親・子法人等の利益を図るために行う unnecessary 取引の助言・運用（3 号）</p> <p>④ 内閣府令で定める行為（4 号）</p> <p>4. 引受人の信用供与の制限（法 44 条の 4）</p>

2 信託業に係る金融商品取引法の適用と規制上の調整

(1) 信託業に係る金融商品取引法の適用

信託業に関する規制については、信託業法が適用され、開業規制、行為規制等が行われる。信託に関する取引としては、信託の引受け（信託契約の締結等）と信託受益権の譲渡に大別することができ、信託契約の締結には、信託契約の締結のほか信託契約の締結の代理・媒介が、信託受益権の譲渡には、信託受益権の譲渡のほか信託受益権の譲渡の代理・媒介といった行為が想定され、平成18年6月の金商法の改正前においては、これらの行為については、それぞれについて信託業法が適用されていた⁴。

しかし、金商法の改正において、規制の柔軟化・横断化の観点から、信託受益証券（受益証券発行信託の受益証券）が金商法上の有価証券（第一項有価証券）とされただけでなく、信託受益権も金商法上の有価証券とみなされた（第二項有価証券とされた）ことから、全ての信託の受益権について金商法が適用されることになった。

その結果、信託の受益権の募集・売出しを行う場合には、有価証券届出書・有価証券報告書等の提出をしなければならない（開示規制）。また、信託の受益権について、売買、売買の媒介・取次ぎ・代理、引受け、募集・売出しの取扱い等を業として行う場合には、金融商品取引業に該当するので金融商品取引業の登録を受けなければ行うことができず（開業規制）、当該金融商品取引業を行う場合には販売・勧誘行為規制等の規制（行為規制）を受けることになる。

(2) 信託業に係る信託業法上の規制と金融商品取引法上の規制の調整

信託受益権に関して金商法が適用されることになったことから、信託業法上の規制だけでなく、金商法上の開示規制や業規制（開業規制・行為規制）も適用されることとなる場合が出て来ることになるが、信託業に関してはすでに信託業法において業規制が行われていることから、二重規制排除の観点から調整がなされ、以下のように、一定の金商法上の業規制の適用が除外されている⁵。

1) 信託受益権の自己募集・私募の金融商品取引業からの除外

集団投資スキーム（ファンド等）が金商法上の規制対象になったことに伴い、一定の有価証券の自己募集・私募が第二種金融商品取引業として規制されることになった（金商法

28条2項1号)。信託受益権も有価証券とみなされたことから、信託受益権の自己募集・私募も第二種金融商品取引業に該当することになるが、信託業法上の規制を受けているものについては、二重規制排除の観点から、金商法上の規制対象とはされない（商品ファンド持分を除く。）（金商法2条8項7号、金商令1条の9の2）。

2) 信託会社の運用行為の金融商品取引業からの除外

投資信託運用行為（金商法2条8項14号）やファンド自己運用行為（金商法2条8項15号）が、投資運用業として金商法上の規制を受けることになった（金商法28条4項）ことから、信託会社の行う運用行為についても、投資信託運用行為やファンド自己運用行為に該当して、業として行うと金融商品取引業の投資運用業（金商法28条4項2号・3号）に該当することになるが、二重規制排除の観点から、金商法の規制対象にはならない（金商法65条の5第5項）。

3 有価証券としての信託の受益権に関する金融商品取引法上の規定の整備

信託法上の受益権および受益証券を金商法上の有価証券として金商法を適用するにあたり、信託の受益権が資産金融型有価証券としての性質を有すること等を踏まえて、信託の種類に応じて「発行者」と「発行時」を定めるとともに（金商法2条5項、金商定義府令14条）、自益信託に関しては、その実質を踏まえて、一定の自益信託の受益権の売付け勧誘等（売出し）を取得勧誘類似行為として取得勧誘行為（募集）に含める等の規定を設けている（金商法2条3項・4項、金商定義府令9条）。

(1) 金融商品取引法上の信託の受益権の「発行者」と「発行時」

1) 信託法上の受益権と受益証券

信託は、信託行為の効力発生により有効に成立する（信託法3条・4条）。この信託の成立により受益権が発生し、受益者は当然に当該受益権を取得する（同法88条）。信託行為において受益証券（「受益権を表示する証券」）を発行する旨の定めのある信託（「受益証券発行信託」）においては、当該受益証券発行信託の受託者が、信託行為の定めに従い、遅滞なく、当該受益証券発行信託の受益権に係る受益証券を発行する（同法207条）。

すなわち、受益権は、信託の成立時に発生して受益者に帰属し、受益証券（受益証券発行信託の受益権に係る受益証券）は、受託者によって信託行為の定めに従い、遅滞なく、発行される。

2) 金融商品取引法上の信託の受益権（信託受益証券・信託受益権）

金商法では、可能な限り幅広く金融商品・取引を対象とする観点から、信託受益証券（受益証券発行信託の受益権に係る受益証券）を有価証券としているほか（金商法2条1項14号）、信託受益権も有価証券とみなしている（金商法2条2項1号）、すべての信託の受益権が金商法上の有価証券となっている。

信託受益証券の発行者は受託者であるが、資産金融型有価証券としての性質を踏まえて、開示情報を有している者に開示義務を課すという観点から「発行者」が定められている⁶（金商法2条5項括弧書、定義府令14条1項・2項）。

また、信託受益権は、いわゆる有価証券ではないので、有価証券とみなして法規制を行うには、「発行者」を定めるだけでなく、有価証券として発行される「発行時」を定める必要がある。そこで、信託受益権の種類ごとに、開示情報を提供できる者を「発行者」として定めるとともに、受益権の発生およびその譲渡について、有価証券の発行といえる状態、すなわち流通市場に置かれるようになったのは何時かという観点から「発行時」が定められている⁷（金商法2条5項、金商定義府令14条3項・4項）。

金商法における信託受益権の「発行者」と「発行時」

		委託者指図型	委託者非指図型	
			金銭	物・権利
自益信託	発行者	委託者	受託者	委託者・受託者
	発行時	受益権譲渡時	受益権譲渡時（合同運用信託（元本補填契約のある金銭信託を除く）は、信託効力発生時）	受益権譲渡時
他益信託	発行者	委託者	委託者・受託者	委託者・受託者
	発行時	信託効力発生時	信託効力発生時	信託効力発生時

（金商法2条5項、金商定義府令14条）

3) 金融商品取引法上の信託の受益権の「発行者」

信託の受益権（信託受益証券・信託受益権）の「発行者」は、委託者指図型信託の場合は「委託者」、自益型金銭の信託の場合は「受託者」、それ以外の信託の場合は「委託者お

よび受託者」とされている（金商定義府令14条2項2号、同条3項1号）。

委託者指図型信託の場合は、委託者が信託財産の運用の指図を行い、受託者はその指図に従って信託財産の管理・処分を行うだけなので、実質的には委託者が信託の運営をしていて信託に関する情報を有していると考えられることから、委託者が発行者とされている。

自益型金銭の信託の場合は、委託者は金銭を信託すると同時に受益者として当該信託により発生した受益権を取得し、受託者は裁量権をもって受託した当該金銭を信託財産として管理・処分するので、受託者が信託の運営をしていて信託に関する情報を有していると考えられることから、受託者が発行者とされている。

すなわち、自益型金銭の信託においては、投資者である委託者（兼受益者）から金銭の信託を受け、受託者が当該金銭を信託財産として運用して、そこから得られる利益を受益者に配当するのであるから、これを受託者側から見れば、信託の受益権を募集して、当該信託の受益権を購入した委託者兼受益者から得られた金銭を運用しているということができるからである。他方、これを委託者兼受益者側から見れば、金銭という資産の運用手段として信託の受益権を購入しているということができる。

自益型の金銭以外の物・権利等の信託の場合は、受託者は、受託後の信託財産に関する情報は有しているが、受託前の財産に関する情報については委託者が情報を有していること等から、信託の設定当事者である委託者と受託者の双方が発行者とされている。

4) 金融商品取引法上の信託受益権の「発行時」

信託受益権の発行時は、自益信託（合同運用信託（元本補填契約のある金銭信託を除く。）を除く。）の場合は、委託者（兼受益者）が受益権を譲渡した時であり（金商定義府令14条4項1号イ）、それ以外の信託の場合は、信託の効力発生時である（同号ロ）。

すなわち、自益信託（単独運用信託）の場合は、委託者（兼受益者）が信託を設定した段階では、自らの財産を信託受益権に転換して保有しているに過ぎず、信託受益権は信託関係の中に止まっていると考えられることから、委託者兼受益者が受益権を譲渡するときに発行されたことにするものである⁸。

自益信託から合同運用信託が除かれているので、合同運用信託の受益権の発行時は、信託の効力発生時となる。合同運用信託は、その業務の実態からみて、合同運用金銭信託が想定され、受託者が行う委託者兼受益者に対する当該信託契約締結の勧誘は、受託者の委託者兼受益者に対する当該信託受益権の取得勧誘（自己募集）であると考えられるので、

発行者は受託者で、発行時が信託の効力発生時となる。

ただし、平成26年4月の金商定義府令の改正により、自益信託から除かれる合同運用信託から元本補填契約のある金銭信託が除かれたので（金商定義府令14条4項1号イ括弧書）、元本補填契約のある合同運用金銭信託の受益権の場合は、合同運用信託であっても自益信託（単独運用信託）と同様、委託者（兼受益者）の受益権譲渡時が発行時となる。

（2）信託受益権の募集行為（取得勧誘類似行為）

信託の受益権が金商法上の有価証券とされたことから、信託の受益権の譲渡が有価証券の募集または売出しに該当することがある。有価証券の募集とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（「取得勧誘」といい、「取得勧誘類似行為」を含む。）と定義され（金商法2条3項）、有価証券の売出しとは、既に発行された有価証券の売付けの申込みまたはその買付の申込みの勧誘（「売付け勧誘等」といい、「取得勧誘類似行為」等を除く。）と定義され（金商法2条4項）、取得勧誘（募集）には取得勧誘類似行為が含まれる一方、売付け勧誘等（売出し）からはその取得勧誘類似行為が除かれている。

信託の受益権に関して、取得勧誘に含まれる取得勧誘類似行為は、① 自益型受益証券発行信託（単独運用信託）の受益証券の場合は、当該有価証券に係る信託の委託者が当該有価証券（委託者が譲り受けたものを除く。）を譲渡するために行う当該有価証券の売付け勧誘等とされ、② 自益信託（単独運用信託・元本補填契約のある合同運用金銭信託）の受益権の場合は、当該権利に係る委託者が当該権利（委託者が譲り受けたものを除く。）を譲渡するために行う当該権利の売付け勧誘等であるとされている（金商定義府令9条3号・6号）。

自益信託において委託者（兼受益者）が受益権を譲渡するということは、自己の財産を信託することによって取得した受益権を譲渡することになるので、形式的には売付け勧誘等（売出し）に該当することになるが、信託の受益権の発行時を定めたときと同様に実質的に捉えて、自益信託においては自らの財産を受益権に転換して保有しているに過ぎず、信託関係の中に止まっていると考えられることから、委託者（兼受益者）が当該信託の受益権を譲渡するために行う売付け勧誘（売出し）を取得勧誘類似行為として募集に含める一方、形式的には売付け勧誘等に該当するので、当該売付け勧誘等から除かれていると考えられる。

取得勧誘類似行為（金商定義府令9条）

① 株券	当該株券の発行者が行う自己株券の売付け勧誘等（1号）
② 特定目的信託の受益証券・同性質の外国証券・証券	当該有価証券に係る信託の委託者が当該有価証券（委託者が譲り受けたものを除く。）を譲渡するために行う売付け勧誘等（2号）
③ 受益証券発行信託の受益証券・同性質の外国証券・証券	当該有価証券に係る信託の委託者が当該有価証券（委託者が譲り受けたものを除く。）を譲渡するために行う売付け勧誘等（3号）
④ 抵当証券・同性質の外国証券・証券	当該抵当証券所有者が当該抵当証券を譲渡するために行う売付け勧誘等（4号）
⑤ 株券の性質を有する外国証券・証券	当該有価証券の発行者が行う当該有価証券の売付け勧誘等（5号）
⑥ 自益信託（合同運用信託（元本補填契約のある合同運用金銭信託を除く。）を除く。）の信託受益権・同性質の外国信託受益権	当該権利に係る信託の委託者が当該権利（委託者が譲り受けたものを除く。）を譲渡するために行う売付け勧誘等（6号）

ただし、取得勧誘類似行為として募集に含まれるのは、委託者が受益者の地位に基づいて有する受益権を譲渡する場合であって、委託者が他者から譲り受けたものを自己のものとして譲渡するような場合は含まれない（金商定義府令9条3号・6号括弧書）。

4 信託業務類型に応じた金融商品取引法の適用関係

信託業務は、上述したように、委託者と受益者が同一である自益信託とそれ以外の他益信託に大別され、受託財産の種類によって、金銭の信託とそれ以外の物・権利等の信託に分類することができる。また、運用方法によって、受託した財産だけで運用する単独運用信託と他の信託の信託財産とともに運用する合同運用信託に分類ことができ、さらに、指図権の有無によって指図型信託と非指図型信託に分類することができる。

このように、信託業務にはさまざまな種類の業務が存在するので、信託業務類型に応じて、上述した信託の受益権の「発行者」と「発行時」の観点から、金商法の適用関係について整理する。

(1) 委託者指図型自益信託の場合における適用関係

委託者指図型自益信託の受益権の発行者は、委託者であり、その発行時は、委託者（兼

受益者)の受益権譲渡時であるので、委託者兼受益者が当該信託受益権を譲渡するために
行う取得勧誘は、当該信託受益権の取得勧誘(募集)に該当し、発行者自ら行う取得勧誘
(自己募集)になるので、金融商品取引業には該当しない。

この場合、受託者が委託者(兼受益者)の委託を受けて行う当該信託受益権の取得勧誘
は、委託者(兼受益者)のために行う当該信託受益権の募集の取扱いになり、業として行
うと第二種金融商品取引業に該当する⁹。

(2) 委託者非指図型自益信託の場合における適用関係

委託者非指図型自益信託の受益権の発行者は、委託者および受託者であり、そのうち自
益型金銭の信託の場合は、受託者である。委託者非指図型自益信託の受益権の発行時は、
単独運用信託の場合は委託者(兼受益者)の信託受益権譲渡時であり、合同運用信託(元
本補填契約のある合同運用金銭信託を除く。)の場合は、信託の効力発生時である。

1) 自益型物・権利等の信託(単独運用信託)の場合

自益型物・権利等の信託(単独運用信託)の発行者は、委託者および受託者であるので、
受託者が行う委託者兼受益者に対する当該信託契約締結の勧誘は、形式的には発行者であ
る受託者による委託者(兼受益者)に対する当該信託の受益権の取得勧誘(自己募集)に
該当するが、受益権の発行時は委託者(兼受益者)の受益権譲渡時であるから、当該信託
契約の締結時(信託の効力発生時)の段階では募集の前提となる受益権がまだ発行されて
いないので、そもそも募集にはならない。

委託者(兼受益者)が当該信託の受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、発行時が委
託者兼受益者の信託受益権譲渡時であるので、当該信託受益権の取得勧誘(募集)に該当
するが、発行者が自ら行う取得勧誘(自己募集)になるので、金融商品取引業には該当し
ない。

受託者が行う信託受益権の取得勧誘も、形式的には自己募集に該当するが、委託者(兼
受益者)から委託を受けて取得勧誘を行う場合は、委託者のために行う信託受益権の募集
の取扱いとなり、業として行うと第二種金融商品取引業に該当する。

2) 自益型金銭の信託の場合

自益型金銭の信託の受益権の発行者は、受託者であり、その発行時は、委託者(兼受益
者)の受益権譲渡時であるが、合同運用信託の場合は、信託の効力発生時となる。ただし、

元本補填契約のある合同運用金銭信託は、この合同運用信託から除かれているので（金商定義府令14条4項1号イ括弧書）、元本補填契約のない合同運用金銭信託の受益権の発行時が、信託の効力発生時となる。

① 元本補填契約のない合同運用金銭信託の場合

この信託の受益権の発行者は受託者であり、発行時が信託の効力発生時であるから、受託者が行う委託者（兼受益者）に対する当該信託契約締結の勧誘は、当該信託の受益権の委託者（兼受益者）に対する取得勧誘（募集）に該当し、発行者自ら行う取得勧誘（自己募集）になるので、金融商品取引業には該当しない。

委託者兼受益者が行う信託受益権の譲渡は、すでに信託効力発生時に受託者により発行されている信託受益権の譲渡になるので、信託受益権の募集ではなく、信託受益権の売付け勧誘（売出し）になるから、業として行うと第二種金融商品取引業に該当する。

② 単独運用金銭信託（元本補填契約のある合同運用金銭信託を含む。）の場合

この信託の受益権の発行者は受託者であり、発行時は委託者（兼受益者）の受益権譲渡時である。発行者は受託者であるので、受託者が行う委託者兼受益者に対する当該信託契約締結の勧誘は、形式的には発行者である受託者による委託者兼受益者に対する当該信託受益権の取得勧誘（自己募集）に該当するが、受益権の発行時は委託者（兼受益者）の受益権譲渡時であるから、当該信託契約の締結時（信託の効力発生時）の段階では募集の前提となる受益権がまだ発行されていないので、そもそも募集にはならない。

委託者兼受益者が信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、発行時が委託者（兼受益者）の受益権譲渡時であるので、当該信託受益権の取得勧誘（募集）に該当するが、発行者は受託者であるので、受託者から取得した信託受益権の売付け勧誘（売出し）になる。しかし、自益型単独運用信託（元本補填契約のある合同運用金銭信託を含む。）の場合には、委託者兼受益者が行う当該信託の受益権の売付け勧誘（売出し）は取得勧誘類似行為（募集）とされるので（定義府令9条6号）、委託者兼受益者が有する受益権の取得勧誘（自己募集）となることから、金融商品取引業には該当しないことになる。

(3) 他益信託の場合における適用関係

他益信託における信託受益権の発行者や発行時については、金商法上積極的に規定されているわけではない。自益信託における受益権の発行者および発行時について規定した反面効果として他益信託の受益権の発行者および発行時が定められることになる。その結果、発行者は、「委託者および受託者」（委託者指図型信託の場合は、委託者）となり、発行時は、「信託の効力発生時」となる。

1) 受益権の贈与としての他益信託

委託者が自己の有する財産を受託者に信託すると、その信託された財産は信託財産となり、信託の成立により当然に受益者は当該信託財産を裏付けとする受益権を取得することとなるが、他益信託においては、委託者と受益者が別人であるから、実質的には委託者の受益者に対する一種の受益権の贈与のようなものであるといえることができる。

他益信託の受益権の発行者は委託者および受託者であり、発行時が信託の効力発生時とされているから、受託者が行う委託者に対する当該他益信託契約締結の勧誘は、当該他益信託受益権の委託者に対する取得勧誘（募集）であり、発行者自ら行う取得勧誘（自己募集）になるので、金融商品取引業には該当しない。委託者が行う受託者との他益信託契約の締結は、上述したように、一種の受益者に対する信託受益権の贈与のようなものであり、受益者は信託の効力発生時に当然に受益権を取得して委託者による受益権の取得勧誘行為を伴うことはないから、金融商品取引業には該当しない。

他益信託の受益権の譲渡に関しては、他益信託においては委託者と受益者は別人であり、委託者は受益権を有していないので、委託者による受益権の譲渡は問題にならない。

受益者は、信託の効力発生時に受益権を取得しているので、受益者が行う受益権を譲渡するための勧誘は、既に発行されている受益権の売付け勧誘（売出し）になり、業として行うと第二種金融商品取引業に該当する。

2) 受益権の取得勧誘を伴う他益信託

上述したように、他益信託においては、委託者と受益者は別人であり、実質的には委託者の受益者に対する一種の受益権の贈与のようなものといえることができるから、基本的に他益信託受益権の募集はないと考えられるが、受益権の取得勧誘を伴うことで、他益信託でありながら実質的に自益信託における信託受益権の募集のようなことも可能であると考えられる。

例えば、委託者が、出資者を受益者とする信託を設定する目的で当該受益者となる出資者から出資を募り、これを受託者に信託する行為は、委託者が受託者と他益信託契約を締結することによって受益権を出資者である受益者に付与するものであるから、信託受益権の募集になると考えられる。発行者である委託者による自己募集になるので金融商品取引業には該当しないが（発行者である受託者が行う場合も同様）、受託者が委託者の委託を受けて行う受益権の取得勧誘を伴う他益信託契約締結の勧誘は、委託者のために行う当該信託受益権の募集の取扱いになり、業として行うと第二種金融商品取引業に該当すると考えられる。

このように、他益信託における信託受益権の取得勧誘は、他益信託の形式をとりつつ実質的に自益信託における信託受益権の募集行為を行おうとするものであるから、当該受益権の取得勧誘が法律に定められた義務を履行するために行われるものである場合や、信託行為の定めにより一定の条件成就によって自動的に受益者が受益権を取得するようになっている場合には、ここでの受益権の取得勧誘には該当しない。

例えば、加入者保護信託（振替法 51 条）、顧客分別金信託（金商法 43 条の 2 第 2 項）等のように、法令等において、事業者が顧客から預託を受けた金銭を保全するための分別管理義務が定められている場合であって、当該義務の履行として信託を行う旨を当該事業者が当該顧客に伝えるような行為は、当該信託受益権の取得勧誘に該当しない（金商法パブコメ回答（平成 19 年 7 月 31 日）18 頁 No.1）。また、社内預金引当信託、信託型デットアサンプション、退職給付信託、信託型ライツプラン等は、一定の条件成就によって、信託行為の定めにより受益者として指定された者が受益の意思表示をすることなく受益権を取得するが、このような条件の成就により受益者として指定された者に受益権を取得させる行為も、当該信託受益権の取得勧誘に該当しない¹⁰（金商法パブコメ回答（平成 19 年 7 月 31 日）19 頁 No.2）。

5 信託取引類型に応じた金融商品取引法の適用関係

信託に関する取引としては、信託の引受け（信託契約の締結等）と信託受益権の譲渡等に大別することができ、信託契約の締結等には、信託契約の締結とその代理・媒介等があり、信託受益権の譲渡には、信託受益権の譲渡とその代理・媒介等があるので、これらの

取引類型に応じて、金商法の適用関係を整理する。

(1) 信託契約の締結（信託の引受け）に関する規制

信託契約の締結（信託の引受け）に関しては、信託業法が適用され、信託業法上の業規制（開業規制や行為規制）が適用される。

さらに、投資性を有する特定信託契約による信託の引受けについては、同じ経済的性質を有する金融商品・取引には同じ利用者保護ルールを適用するという横断的規制を確保する観点から、信託業法において金商法の規定が準用され（業法 24 条の 2）、広告規制や契約締結前交付書面の交付・説明義務等の金商法上の販売・勧誘ルールが適用される。

(2) 信託契約の締結の代理・媒介に関する規制

信託契約の締結の代理・媒介に関しては、信託契約代理業に該当する場合は信託業法上の規制が適用され、それ以外で金融商品取引業に該当する場合は金商法上の規制が適用される。

1) 信託契約代理業に該当する場合——信託業法の適用

信託契約の締結の代理・媒介を営業として行う場合には、信託契約代理業として信託業法が適用され、信託契約代理店は、登録等の開業規制（業法 67 条）や、顧客に対する一定事項の明示義務、預託を受けた財産の分別管理義務、信託契約の締結の代理・媒介に係る行為準則等の行為規制（業法 74 条～76 条）の適用を受ける。しかし、これは、「委託者」または「委託者および受託者」が発行者となる信託契約（委託者指図型信託契約、委託者非指図型物・権利等の信託契約）の場合に限定され、「受託者」が発行者となる信託契約（自益型金銭の信託契約）の場合は除かれる（業法 2 条 8 項）。

これは、受託者が受益権の発行者となる信託契約の締結の代理・媒介については、信託契約代理業ではなく「信託受益権（有価証券）の募集等の取扱い」に該当し、金融商品取引業として金商法上の規制を受けるからである。ただし、受託者が受益権の発行者であっても、受益権の発行時が委託者（兼受益者）の受益権譲渡時である信託（自益型単独運用信託・元本補填契約のある合同運用金銭信託）契約の代理・媒介については、信託契約締結時の段階では未だ有価証券としての受益権が発行されていないので金商法は適用されず、信託契約代理業として信託業法が適用される。

2) 有価証券の募集等の取扱いに該当する場合——金商法の適用

上述したように、受託者が信託受益権の発行者であり、その受益権の発行時が信託の効力発生時である信託契約の締結の代理・媒介は、「信託受益権（有価証券）の募集等の取扱い」（金商法2条8項9号）に該当するから、これを業として行くと第二種金融商品取引業（金商法28条2項2号）になり、金商法上の開業規制と行為規制が適用される。

受託者が信託受益権の発行者であり、その受益権の発行時が信託の効力発生時である信託の引受け、すなわち、受託者が委託者との間で行う元本補填契約のない合同運用金銭信託契約締結の勧誘は、受託者の委託者（兼受益者）に対する当該信託受益権の取得勧誘（募集）である。この受託者の取得勧誘（募集）は、発行者自ら行う取得勧誘（自己募集）であるから金融商品取引業にはならないが、当該信託契約の締結の代理・媒介は、信託受益権の発行者である受託者のために行う当該信託受益権の取得勧誘であるから、「信託受益権（有価証券）の募集の取扱い」（金商法28条2項2号）に該当し、これを業として行う場合には第二種金融商品取引業の登録を受けなければならない（金商法29条）。

金融商品取引業の登録を受けた金融商品取引業者は、当該信託の顧客である委託者兼受益者と受託者に対して、特定投資家への告知義務等（金商法34条）、広告等の規制（金商法37条）、契約締結前交付書面の交付義務（金商法37条の3）、契約結時交付書面の交付義務（金商法37条の4）、実質的説明義務（金商法38条7号、金商業府令117条1項1号）等の販売・勧誘に係る義務を負う。

ただし、発行者である受託者に対して負う義務に関して、書面交付義務については、顧客が当該有価証券の発行者または所有者である場合は、契約締結前交付書面の交付義務が免ぜられることになっているので（金商法37条の3第1項但書、金商業府令80条1項5号）、書面交付義務のうち、契約締結時交付書面交付義務を負うことになる。

また、信託受益権の募集等の取扱いを通じて信託受益権を取得させる場合には、その「取得者」に対しても契約締結前書面交付義務等の金商法上の義務を負うが、信託受益権の「発行時」は、① 自益信託（元本補填契約のない合同運用金銭信託を除く。）の場合は、委託者（兼受益者）の受益権譲渡時、② それ以外の場合は、信託の効力発生時とされているので（金商法2条5項、金商定義府令14条4項1号）、自益型金銭の信託（単独運用信託・元本補填契約のある合同運用金銭信託）契約の締結の代理・媒介を行う場合には、当該信託契約締結の段階ではまだ有価証券としての信託受益権は発行されておらず、当該信

託受益権の「取得者」もないため、信託契約の委託者（兼受益者）に対して契約締結前書面交付義務を負わない。従って、この場合には、受託者に対する契約締結時書面の交付等を行えば足りることになる（金商法パブコメ回答（平成19年7月31日）320頁No.3）¹¹。

自益型金銭の信託のうち、元本補填契約のない合同運用信託契約の締結の代理・媒介の場合には、信託の効力発生時に信託受益権が発行されており、委託者（兼受益者）が信託受益権の「取得者」となるため、当該委託者（兼受益者）に対して契約締結前書面交付義務等を負う。

なお、契約締結前書面交付義務は、顧客等が特定投資家の場合は適用されないことになっているので（金商法45条）、信託銀行等の適格機関投資家に対しては、契約前書面交付義務はない（金商法2条31項1号、2条3項1号、金商定義府令10条1項4号等）。

(3) 信託受益権（有価証券）の引受けに関する規制

信託受益権は、有価証券とみなされるから（金商法2条2項1号）、信託受益権の募集・売出しに際して、当該信託受益権を取得させることを目的としてその全部または一部を取得する行為は、有価証券の引受け（金商法2条8項6号）に該当することになり、業として行う場合には第一種金融商品取引業の登録を要する。

信託受益権に関しては、「発行者」が「委託者」、「受託者」または「委託者および受託者」である場合があり、また、「発行時」が「委託者（兼受益者）が信託受益権を譲渡する時」と「信託の効力が生ずる時」である場合があるので、これらを踏まえて、信託の関係当事者である、受託者、委託者兼受益者、受益者が行う信託受益権の募集または売出しに際して行う当該信託受益権の引受けについて整理する。

1) 信託受益権の発行者である受託者による当該信託受益権の募集に際しての引受け

発行者が受託者で発行時が信託の効力発生時の自益型金銭の信託（元本補填契約のない合同運用信託）において受託者が行う委託者兼受益者に対する信託契約締結の勧誘は、委託者兼受益者に対する信託受益権の取得勧誘といえることができ、当該信託受益権の募集行為に該当するから、委託者（兼受益者）が投資者に取得させる目的で当該受託者と信託契約を締結して当該信託受益権を取得する行為は、信託受益権の引受けに該当する¹²。

発行者が受託者で発行時が委託者（兼受益者）の信託受益権譲渡時である自益型金銭の信託（単独運用金銭信託・元本補填契約のある合同運用金銭信託）において、受託者が行

う委託者兼受益者に対する当該信託契約締結の勧誘は、当該契約締結の段階ではまだ信託受益権が発行されていないので信託受益権の募集にはならないから、委託者兼受益者による当該信託受益権の引受けもない。しかし、当該信託の委託者兼受益者が、発行者である受託者から取得した信託受益権を譲渡するために行う売付け勧誘等（売出し）は取得勧誘類行為（募集）に該当するので（金商定義府令9条6号）、当該募集行為に際して、当該信託受益権を投資者に取得させる目的をもって取得する行為は、当該信託受益権の引受けになる。

このことから、受託者の委託者兼受益者に対して行う元本補填契約のない合同運用金銭信託契約締結の勧誘に応じて、投資者に取得させる目的をもって受託者と信託契約を締結して信託受益権を取得する委託者兼受益者の行為は、当該信託受益権の引受けに該当する。また、自益型単独運用金銭信託および元本補填契約のある合同運用金銭信託の受益権について、委託者兼受益者が、発行者である受託者から取得した信託受益権を譲渡するために行う売付け勧誘（売出し）は取得勧誘類似行為（募集）に該当するので、当該募集に際して、投資者に取得させる目的をもって当該信託受益権を取得する行為は、当該信託受益権の引受けに該当することになる。

2) 信託受益権の発行者である委託者兼受益者による当該信託受益権の募集に際しての引受け

委託者兼受益者が発行者で発行時が委託者（兼受益者）の信託受益権譲渡時である信託において、委託者兼受益者が信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘（募集）に際して、投資者に取得させる目的をもって当該受益権を取得する行為は、信託受益権の引受けに該当する。

このことから、発行者が委託者兼受益者で発行時が委託者（兼受益者）の受益権譲渡時である自益型委託者指図型信託および自益型委託者非指図型物・権利等の信託において、委託者兼受益者が自己の有する信託受益権の募集を行うに際して、投資者に取得させる目的をもって当該信託受益権を取得する行為は、当該信託受益権の引受けに該当することになる。

例えば、貸付債権の流動化を目的とする金銭債権信託においては、当該信託の受託者が固有財産をもって委託者（兼受益者）から信託受益権を一旦引き受けた上で投資者に売却する可能性があるが、この信託における信託受益権の発行者は委託者および受託者であり、

発行時は当該信託受益権の譲渡時であるから、委託者（兼受益者）から投資家に取得させる目的をもって当該信託受益権の全部を受託者が固有財産をもって取得する行為は、委託者兼受益者による信託受益権の募集に際して行う受託者による当該信託受益権の引受けに該当する¹³。

この場合、信託財産をもって当該信託受益権を取得することについては、原則として当該信託受益権は消滅することになるので引受けをすることができないが、信託行為に別段の定めをすることが認められているので（信託法 104 条 12 項・13 項）、信託財産をもって取得しても消滅しないことにすれば、信託財産をもって取得することも可能となる。

なお、「有価証券の引受」は、業として行う場合には第一種金融商品取引業になるから信託会社は行うことはできないが、信託会社が自らを受託者とする信託受益権について行う「有価証券の引受け」は金融商品取引業から除外されているので、金商法の規制を受けずに信託受益権の引受けを行うことができる（金商法 2 条 8 項柱書、金商令 1 条の 8 の 6 第 1 項 4 号、金商定義府令 16 条 1 項 7 号）。

3) 受益者による信託受益権の売出しに際しての引受け

信託受益権の発行時が信託の効力発生時である信託（元本補填契約のない自益型合同運用金銭信託および他益信託）においては、受益者は、信託の効力発生時に受益権を取得しているから、その有する信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は売付け勧誘（売出し）になるので、当該売付け勧誘（売出し）に際して、投資者に取得させる目的をもって当該信託受益権を取得する行為は、信託受益権の引受けに該当する。

(4) 信託受益権の譲渡に関する規制

有価証券である信託受益権を譲渡する行為に関して、当該行為が、有価証券の売買または売買の媒介・取次ぎ・代理（金商法 2 条 8 項 1 号・2 号）や有価証券の募集・売出しまたはその取扱い（金商法 2 条 8 項 7 号～9 号）等に該当する場合には、それを業として行うには第二種金融商品取引業としての登録を要するが（金商法 28 条 2 項 2 号、29 条）、下記の場合は適用されない。

1) 対外的行為の一切を委託して行う信託受益権の販売の適用除外

信託受益権の発行時が信託の効力発生時である信託（元本補填契約のない自益型合同運用金銭信託および他益信託）においては、信託受益権は信託の効力発生時に既に発行され

ているから、受益者が当該信託受益権を販売するために行う取得勧誘は、信託受益権の取得勧誘（自己募集）ではなく売付け勧誘（売出し）に該当し、それを業として行う場合には第二種金融商品取引業としての登録を要する。

しかし、信託受益権の販売について、勧誘することなく、金融商品取引業者等に勧誘等の全部を委託することによって信託受益権を販売する場合には、金融商品取引業に該当しないものとされている（金商法2条8項、金商令1条の8の6第1項4号、金商定義府令16条1項1号）¹⁴。

これは、信託受益権販売業について、信託受益権の保有者が売主となるが、勧誘等の対外的行為の一切を信託受益権販売業者に委託している等の場合には、信託受益権販売業の登録を要しないとされていた取扱い（旧信託会社等に関する総合的な監督指針10-2-1（1）を金商法にも踏襲したものである¹⁵。

2) 信託受益権の譲渡が有価証券の自己募集に該当する場合の適用除外

信託受益権の発行時が、委託者（兼受益者）の信託受益権譲渡時（金商定義府令14条4項1号イ）とされている信託、すなわち、委託者指図型自益信託、委託者非指図型自益信託（元本補填契約のない合同運用金銭信託を除く。）においては、委託者兼受益者の受益権譲渡時に有価証券としての受益権が発行されることになるから、委託者兼受益者が行う当該信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、発行者が自ら行う取得勧誘（自己募集）になるので、金融商品取引業には該当しない。

① 委託者指図型自益信託の場合

委託者指図型自益信託の受益権の発行者は、委託者であり、発行時は、委託者（兼受益者）の受益権譲渡時であるので、委託者兼受益者が当該信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、当該信託受益権の取得勧誘（募集）に該当し、発行者自ら行う取得勧誘（自己募集）になるので、金融商品取引業には該当しない。

この場合、受託者が委託者（兼受益者）の委託を受けて行う当該信託受益権の取得勧誘は、委託者（兼受益者）のために行う当該信託受益権の募集の取扱いになり、業として行うと第二種金融商品取引業に該当する。

② 委託者非指図型自益信託（元本補填契約のない合同運用金銭信託を除く。）の場合

委託者非指図型物・権利等の信託の場合：

発行者は委託者および受託者であり、発行時が委託者（兼受益者）の受益権譲渡時

であるから、委託者および受託者が信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、信託受益権の募集に該当し、信託受益権の発行者である委託者（兼受益者）および受託者による自己募集になるので、金融商品取引業には該当しない。

受託者が委託者から委託を受けて信託受益権の取得勧誘（募集）を行う場合は、委託者のために行う信託受益権の募集の取扱いなり、業として行うと第二種金融商品取引業に該当することになる。

単独運用金銭信託（元本補填契約のある合同運用金銭信託を含む。）の場合：

発行者は受託者であり、発行時が委託者（兼受益者）の受益権譲渡時であるから、委託者兼受益者が行う信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、形式的には信託受益権の自己募集に該当するが、発行者は受託者であるので、受託者から取得した信託受益権の売付け勧誘（売出し）になる。しかし、自益型単独運用信託（元本補填契約のある合同運用金銭信託を含む。）の場合には、委託者兼受益者が行う当該信託の受益権の売付け勧誘（売出し）は取得勧誘類似行為（募集）とされるので（金商定義府令9条6号）、委託者兼受益者が有する受益権の自己募集となることから、金融商品取引業には該当しないことになる。

3) 信託会社等の信託受益権売買業

信託会社等（管理型信託会社を除く。）は、信託業の法定他業として信託受益権売買等業務を営むことができる（業法21条1項）。信託受益権の売買等を営業として行うことは、第二項有価証券の売買もしくはその代理・媒介または募集・売出しもしくはその取扱いに該当して（金商法28条2項2号）第二種金融商品取引業の登録を要するところ、信託会社等（管理型信託会社を除く。）は、信託業法に基づく規制を受けているので、第二種金融商品取引業の登録を受けなくても、信託受益権売買等業務を営むことができるとされている（金商法65条の5第1項）。

ただし、信託受益権の売買等を行う信託会社等は、金融商品取引業者とみなされて金商法の規定が適用され、一定の金商法上の行為規制を受けることとなる（金商法65条の5第2項）。

II 信託の受益権に係る開示規制

1 特定有価証券の開示

(1) 企業金融型証券と資産金融型証券の開示¹⁶

有価証券は企業金融型証券と資産金融型証券に大別でき、信託の受益権（信託受益証券・信託受益権）は、資産金融型証券に属する。

1) 企業金融型証券の開示

株券（株式）や社債券（社債）のような伝統的な有価証券は、発行者である企業自身の信用力や事業の見込みがその価値の基礎となっているところから、企業金融型証券といわれている。

このような企業金融型証券に投資する投資者にとっては、発行者である企業およびその企業の属する企業グループの財務状況、事業の状況、コーポレートガバナンスの状況等の情報が重要であり、開示規制も発行者である企業自身に対してそのような情報を正確かつタイムリーに開示させることに重点が置かれている。

2) 資産金融型証券の開示

間接金融から直接金融への流れの中で進展した金融技術の発展や法制度の整備等により、企業金融型証券とは異なった性格を有する証券も投資者の投資対象とされるようになってきている。例えば、特定目的会社を用いて発行される優先出資証券や投資信託の受益証券等は、発行者の信用力ではなく、それとは切り離された資産をその価値の裏付けとする証券であり、企業金融型証券と対比して資産金融型証券といわれる。

資産金融型証券における開示については、その性質上、企業金融型証券の開示とは異なる取扱いが必要になる。

すなわち、企業金融型証券では、投資者にとって必要な情報は発行者である企業およびその企業の属する企業グループ自身の信用力に関する情報であったが、資産金融型証券では、発行者自身の情報よりも、その価値の裏付けとなっている資産の内容やその運用管理の状況、あるいはそれらを証券化するためにいかなる仕組みが用いられているかといった情報こそが投資者の投資判断において重要になる。

また、企業金融型証券では、資金調達の実体である発行者自身が開示すべき必要な情報

(自らの信用力に関する情報)を有しているために、当該企業自身を発行者として開示義務を課すことがふさわしいが、資産金融型証券では、証券発行の主体が、例えば、ペーパーカンパニーに過ぎない特定目的会社であったりするなど、必ずしも開示すべき必要な情報を有しているとは限らないので、実効的な開示をすることができる者に開示義務を課す必要がある。

(2) 特定有価証券の開示

企業金融型証券とは区別される資産金融型証券については、その特徴を踏まえ、その主なものを「特定有価証券」(金商法5条1項)と呼び、その性質に着目した特別の開示制度が整備されている。

1) 特定有価証券

まず、金商法では、「特定有価証券」を「その投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報が発行者が行う資産の運用その他これに類似する事業に関する情報である有価証券として政令で定めるもの」と定義して(金商法5条1項)、その実質がいわゆる資産金融型証券であることを明らかにした上で、政令(金商令2条の13)において、以下の有価証券または権利を特定有価証券として指定している¹⁷。

- ① 資産流動化法上の特定社債券、優先出資証券・新優先出資引受権証券、特定目的信託の受益証券およびコマーシャルペーパー(資産流動法化上場の約束手形に限る。)(金商法2条1項4号、8号、13号および15号)
- ② 投信法上の投資信託受益証券・外国投資信託受益証券および投資証券・新投資口予約証券・投資法人債券・外国投資証券(同10号および11号)
- ③ 信託法上の受益証券発行信託の受益証券(同項14号)
- ④ 抵当証券法上の抵当証券(同項16号)
- ⑤ 外国貸付債権信託受益証券(同項18号)
- ⑥ 有価証券信託受益証券(前各号に掲げる有価証券を受託有価証券とするものに限る。)
- ⑦ 有価証券投資事業権利等(金商法3条3号)(学校法人等貸付債権を除く。)(同項19号)
- ⑧ 以上に準ずるものとして内閣府令(特定開示府令8条)で定めるもの(上記①～⑤)

の有価証券または有価証券に係る権利を表示する預託証券・証書（同項20号）等）

ここで指定されているのは、基本的には開示規制の対象となる第一項有価証券の中で資産金融型証券としての性質を有するものであるが、開示免除有価証券である第二項有価証券（金商法3条3号）であっても、一定の有価証券投資性を有するものについては、有価証券投資事業権利等（同号括弧書）として特定有価証券に含まれて開示規制の対象とされている（金商法3条3号イ・ロ、金商令2条の13第7号）。

例えば、① 集団投資スキーム持分については、出資総額が100分の50を超える額を充てて有価証券に対する投資を行う出資対象事業に係るものが（金商令2条の9第1項1号柱書）、② 信託受益権については、当該受益権に係る信託の信託財産に属する資産の価額の総額の100分の50を超える額を有価証券に対する投資に充てて運用を行うものが（金商令2条の10第1項1号柱書）、有価証券投資事業権利等に該当して、開示規制の適用を受ける。

2) 特定有価証券の開示内容

次に、特定有価証券の開示については、特定有価証券の資産金融型証券としての性質を踏まえて、「当該会社が行う資産の運用その他これに類似する事業に係る資産の経理の状況その他資産の内容に関する重要な事項その他の公益または投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項」の開示が求められている（金商法5条5項、24条5項、特定開示府令10条、22条）。

すなわち、その証券の実質的な価値を裏付ける資産、その運用者または管理者、運用または管理の内容等についての情報を開示することが求められるのであるが、特定有価証券にはさまざまなタイプの有価証券があり、開示すべき情報も一様ではないため、「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」（特定開示府令）においてその開示すべき情報や様式の詳細が定められている。後掲「特定有価証券に係る有価証券届出書」、「特定有価証券に係る有価証券報告書」参照。

2 特定有価証券の開示方法

(1) 特定有価証券の開示義務

特定有価証券についても、その開示規制の基本構造自体は他の有価証券と同様である。

特定有価証券の発行者は、まず、発行開示として、特定有価証券の募集・売出し等を行う場合において、有価証券届出書の提出義務を負い（金商法5条5項による同条1項～4項の準用）、目論見書の作成・交付義務を負う（金商法13条・15条）。

次に、継続開示として、有価証券報告書（金商法24条5項による同条1項～4項の準用）、半期報告書（金商法24条の5第3項による同条1項・2項の準用）、臨時報告書（金商法24条の5第4項）といった書類の提出義務を負う。

(2) 特定有価証券の発行者と発行時

上述したように、特定有価証券に係る有価証券届出書等の開示書類を提出すべき義務を負うのは、他の有価証券の場合と同様、特定有価証券の「発行者」である。

「発行者」とは、有価証券を発行または発行しようとする者をいうが、特定有価証券については、その性質を踏まえて、内閣府令で定める有価証券については内閣府令で定める者とされ、さらに、特定有価証券が第二項有価証券である場合には、発行者だけでなく発行時についても内閣府令で定められている（金商法2条5項、金商定義府令14条）。

1) 特定有価証券（第一項有価証券）の発行者

金商定義府令14条1項において、発行者を定める特定有価証券（第一項有価証券）として、① 特定目的信託の受益証券、② 受益証券発行信託の受益証券、③ 抵当証券、④ ①～③の性質を有する外国証券・証書、⑤ 預託証券・証書を定めた上で、同条2項において以下のように当該各有価証券ごとにその発行者を定めている。

① 特定目的信託の受益証券・同性質の外国証券・証書 原委託者および受託者（1号）

② 受益証券発行信託の受益証券・同性質の外国証券・証書（2号）

イ 委託者指図型信託の場合 委託者

ロ 自益型金銭の信託の場合 受託者

ハ イおよびロ以外の場合 委託者および受託者

③ 有価証券信託受益証券 受託有価証券の発行者（3号）

④ 抵当証券・同性質の外国証券・証書 抵当証券所有者（4号）

⑤ 預託証券・証書 預託有価証券の発行者（5号）

2) 特定有価証券（第二項有価証券）の発行者と発行時

特定有価証券が第二項有価証券の場合は、金商法2条5項において権利の種類ごとに内

閣府令で定める者が内閣府令で定める時に当該権利を有価証券として発行するものとみなされ、これを受けて、金商定義府令 14 条 3 項で発行者を、同条 4 項で発行時を以下のよう定めている。前掲「金商法における信託受益権の「発行者」と「発行時」参照。

「発行者」

- ① 信託受益権・同性質の外国信託受益権（3 項 1 号）
 - イ 委託者指図型信託の場合 委託者
 - ロ 自益型金銭の信託の場合 受託者
 - ハ イおよびロ以外の場合 委託者および受託者
- ② 合名・合資・合同会社の社員権・同性質の外国社員権 業務執行社員・業務執行者（同項 2 号・3 号）
- ③ 集団投資スキーム持分・類似の外国集団投資スキーム持分（同項 4 号・5 号）
集団投資スキーム持分に応じて営業者・業務執行組合員・無限責任組合員
- ④ 学校貸付債権 学校法人等（同項 6 号）

「発行時」

- ① 信託受益権・同性質の外国信託受益権（4 項 1 号）
 - イ 自益信託（合同運用信託（元本補填契約のある合同運用金銭信託を除く。）を除く。）の場合 委託者が受益権を譲渡する時
 - ロ イ以外の場合 信託の効力が生ずる時
- ② 合名・合資・合同社員権・類似の外国社員権 社員就任時（同項 2 号）
- ③ 集団投資スキーム持分・類似の外国集団投資スキーム持分 当該権利に係る契約の効力発生時（同項 3 号）
- ④ 学校貸付債権 当該債権の発生時（同項 4 号）

(3) 特定有価証券の募集・売出し

前述したように、有価証券の募集とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（「取得勧誘」をいい、「取得勧誘類似行為」を含む。）（金商法 2 条 3 項）をいい、有価証券の売出しとは、既に発行された有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘（「売付け勧誘等」といい、「取得勧誘類似行為」を除く。）をいうが、特定有価証券の場合も同様であり、特定有価証券が第一項有価証券である場合と第二項有価証券であ

る場合とで募集・売出しの要件が異なる。

① 特定有価証券が第一項有価証券の場合

取得勧誘・売付け勧誘等の相手方の数が50名以上であり（金商法2条3項1号、4項1号）、かつ、適格機関投資家私募・私売出し、特定投資家私募・私売出し、少数人数私募・私売出しのいずれにも該当しないものが募集・売出しに該当する（同条3項2号、4項2号）。

② 特定有価証券が第二項有価証券の場合

取得勧誘・売付け勧誘等に応じることにより相当程度多数の者（500名以上）が当該取得勧誘・売付け勧誘等に係る有価証券を所有することとなるものが募集・売出しに該当する（金商法2条3項3号、4項3号）。

第二項有価証券は、第一項有価証券と異なり、一般に、その組成において、投資者の需要などを踏まえながらその内容を確定させていく方法などがとられている場合が多いこと等を勘案して、所有者基準により募集・売出しの判定が行われる¹⁸。

なお、信託に関しては、以下の取得勧誘類似行為が募集行為に含まれる一方、売出行為から除かれる（金商定義府令9条）。

- ① 特定目的信託の受益証券の場合は、原委託者が当該有価証券を譲渡するために行う当該有価証券の売付け勧誘等
- ② 自益型受益証券発行信託（単独運用信託）の受益証券の場合は、委託者（兼受益者）が当該有価証券を譲渡するために行う当該有価証券の売付け勧誘等
- ③ 自益型の単独運用信託（元本補填契約のある合同運用金銭信託を含む。）の場合は、委託者（兼受益者）が当該権利を譲渡するために行う売付け勧誘等

(4) 特定有価証券としての信託の受益権の募集・売出し

1) 特定有価証券が第一項有価証券（信託受益証券）の場合

特定有価証券が特定目的信託の受益証券や受益証券発行信託の受益証券のように第一項有価証券である場合は、類型ごとに定められる発行者（金商定義府令14条2項）、すなわち、委託者指図型信託の場合は委託者、自益型金銭の信託の場合は受託者、それ以外の信託の場合は委託者および受託者が、当該信託受益証券の募集・売出し（相手方50名以上）を行う場合において、当該信託受益証券に係る有価証券届出書の提出等の開示義務を負う。

2) 特定有価証券が第二項有価証券（信託受益権）の場合

特定有価証券が有価証券投資事業権利等に該当する信託受益権のように第二項有価証券である場合には、類型ごとに定められる発行者（金商定義府令14条3項）により類型ごとに定められる発行時（同条4項）に当該権利が発行されるものとして募集・売出し（所有者500名以上）が行われる場合に、当該発行者が当該信託受益権に係る有価証券届出書の提出等の開示義務を負う。

すなわち、委託者指図型信託の場合は委託者、自益型金銭の信託の場合は受託者、それ以外の信託の場合は委託者および受託者を発行者として、自益信託（元本補填契約のない同運用金銭信託を除く。）の場合は委託者（兼受益者）が当該受益権を譲渡する時に、それ以外の場合は信託の効力が発生した時に当該受益権が発行されるものとして募集・売出しが行われる。

① 受託者による信託受益権の募集

「発行者」が受託者で、「発行時」が信託効力発生時の信託（元本補填契約のない合同運用金銭信託）において、受託者の委託者（兼受益者）に対する当該信託契約締結の勧誘は、当該信託受益権の委託者兼受益者に対する取得勧誘（募集）に該当するので、当該募集により500名以上の者が受益者になるような場合には、発行者である受託者は、当該信託契約の締結に際して当該信託受益権の開示義務を負う。

② 委託者（兼受益者）による信託受益権の募集

「発行時」が委託者（兼受益者）の受益権譲渡時である信託において、

- 1 「発行者」が委託者である信託（委託者指図型自益信託）の委託者（兼受益者）が行う当該信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、当該信託受益権の取得勧誘（募集）に該当するので、当該募集により500名以上の者が受益者になるような場合には、発行者である委託者（兼受益者）は、当該信託受益権を譲渡するに際して当該信託受益権の開示義務を負う。
- 2 「発行者」が受託者である信託（自益型の単独運用信託・元本補填契約のある合同運用金銭信託）の委託者（兼受益者）が行う当該信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、発行者である受託者から取得した当該受益権の売付け勧誘等（売出し）になるが、上述したように、当該行為は取得勧誘類似行為として募集に該当するので、当該募集により500名以上の者が受益者になるような場合には、発行者で

ある受託者は、委託者（兼受益者）が当該信託受益権を譲渡するに際して当該信託受益権の開示義務を負う。

3 「発行者」が委託者および受託者である信託（自益型物・権利等の信託）の委託者（兼受益者）が行う当該信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、上記1または2と同様に当該信託受益権の募集に該当するので、当該募集により500名以上の者が受益者になるような場合には、発行者である委託者および受託者は、委託者（兼受託者）が当該信託受益権を譲渡するに際して当該信託受益権の開示義務を負う。

③ 受益者による信託受益権の売出し

「発行時」が信託の効力発生時である信託（自益型元本補填契約のない合同運用金銭信託および他益信託）において、受益者がその有する信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘は、すでに発行されている当該信託受益権を譲渡するために行う売付け勧誘等（売出し）に該当するので、当該売出しにより500名以上の者が受益者になるような場合には、当該信託受益権の発行者（元本補填契約のない合同運用金銭信託の場合は受託者、他益信託の場合は委託者および受託者）は、受益者が当該信託受益権を譲渡するに際して当該信託受益権の開示義務を負う。

3 特定有価証券に係る有価証券届出書・目論見書

(1) 有価証券届出書

1) 有価証券届出書の提出義務

特定有価証券の募集・売出し等（特定有価証券の募集・売出し、適格機関投資家・特定投資家等取得特定有価証券一般勧誘）を行う場合には、当該特定有価証券の発行者がその旨を届け出なければならず（金商法4条1項から3項）、届出を行う者は、以下の事項を記載した有価証券届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法5条5項：同条1項準用）。後掲「特定有価証券に係る有価証券届出書」参照。

- ① 当該募集または売出しに関する事項（証券情報）
- ② 当該会社が行う資産の運用その他これに類似する事業に係る資産の経理の状況その他資産の内容に関する重要な事項その他の公益または投資者保護のため必要かつ適当

なものとして内閣府令（特定開示府令 10 条）で定める事項（ファンド情報・特定信託財産情報・信託財産情報等）

2) 有価証券届出書の提出義務の免除

特定有価証券の募集・売出しに係る発行者の届出義務は、以下の場合には免除される（金商法 5 条 5 項：同条 1 項準用（4 条 1 項但書準用））。

- ① 募集・売出しの相手方が当該特定有価証券に係る情報をすでに取得しているか、または容易に取得することができる場合
- ② 特定組織再編成発行手続・交付手続に係る特定有価証券に関して開示が行われている場合
- ③ 開示が行われている特定有価証券の売出しの場合
- ④ 既発行外国証券等の売出しで国内における売買価格情報が容易に取得できる場合
- ⑤ 発行価額または売出価額の総額が 1 億円未満の募集・売出し等の場合（特定開示府令 2 条）

3) 有価証券届出書の記載事項

有価証券届出書の記載は、特定有価証券の種類ごとに定められる様式により、各様式の記載上の注意に記載された方法により記載する（特定開示府令 10 条 1 項）。

- ① 内国投資信託受益証券——第 4 号様式
- ② 外国投資信託受益証券——第 4 号の 2 様式
- ③ 内国投資証券——第 4 号の 3 様式
- ④ 外国投資証券——第 4 号の 4 様式
- ⑤ 内国資産流動化証券——第 5 号の 2 様式
- ⑥ 外国資産流動化証券——第 5 号の 3 様式
- ⑦ 内国資産信託流動化受益証券——第 5 号の 4 様式
- ⑧ 外国資産信託流動化受益証券——第 5 号の 5 様式
- ⑨ 内国信託受益証券・内国信託社債券・内国信託受益権——第 6 号様式
- ⑩ 外国信託受益証券・外国信託社債券・外国信託受益権および外国貸付債権信託受益証券——第 6 号の 2 様式
- ⑪ 内国抵当証券——第 6 号様式
- ⑫ 外国抵当証券——第 6 号の 2 様式

- ⑬ 内国所有証券投資事業権利等——第6号の5様式
- ⑭ 外国所有証券投資事業権利等——第6号の6様式
- ⑮ 特定所有証券信託受益証券——受託所有証券の区分に応じた様式
- ⑯ 特定預託証券——当該預託証券に表示される権利に係る特定所有証券の区分に応じた様式

4) 発行価格等を記載しない場合

特定所有証券の発行価格・売出価格の決定前に募集・売出しをする必要がある場合には、募集・売出しに関する記載事項のうち発行価格・売出価格等の記載をしないで所有証券届出書を提出することができる（金商法5条5項：同条1項但書準用、特定開示府令11条）。この場合、目論見書についても発行価格等を記載する必要はない（金商法13条2項但書、特定開示府令11条柱書）。

5) 少額募集等の場合における記載の簡略化

特定所有証券に係る所有証券届出書を提出すべき募集・売出しのうち、その発行価格・売出価格の総額が5億円未満のもの（「少額募集等」）については、当該所有証券届出書を提出しようとする者（以下に掲げる者を除く。）は、内閣府令で定めるところにより所有証券届出書記載事項のうちファンド情報等を簡略化できる（金商法5条5項：同条2項準用）。ただし、内閣府令による定めはない。

- ① 上場所有証券、店頭売買所有証券、多数者（500名以上）が所有する所有証券に該当する特定所有証券の発行者
- ② 届出が必要な募集・売出しについて、ファンド情報等を記載した所有証券届出書を提出した者
- ③ 既に所有証券報告書、四半期報告書、半期報告書のいずれかを提出している者

(2) 組込方式による所有証券届出書

1) 組込方式

既に1年間継続して以下の所有証券報告書を提出している者は、当該所有証券届出書に直近の所有証券報告書・添付書類とその後提出される四半期報告書または半期報告書とこれらの訂正報告書の写しをとじ込み、かつ、所有証券報告書提出後に生じた追加情報を記載することにより、特定所有証券届出書記載事項のうちのファンド情報等の記載に代え

ることができる（金商法5条5項：同条3項準用、特定開示府令11条の2第2項）。

- ① 内国投資証券——第7号の3様式により作成した有価証券報告書
- ② 外国投資証券——第8号様式により作成した有価証券報告書
- ②の2 外国投資証券——金商法24条8項の規定により提出した外国会社報告書
- ③ 特定内国資産流動化証券——第8号の2様式により作成した有価証券報告書
- ④ 特定外国資産流動化証券——第8号の3様式により作成した有価証券報告書
- ⑤ 特定外国資産流動化証券（④以外の特定外国資産流動化証券）——金商法24条8項の規定により提出した外国会社報告書
- ⑥ 特定有価証券信託受益証券——当該受託有価証券に係る特定有価証券の区分に応じた様式により作成した有価証券報告書
- ⑦ 特定預託証券——当該特定預託証券に表示される権利に係る特定有価証券の区分に応じた様式により作成・提出された有価証券報告書

2) 組込方式による有価証券届出書の作成

上記①から⑦の有価証券報告書を提出している者は、以下の特定有価証券の区分に応じて定められる様式により有価証券届出書を作成することができる（特定開示府令11条の2第3項）。「証券情報」のほか、「追完情報」、「組込情報」、「特別情報」を記載することで足りる。

- ① 内国投資証券——第4号の3の2様式
- ② 外国投資証券——第4号の4の2様式
- ③ 特定内国資産流動化証券——第5号の2の2様式
- ④ 特定外国資産流動化証券——第5号の3の2様式
- ⑤ 特定有価証券信託受益証券——当該受託有価証券に係る特定有価証券の区分に応じて定められる様式
- ⑥ 特定預託証券——当該特定預託証券に表示される権利に係る特定有価証券の区分に応じて定められる様式

(3) 参照方式による有価証券届出書

1) 参照方式

下記の要件を満たす者は、有価証券届出書に直近の有価証券報告書・添付書類とその後

に提出される四半期報告書・半期報告書・臨時報告書とこれらの訂正報告書（「参考書類」）を参照すべき旨を記載したときは、有価証券届出書記載事項のうちファンド情報等を記載したものとみされる（金商法5条5項：同条4項準用、特定開示府令11条の3）。

- ① 既に1年間継続して有価証券報告書のうち上記(2)1)①～⑥の有価証券報告書を提出していること（同条4項1号準用、特定開示府令11条の3第3項）
- ② ファンド情報等が既に公衆に広範囲に提供されているものとして、当該特定有価証券の取引所金融商品取引市場における取引状況等が以下の基準に該当すること（同条4項2号準用、特定開示府令11条の3第4項）

- 1 内国投資証券・外国投資証券

上場投資証券または店頭売買有価証券である場合、その年の年間売買金額および時価総額が100億円以上等

- 2 特定内国資産流動化証券・外国資産流動化証券

発行価額または売価額の総額が100億円以上

- 3 特定有価証券信託受益証券

受託有価証券につき、上記1・2の特定有価証券の区分に応じた基準

- 4 特定預託証券

特定預託証券に表示される権利に係る特定有価証券につき、上記1・2の特定有価証券の区分に応じた基準

- 2) 参照方式による有価証券届出書の作成

上記1)①・②の要件を満たす者が有価証券届出書を提出しようとする場合には、以下の特定有価証券の区分に応じて定められる様式により有価証券届出書作成することができる（特定開示府令11条の3第1項）。「証券情報」、「参照情報」、「特別情報」等のみを記載することで足りる。

- ① 内国投資証券——第4号の3の3様式
- ② 外国投資証券——第5号様式
- ③ 特定内国資産流動化証券——第5号の2の3様式
- ④ 特定外国資産流動化証券——第5号の3の3様式
- ⑤ 特定有価証券信託受益証券——当該受託有価証券に係る特定有価証券の区分に応じて定められる様式

- ⑥ 特定預託証券——特定預託証券に表示される権利に係る特定有価証券の区分に応じて定められる様式

(4) 特定有価証券に係るみなし有価証券届出書制度

特定有価証券について継続して募集・売出しをする場合、その都度提出される有価証券届出書と継続開示として提出されている有価証券報告書におけるファンド等の情報は、基本的には重複する。そこで、一定の要件の下で、証券情報のみを記載した募集事項等記載書面を有価証券報告書と併せて提出することにより、有価証券届出書の提出とみなす制度が導入された（平成 25 年金商法改正）¹⁹。

1) 募集事項等記載書面の提出

以下の特定有価証券の募集・売出しについて有価証券届出書を提出しなければならない会社（「特定有価証券届出書提出会社」という。「特定有価証券届出書提出者」を含む。）は、当該有価証券の募集・売出しが 1 年間継続して行われている場合には、証券情報を記載した書面（「募集事項等記載書面」）を提出することができる。ただし、当該募集・売出しが当該募集事項等記載書面の提出の直前まで行われている場合に限定される（金商法 5 条 10 項、特定開示府令 11 条の 6）。

募集事項等記載書面の提出は、特定有価証券届出書提出会社が以下の特定有価証券の区分に応じた様式により行う（特定開示府令 11 条の 6 第 3 項）。

- ① 内国投資信託受益証券——第 6 号の 7 様式
- ② 外国投資信託受益証券——第 6 号の 8 様式
- ③ 内国信託受益証券および内国信託受益権——第 6 号の 9 様式
- ④ 外国信託受益証券および外国信託受益証券——第 6 号の 10 様式
- ⑤ 特定有価証券信託受益証券——当該受託証券に係る特定有価証券の区分に応じた様式
- ⑥ 特定預託証券——当該預託証券に表示される権利に係る特定有価証券の区分に応じた様式

2) 有価証券報告書の併出

特定有価証券届出書提出会社は、特定有価証券に係る募集事項等記載書面を提出する場合には、当該提出日の属する当該特定有価証券の特定期間²⁰の直前の特定期間に係る有価

証券報告書とその添付書類と併せて提出しなければならない（金商法5条11項）。

3) みなし有価証券届出書

特定有価証券届出書提出会社が募集事項等記載書面および有価証券報告書・添付書類を提出すると、当該募集事項等記載書面および有価証券報告書は有価証券届出書とみなされて金融商品取引法令が適用される（金商法5条12項）。

(5) 特定有価証券に係る目論見書

1) 目論見書の作成

特定有価証券の募集・売出し等（適格機関投資家・特定投資家等取得特定有価証券一般勧誘（有価証券の売出しに相当するものを除く。）を含む。）について届出義務のある発行者は、当該募集・売出しに際し、目論見書を作成しなければならない。また、開示が行われている特定有価証券の売出しについても同様とされているので（金商法13条1項本文）、既に開示されている特定有価証券の売出しについては有価証券届出書の提出義務が免ぜられるが（金商法4条1項3号）、目論見書は作成しなければならない。

ただし、特定有価証券の売出価額の総額が1億円未満であるものその他内閣府令（特定開示府令14条）で定める以下のものについては、開示が行われている特定有価証券の売出しから除かれるので、原則として目論見書の作成を要しない（金商法13条1項本文括弧書）。

① 金商法2条4項に規定する有価証券の売出しに該当しないもの

② 以下の有価証券の売出しに該当しないもの

イ 有価証券の売出しに係る有価証券の所有者である当該有価証券の発行者が行う当該有価証券の売出し

ロ 当該有価証券を他の者に取得させることを目的として当該有価証券の発行者から当該有価証券を取得した金融商品取引業者等が行う当該有価証券の売出し

ハ 有価証券の売出しに係る引受人（総額引受人を除く。）に該当する金融商品取引業者等が行う当該有価証券の売出し

ニ 金商法2条6項3号（未行使の新株予約権の取得・行使）に規定する契約に基づき新株予約権証券を取得し、または新株予約権証券に係る新株予約権を行使することにより有価証券を取得した金融商品取引業者等（同号の契約を行う引受人に限

る。)が行う当該新株予約権証券または当該有価証券に係る有価証券の売出し

なお、特定有価証券の募集が新株予約権証券の募集である場合は、その円滑な実施を促進する観点から、当該新株予約権証券の上場および届出を行った旨の日刊新聞紙への掲載を条件として、目論見書の作成義務が免ぜられる（金商法 13 条 1 項但書）。

2) 目論見書の交付

発行者、有価証券の売出しをする者、引受人、金融商品取引業者、登録金融機関または金融仲介業者は、募集・売出しの届出をした特定有価証券または既に開示された特定有価証券を募集・売出しにより取得させまたは売り付ける場合には、目論見書をあらかじめまたは同時に交付しなければならない（交付目論見書）（金商法 15 条 2 項本文）。

ただし、以下の場合は、交付を要しない（同項但書）。

- ① 適格機関投資家に取得させまたは売り付ける場合
- ② 同一銘柄を所有する投資者が当該目論見書の交付を受けないことについて同意した場合、または投資者の同居者がすでに当該目論見書の交付を受けもしくは確実に受けると見込まれる場合で、当該投資者が当該目論見書の交付を受けないことについて同意した場合
- ③ 金融商品取引所への上場および募集・売出しの届出を行った旨等の日刊新聞紙への掲載の要件を満たす新株予約権証券の募集の場合

また、発行者、有価証券の売出しをする者、引受人、金融商品取引業者、登録金融機関または金融仲介業者は、募集・売出しの届出をした特定有価証券または既に開示された特定有価証券を募集・売出しにより取得させまたは売り付ける場合において、その取得させまたは売り付ける時まで、相手方から目論見書の交付の請求があったときは、直ちに交付しなければならない（請求目論見書）（金商法 15 条 3 項）。

なお、請求目論見書の交付は、政令（金商令 3 条の 2）で定める以下の特定有価証券に限定される。

- ① 投信法上の投資信託・外国投資信託の受益証券（金商法 2 条 1 項 10 号）
- ② 投信法上の投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券、外国投資証券（金商法 2 条 1 項 11 号）

3) 目論見書の記載事項

目論見書の記載事項は、① 有価証券届出書のうち、投資者の判断に極めて重要な影響

特定有価証券に係る有価証券届出書

内国投資信託受益証券の有価証券届出書 (4号様式)	内国資産信託流動化受益証券の有価証券届出書 (5号の4様式)	内国信託受益証券・信託社債券・信託受益権の有価証券届出書 (6号様式)
<p>第一部 証券情報 ファンドの名称、内国投資信託受益証券の形態等、発行（売出）価額の総額、発行（売出）価格、申込手数料、申込単位、申込期間、申込取扱場所、払込期日、払込取扱場所、振替機関に関する事項、その他</p> <p>第二部 ファンド情報 第1. ファンドの状況 1. ファンドの性格、2. 投資方針、3. 投資リスク、4. 手数料および税金、5. 運用状況 第2. 管理および運営 1. 申込（販売）手続等、2. 換金（解約）手続等、3. 資産管理等の概要、4. 受益者の権利等 第3. ファンドの経理状況 1. 財務諸表、2. ファンドの現況 第4. 内国投資信託受益証券事務の概要</p> <p>第三部 委託会社等の情報 第1. 委託会社等の概況 1. 委託会社等の概況、2. 事業内容および営業の概況、3. 委託会社等の経理状況、4. 利害関係人との取引制限、5. その他 第2. その他の関係法人の概況 1. 名称、資本金額および事業の内容、2. 関係業務の概要、3. 資本関係 第3. その他</p>	<p>第一部 証券情報 第1. 内国資産信託流動化受益証券の形態等 第2. 発行（売出）数 第3. 発行（売出）価額の総額 第4. 発行（売出）価格 第5. 分売金の分売時期および場所 第6. 募集の方法 第7. 申込単位 第8. 申込期間および申込取扱場所 第9. 申込証拠金 第10. 申込期日および申込取扱場所 第11. 引受け等の概要 第12. 振替機関に関する事項 第13. その他</p> <p>第二部 特定信託財産情報 第1. 特定信託財産の状況 1. 概況、2. 特定信託財産を構成する資産の概要、3. 特定目的信託の仕組み、4. 特定信託財産を構成する資産の状況、5. 投資リスク 第2. 特定信託財産の経理状況 1. 貸借対照表、2. 損益計算書、3. 附属明細表 第3. 証券事務の概要 第4. その他</p> <p>第三部 受託者、原委託者および関係法人の情報 第1. 受託者の状況 1. 受託者の概況、2. 事業の内容および営業の概況、3. 経理の状況、4. 利害関係人との取引制限、5. その他 第2. 原委託者の状況 1. 会社の場合（会社の概況、事業の内容および営業の概況、経理の状況、利害関係人との取引制限、その他） 2. 会社以外の団体の場合（団体の沿革、団体の目的・事業の内容、団体の出資・寄附等の額、役員の名・職名・氏名、生年月日、職歴） 3. 個人の場合（個人の生年月日、本籍地、職歴、破産手続開始の決定の有無） 第3. その他関係法人の概況 1. 名称、資本金の額および事業の内容、2. 関係業務の概要、3. 資本関係、4. 役員の兼職関係、5. その他</p>	<p>第一部 証券情報 第1. 内国信託受益証券の募集（売出）要項 1. 内国信託受益証券の形態等、2. 発行（売出）数、3. 発行（売出）価額の総額、4. 発行（売出）価格、5. 給付の内容、時期および場所、6. 募集の方法、7. 申込手数料、8. 申込単位、9. 申込期間および申込取扱場所、10. 申込証拠金、11. 申込期日および払込取扱場所、12. 引受け等の概要、13. 振替機関に関する事項、14. その他 第2. 内国信託社債券の募集（売出）要項 1. 新規発行社債（短期社債を除く）、2. 社債の引受けおよび社債管理の委託、3. 新規発行短期社債、4. 売出社債（売出短期社債を除く）、5. 売出短期社債、6. 売出社債の条件</p> <p>第二部 信託財産情報 第1. 信託財産の状況 1. 概況、2. 信託財産を構成する資産の概要、3. 信託の仕組み、4. 信託財産を構成する資産の状況、5. 投資リスク 第2. 信託財産の経理状況 1. 貸借対照表、2. 損益計算書 第3. 証券事務の概要 第4. その他</p> <p>第三部 受託者、委託者および関係法人の情報 第1. 受託者の状況 1. 受託者の概況、2. 事業の内容および営業の概況、3. 経理の状況、4. 利害関係人との取引制限、5. その他 第2. 委託者の状況 1. 会社の場合（会社の概況、事業の内容および営業の概況、経理の状況、利害関係人との取引制限、その他） 2. 会社以外の団体の場合（団体の沿革、団体の目的・事業の内容、団体の出資・寄附等の額、役員の名・職名・氏名、成年月日、職歴） 3. 個人の場合（個人の生年月日、本籍地、職歴、破産手続開始の決定の有無） 第3. その他関係法人の概況 1. 名称、資本金の額および事業の内容、2. 関係業務の概要、3. 資本関係、4. 役員の兼職関係、5. その他</p>

を及ぼす事項と、② それ以外の特記事項であり（金商法 13 条 2 項本文）、内閣府令において交付目論見書と請求目論見書のそれぞれの「重要事項」と「特記事項」の内容が規定されている（金商法 13 条 2 項 1 号・2 号、特定開示府令 15 条・15 条の 2、16 条・16 条の 2）。

なお、発行価格等を記載しないで有価証券届出書を提出した場合には、当該価格等を記載する必要はない（金商法 13 条 2 項但書）。

4 特定有価証券に係る有価証券報告書

(1) 有価証券報告書

1) 有価証券報告書の提出義務

特定有価証券の発行者は、当該特定有価証券が以下のいずれかの有価証券に該当する場合には、当該特定有価証券につき、特定期間²¹ごとに、資産の運用その他これに類似する事業に係る資産の経理の状況その他資産の内容に関する重要な事項その他公益または投資者保護のために必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した報告書（「有価証券報告書」）を、内国会社にあつては当該特定期間経過後 3 月以内、外国会社にあつては 6 月以内に、内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法 24 条 5 項：24 条 1 項準用）。後掲「特定有価証券に係る有価証券報告書」参照。

- ① 金融商品取引所に上場されている有価証券（特定上場有価証券を除く。）
- ② 店頭売買有価証券（金商令 3 条）（特定店頭売買有価証券（金商令 3 条の 6 第 2 項）を除く。）
- ③ 発行開示された有価証券
 - 1 有価証券届出書が提出された有価証券（金商法 4 条 1 項・2 項・3 項本文）
 - 2 発行登録追補書類が提出された有価証券（金商法 23 条の 8 第 1 項本文）
 - 3 発行登録が効力を生じている場合に発行登録追補書類を提出することなく募集・売出しが行われた短期社債等（同条 2 項）
- ④ 多数者（500 名以上）に所有される第二項有価証券で有価証券投資事業権利等に該当するもの²²（金商令 4 条の 2 第 4 項・5 項）。

なお、特定有価証券の開示義務者は、当該特定有価証券の発行者であるが、① 資産信

託流動化受益証券に係る原委託者、② 信託受益証券または信託受益権に係る信託の効力が生ずるときにの委託者については、募集事項等記載書面と有価証券報告書を併出する場合を除き、開示義務が免ぜられる（金商法 24 条 5 項：24 条 1 項括弧書準用、特定開示府令 22 条の 2）。信託の効力発生後は、受託者に信託財産に関する情報は集中するから、委託者は開示義務を免ぜられるのである²³。

2) 有価証券報告書の提出義務の免除

有価証券報告書の提出義務は、以下の場合には免除される（金商法 24 条 5 項：24 条 1 項但書準用）。

① 特定期間末日において以下の資産の額が 1 億円未満の場合（金商令 4 条の 2 第 2 項）

- 1 信託の受益権の場合は、信託財産に属する資産の価額の総額
- 2 社員権の場合は、資本金の総額または出資金の総額
- 3 集団投資スキーム持分の場合は、出資の総額または拠出金の総額

② 内閣総理大臣の承認を得た場合

上記 1) ③の発行開示された有価証券および④の多数者に所有された有価証券事業権利等に関し、有価証券報告書の提出をしないことについて内閣総理大臣の承認を受けた場合（金商令 4 条の 2 第 1 項）

3) 有価証券報告書記載事項

有価証券報告書の記載は、特定有価証券の種類ごとに定められる様式により、各様式の記載上の注意に記載された方法により記載する（特定開示府令 22 条 1 項）。

- ① 内国投資信託受益証券——第 7 号様式
- ② 外国投資信託受益証券——第 7 号の 2 様式
- ③ 内国投資証券——第 7 号の 3 様式
- ④ 外国投資証券——第 8 号様式
- ⑤ 内国資産流動化証券——第 8 号の 2 様式
- ⑥ 外国資産流動化証券——第 8 号の 3 様式
- ⑦ 内国資産信託流動化受益証券——第 8 号の 4 様式
- ⑧ 外国資産信託流動化受益証券——第 8 号の 5 様式
- ⑨ 内国信託受益証券・内国信託社債券・内国信託受益権——第 9 号様式
- ⑩ 外国信託受益証券・外国信託社債券・外国信託受益権および外国貸付債権信託受益

証券——第9号の2様式

- ⑪ 内国抵当証券——第9号の3様式
- ⑫ 外国抵当証券——第9号の4様式
- ⑬ 内国有価証券投資事業権利等——第9号の5様式
- ⑭ 外国有価証券投資事業権利等——第9号の6様式
- ⑮ 特定有価証券信託受益証券——受託有価証券の区分に応じた様式
- ⑯ 特定預託証券——当該預託証券に表示される権利に係る特定有価証券の区分に応じた様式

4) 少額募集における記載の簡略化

上記1) ③の開示された有価証券に該当する特定有価証券の発行者である会社のうち、少額募集による簡略化した事項を記載した有価証券届出書を提出した会社（以下に掲げる会社を除く。）は、提出する有価証券報告書に、有価証券報告書記載事項のうち当該会社に係るものとして内閣府令で定めるものを記載することにより当該有価証券報告書記載事項に代えることができる（24条5項：24条2項準用）。ただし、内閣府令の定めはない。

- ① 既に有価証券報告書、四半期報告書または半期報告書を提出している会社
- ② 特定有価証券に係る有価証券届出書を提出した会社または提出しなければならない会社

5) 報告書代替書面

特定有価証券に係る有価証券報告書を提出しなければならない者が、報告書代替書面を有価証券報告書と併せて内閣総理大臣に提出する場合において、公益または投資者保護に欠けることがないものとして内閣総理大臣の承認を受けた場合には、報告書代替書面は有価証券報告書の一部とみなされるので有価証券報告書は、併出する報告書代替書面に記載された事項は記載しないで提出することができる（金商法24条14項・15項、特定開示府令27条の4の2）。

報告書代替書面とは、法令または金融商品取引所もしくは金融商品取引業協会の規則等に基づいて作成した書面で、有価証券報告書に記載すべき事項の一部を記載した書面をいう（金商法24条14項、特定開示府令27条の4の2第1項・3項3号）。

特定有価証券の場合は、金商法その他の法令に基づいて提出される報告書の記載事項と有価証券報告書の記載事項が重複している場合が多いことから、両者を併せて提出する場

合は、報告書代替書面に記載された事項については、有価証券報告書において記載することを要しない。

(2) 四半期報告書

特定有価証券に係る有価証券報告書を提出しなければならない者のうち、政令で定める者について、四半期報告書の提出や四半期代替書面の併出に係る規定が準用されているが（金商法 24 条の 4 の 7 第 3 項・12 項・13 項）、政令で定められていない。従って、四半期報告書の提出等は不要である²⁴。

(3) 半期報告書

1) 半期報告書の提出

特定有価証券に係る有価証券報告書を提出しなければならない者のうち、四半期報告書を提出しなければならない者以外の者は、当該特定有価証券に係る特定期間が 6 月を超える場合には、特定期間ごとに、当該特定期間が開始した日以後 6 月間の資産の運用その他これに類似する事業に係る資産の経理の状況その他資産の内容に関する重要な事項その他公益または投資者保護のために必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した報告書（「半期報告書」）を、当該特定期間経過後 3 月以内に内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法 24 条の 5 第 3 項：24 条の 5 第 1 項準用、特定開示府令 28 条 1 項）。

2) 少額募集等における記載の簡略化

少額募集等により簡略化した事項を記載した特定有価証券報告書の提出者（以下の者は除く。）は、半期報告書に半期報告書記載事項のうち当該会社に係るものとして内閣府令で定めるものを記載することにより当該半期報告書記載事項に代えることができる（金商法 24 条の 5 第 3 項：24 条 2 項準用）。ただし、内閣府令の定めはない。

- ① 既に有価証券報告書、四半期報告書または半期報告書を提出している者
- ② 特定有価証券に係る有価証券届出書を提出した者または提出しなければならない者

3) 半期代替書面

特定有価証券に係る半期報告書を提出しなければならない者が、半期代替書面を半期報告書と併せて内閣総理大臣に提出する場合において、公益または投資者保護に欠けることがないものとして内閣総理大臣の承認を受けた場合には、半期代替書面は半期報告書の一

部とみなされるので、半期報告書は、併出する半期代替書面に記載された事項は記載しないで提出することができる（金商法 24 条の 5 第 13 項・14 項、特定開示府令 28 条の 6）。

(4) 臨時報告書

1) 臨時報告書の提出

特定有価証券に係る有価証券報告書を提出しなければならない者は、その者が発行者である特定有価証券の募集・売出しが外国で行われるとき、その他公益または投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める以下の場合に該当することとなったときは、内閣府令で定める事項を記載した報告書（「臨時報告書」）を、遅滞なく、内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法 24 条の 5 第 4 項、特定開示府令 29 条）。

- ① 当該発行者の発行する特定有価証券と同一の種類の特有価証券の募集・売出しを本邦以外の地域において行う場合
- ② 当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の主要な関係法人の異動が当該発行者における業務執行を決定する機関（「業務執行機関」）により決定された場合
- ③ 当該発行者の発行する投資信託証券に係るファンドの運用に関する基本方針、運用体制、投資制限もしくは利子・配当の方針、当該発行者の発行する資産流動化証券に係る管理資産の状況もしくは資産流動化に関する計画、当該発行者の発行する資産信託流動化証券に係る特定信託財産の状況もしくは資産流動化に関する計画または当該発行者の発行する信託受益証券もしくは信託受益権に係る信託財産の状況について、重要な変更があった場合
- ④ 特定開示府令 23 条（特定期間）但書の規定により、6 月ごとに有価証券報告書が提出されている場合において、当該特定有価証券に係る信託の計算期間が満了した場合
- ⑤ 当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等に係る重要な災害が発生し、それがやんだ場合で、当該重要な災害による被害が当該ファンド等の運用実績に著しい影響を及ぼすと認められる場合
- ⑥ 当該発行者もしくは当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の主要な関係法人に対し訴訟が提起され、当該訴訟の損害賠償請求金額が、当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の最近特定期間の末日における純資産額の 100 分

の15以上に相当する額である場合または当該発行者もしくは当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の主要な関係法人に対する訴訟が解決し、当該訴訟の解決による損害賠償支払金額が、当該ファンド等の最近特定期間の末日における純資産額の100分の3以上に相当する額である場合

- ⑦ 当該発行者（投資法人に限る。）の資産の額が、当該発行者の最近特定期間の末日における純資産額の100分の10以上増加することが見込まれる吸収合併もしくは当該発行者の営業収益が、当該発行者の最近特定期間の営業収益の100分の3以上増加することが見込まれる吸収合併または当該発行者が消滅することとなる吸収合併に係る契約の締結が、当該発行者の役員会により承認された場合
- ⑧ 新設合併に係る契約の締結が、当該発行者（投資法人に限る。）の役員会により承認された場合
- ⑨ ファンドの併合について、当該発行者が投信法16条（投資信託約款の変更内容等の届出）の規定による届出を行った場合
- ⑩ 当該発行者、当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の主要な関係法人または当該発行者の発行する特定有価証券に係る信託に係る民事再生法の規定による再生手続開始の申立て、会社更生法の規定による更生手続開始の申立て、破産法の規定による破産手続開始の申立てまたはこれらに準ずる事実（「破産手続開始の申立て等」）があった場合
- ⑪ 当該発行者に債務を負っている者および当該発行者から債務の保証を受けている者（「債務者等」）について手形もしくは小切手の不渡り、破産手続開始の申立て等またはこれらに準ずる事実があり、当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の最近特定期間の末日における純資産額の100分の3以上に相当する額の当該債務者等に対する売掛金、貸付金、賃料その他の債権につき取立不能または取立遅延のおそれが生じた場合
- ⑫ 当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況に著しい影響を与える事象が発生した場合
- ⑬ 当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の管理、運用または処分に関して、当該発行者、当該発行者の発行する特定有価証券に係るファンド等の主要な関係法人または当該発行者の発行する特定有価証券に係る信託に対し、登録の取消しま

たは業務の停止の処分その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分に基づく処分があった場合

- ⑭ 当該発行者の解散もしくは当該発行者の発行する特定開示府令 23 条（特定期間）2 号に掲げる特定有価証券に係る信託の終了（「解散等」）または解散等の決議（投資主総会または受益者集会の決議その他これらに準ずるものをいう。）に関する議案を提案することが、当該発行者における業務執行等決定機関により決定された場合

2) 臨時代替書面

特定有価証券に係る臨時報告書を提出しなければならない者が、臨時代替書面を臨時報告書と併せて内閣総理大臣に提出する場合において、公益または投資者保護に欠けることがないものとして内閣総理大臣の承認を受けた場合には、臨時代替書面は臨時証券報告書の一部とみなされるので、臨時報告書は、併出する臨時代替書面に記載された事項は記載しないで提出することができる（金商法 24 条の 5 第 20 項・21 項、特定開示府令 29 条の 3）。

5 特定有価証券に係る内部統制報告書・確認書

内部統制報告書および確認書に関する規定が特定有価証券に係る有価証券報告書を提出する者のうち政令で定めるものについて準用されているが（金商法 24 条の 4 の 4 第 3 項・24 条の 4 の 2 第 3 項）、政令では定められていない。従って、特定有価証券の発行者は、内部統制報告書・確認書の提出は不要である²⁵。

特定有価証券に係る有価証券報告書

内国投資信託受益証券の有価証券報告書 (7号様式)	内国資産信託流動化受益証券の有価証券報告書 (8号の4様式)	内国信託受益証券・信託社債券・信託受益権の有価証券報告書 (9号様式)
<p>第一部 ファンド情報</p> <p>第 1. ファンドの状況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. ファンドの性格 2. 投資方針 3. 投資リスク 4. 手数料等および税金 5. 運用状況 <p>第 2. 管理および運営</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 申込 (販売) 手数料、 2. 換金 (解約) 手数料、 3. 資産管理等の概要 4. 受益者の権利等 <p>第 3. ファンドの経理状況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 財務諸表 2. ファンドの現況 <p>第 4. 内国投資信託受益証券事務の概要</p> <p>第二部 委託会社等の情報</p> <p>第 1. 委託会社等の概況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 委託会社等の概況 2. 事業の内容および営業の概況 3. 委託会社等の経理状況 4. 利害関係人との取引制限 5. その他 <p>第 2. その他の関係法人の概要</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 名称、資本金の額および事業の内容 2. 関係業務の概要 3. 資本関係 <p>第 3. 参考情報</p>	<p>第 1. 特定信託財産の状況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 概況 (特定信託財産に係る法制度の概要、特定信託財産の基本的性格・沿革・管理体制等) 2. 特定信託財産を構成する資産の概要 (特定信託財産を構成する資産に係る法制度の概要、特定信託財産を構成する資産の内容・回収方法) 3. 特定目的信託の仕組み (特定目的信託の概要、受益権、受益証券の取得者の権利) 4. 特定信託財産を構成する資産の状況 (特定信託財産を構成する資産の管理の概況、損失・延滞の状況、収益状況の推移、買戻し等の実績) 5. 投資リスク 6. 特定信託財産の経理状況 (貸借対照表、損益計算書、附属明細表) <p>第 2. 証券事務の概要</p> <p>第 3. 受託者、原委託者および関係法人の情報</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 受託者の状況 (受託者の概況、事業の内容および営業の概況、経理の状況、利害関係人との取引制限、その他) 2. 原委託者の概況 (会社の場合: 会社の概況、事業の内容および営業の概況、経理の状況、利害関係人との取引制限、その他、会社以外の団体の場合: 団体の沿革、団体の目的および事業の内容、団体の出資・寄附等の額、役員の役名・職名・氏名、(生年月日) および職歴、個人の場合: 生年月日、本籍地、職歴、破産手続開始の決定の有無) 3. その他関係法人の概況 (名称、資本金の額および事業の内容、関係業務の概要、資本関係、役員の兼職関係、その他) <p>第 4. 参考情報</p>	<p>第 1. 信託財産の状況</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 概況 (信託財産に係る法制度の概要、信託財産の基本的性格・沿革・管理体制等) 2. 信託財産を構成する資産の概要 (信託財産を構成する資産に係る法制度の概要、信託財産を構成する資産の内容・回収方法) 3. 信託の仕組み (信託の概要、受益権、受益証券の取得者の権利) 4. 信託財産を構成する資産の状況 (信託財産を構成する資産の運用 (管理) の概況、損失・延滞の状況、収益状況の推移、買戻し等の実績) 5. 投資リスク 6. 信託財産の経理状況 (貸借対照表、損益計算書) <p>第 2. 証券事務の概要</p> <p>第 3. 受託者、委託者および関係法人の情報</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 受託者の状況 (受託者の概況、事業の内容および営業の概況、経理の状況、利害関係人との取引制限、その他) 2. 委託者の状況 (会社の場合: 会社の概況、事業の内容および営業の概況、経理の状況、利害関係人との取引制限、その他、会社以外の団体の場合: 団体の沿革、団体の目的および事業の内容、団体の出資・寄附等の額、役員の役名・職名・氏名、生年月日および職歴、個人の場合: 生年月日、本籍地、職歴、破産手続開始の決定の有無) 3. その他関係法人の概況 (名称、資本金の額および事業の内容、関係業務の概要、資本関係、役員の兼職関係、その他) <p>第 4. 参考情報</p>

6 信託受益権（第二項有価証券）の不開示

(1) 開示規制不適用（原則）

信託受益権は、有価証券とみなされる第二項有価証券であり、第二項有価証券は開示免除有価証券であるから、原則として、開示規制は適用されない（金商法3条3号）。

信託受益権は、証券が発行されておらず流通性に乏しいことから、その情報を公衆縦覧により広く開示する必要性が低く、むしろ金融商品取引業者による書面交付等による情報提供の方がより投資家保護につながると考えられることによる²⁶。

なお、貸付信託法上の貸付信託の受益証券は、金商法上の第一項有価証券（金商法2条1項12号）であるが、貸付信託法の規制を受けているので、開示規制の適用除外有価証券となっている²⁷（金商法3条2号）。

(2) 開示規制適用（例外）

信託受益権には開示規制は適用されないが、前述したように、当該信託の投資が主として有価証券に対するものである場合、すなわち、信託財産の価額の50%を超える額を有価証券に対する投資に充てて運用を行うものである場合は、有価証券投資事業権利等に該当して（金商法3条3号ロ、金商令2条の10第1項1号柱書）、特定有価証券として開示規制の対象となる。

ただし、信託財産の価額の50%を超える額を有価証券に投資する場合であっても、信託を受けた有価証券の管理を目的とする信託であり、当該信託財産である有価証券をもって新たに「有価証券に対する投資に充てて運用」を行わない限りにおいては、当信託受益権は、有価証券投資事業権利等には該当しない（特定有価証券開示ガイドライン3-2）。

(3) 開示規制適用の例外（開示規制不適用）

信託財産の価額の50%を超える額を有価証券に対して投資する信託受益権は、上述したように、有価証券投資事業権利等に該当して特定有価証券としての開示規制の適用を受けるが、法律に根拠を有する以下の信託受益権は、有価証券投資事業権利等に該当する場合であっても、有価証券投資事業権利等となる権利から除かれ（金商法3条3号ロ、金商令2条の10第1項1号括弧書）、開示規制の対象とはならない。

- ① 厚生年金基金信託（改正前厚生年金保険法 130 条の 2、136 条の 3、159 条の 2）、国民年金基金信託（国民年金法 128 条、137 条）、確定給付企業年金信託（確定給付企業年金法 65 条、66 条）、確定拠出年金信託（確定拠出年金法 8 条）等の受益権
- ② 加入者保護信託の受益権（振替法 51 条）
- ③ 顧客分別金信託の受益権（金商法 43 条の 2 第 2 項）その他これに類するものとして内閣府令（特定開示府令 1 条の 4）で定める以下の信託の受益権
 - 1 商品顧客区分管理信託の受益権（金商業府令 142 条の 4 第 1 項）
 - 2 顧客区分管理信託の受益権（金商業府令 143 条 1 項 1 号）
 - 3 クラウドファンディング払込金保全信託の受益権（金商定義府令 16 条 1 項 14 号の 2 口）
 - 4 発行保証金信託および履行保証金信託の受益権（資金決済に関する法律 16 条・45 条）
- ④ 財産形成信託の受益権（勤労者財産形成促進法 6 条の 2、6 条の 3）
- ⑤ 一定の要件を満たした商品投資信託の受益権（商品投資事業規制法 2 条）

Ⅲ 公開買付制度・大量保有報告制度と信託

1 公開買付制度

公開買付とは、不特定多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所金融商品市場外で株券等の買付け等を行うことである（金商法 27 条の 2 第 6 項）。

発行者以外の者が、会社の支配権の獲得等を目的として上場会社等の株券等の買付け等を取引所金融商品市場外等において行う場合には、市場内取引に比べて不透明・不公正になりやすいことから、株主・投資者への適正な情報開示や株主等に株券等の平等な売却機会を与える等の観点から、買付者に買付けに係る買付期間、買付数量、買付価格等の情報を予め開示することを義務付けるものである²⁸。

(1) 公開買付の適用

公開買付によらなければならないのは、以下の株券等の買付け等である（金商法 27 条の 2 第 1 項 1 号～ 6 号、金商令 7 条 7 項）。

- ① 株券等所有割合が 5% 超となる買付け等（1 号）
- ② 著しく少数者（10 名以下）からの株券等所有割合が 3 分の 1 超となる買付け等（2 号）
- ③ 特定売買等（立会外取引）により株券等所有割合が 3 分の 1 超となる買付け等（3 号）
- ④ 市場内外の取引を組み合わせた急速な買付け等により株券等所有割合が 3 分の 1 超となる買付け等（4 号）
- ⑤ 他者の公開買付期間中における、株券等所有割合が 3 分の 1 超の所有者による 5% を超える当該株券等の買付け等（5 号）
- ⑥ PTS における上場有価証券の買付け等であって、株券等所有割合が 3 分の 1 超となる買付け等（6 号、金商令 7 条 7 項 1 号）
- ⑦ 実質基準特別関係者によるものを含めた市場内外の急速な買付け等により株券等所有割合が 3 分の 1 超となる買付け等（6 号、金商令 7 条 7 項 2 号）

(2) 公開買付手続

1) 公開買付の開始

① 公開買付開始公告

公開買付者は、当該買付けの目的、買付け等の価格、買付予定の株券等の数、買付期間等の事項を、電子公告または新聞掲載によって公告しなければならない（金商法 27 条の 3 第 1 項、金商令 9 条の 3、他社株府令 10 条）。

② 公開買付届出書の提出とその写しの送付

公開買付開始公告を行った公開買付者は、公告の日に公開買付届出書を内閣総理大臣に提出し（金商法 27 条の 3 第 2 項、他社株府令 12 条～ 14 条）、提出後直ちに、対象会社等へその写しを送付しなければならない（金商法 27 条の 3 第 4 項）。

③ 売付け等の申込みの勧誘等の開始

公開買付開始公告および公開買付届出書の提出があると、公開買付者等（公開買付者、特別関係者、公開買付者事務取扱者、公開買付代理人）は、売付け等の申込みの勧誘や応募株券等の受入れ等を行うことができるようになる（金商法 27 条の 2 第 3 項、

他社株府令 15 条)。応募株主等には、公開買付説明書を作成して交付しなければならない(金商法 27 条の 9、他社株府令 24 条)。

④ 対象者の意見表明報告書の提出

対象者は、公開買付開始公告の日から 10 日営業日以内に、意見表明報告書を内閣総理大臣に提出し(金商法 27 条の 10 第 1 項・2 項、金商令 13 条の 2、他社株府令 25 条)、その写しを公開買付者等へ送付しなければならない(金商法 27 条の 10 第 9 項)。

⑤ 買付者の対質問回答報告書の提出

公開買付者は、対象者から意見表明報告書の中で質問を受けた場合は、意見表明報告書の写しを受けた日から 5 営業日以内に、対質問回答報告書を内閣総理大臣に提出し(金商法 27 条の 10 第 11 項、金商令 13 条の 2 第 2 項、他社株府令 25 条 3 項・4 項)、提出後直ちに、その写しを対象者等に送付しなければならない(金商法 27 条の 10 第 13 項)。

2) 公開買付の終了

① 公開買付結果の公告・公表

公開買付者は、公開買付期間の末日の翌日に、公開買付けの結果を公告または公表しなければならない(金商法 27 条の 13 第 1 項、他社株府令 30 条 1 項)。

② 公開買付報告書の提出とその写しの送付

公開買付者は、公開買付の結果を公告または公表した日に、公開買付報告書を内閣総理大臣に提出し(金商法 27 条の 13 第 2 項)、その写しを対象会社等に送付しなければならない(同条 3 項)。

③ 公開買付通知書の送付

公開買付者は、公開買付期間終了後、遅滞なく、公開買付通知書を応募株主等に送付しなければならない(金商法 27 条の 2 第 5 項、金商令 8 条 5 項 1 号、他社株府令 5 条 2 項)。

④ 公開買付届出等の公衆縦覧

内閣総理大臣は、公開買付届出書、公開買付撤回届書、公開買付報告書、意見表明報告書、対質問回答報告書およびこれらの訂正届出書・報告書(「縦覧書類」)を受理した日から公開買付期間末日の翌日から 5 年間、公衆縦覧に供しなければならない(金商法 27 条の 14 第 1 項、他社株府令 33 条 1 項)。

また、縦覧書類の提出者等も、内閣総理大臣が縦覧書類を公衆縦覧している間は、その写しを事務所に備え置いて業務時間中に公衆縦覧に供しなければならない（金商法 27 条の 14 第 3 項・4 項、他社株府令 33 条 3 項・4 項）。

(3) 公開買付規制

公開買付の適用を受ける株券等の買付け等を行う場合には、上述したように、公開買付手続に従って公開買付を行うことになるが、当該公開買付手続を進めるにあたっては、手続の公正を確保する観点からさまざまな規制を受ける。

① 公開買付期間

公開買付期間とは、公開買付開始公告を行った日から公開買付けによる買付け等の期間の末日（延長期間を含む。）までをいい、公開買付者は、この間は当該公開買付に係る株券等の受渡しその他の決済をすることができない（金商法 27 条の 8 第 9 項）。

公開買付者は、20 営業日から 60 営業日の間で公開買付期間を定めなければならないが（金商法 27 条の 2 第 2 項、金商令 8 条 1 項）、60 営業日を上限として期間の延長はすることができる（金商法 27 条の 6 第 1 項 4 号、金商令 13 条 2 項 2 号）。さらに、公開買付期間中に、他者が公開買付を開始した場合には、当該他者の公開買付期間末日まで期間延長できる（金商令 13 条 2 項 2 号口）。

また、対象者は、意見表明報告書の中で公開買付期間の延長を請求することができるが（金商法 27 条の 10 第 1 項）、当該請求があった場合は、30 営業日の延長が認められる（同条 2 項・3 項、金商令 9 条の 3 第 6 項）。

② 公開買付価格

公開買付による株券等の買付け等を行う場合には、買付け等の価格は、すべての応募株主等について均一の条件によらなければならない（金商法 27 の 2 第 3 項、金商令 8 条 3 項）。

公開買付者が、応募株主等に複数の種類の対価を選択させる場合は、選択できる対価の種類をすべての応募株主等につき同一とし、かつ、それぞれの種類ごとに当該種類の対価を選択した応募株主等について均一にしなければならない（金商令 8 条 3 項但書）。

③ 公開買付事務取扱者の設置等

公開買付者は、株券等の保管・返還、買付け等の代金の支払い、あん分比例方式により買付け等を行う株券等の数を確定させる事務については、第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者または銀行等に行わせなければならない（金商法 27 条の 2 第 4 項、金商令 8 条 4 項）。

また、公開買付者は、公開買付者を代理して公開買付による株券等の買付け等を行う公開買付代理人（金商令 10 条 2 号）を置くことができる。

④ 応募株券等の買付義務

公開買付者は、公開買付の撤回を行う場合ならびに公開買付開始公告および公開買付届出書において以下に掲げる条件を付した場合を除き、応募株券等の全部について公開買付開始公告および公開買付届出書に記載した買付条件等により、買付け等に係る受渡しその他の決済をしなければならない（全部買付義務）（金商法 27 条の 13 第 4 項）。

- 1 応募株券等の数の合計が買付予定の株券等の数の全部または一部としてあらかじめ公開買付開始公告および公開買付届出書において記載した数に満たないときは、応募株券等の全部の買付け等をしないこと
- 2 応募株券等の数の合計が買付予定の株券等の数を超えるときは、その超える部分の全部または一部の買付け等をしないこと

公開買付者は、上記 2 の条件を付した場合において、応募株券等の数の合計が買付予定の株券等の数を超えるときは、部分的買付けをすることができるが、その場合にはあん分比例方式により、株券等の買付け等に係る受渡しその他の決済をしなければならない（部分的買付義務・あん分比例方式）（金商法 27 条の 13 第 5 項、他社株府令 32 条）。

ただし、部分的買付けが可能なのは、公開買付後における公開買付者と特別関係者（1 年間継続して形式的特別関係者に該当する場合を除く。）の株券等所有割合の合計が 3 分の 2 を下回る場合に限られるので（金商法 27 条の 13 第 4 項括弧書、金商令 14 条の 2 の 2）、3 分の 2 を超えると全部買付義務が発生することになる。

⑤ 勧誘規制（全部勧誘義務）

買付け等の後における当該買付け等を行う者の株券等所有割合の合計が 3 分の 2 以上になるときは、少数株主保護の観点から、当該株券等の発行者の発行するすべての株券等（公益または投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令（他社株府令

5条3項)で定めるものを除く。)について、買付け等の申し込みまたは売付け等の申込みの勧誘をしなければならない(金商法27条の2第5項、金商令8条5項3号)。

⑥ 別途買付け等の禁止

公開買付期間中における公開買付によらない買付け等(別途買付け等)については、株主の平等の取扱い確保の観点から制限され、公開買付者等(公開買付者、特別関係者、公開買付事務取扱者、公開買付代理人)は、公開買付期間中は、以下に掲げる場合を除いて、公開買付によらないで当該公開買付に係る株券等の買付け等を行うことができない(金商法27条の5、金商令12条、他社株府令18条)。

- 1 当該株券等の発行者の株券等の買付け等を公開買付によらないで行う旨の契約を公開買付開始公告を行う前に締結している場合で公開買付届出書において当該契約があることおよびその内容を明らかにしている場合
- 2 形式的特別関係者(金商法27条の2第7項1号)が、実質的特別関係者(同項2号)に該当しない旨の申出を内閣総理大臣に行った場合
- 3 その他政令(金商令12条)で定める場合

⑦ 買付け条件等の変更制限

買付け条件等の変更は、株主・投資家の不利益になる場合(買付価格の引下げ、買付予定株券等の数の減少、買付け等の期間の短縮等)は、禁止される(金商法27条の6第1項、金商令13条、他社株府令19条)。

⑧ 公開買付の撤回等の制限

公開買付者は、公開買付開始公告をした後は、対象者・子会社に公開買付の目的に重大な支障となる事情等の事情変更が生じた場合や公開買付者に関して破産等の事情変更が生じた場合を除いて、公開買付に係る申し込みの撤回および契約の解除(「公開買付の撤回等」)をすることができない(金商法27条の11、金商令14条)。

⑨ 応募株主等による契約解除

応募株主等は、公開買付期間中はいつでも、公開買付に係る契約を解除することができる(金商法27条の12第1項)。

応募株主等が契約解除を行った場合は、投資家保護の観点から、公開買付者は、契約解除に伴う損害賠償または違約金の支払い請求ができず、応募株券等の返還費用も公開買付者の負担とされる(金商法27条の12第3項)。

⑩ 買付け等に係る受渡し等

公開買付者は、公開買付開始公告および公開買付届出書に記載した買付条件等により、買付け等の期間終了後遅滞なく、買付け等に係る受渡しその他の決済をしなければならない（金商法 27 条の 13 第 4 項・5 項、同法 27 条の 2 第 5 項、金商令 8 条 5 項 2 号）。

2 大量保有報告制度

大量保有報告制度は、上場会社等の発行会社の発行済み株式総数の 5% を超えて保有する者（大量保有者）に対して、保有割合、保有目的や取得資金等に関する事項を記載した大量保有報告書の提出を義務付け、公衆縦覧に供するものである。

その目的は、資本市場の健全性の確保および投資者保護を図る観点から、① 上場会社等の支配権の変更や経営に影響を及ぼす可能性のある情報、および② 市場における需給に関する情報を投資者および市場に開示することにある²⁹。

大量保有報告制度は、一般報告制度と特例報告制度から成り、特例報告制度は、会社の支配権取得を目的とせず、純投資等として反復継続して売買を行っている機関投資家の事務負担が過大とならないよう一定の配慮がなされている。

(1) 大量保有者

一般報告による大量保有報告書の提出義務のある者は、株券等の保有者で当該株券等に係る株券等保有割合が 5% を超える者である大量保有者である（金商法 27 条の 23 第 1 項）。

「株券等」とは、上場または店頭登録されている株関連有価証券の発行者である法人が発行者である対象有価証券（対象有価証券に係る一定の権利を表示するものを含む。）である（金商法 27 条の 23 第 1 項・2 項、金商令 14 条の 4 第 2 項、14 条の 4 の 2、14 条の 5 の 2、大量保有府令 1 条の 2）。

「保有者」とは、株券等の所有者であり（金商法 27 条の 23 第 2 項）、これに準ずるものとして、議決権等の権利行使権限を有する者や株券等に対する投資権限を有する者がこれに含まれる（金商法 27 条の 23 第 3 項 1 号・2 号）。

なお、「株券等の保有者」には、株券等の引渡請求権を有する者のような、形式的には

所有者ではないが、潜在的な所有者に当たる者が含まれる（金商法 27 条の 23 第 3 項柱書括弧書、金商令 14 条の 6）。

(2) 大量保有報告

株券等の保有者は、大量保有者になった日から 5 営業日以内に、大量保有報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法 27 条の 23 第 1 項、金商令 14 条の 5、大量保有府令 2 条）。ただし、以下の場合は、提出義務が適用除外される（金商法 27 条の 23 第 1 項但書、大量保有府令 3 条）。

- ① 保有株券等の総数に増加がない場合
- ② 新株予約権証券・新株予約権付社債券に係る新株予約権の目的である株式または新投資口予約証券の発行価格の調整のみによって保有株券等の総数が増加する場合

3 公開買付制度・大量保有報告制度における信託

(1) 公開買付制度における信託

株券等所有割合が 5% 超または 3 分の 1 超となる買付け等には公開買付規制が適用されるが、信託は、株券等の所有に関して関係を有する。

株券等所有割合は、① 買付者と特別関係者が所有する株券等の議決権数を分子とし、② 総株主等の議決権数および買付者と特別関係者が所有する新株予約権等の数の合計を分母として計算される（金商法 27 条の 2 第 8 項）。

「所有」には、所有に準ずるものとして、金銭の信託契約その他の契約または法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主・投資主としての議決権を行使できる権限または当該議決権の行使について指図できる権限を有する場合が含まれる一方（金商法 27 条の 2 第 8 項 1 号、金商令 7 条 1 項 2 号）、形式的にはその者の所有に属するものの、実質的には他者の所有に属すると認められるものとして、信託業を営む者が信託財産として所有する株券等（議決権行使権限、議決権行使指図権限、投資権限を有しない場合に限る。）は除外される（他社株府令 7 条 1 項 1 号）。

(2) 大量保有報告制度における信託

株券等保有割合が5%を超えると、大量保有報告書を提出しなければならないが、信託は、株券等の保有に関して関係を有する。

株券等保有割合は、① 保有者の保有株券等の数および共同保有者の保有株券等の数の合計である保有株券等の総数を分子、② 当該発行者の発行済株式総数および保有者・共同保有者が保有する新株予約権等の数の合計を分母として計算される（金商法 27 条の 23 第 4 項）。

「保有者」には、権利行使権限を有する者として、金銭の信託契約その他の契約または法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することができる権限または当該議決権その他の権利の行使について指図を行うことができる権限を有する者であって、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者が含まれる（金商法 27 条の 23 第 3 項 1 号）。

他方、「保有者の保有株券等」から、実質的に他者の保有に属すると認められるものとして、信託業を営む者が信託財産として保有する株券等（事業支配目的議決権行使権限、事業支配目的議決権行使指図権限、投資権限を有しない場合に限る。）が除かれる（金商法 27 条の 23 第 4 項、大量保有府令 4 条 1 号）。

まとめ（課題）

1 信託業法と金融商品取引法における業規制（開業規制・行為規制）の比較

信託業に係る金商法上の行為規制について検討する前提として、信託業法と金商法における業規制を概観した。

(1) 開業規制

開業規制については、信託業の免許・登録要件と金融商品取引業の登録要件とでは、要件上の違いがあり、また、対象とする業務内容の違いによって規定上に多少の相違はあるものの、総じていえば、信託業に係る開業規制は、財政面および業務遂行能力面のいずれ

の面においても、金融商品取引業に係る開業規制との同等性は十分に確保できていると考えられる。

(2) 行為規制

行為規制に関しては、金商法では、金融商品取引業者に誠実公正義務を課した上で、販売勧誘行為規制、損失補填等の禁止、業務運営状況規制を適用し、さらに投資助言業者と投資運用業者については善管注意義務と忠実義務を課した上で当該業務に対応した行為規制を適用し、有価証券等管理業者については善管注意義務と分別管理義務を課した上で当該業務に対応した行為規制を適用している。

これに対して、受託者たる信託会社等に対しては、まず、信託法上の善管注意義務、忠実義務、公平義務、分別管理義務、情報提供義務等の義務とその違反に対する損失填補・原状回復責任や信託債権者に対する無限責任が課せられる。

次に、これに加えて、信託業法において強行法規として忠実義務、善管注意義務、分別管理義務等の義務を課した上で、信託の引受に係る行為準則や信託財産に係る行為準則を適用し、特定信託契約による信託の引受けに関しては金商法上の販売勧誘ルールも上乘せして適用しているため、信託業法上の行為規制についても金商法上の行為規制との同等性は十分に確保できていると考えられる。

2 信託業に係る金融商品取引法上の業規制について

(1) 合同運用金銭信託の取扱いについて

信託業に関する信託業法上の規制と金商法上の規制の二重規制を回避する観点から、金商法において信託の受益権の自己募集・私募の適用除外や信託財産運用の投資運用業からの除外が規定されている。

受託者が行う委託者に対する合同運用金銭信託契約締結の勧誘行為は、当該信託の受益権の取得勧誘行為（募集行為）となるが、発行者である受託者自ら行う取得勧誘（自己募集）になるので、金融商品取引業には該当しない。しかし、信託契約代理店が行う当該信託契約締結の代理・媒介は募集の取扱いに該当するので、業として行う場合には信託契約代理業の登録とは別に、第二種金融商品取引業の登録を要することになる。

ただし、元本補填付合同運用金銭信託の受益権については、預金等と同様の性質を有すること等から、合同運用信託であっても単独運用信託と同様に、有価証券としての受益権の発行時を委託者（兼受益者）の受益権譲渡時に変更して信託契約締結時にはまだ受益権が発行されていないことにすることによって、そもそも受益権の募集にはならないことになった。受益権の募集でなくなったので、当然に募集の取扱いにも該当しなくなり、信託契約代理店は、第二種金融商品取引業の登録を受けなくても取り扱うことができるようになった。

しかし、そうすると、合同運用金銭信託について、元本補填付の場合は第二種金融商品取引業の登録を要しないが、元本補填付でない場合は登録を要することになり、同じ合同運用金銭信託であっても第二種金融商品取引業の登録を要する場合と要しない場合に分かれるので、信託契約代理店の円滑な業務運営を阻害するおそれがある。

信託契約代理店制度は、所属信託会社の信託契約代理店に対する監督責任を前提として、当該信託会社の販売チャンネル拡大の一環として認められた制度であるから、信託契約の締結とその締結の代理・媒介は一体として行われるのが望ましく、同じ種類の信託は同じように取り扱われるべきものとする。

解決策としては、元本補填付合同運用金銭信託の場合と同様、元本補填のない合同運用金銭信託についても、当該信託の受益権の発行時を委託者（兼受益者）の受益権の譲渡時に変更することが考えられる。ただし、元本補填のない合同運用金銭信託契約は、特定信託契約であるので、発行時の変更に合わせて金商法の販売勧誘ルールに係る規定を準用する必要がある。具体的には、信託契約代理業に係る行為準則として、信託業法 76 条により、信託会社の信託の引受けに係る行為準則（同法 24 条）や信託契約締結時交付書面説明義務（同法 25 条）が準用されているが、これに特定信託契約による信託の引受けに係る行為規制（同法 24 条の 2）を加えることが考えられる。

(2) 信託受益権売買等業務について——自己発行受益権の取扱い

信託受益権売買等業務については、信託会社（管理型信託会社を除く。）は、信託業法上の開業規制を受けているので、金商法上の開業規制（第二種金融商品取引業の登録）を受けないで行うことができるが、金融商品取引業者とみなされて一定の金商法上の行為規制を受けることになっている。

信託受益権販売業は、従来は信託業として取り扱われ、信託業法において当該業務について規定されていたが、信託受益権が有価証券とみなされたことから、当該規定が信託業法から削除され、金商法が適用されることになった。その結果、信託会社（管理型信託会社を除く。）が当該業務を行うには第二種金融商品取引業の登録は要しないが、金商法が適用されるので、信託契約代理店がこの業務を業として取扱うには、第二種金融商品取引業の登録を要することになる。

しかし、信託受益権売買等業務は、信託業法において法定他業として信託会社等に認められているものであり、少なくとも信託会社が受託した信託の受益権（自己発行受益権）の売買等業務については、金商法上の行為規制と同等性を有する信託業法上の行為規制を適用することで良いのではないかと考える³⁰。

信託の引受けに関しては、信託業法上の信託の引受けに係る行為準則が適用され、さらに、特定信託契約による信託の引受けの場合には、金商法上の販売勧誘ルールが適用されることになっており、顧客である委託者・受益者に対して適正な情報を提供できる体制になっているから、これらの信託の引受けに係る行為規制を信託受益権の売買等に対しても適用することにすれば、金商法上の行為規制との関係でも十分に同等性は確保できると考えられるし、受託者自ら発行した信託受益権であればより充実した情報提供も可能になると考えられる。

また、信託契約代理店における信託受益権売買等業務は、所属信託会社の発行した信託受益権の売買等が中心になるであろうから、所属信託会社発行の自己発行受益権の売買等の代理・媒介については、信託契約代理業にすることが考えられる。こうすれば、信託契約代理店は、所属信託会社等の自己発行受益権の売買等の代理・媒介等については、第二種金融商品取引業の登録を受けなくても取り扱うことができるようになり、受益権の売買等とその代理・媒介等との一体的運営が可能となる。

(3) 開示規制における受益権の「発行者」と「発行時」の概念を行為規制において用いることについて

前述した I-4「信託業務類型に応じた金融商品取引法の適用関係」でも明らかなように、信託業に係る信託業法と金商法の適用関係が交錯する部分については、複雑で分かりにくいといわれているが、その要因の一つに、開示規制に係る概念である「発行者」・「発行時」

概念を行為規制にも用いていることが考えられる。

受益権に係る開示規制に関しては、「発行者」・「発行時」概念を用いるとしても、行為規制の場面では用いないことも考えられる。その場合には、信託の引受けの場面と受益権の譲渡の場面に分けて行為規制することになるが、信託の引受については、信託契約の締結とその締結の代理・媒介と考えて信託業法を適用し、受益権の譲渡については、受益者による受益権の売買等と考えて金商法を適用することが考えられる。

この場合、受益者が行う受益権を譲渡するための勧誘は、自己の有する受益権の売付け勧誘等（売出し）に該当して金商法が適用されるが、自益型単独運用信託の受益証券と自益型単独運用信託（元本補填契約のある合同運用金銭信託を含む。）の受益権の売付け勧誘等（売出し）の場合は、取得勧誘類似行為として売付け勧誘等（売出し）から除かれ（金商法2条4項）、取得勧誘（募集）に含められるので（同条3項）、委託者兼受益者が自ら行う取得勧誘（自己募集）となって金商法は適用されないことになる。

3 信託の受益権に係る開示規制について

信託受益権の開示規制に関しては、一定の改正はなされてはいるものの、信託業務の実態に即したものになっているかどうか、残された課題である。

まず、開示規制を適用するのに、「発行者」と「発行時」を用いているが、「発行者」には、「委託者」・「受託者」・「委託者および受託者」の3種類あり、「発行時」は、「委託者（兼受益者）の受益権譲渡時」と「信託効力発生時」の2種類あるから、この組み合わせは相当複雑になるが、この組み合わせによって行われる発行者による開示が現状の信託業務の実態に即したものとなっているかどうか、あるいは複雑性が業務に支障を来していないかどうか。

また、そもそも、現行の「発行者」と「発行時」が信託業務の実態に合ったものかどうか。

次に、開示内容・方法等について、内容については一定の軽減が図られており、また、方法についても平成25年にみなし有価証券届出書制度が導入される等、一定の改善策が講じられているが、これで十分かどうかである。

4 公開買付制度・大量保有報告制度と信託について

信託においては、受託者は信託財産の権利者（所有者）になることから、公開買付制度における株券等所有割合の計算や大量保有報告制度における株券等保有割合の計算において、信託財産で所有しているものも、固有財産で所有しているものも合算されてしまう。受託者が管理処分権限を有するか否かで一定の調整はされてはいるものの、基本的には合算されるのが原則である。

そうすると、公開買付制度や大量保有報告制度にはさまざまな行為規制等があるから、信託財産と固有財産はそれぞれ別のものであるにもかかわらず、合算されることによって、一方の投資行動が他方に影響を及ぼし、意図しないところで他方の投資行動を制限するような事態になるおそれがある。

例えば、信託会社等が固有勘定で会社の株式の25%を保有している状態で、特定運用信託の勘定で同社の株式を10%取得する場合、受託者たる信託会社等は議決権行使権限や投資権限を有していないので合算されないから、株券等所有割合は25%のままなので公開買付を強制されることはない。しかし、指定運用信託の勘定で10%取得する場合は、受託者たる信託会社等は議決権行使権限や投資権限を有するので合算され、株券等所有割合が35%となるので公開買付を強制されることになり、信託勘定での当該運用が制限を受けることになる³¹。

これは信託財産相互間においても生じることであるので、これらをどう解決するかが課題となる。

5 金融商品取引法における信託受益権のあり方について

信託業に関して、信託業法上の規制に加えて金商法上の規制が適用されることになり、円滑な信託業務の運営を阻害するような場面が生じているのは、信託受益権が一律に金商法上の有価証券とされたことが一つの要因であると考えられる³²。

ファンド等の集団投資スキーム持分も有価証券とみなれされているが、投資性の低いものは除かれているので（金商法2条2項5号イ～ニ）、信託受益権が形式的に有価証券とされているのとは異なり、実質基準により規定されているといえる。信託受益権についても、

実質的な観点から、投資性の低いものを除くということが考えられる。

他方で、信託に関しては、投資性のある信託受益権として、特定信託契約の受益権が規定されているので、それ以外の投資性のない一般の信託契約の受益権を有価証券から除くということが考えられる。

すなわち、特定預金契約や特定保険契約の定義が投資性のある契約として定義されているのに対して、特定信託契約については、投資性のない信託契約を定めて、それ以外の信託契約を投資性のある特定信託契約と定義している（業法 24 条の 2、業則 30 条の 2）、投資性のない信託契約（一般の信託契約）が明確になっているのであるから、一般の信託契約の受益権については、投資性のない信託受益権として有価証券から除くことが考えられる。

[注]

- 1 小出卓哉『逐条解説 信託業法』（清文社・2008年6月）13頁
- 2 松尾直彦『金融商品取引法（第4版）』（商事法務・2016年）4頁～8頁
- 3 松尾・400頁
- 4 高橋康文『新しい信託業法』（第一法規・2005年）56頁、小出・359頁
- 5 松本圭介・堀弘「金融商品取引法制における信託の位置づけ」（信託233号）74頁
- 6 田中和明『信託法務』（清文社・2010年）104頁
- 7 佐藤勤『信託法概論』（経済法令研究会・2009年）283頁
- 8 小出・376頁注24
- 9 松本・堀・77頁
- 10 佐藤・281頁
- 11 小出・361頁
- 12 小出・371頁
- 13 松本・堀・78頁
- 14 松本・堀・77頁
- 15 松本・堀・80頁注17、小出・367頁
- 16 山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣・2010年）217頁～220頁 松尾・108頁
- 17 山下・神田・220頁
- 18 松尾・117頁
- 19 大谷・芝・樋口・西澤・佐藤・谷口「特定有価証券に係る発行・継続開示制度等の見直し」（商事法務2044）15頁・16頁
- 20 特定期間は、以下の特定有価証券の区分に応じて定められる（特定開示府令23条）。
 - ① 1 国内投資証券、2 外国投資証券、3 資産流動化証券、4 抵当証券等、5 内国所有証券投資事業権利等、6 外国所有証券投資事業権利等、7 特定有価証券信託受益証券でこれらの特定有価証券（内外の有価証券投資事業権利等を除く。）を受託有価証券とするもの、8 特定預託証券でこれらの特定有価証券（内外の有価証券投資事業権利等を除く。）に係る権利を表示するもの 当該特定有価証券の発行者の事業年度（同条1号）
 - ② ①以外の特定有価証券 当該特定有価証券に係る信託の計算期間（特定有価証券信託受益証券または特定預託証券の場合は、受託有価証券または当該預託証券に表示される権利に係る特定有価証券の信託の計算期間）（同号2号）。当該信託の計算期間が6月に満たないときは、6月とし、当該期間の末日が休日の場合はその翌日を末日とする（同条但書）。
- 21 前出注17参照
- 22 所有者数の計算は、以下に定める事項が同一である特定有価証券ごとに、その所有者の名簿に記載・記録されている者の数により算定する（特定開示府令26条の2）。
 - 1 信託の受益権（金商法2条2項1号）—信託財産、当該権利に係る受益債権の内容および弁済期
 - 2 社員権（同項3号）—社員権の内容

3 集団投資スキーム持分（同項5号）一出資者の権利の内容

- 23 山下・神田・224頁注204、小出・378頁
- 24 小谷融・内山正次編著『金融商品取引法におけるディスクロージャー制度』（税務経理出版局・2007年）494頁・495頁
- 25 松尾・181頁・189頁、小谷・内山・498頁
- 26 小出・375頁
- 27 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務・2009年）111頁
- 28 松尾・221頁
- 29 松尾・285頁
- 30 自己発行有価証券に関する特例
- ① 運用型信託会社等が自己発行受益権の募集・私募に際して当該受益権を引き受ける行為は、金融商品取引業に該当する有価証券の引受行為から除かれている（金商令16条1項7号）ので、運用型信託会社等は、金商法の規制を受けなくて当該引受行為を行うことができる。
 - ② 金融商品取引業者は、顧客に対して契約締結前交付書面の交付義務を負うが、顧客が当該有価証券の発行者または所有者である場合は、その義務は免除される（金商法37条の3第1項但書、金商業府令80条1項5号リ）。
- 31 商事信託法研究会「公開買付規制と信託受託者として行う取引との関係」（平成26年度商事信託法研究会報告書所収・信託264号）48頁以下で、さまざまな想定事例に基づいて、強制公開買付けの適用範囲や別途買付の禁止との関係について、解釈論・立法論の両面から詳細な検討が行われている。
- 32 藤田友敬「有価証券の範囲」『金融商品取引法制の現代的課題』（日本証券経済研究所・2010年）所収6頁・7頁、有吉尚哉「信託と金融商品取引法」、新井・神田・木南編著『信託法制の展望』（日本評論社・2011年）所収103頁・104頁

信託受益権に関する行為規制
—信託業法と金融商品取引法とが
交錯している部分を中心として—

田 中 和 明

目 次

- 1 はじめに
- 2 信託業及び金商品取引業の「業」の概念
- 3 信託業法における信託の引受けに関する行為規制(一般の信託に適用)
- 4 金融商品取引法における信託受益権に関する規制
- 5 金融商品取引法における信託受益権及び受益証券の発行と同法の適用
- 6 信託業法における金融商品取引法の準用
- 7 金融商品取引法の信託受益権に対する適用の問題点
- 8 信託受益権に関する金融商品取引法の適用についての問題への対応
- 9 まとめ

1 はじめに

信託業法と金融商品取引法において、信託受益権に関する様々な行為規制が課されており、複雑な規制の構造となっている。そこで、本稿においては、本研究会の趣旨に鑑み、信託受益権に関する信託業法と金融商品取引法の行為規制を概観した上で、信託業法と金融商品取引法とが交錯している部分を中心に、問題点の検討を行うものとする。

2 信託業及び金融商品取引業の「業」の概念

(1) 信託業法における信託業

信託業法においては、「信託業」とは、「信託の引受けを行う営業」をいう（信託業法2条）。平成16年改正信託業法（以下「旧信託業法」という。）においても、同様に定義されていたが（旧信託業法2条）、「信託の引受け」とは、「委託者の相手方が委託者の信託設定の意思表示に対し、これを引き受ける旨の意思表示であり、この効果として信託の受託者となり、信託上の一切の権利義務を発生させるものである。^{1]}といわれ、「営業」とは、「営利の目的で同種の行為を反復継続すること^{2]}であると解されていたが、信託業法は、この考え方を踏襲している。

信託の引受けを「営業」として行った受託者（信託会社）に対し、信託業法の規制を課するのは、「反復継続して信託の引受けを行う業者と顧客との間に情報量や交渉力の格差が生じること、受託者が預かった信託財産を自己名義で管理運用するという大きな権限を有することから受託者の義務を加重する必要がある等の理由による^{3]}と解されており、「[反復継続]（営業）して信託の引受けを行ったといえるか否かは、行為の回数のみならず、行為者の主観も併せ考慮すべきところである。そのため、反復継続して信託の引受けを行う場合には、その1回目の信託の引受けであっても、反復継続して信託の引受けを行う意思を有している限り、営業として信託の引受けを行ったものと解されるし、反対に、複数回の信託の引受けを行っていたとしても、それが反復継続して信託の引受けを行う意思に貫かれていない行為であれば、営業として信託の引受けを行ったものとは解されない。^{4]}

と考えられている。

この「営利の目的」はいわゆる「収支相償性」について規定しているものであり、信託の引受けを行う主体が非営利団体であるとしても、直ちに「営利の目的」がないとは解されない⁵と考えられる。

信託業は、内閣総理大臣の免許を受けた者でなければ、営むことができないが（信託業法3条）、その信託業務の内容が、信託財産の管理に限定している場合においては、内閣総理大臣の登録を受けて、「管理型信託業」を営むことができる（信託業法7条）。

なお、銀行その他の金融機関は、内閣総理大臣の認可を受ければ、信託業務を兼営することができる（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（以下「兼営法」という。）1条）。

(2) 金融商品取引法における金融商品取引業

金融商品取引法では、金融商品取引業について、有価証券の売買等、金融商品取引法2条8項各号の行為を「業として」行うものとしている（同項柱書）。この「業として」の意味は、「対公衆性」のある行為で「反復継続」して行われるものであると解されている⁶。

したがって、金融商品取引法においては、①「対公衆性のないもの」又は②「反復継続しないもの」は、金融商品取引業には該当しないと考えられる。この場合、具体的な行為が「対公衆性」や「反復継続性」を有するものであるか否かは、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられ、「対公衆性」や「反復継続性」については、現実に「対公衆性」のある行為が「反復継続」して行われている場合のみならず、「対公衆性」や「反復継続」が想定されている場合等も含まれる。

金融商品取引業に該当する場合には、原則として内閣総理大臣の登録（一部の業務については、認可又は届出制）を受けなければ、当該業務ができないものとされており、参入規制の柔軟化をはかる観点から、その業務内容の範囲に応じて規制できるように、「第一種金融商品取引業」、「第二種金融商品取引業」、「投資助言・代理業」、「投資運用業」の区分を設けて、その区分に応じた登録拒否要件を定めているが、信託受益権についての売買や売買の代理・媒介等を行うには、「第二種金融商品取引業」の登録が必要となる。

(3) 金融商品取引法における登録金融機関業務

金融商品取引法では、従前の証券取引法と同様に、証券業に相当する「有価証券関連業」という概念を設け、銀行等の一定の金融機関が有価証券関連業を行うことを原則禁止としつつ、弊害が生じるおそれが少ないと認められる一部の業務の取扱いができるようにしているが、銀行等の一定の金融機関がこれらの業務を行う場合には、登録金融機関としての登録が必要とされている。これらの金融機関が登録金融機関としての登録を受けて行う業務は、「登録金融機関業務」と定義され（金商法 33 条の 5 第 1 項 3 号）、登録金融機関が登録金融機関業務を行う際には、金融商品取引業者が金融商品取引業を行う場合に課される行為規制と同等の規制を受けるものとされている。信託兼営銀行の場合も、銀行であるため、金融商品取引業の登録ではなく、登録金融機関としての登録を受けることにより金融商品取引業務を行うことができる。

なお、金融商品取引法 34 条においては、金融商品取引業者と登録金融機関を合わせて「金融商品取引業者等」と定義されている。

3 信託業法における信託の引受けに関する行為規制（一般の信託に適用）

(1) 信託の引受けに関する行為準則

ア 信託会社の信託の引受けに関する禁止行為

信託会社は、信託の引受けに関して、以下の行為をしてはならないことが定められている（信託業法 24 条 1 項）。なお、この規定は、遺言信託にも適用がある。

① 委託者に対して虚偽のことを告げる行為（同項 1 号）。

虚偽の内容は、信託契約の内容だけではなく、例えば、信託の過去の運用実績等についても、事実と異なることを告げることは禁止されている。

② 委託者に対し、不確実な事項について断定的判断を提供し、又は確実であると誤解させるおそれがある事項を告げる行為（同項 2 号）。

この断定的判断は、将来における予測に関する事項であり、例えば、有価証券運用を

目的とする信託において、「絶対に50%の利回りは間違いない」というような説明や表示は、たとえそれが起こり得ることであっても、断定的判断の提供に該当することになる。

- ③ 信託会社が、信託の引受けにあたり、委託者若しくは受益者又は第三者に対し、特別の利益の提供を約し、又はこれを提供する行為（第三者に特別の利益の提供を約させ、又は提供させる行為を含む）（同項3号）。

この規定の趣旨は、「特別の利益提供を行った場合に、その委託者を直接害するものではないが、他の委託者・受益者との間で不均衡が生じ、信託業の適確な運営に支障を生じるおそれがある」⁷ためであり、特別の利益提供は、金銭の交付等だけではなく、特別の便宜の提供等も含まれる。

- ④ 委託者若しくは受益者又は第三者に対し、信託の受益権について損失を生じた場合にこれを補てんし、若しくはあらかじめ一定額の利益を得なかった場合に補足することを約し、又は、信託の受益権について損失を生じた場合にこれを補てんし、若しくはあらかじめ一定額の利益を得なかった場合にこれを補足する行為（第三者をして当該行為を約させ、又は行わせる行為を含み、自己の責めに帰すべき事故による損失を補てんする場合を除く。）（同項4号）。

イ 適合性原則

信託業法24条2項では、適合性原則が定められているが、適合性原則とは、信託会社が、委託者の知識、経験、財産の状況及び信託契約を締結する目的に照らして、適切な信託の引受けを行い、委託者保護に欠けることのないように業務を営まなければならないという原則である。この原則には、金融商品取引法同様に、「狭義の適合性原則」と、「広義の適合性原則」の二つの概念があり、前者は、「ある特定の利用者に対してはいかに説明を尽くしても一定の商品の販売・勧誘を行ってはならないとのルール⁸」であり、後者は、「業者が利用者の知識・経験・財産・目的に適合した形で販売・勧誘を行わなければならないとのルール⁹」である。本条は、両方を包含しているものであると考えられるが、平成16年（2004年）の信託業法の改正時に導入された。信託の場合には、「委託者の属性」と「信託の内容」によって決せられると考えられている。

(2) 元本補てん・利益補足に関する金融商品取引法の規制

上記(1)④のとおり、信託業法24条1項4号においては、信託会社による元本補てん・利益補足を禁止しているが、金融商品取引法39条においても、有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引について、自己又は第三者がこれらの取引について生じた顧客の損失の全部若しくは一部を補てんし、又はこれらによって生じた顧客の利益に追加するためその顧客又は第三者に財産上の利益を提供する旨を、その顧客又はその指定した者に対し、申し込み、若しくは約束し、又は第三者に提供させる行為（信託で行う場合も含む）、又は、これらの行為を事後的に実施する行為を禁止している。

なお、金融商品取引業者等の顧客についても、有価証券売買等について、金融商品取引業者等又は第三者との間で、損失補てん・利益補足の約束等をしてはならないものとされている（金商法39条2項）。

金融商品取引法では、事後的な損失補てんについては、例外があり、その行為が「事故（金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人の違法又は不当な行為であって当該金融商品取引業者等とその顧客との間において争いの原因となるものとして内閣府令（金商業府令118条）で定めるものをいう。）」による損失の全部又は一部を補てんするために行う場合については適用しないこと、また、その補てんを行う場合には、補てんに係る損失が事故に起因するものであることについて、金融商品取引業者等があらかじめ内閣総理大臣の確認（事故確認制度）を受けている場合、さらには、その他内閣府令（金商業府令119条）で定める場合には、損失補てんが認められている（金商法39条3項）。

この事故確認制度の例外として認められるものとしては、例えば、①裁判所の確定判決を得ている場合、②裁判上の和解が成立している場合、③民事調停法上の調停が成立している場合、④金融商品取引業協会のあっせんによる和解が成立している場合（金商業等府令119条1～4号）、さらには、金融商品取引法の改正により、認定投資者保護団体のあっせんによる和解等のほか、一定の要件を満たす弁護士（支払額1千万円以下）、司法書士（支払額140万円以下）の顧客代理による和解の場合（同条5～8号）には、事故確認が不要とされている。

一方、信託業法においては、上述したとおり、信託会社が、「信託の受益権について損失を生じた場合にこれを補てんする行為」等を禁止しており、「自己の責めに帰すべき事

故による損失を補てんする場合」を例外として規定しているが（信託業法 24 条 1 項 4 号）、例外とされる「自己の責めに帰すべき事故」についての定義もなく、また、事故確認制度や適用除外についての列挙規定もない。

(3) 信託契約の内容の説明義務

信託会社は、信託契約による信託の引受けを行うときは、あらかじめ、委託者に対して、①信託会社の商号、②信託の目的、③信託財産に関する事項、④信託契約の期間に関する事項、⑤信託財産の管理又は処分の方法に関する事項、⑥信託業務を委託する場合に委託する信託業務の内容、委託先の氏名、住所等、⑦利益相反行為を行う場合にその旨とその概要、⑧受益者に関する事項、⑨信託財産の交付に関する事項、⑩信託報酬に関する事項、⑪信託財産に関する租税その他の費用に関する事項、⑫信託財産の計算期間に関する事項、⑬信託財産の管理又は処分の状況の報告に関する事項、⑭信託契約の合意による終了に関する事項、⑮その他内閣府令（信託業法施行規則 33 条 7 項、8 項）で定める事項について、説明義務が課せられている（信託業法 25 条）。

この説明義務は、その説明の内容、方法及び程度等について、委託者の知識・経験等に依りて、適合性の原則に従い行う必要があるが、また、委託者の保護に支障を生ずることがない場合（信託業法施行規則 31 条）については、説明義務が免除されている（信託業法 25 条ただし書）。

なお、この説明義務は、信託契約にのみ適用され、遺言信託には適用がない。

(4) 信託契約締結時の書面交付義務

信託会社が、信託契約による信託の引受けを行ったときは、遅滞なく、委託者に対し以下の事項を明らかにした書面の交付義務を課している（信託業法 26 条 1 項本文）。なお、書面を委託者に交付しなくても委託者の保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令（信託業法施行規則 32 条）で定める場合には、この書面交付義務は免除されている（信託業法 26 条 1 項ただし書）。

- ① 信託契約の締結年月日

- ② 委託者の氏名又は名称及び受託者の商号
- ③ 信託の目的
- ④ 信託財産に関する事項
- ⑤ 信託契約の期間に関する事項
- ⑥ 信託財産の管理又は処分の方法に関する事項（同法2条3項各号のいずれにも該当しない信託にあっては、信託財産の管理又は処分の方針を含む）
- ⑦ 信託業務を委託する場合（信託法22条3項各号に掲げる業務を委託する場合を除く）には、委託する信託業務の内容並びにその業務の委託先の氏名又は名称及び住所又は所在地（委託先が確定していない場合は、委託先の選定に係る基準及び手続）
- ⑧ 信託法29条2項各号（信託財産に係る行為準則）に掲げる取引を行う場合には、その旨及び当該取引の概要
- ⑨ 受益者に関する事項
- ⑩ 信託財産の交付に関する事項
- ⑪ 信託報酬に関する事項
- ⑫ 信託財産に関する租税その他の費用に関する事項
- ⑬ 信託財産の計算期間に関する事項
- ⑭ 信託財産の管理又は処分の状況の報告に関する事項
- ⑮ 信託契約の合意による終了に関する事項
- ⑯ その他内閣府令で定める事項

この書面交付義務は、信託を契約で設定する場合に限定しており、遺言信託、自己信託の場合には、適用されない。

また、実務では、信託契約締結と同時に、信託契約書が交付されるタイプの信託もあり、その場合には、その信託契約書を契約締結時交付書面とするものが大半である。

(5) 善管注意義務

信託業法では、善管注意義務について、「信託会社は、信託の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、信託業務を行わなければならない。」と定められている（信託業法28条2項）。この規定は、信託法において任意規定である善管注意義務を強行規定化したも

のであり、義務を軽減することはできないと解されている。

この点に関して、信託業法においては、善管注意義務を軽減することはできないものの、信託行為の定めにより、善管注意義務の範囲を限定できるか、すなわち、信託事務処理の範囲を限定できるかという議論がある。

例えば、不動産の流動化を目的とする信託では、受託者は、信託財産を他者に賃貸し、委託者兼当初受益者が選任の指図をしたプロパティーマネージャーに委託するという方法により、信託財産を管理する権限しか有しておらず、その権限の範囲内では信託事務の処理を行わないことが一般的である。このような信託においては、信託契約に定められた信託事務のみを遂行することにより、善管注意義務を果たしたことになると考えられる。

これらの信託における受託者の行為は、信託行為に定められている行為以外を行わないが、善管注意義務が軽減されているために行わないのではなく、信託事務の範囲が限定されているために行わないということである。

すなわち、信託業法においては、信託行為の定めにより、受託者の善管注意義務を軽減することはできないものの、善管注意義務を負う信託事務の範囲を限定することは可能である。ただし、そのような信託でも、指図が違法な場合や明らかに不合理である場合には、受託者は、必要な措置をとらなければ、善管注意義務を尽くしたとはいえないと考えられる。

(6) 忠実義務等に関する規制

ア 忠実義務の一般規定

信託法と同様、信託業法においても、「信託会社は、信託の本旨に従い、受益者のため忠実に信託業務その他の業務を行わなければならない。」(信託業法 28 条 1 項)と規定されており、忠実義務の一般規定を取り入れている。

イ 信託財産に係る行為準則

信託業法においては、受託する信託財産について、信託会社に対して以下の行為を禁止している(信託業法 29 条 1 項)。

- ① 通常の取引の条件と異なる条件で、かつ、その取引が信託財産に損害を与えることと

なる条件となる取引を行うこと

- ② 信託の目的、信託財産の状況又は信託財産の管理若しくは処分の方針に照らして不必要な取引を行うこと
- ③ 信託財産に関する情報を利用して自己又は当該信託財産に係る受益者以外の者の利益を図る目的をもって取引を行うこと¹⁰
- ④ その他信託財産に損害を与え、又は信託業の信用を失墜させるおそれがある行為として内閣府令で定める行為

この内閣府令（信託業法施行規則 41 条 2 項）においては、以下の行為が規定されている。

- i) 信託財産の売買その他の取引を行った後で、一部の受益者に対し不当に利益を与え又は不利益を及ぼす方法で当該取引に係る信託財産を特定すること（同項 1 号）
- ii) 他人から不当な制限又は拘束を受けて信託財産に関して取引を行うこと、又は行わないこと（同項 2 号）
- iii) 特定の資産について作為的に値付けを行うことを目的とした取引を行うこと（同項 3 号）
- iv) 信託財産に係る受益者（信託管理人又は受益者代理人を含む）に対し、取引に関する重要な事実を開示し、書面又は電磁的方法による同意を得て行う場合を除き、通常取引の条件と比べて受益者に不利益を与える条件¹¹で信託財産に属する財産につき自己の固有財産に属する債務に係る債権を被担保債権とする担保権を設定することその他第三者との間において信託財産のためにする行為であって受託者又は利害関係人と受益者との利益が相反することとなる取引を行うこと（同項 4 号）
- v) 重要な信託の変更等をすることを専ら目的として、受益者代理人を指定すること（同項 5 号）

ウ 厚生年金基金の積立金に関する規制

平成 24 年 2 月に発覚した投資顧問会社の不正運用による年金資産消失の事件に鑑み、下記の行為が禁止される形で義務付けられている。

- vi) 厚生年金基金は、年金給付等積立金を、特定の運用方法に集中しない方法により運用するよう努めなければならないことが義務付けられているが（廃止前厚生年金基金令 39 条の 15）、基金がこの規定に違反するおそれがあることを知ったにもかかわらず、そ

の基金に対し、その旨を通知しないこと（信託業法施行規則 41 条 2 項 6 号）。

vii) 厚生年金基金が運用を特定しない信託（廃止前厚生年金基金令 30 条 1 項 1 号 1）であるにもかかわらず、信託財産の運用として特定の金融商品を取得させることその他の運用方法の特定があった場合において、これに応じること（信託業法施行規則 41 条 2 項 7 号）。

viii) 厚生年金基金に対し、積立金の運用に関して、不確実な事項について断定的判断を提供し、又は確実であると誤解させるおそれのあることを告げること（同項 8 号）。

エ 利益相反行為

信託業法においても、受託者である信託会社の利益相反行為の制限とその例外が規定されている（信託業法 29 条 2 項）。

具体的には、信託会社が、①自己又はその利害関係人と信託財産との取引、②信託財産間の取引、③第三者との間で信託財産のためにする取引であって、自己が当該第三者の代理人となって行う取引、を行うことを禁止している。

また、その例外として、i) 信託行為においてこれらの利益相反取引を行う旨とその取引の概要についての定めがあること又は ii) 信託行為にその取引の禁止について定めがある場合を除き、その取引に関する重要な事実を開示してあらかじめ書面若しくは電磁的方法による受益者（信託管理人又は受益者代理人を含む）の承認を得た場合であり、かつ、iii) 受益者の保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令（信託業法施行規則 41 条 3 項）で定める下記の場合、が定められている。

- i) 委託者若しくは委託者から指図の権限の委託を受けた者（一定の者を除く）又は受益者若しくは受益者から指図の権限の委託を受けた者のみの指図により取引を行う場合（同項 1 号）
- ii) 信託の目的に照らして合理的に必要と認められる場合であって、同項 2 号に掲げる取引の種類に応じ、それぞれ定める方法によって取引を行う場合（表 1 参照）
- iii) 個別の取引ごとに当該取引について重要な事実を開示し、信託財産に係る受益者の書面又は電磁的方法による同意を得て取引を行う場合（同項 3 号）
- iv) その他受益者の保護に支障を生ずることがないものとして金融庁長官等の承認を受けて取引を行う場合（同項 4 号）

なお、信託会社は、上記の取引をした場合には、受益者の保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令（信託業法施行規則 41 条 5 項）で定める場合を除いて、信託財産の計算期間ごとに、その期間における取引の状況を記載した書面を作成し、その信託財産に係る受益者に対し交付しなければならないことが定められている（信託業法 29 条 3 項）。

また、信託業法では、信託法で原則として制限されている競合行為（信託法 32 条）については、特段の制限規定は置かれていない。

(表 1) 信託業法施行規則 41 条 3 項 2 号の取引の種類と取引の方法

	取引の種類	取引の方法
イ	(1) 金融商品取引所に上場されている有価証券の売買	取引所金融商品市場において行うもの又は(3) ※
	(2) 店頭売買有価証券の売買	店頭売買有価証券市場において行うもの又は(3) ※
	(3) (i) 国債証券、地方債証券、特別の法律により法人の発行する債券、資産流動化法上の特定社債券、社債券の売買	※前日の公表されている最終価格に基づき算出した価額又はこれに準ずるものとして合理的な方法により算出した価額により行うもの
	(ii) 株券又は新株予約権証券で、価格が認可金融商品取引業協会等の規則に基づいて公表されるものの売買	
(i) (ii) 外国又は外国の者の発行する証券であって、(i) 又は(ii)の有価証券の性質を有するものの売買		
(iii) 投信法上の投資信託又は外国投資信託の受益証券、あるいは投資証券若しくは投資法人債券又は外国投資証券の売買		
ロ	市場デリバティブ取引及び外国市場デリバティブ取引	取引所金融商品市場又は外国金融商品市場において行うもの
ハ	不動産の売買	不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて調査した価格により行うもの
ニ	その他の取引	同種及び同量の取引を同様の状況の下で行った場合に成立することとなる通常の取引の条件と比べて、受益者に不利にならない条件で行うもの

(7) 分別管理義務等の体制整備

ア 分別管理義務

信託法 34 条の趣旨を踏まえ、分別管理義務については、信託会社は、内閣府令（信託業法施行規則 39 条）で定めるところ、すなわち、「管理場所を区別することその他の方法により信託財産に属する財産と固有財産及び他の信託財産に属する財産とを明確に区分し、かつ、当該信託財産に係る受益者を判別できる状態で管理」することにより、信託法 34 条の規定に基づき信託財産に属する財産と固有財産及び他の信託の信託財産に属する財産とを分別して管理するための体制その他信託財産に損害を生じさせ、又は信託業の信用を失墜させることのない体制を整備しなければならない（信託業法 28 条 3 項）。

イ 内部管理体制の整備

信託会社は、分別管理義務の体制整備のほか、信託財産に損害を生じさせ、又は信託業の信用を失墜させることのない以下の体制を整備しなければならない（信託業法施行規則 40 条）。

- ① 内部管理に関する業務（法令遵守の管理・内部監査及び内部検査・財務に関する業務）を適正に遂行するために、i) 人的構成の確保、ii) 社内規則の整備、iii) 内部管理に関する業務に従事する者の信託財産の管理又は処分を行う部門からの独立した体制（同条 1 項）
- ② 信託契約代理店に対する指導及び信託契約代理店の信託契約代理業務に係る法令の遵守状況の検証を行うための十分な体制（同条 3 項）
- ③ 本店その他の営業所を他の信託会社等の本店その他の営業所等と同一の建物に設置してその業務を営む場合には、顧客がその信託会社を他の信託会社等であると誤認することを防止するための適切な措置（同条 4 項）
- ④ 電気通信回線に接続している電子計算機を利用してその業務を営む場合には、顧客がその信託会社を他の者と誤認することを防止するための適切な措置（同条 5 項）
- ⑤ 個人顧客に関する情報の安全管理、従業者の監督及びその情報の取扱いを委託する場合にはその委託先の監督について、情報の漏えい、滅失又はき損の防止を図るために必要かつ適切な措置（同条 6 項）

- ⑥ 信用情報に関する機関から提供を受けた情報であって個人である資金需要者の借入金返済能力に関するものを、資金需要者の返済能力の調査以外の目的のために利用しないことを確保するための措置（同条7項）
- ⑦ 個人顧客に関する人種、信条、門地、本籍地、保健医療又は犯罪経歴についての情報その他の特別の非公開情報を、適切な業務の運営の確保その他必要と認められる目的以外の目的のために利用しないことを確保するための措置（同条8項）

ウ 年金消失事件を踏まえた体制整備

平成24年2月に発覚した投資顧問会社の不正運用による年金資産消失の事件に鑑み、投資運用業者に以下の体制整備が求められている。

すなわち、金融商品取引業等に関する内閣府令130条1項15号では、投資運用業者は、運用財産の管理について権利者が信託会社等への信託をする場合には、その運用財産の運用に関し、対象有価証券の取得又は買付けに関して、①信託会社等が対象有価証券の真正な価額を知るために必要な措置として、対象有価証券の価額について、i) 価額の算出を行う者から直接に通知を受けることを確保するための措置、ii) 価額の算出を行う者に対し直接に確認することができることを確保するための措置、のいずれかの措置をとること、また、②対象有価証券に係る権利を有する者から出資又は拠出を受けた資産に係るファンド監査が行われること、③信託会社等がファンド監査の真正な監査報告書等の提供を受けるために必要な措置として、i) ファンド監査の監査報告書等について、ファンド監査を行った者から直接に提供を受けることを確保するための措置、ii) ファンド監査の監査報告書等について、ファンド監査を行った者から金融商品取引業者等以外の者を経由して提供を受けることを確保するための措置、iii) その他ファンド監査の真正な監査報告書等の提供を受けることを確保するための措置、のいずれかの措置をとらなければならないことが求められるようになった。

これを受けて、信託会社においても、運用している対象有価証券の価額、監査報告書等を入手した場合、又は、その金融商品取引業者から、運用報告書に記載された対象有価証券に係る記載事項の通知を受けた場合において、その価額、監査報告書等とその記載事項を照合すること、さらに、その結果をその権利者に対して通知することを確保するための十分な体制を整備することが求められている（信託業法施行規則40条9項）。

また、年金信託契約に基づき年金の運用を行う場合、厚生年金基金から示された基本方針に従って運用した場合の利益の見込みと損失の可能性について、その基金の知識、経験、財産の状況及び年金信託契約を締結する目的に照らして適切に説明を行うための十分な体制も整備しなければならない（同条10項）。

(8) 信託業務の委託

ア 信託業務の委託の要件

信託法においては、信託事務の処理の第三者への委託については、自己執行義務が大幅に緩和されたが、信託業法においては、顧客保護の観点から、信託会社は、①信託業務の一部を委託することとその信託業務の委託先（委託先が確定していない場合は、委託先の選定に係る基準及び手続き）が信託行為において明らかにされていること、②委託先が委託された信託業務を的確に遂行することができる者であること、のいずれの要件も満たす場合に限って、その受託する信託財産について、信託業務の一部を第三者に委託することができるという規制が課せられている（信託業法22条1項）。

イ 信託業務を委託した場合の信託会社の責任

信託会社の責任について、「信託会社は、信託業務の委託先が委託を受けて行う業務につき受益者に加えた損害を賠償する責めに任ずる。ただし、信託会社が委託先の選任につき相当の注意をし、かつ、委託先が委託を受けて行う業務につき受益者に加えた損害の発生の防止に努めたときは、この限りでない。」と定められている（信託業法23条1項）。

また、信託法に受託者の委託に係る選任・監督責任の減免の規定が盛り込まれた（信託法35条3項）ことから、その趣旨を取り入れ、信託業法においても、信託会社が信託業務を、①信託行為において指名された第三者、②信託行為において信託会社が委託者の指名に従い信託業務を第三者に委託する旨の定めのある場合において、当該定めに従い指名された第三者、③信託行為において信託会社が受益者の指名に従い信託業務を第三者に委託する旨の定めがある場合において、その定めに従い指名された第三者に委託したときは、免責が認められている（信託業法23条2項）。

ただし、①②に関しては、株式の所有関係又は人的関係において、委託者と密接な関係

を有する者として政令で定める者に該当し、かつ、受託者と密接な関係を有する者として政令で定める者に該当しない者に限られている。

ウ 信託業務を委託した場合の委託先の責任

信託法において、信託事務の委託先の責任について定めた旧信託法 26 条 3 項の規定が削除されたにもかかわらず、信託業法においては、信託会社から委託を受けた者は、顧客との関係では、信託会社と同様の機能を果たすことができることから、信託会社と同様の責任を課している（信託業法 22 条 2 項）。

しかしながら、信託財産の保管業務のように、信託財産の現状に変更を及ぼさない管理行為にとどまる場合など、委託先が信託会社と同様の機能を果たしているとまでは考えられない場合には委託先に義務を課す必要はないと考えられることから、委託先の責任の規定については、適用除外が認められている（同条 3 項）。

具体的には、① 信託財産の保存行為に係る業務、② 信託財産の性質を変えない範囲内において、その利用又は改良を目的とする業務、③ ①②以外で、受益者の保護に支障を生ずることがないと認められるものとして内閣府令（信託業法施行規則 29 条）で定めるものは適用されない。

(9) 信託財産状況報告書の作成・交付義務

信託会社は、その受託する信託財産について、その信託財産の計算期間ごとに、信託財産状況報告書を作成し、当該信託財産に係る受益者に対し交付しなければならないものとされている（信託業法 27 条 1 項本文）。

信託法 37 条 3 項において、報告が義務付けられている財産状況開示資料は、信託行為による別段の定めが認められていることから、実務においては、信託契約において、信託財産状況報告書の交付を信託法の財産状況開示資料の交付（信託法 37 条 3 項）とみなす旨を定めている。

なお、信託財産状況報告書を受益者に交付しなくても受益者の保護に支障を生ずることがない場合として内閣府令（信託業法施行規則 38 条）で定める場合においては、信託財産状況報告書の交付が免除されている（信託業法 27 条 1 項ただし書）。

また、信託財産状況報告書の記載事項については、信託業法施行規則 37 条 1 項各号に定められている。

(10) 受託者の受益者に対する費用等の償還等に関する説明義務

信託会社は、受益者との間で、受益者から費用等の償還又は費用の前払いを受ける旨の合意を行おうとするときは、その合意に基づいて費用等若しくは信託報酬の償還、又は費用若しくは信託報酬の前払いを受けることができる範囲及びその他の内閣府令（信託業法施行規則 41 条の 8）で定める事項について、説明しなければならない（信託業法 29 条の 3）。

(11) 自己信託の規制

一般の信託の場合、信託の引受けを営業として行う場合には、信託業法の適用を受ける。したがって、従来の信託兼営銀行又は信託会社以外の事業法人等が自己信託の受託者として参入する場合の障害となるおそれがあることから、一般の信託とは、別建ての自己信託特有の規律が設けられ、登録制度が設けられている（信託業法 50 条の 2 第 1 項）。

すなわち、自己信託をしようとする者は、その信託の受益権を多数の者（信託業法施行令 15 条の 2 第 1 項により 50 名以上）が取得できる場合には、原則として内閣総理大臣の登録を受けなければならないものとされている。したがって、営業として自己信託の受託者となっても、50 名以上の受益者が存在しなければ、信託業法の適用を受けない。

信託業法の適用を受ける自己信託は、自己信託固有の規制として、自己信託の設定時において、中立かつ公正な調査のため、専門的知識を有する第三者による信託財産の調査が義務付けられている（信託業法 50 条の 2 第 10 項）。

なお、信託期間中については、一般の信託における信託会社と同一の規制を受託者に課している（同条第 12 項）。

4 金融商品取引法における信託受益権に関する規制

(1) 金融商品取引法における規制対象としての有価証券

従前の証券取引法においては、投資家の間を転々流通する可能性のある金融商品を想定し、公衆縦覧型のディスクロージャー規制や投資家一般に対する行為規制を規定していた。

証券取引法の規制対象の金融商品は、私法上の有価証券の形をとっているものが多く、これらは、「証券の発行や取引などを規制すれば、権利の発生や移転を規制できるため、証券法は、証券上の権利ではなく証券自体をとらえて規制対象とし、本条一項の有価証券¹²」として規定していた他、私法上の有価証券の形をとらずに権利内容を記載した証拠証券に過ぎないものについては、証券の発行や取引などを規制しても規制できるとは限らないことから、権利自体を規制対象として、有価証券とみなして規定し、規制していた。

金融商品取引法においては、その規制対象である有価証券を以下のように規定している。

- ① 私法上の有価証券として証券が発行されているもの（同法2条1項）
- ② 証券の発行は可能であるが、ペーパーレス化された権利で有価証券とみなすもの（「有価証券表示権利」と総称している。同条2項本文前段）
- ③ 電子記録債権について、流通性その他の事情を勘案し、社債券その他の第1項各号に掲げるものを有価証券とみなすことが必要と認められるものとして政令で定めるもの（「特定電子記録債権」という。同条2項本文中段）
- ④ 証券の発行はできないが有価証券とみなされる権利（同条2項本文後段・各号）

また、通常、①②③を合わせて「第一項有価証券」、④を「第二項有価証券」と呼び分類している（同条3項）。

(2) 金融商品取引法における有価証券指定の意味

金融商品取引法上、有価証券に指定されると同法の業規制、行為規制、開示規制の適用を受けることになる。すなわち、有価証券の売買等の一定の取引について、業規制の対象となり、原則として、金融商品取引業の登録を受けた者でなければ、その行為を行うことができないことになる（金商法29条）。

(3) 信託受益権に関する金融商品取引法の適用

信託受益権に関する規制については、金融商品取引法が制定される前の証券取引法2条では、投資信託又は外国投資信託の受益証券（証券取引法2条1項7号）、貸付信託の受益証券（同項7号の3）、特定目的信託の受益証券（同項7号の4）、外国法人の発行する貸付債権の信託の受益権等のうち政令で定めるもの（同条2項1号）等の特殊なものだけが、規制の対象であった。

ところが、金融商品取引法においては、大幅にその適用範囲が拡大されている。

金融審議会第一部会報告¹³では、金融商品取引法は、「可能な限り幅広い金融商品を対象とすべき」としつつ、金融商品（投資商品）の概念について、「①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標などに関連して、③より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクテイクをとるものといった基準」を設定しており、これを踏まえて有価証券の範囲を拡大している¹⁴。

具体的には、集団投資スキーム持ち分の包括定義の新設（金商法2条2項5号・6号）、抵当証券を「第二項有価証券」に追加し、さらに、信託受益権を「第二項有価証券」に指定した。したがって、すべての信託受益権が、金融商品取引法の適用を受けることになる。

これが、信託に関する最大の変更点である。

信託受益権を有価証券としてみなした理由としては、立案担当者によれば、「信託受益権は、その販売段階においては、購入者による金銭の出資、購入者に対する金銭等の償還の可能性をもつものであり、こうした基準に合致するものである¹⁵」と説明されている。

神田秀樹先生は、「なぜ信託受益権が2条2項後段有価証券となる際に、限定なしでみなし有価証券になったか」というと、それは1つだけの理由ではなくて諸事情があると思います。私に言わせれば、これは法形式一本で定義したということなのです。株式会社の株式と同じということです。（中略）形式的には信託は仕組みであり、かつ所有と経営が制度的に分離しています。したがって会社で言えば合名・合資会社とは違って株式会社に当たります。したがって、法形式一本で入れたというのが私の理解です。¹⁶」と述べられている。

また、旧信託業法で規制されていた「信託受益権販売業者」を金融商品取引法上の「金融商品取引業」としたこと、さらに、信託契約の締結の代理又は媒介が、信託業法の規制

対象であるものの、金融商品取引法の規制が課せられる場合が生じることとなったことが変更点としてあげられる。

さらに、信託法の改正により、信託受益権を私法上の有価証券とする「受益証券発行信託」が導入されたことから、その受益証券を「第一項有価証券」として、規制対象としている。

なお、金融商品取引法の制定に伴うもう一つの大きな変更点としては、信託業法による「特定信託契約」の締結の場合の金融商品取引法の準用があげられる。

5 金融商品取引法における信託受益権及び受益証券の発行と同法の適用

(1) 金融商品取引法における信託受益権及び受益証券の発行

ア 発行者の概念

金融商品取引法においては、有価証券の「発行者」の概念を、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者¹⁷⁾」と捉えて整理したうえで、「発行者」とは、「有価証券を発行し、又は発行しようとする者（内閣府令で定める有価証券については、内閣府令で定める者）をいうもの」と定義し、2条2項の規定により有価証券とみなされるものについては、権利の種類ごとに内閣府令で定めている。（金商法2条5項）。

イ 信託受益権及び受益証券の発行者

信託受益権及び受益証券発行信託の受益証券については、① 委託者が指図権限を有する委託者指図型の信託の場合は「委託者」、② 委託者が指図権限を有しない委託者非指図型で信託財産が金銭である自益信託の場合には「受託者」、③ ①②以外の場合には「委託者及び受託者」が発行者とされている（金商定義府令14条2項2号、3項1号）。

なお、受益証券発行信託の受益証券のうち、「有価証券信託受益証券」（金商法2条1項各号の有価証券を信託財産とするもので、当該信託財産である有価証券に係る権利の内容が当該受益権の内容に含まれる旨その他内閣府令で定める事項が当該信託に係る信託行為に定められているもの（金商法施行令2条の3第3号））については、信託財産である有

価証券を発行し、又は発行しようとするものが発行者とされている（金商定義府令 14 条 2 項 3 号）。

ウ 信託受益権及び受益証券発行信託の受益証券の発行の時

金融商品取引法において、信託受益権の発行時は、① 自益信託については、元本補てん契約のない合同運用金銭信託を除き、委託者兼当初受益者が第三者に譲渡する時、② ①以外の自益信託と、他益信託については、信託の効力が発生する時であると規定されている（金商法定義府令 14 条 4 項 1 号）。

(表 2) 信託受益権の発行者・発行時期

運用指図権	受益者	信託の運用方法・信託財産	発行者	発行時期
委託者指図型	自益信託	すべて	委託者	受益権譲渡時
	他益信託	すべて	委託者	信託効力発生時
委託者非指図型	自益信託	合同運用金銭信託（元本補てん無）	受託者	信託効力発生時
		合同運用金銭信託（元本補てん有）	受託者	受益権譲渡時
		信託財産が金銭（合同運用以外）	受託者	受益権譲渡時
		信託財産が金銭以外	委託者 受託者	受益権譲渡時
	他益信託	すべて	委託者 受託者	信託効力発生時

(2) 信託受益権の発行と信託の設定に関する規制

金融商品取引法においては、「有価証券の引受け」（有価証券の募集若しくは売出し又は私募に際し、当該有価証券全部又は一部を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を取得すること、又は、当該有価証券の全部又は一部につき他にこれを取得する者がいない場合にその残部を取得することを内容とする契約をすること）を業として行った場合には、金融商品取引業に該当する（金商法 2 条 8 項 6 号、6 項）。

したがって、信託受益権を取得させることを目的として全部又は一部を取得した場合等についても、信託受益権が有価証券に指定されたことから、原則としては、金融商品取引業に該当することとなる。

しかしながら、信託受益権については、上記のとおり、①「発行者」が、i) 委託者、ii) 受託者、iii) 委託者及び受託者となる場合に分かれており、②「発行時」についても、i) 委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡した時、ii) 信託の効力が生じた時に分かれている。したがって、信託受益権を取得させることを目的として全部又は一部を取得すること等が、常に、「有価証券（信託受益権）の引受け」に該当することとはならない¹⁸。

(3) 信託受益権の自己募集

また、金融商品取引法においては、集団投資スキームが規制の対象になり、発行者自身による販売・勧誘行為（これを「自己募集」という。）は、「有価証券の募集又は私募」として規制の対象とされているが、信託受益権については、その発行者が、「募集又は私募」を行う場合には、自己募集として規制の対象となる有価証券に含まれていないため、金融商品取引法は適用されない（金商法2条8項7号）。これにより、信託設定時には、受託者は、常に、金融商品取引法の適用は受けず、信託業法の適用を受けることになる。

(4) 信託受益権の売買（取得・譲渡）に関する規制

信託受益権を売買（取得・譲渡）する行為については、信託受益権が第二項有価証券であるため、第二種金融商品取引業（金商法28条2項）に該当し、原則として、金融商品取引法が適用される。ただし、以下の例外が認められている。

① 販売（譲渡）の勧誘の全部を委託する場合の金融商品取引法の適用除外

売買当事者として信託受益権を販売（譲渡）する場合については、信託受益権を勧誘することなく、金融商品取引業者等による代理又は媒介により、当該信託受益権の販売に係る契約を締結する場合で、当該代理又は媒介に係る業務の委託契約書等で金融商品取引業者等に勧誘の全部を委託する旨が明らかにされているものについては、金融商品取引業から除外されており、金融商品取引法は適用されない（金商法施行令1条の8の6第1項4号、金商法定義府令16条1項1号）。

しかしながら、信託受益権を取得する行為については、そのような特例は認められてお

らず、信託受益権の取得を「業として」（金商法2条8項1号）行う場合には、金融商品取引業に該当し、金融商品取引法が適用される。

ただし、信託受益権の売買当事者となる場合には、取得・譲渡のいずれの場合においても、「自己のポートフォリオを改善するために行うもの」は、基本的に「業として」行うものに該当せず、金融商品取引業に該当しないものと解されている¹⁹。

この場合、具体的な行為が「対公衆性」や「反復継続性」を有するものであるか否かは、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられ、「対公衆性」や「反復継続性」については、現実に「対公衆性」のある行為が「反復継続」して行われている場合のみならず、「対公衆性」や「反復継続性」が想定されている場合等も含まれる点に留意が必要であるとの説明が加えられている。

② 自己募集に該当する場合の金融商品取引法の適用除外

前述したとおり、信託受益権の販売が「自己募集」に該当する場合には、金融商品取引法は適用されない（金商法2条8項7号）。したがって、信託受益権の発行者が「受託者」で、発行時が受益権譲渡時であるもの、又は、発行者が「委託者及び受託者」で、発行時が受益権譲渡時であるものについては、「受託者」が信託受益権の売却の勧誘を行う場合には、金融商品取引法は適用されない。

(5) 信託契約締結の代理・媒介に関する規制

「信託契約代理業」とは、「信託契約締結の代理又は媒介を行う営業」とであると定義されているが、信託契約に基づく信託の受託者が、金融商品取引法2条5項に規定する信託の受益権の発行者とされる場合については、除かれている（信託業法2条8項）。

信託契約に基づく信託の受託者が、金融商品取引法2条5項に規定する信託受益権の発行者とされる場合については、「信託契約締結の代理又は媒介を行う営業」は、金融商品取引法上の「有価証券の募集等の取扱い」とされ、「金融商品取引業」に該当することになる（金商法2条8項9号）。したがって、金融商品取引法の適用を受ける。

ただし、受託者が信託受益権の発行者であっても、元本補てん付きの合同運用信託のように、受益権の発行時期が受益権の譲渡時である場合には、金融商品取引法は適用されず、

信託契約代理店として信託業法の適用を受ける。

(6) 信託会社の自己運用行為に関する規制

有価証券の自己運用行為（金商法2条8項15号）も、金融商品取引法の規制対象とされており（同法28条4項）、信託受益権も含まれているが（同法2条8項15号ロ・2条2項1号）、信託会社（又は信託兼営銀行）の行う運用行為は、信託業法（又は兼営法）の適用を受けていることから、金融商品取引法は、適用されない（同法33条の8第1項、65条の5第5項）。

6 信託業法における金融商品取引法の準用

(1) 金融商品取引法準用の趣旨（金商法の上乗せ規制）

金融商品取引法は、原則として同じ経済的性質を有する金融商品は同じルールを横断的に適用することを目指して制定されたが、信託・預金・保険については、例外扱いとされている。

その理由としては、この三つの業は、①免許制等により高度な業規制が存在している、②投資性のない商品も規制対象としている、③証券取引法65条の論拠となった利益相反や銀行の優越的地位の濫用の可能性は重要な論点として存続していることがあげられているが、金融商品取引法の基本的な考え方を実現するために、信託・預金・保険の3分野については、それぞれ、信託業法、銀行法、保険業法に金融商品取引法を取り込む形で準用している。

(2) 金融商品取引法の準用の対象たる特定信託契約

投資性の強い信託については、信託業法において、市場リスク等により元本について損失が生じるおそれがある信託契約を「特定信託契約」として、金融商品取引法の規制を準用している。

「特定信託契約」とは、信託会社が行う、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により、信託の元本について損失が生ずるおそれがある信託契約であり（信託業法 24 条の 2）、① 公益信託、② 元本補てん契約のある信託、③ 信託財産を預金等のみによって運用する信託、④ 管理型信託、⑤ 物又は権利（金銭・有価証券・手形以外）の管理処分信託、以外の信託契約である（信託業法施行規則 30 条の 2）。

信託会社が「特定信託契約」の締結を行う場合には、一般の信託契約と同様に、信託業法の義務が課されることに加えて、金融商品取引法を準用した「特定信託契約」固有の行為規制等が課されている。

主な準用規定としては、下記のとおり、特定投資家制度（金商法 34 条以下）、広告規制（同法 37 条）、契約締結前の書面の交付義務（同法 37 条の 3）、説明義務（同法 38 条 6 号）等であるが、適合性原則（同法 40 条 1 号）及び契約締結時等の書面の交付（同法 37 条の 4）については、本来の信託業法に同様の規定があり、顧客保護が図られていることから、金融商品取引法を準用しないものとしている。

（3）特定投資家制度

特定信託契約の場合には、金融商品取引法の準用により、特定投資家制度が適用される。

金融商品取引法においては、顧客の属性に応じて、いわゆるプロ「特定投資家」とアマ「一般投資家」に分けて、金融商品取引業者等がアマ「一般投資家」との間で取引を行う場合等には、投資者保護のために様々な行為規制を課す一方で、その知識、経験、財産の状況から金融取引にかかる適切なリスク管理を行うことが可能と考えられる者をプロの「特定投資家」と位置づけ（金商法 2 条 31 項）、「特定投資家」との間で取引を行う場合には、取引の効率性を向上させるために、情報格差の是正を目的とする行為規制等の適用を除外するものとしている（同法 45 条）。

ただし、公益又は特定投資家の保護のため支障を生ずるおそれのあるものとして内閣府令で定める場合（同条ただし書、金商業等府令 156 条）や、損失補てん等の禁止等、市場の公正確保を目的とするような一般的な行為規制については、除外されない。

また、特定投資家のうち一定の者については、一般投資家への移行「アマ成り」が可能であり、逆に、一般投資家のうち一定の者については、特定投資家への移行「プロ成り」

が可能である（金商法 34 条の 2、34 条の 3、34 条の 4）。

（表 3）一般投資家と特定投資家についての行為規制の適用関係

行 為	条 文	一般	特定
顧客に対する誠実義務	36 条	○	○
標識の掲示	36 条の 2	○	○
名義貸しの禁止	36 条の 3	○	○
社債の管理の禁止等	36 条の 4	○	○
広告等の規制	37 条	○	×
取引態様の事前明示義務	37 条の 2	○	×
契約締結前の書面の交付	37 条の 3	○	×
契約締結時等の書面の交付	37 条の 4	○	×
保証金の受領に係る書面の交付	37 条の 5	○	×
書面による解除	37 条の 6	○	×
虚偽説明の禁止	38 条 1 号	○	○
断定的判断の提供による勧誘の禁止	38 条 2 号	○	○
不招請勧誘の禁止	38 条 3 号	○	×
顧客の勧誘受諾意思確認義務	38 条 4 号	○	×
再勧誘の禁止	38 条 5 号	○	×
その他投資家の保護に欠ける行為等の禁止	38 条 6 号	○	○
投資助言・代理業又は投資運用業に係る禁止行為	38 条の 2	○	○
損失補てん等の禁止	39 条	○	○
適合性の原則	40 条 1 号	○	×
顧客情報の適正な取扱いを確保するための措置等	40 条 2 号	○	○
最良執行方針等	40 条の 2	○	△
分別管理が確保されていない場合の売買等の禁止	40 条の 3	○	○

○= 適用、△=一部適用、×= 適用除外

（4）広告等規制

特定信託契約の場合には、金融商品取引法 37 条 1 項が準用され、正確な情報提供を義務付けるために、信託会社が特定信託契約の締結の業務の内容について広告その他これに類似する行為をするときは、信託会社の商号等及び特定信託契約の締結の業務の内容に関する事項で、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要な事項等を表示しなければならな

いものとされている。

(5) 契約締結前交付書面の交付義務

特定信託契約の場合には、金融商品取引法 37 条の 3（1 項 2～4 号・6 号・3 項）の準用により、特定信託契約を締結しようとするときは、内閣府令（信託業法施行規則 30 条の 21）で定める方法により、あらかじめ、顧客に対して、① 信託会社の住所、② 特定信託契約について、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずることとなるおそれがある場合はその旨、③ 特定信託契約の業務の内容に関する事項で、顧客の判断に影響を及ぼすことになる重要なものとして内閣府令（同規則 30 条の 23）で定める「契約締結前交付書面」を交付しなければならない。

(6) 説明義務

特定信託契約については、一般の信託と同様に信託業法 25 条に基づく説明義務が課されていることに加えて、金融商品取引法 38 条 8 号を準用した信託業法施行規則 30 条の 26 第 2 号に基づく説明義務が課されている。

金融商品取引法 38 条 8 号では、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為を禁止するという形で説明義務を規定している。

すなわち、信託業法施行規則 30 条の 26 第 2 号で、契約締結前交付書面、目論見書、又は契約変更書面の交付に関し、あらかじめ、顧客に対して、① 金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生じることとなるおそれがある場合のその旨、② 金融商品取引業の内容に関する事項で顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして内閣府令（信託業法施行規則 30 条の 23）で定める事項について、顧客の知識、経験、財産の状況及び特定信託契約を締結する目的に照らしてその顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明をすることなく特定信託契約を締結する行為、を禁止するという形で、信託会社に説明義務を課している。

7 金融商品取引法の信託受益権に対する適用の問題点

(1) 金融商品取引法における信託受益権の有価証券指定

信託受益権については、金融商品取引法2条2項1号において一律に有価証券に指定されており、原則として、すべての信託に関する信託受益権に関する取引について、金融商品取引法が適用されることになっている。

金融商品取引法は、前述したとおり、「① 金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、② 資産や指標などに関連して、③ より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクテイクをとるものといった基準」により、有価証券の範囲が決定されているはずであるが、信託は、多種、多様な目的で活用されており、この基準に当てはまらず金融商品取引法で規制すべきではない信託についてまで、金融商品取引法の規制が及ぶことになっている。

信託の設定時における受託者の信託の引受けについては、常に、信託業法が適用されることになっており、金融商品取引法は適用されない。また、受託者が信託財産を運用する際の有価証券の売買についても、信託業法が適用され、金融商品取引法は適用されない。

したがって、問題となるとすれば、5（5）の信託契約締結の代理・媒介行為に関する規制であるものと考えられる。

(2) 信託設定時における信託契約締結の代理・媒介者の規制における制度上の問題

そこで、信託契約締結の代理・媒介が行われる際に、信託業法又は金融商品取引法のいずれが適用されるのか、また、その際に、問題となる点が存在するのか。場合に分けて検討することとする。

① 委託者指図型の自益信託（例：特定金銭信託）

信託受益権の発行者は、「委託者」で、発行時は、「信託受益権譲渡時」となる。

信託契約締結の代理・媒介者には、信託業法が適用される。

受託者は、信託契約締結の代理・媒介者が、信託業法上の説明等の義務を果たした場

合には、説明義務等が免除される（信託業法施行規則 31 条 1 項 3 号）。

なお、委託者指図型の自益信託は、特定信託契約から除外されている（信託業法施行規則 30 条の 2 第 4 号）。

② 委託者指図型の他益信託（例：規約型確定給付年金の特定金銭信託）

信託受益権の発行者は、「委託者」で、発行時は、「信託効力発生時」となる。

信託契約締結の代理・媒介者には、信託業法が適用される。

受託者は、信託託契約締結の代理・媒介者が、信託業法上の説明等の義務を果たした場合には、信託設定時の信託業法 25 条の説明義務は免除される（信託業法施行規則 31 条 1 項 3 号）。

なお、委託者指図型の他益信託は、特定信託契約から除外されている（信託業法施行規則 30 条の 2 第 4 号）。

③ 委託者非指図型で元本補てんのない合同運用の自益信託（例：実績配当型合同運用指定金銭信託）

信託受益権の発行者は、「受託者」で、発行時は、「信託効力発生時」となる。

信託契約締結の代理・媒介者には、信託業法は適用されず、金商法が適用される（信託受益権の募集等の取扱い）。なお、受託者に対しても契約締結前の書面交付義務等を負う。

受託者には信託業法が適用され、説明義務等を果たさなければならない。しかしながら、金融商品取引業者による代行が可能であると考えられる。また、元本補てん契約のない合同運用金銭信託は、特定信託契約であることから、受託者は、金商法を準用した信託業法 24 条の 2 の契約締結前の書面交付義務等を負うが、交付の免除規定がない。しかしながら、金融商品取引業者による代行が可能であり、当該金融商品取引業者による代行により、書面交付義務等が実施されたものとみなすことができる。

④ 委託者非指図型で元本補てんのある合同運用の自益信託（例：元本補てん型合同運用指定金銭信託）

信託受益権の発行者は、「受託者」で、発行時は、「信託受益権譲渡時」となる。

信託契約締結の代理・媒介者は、金商法上の信託受益権の発行の前であることから、信

託業法が適用されると解することができる²⁰。

受託者は、信託契約締結の代理・媒介者が、信託業法上の説明等の義務を果たした場合には、説明義務等が免除される。なお、元本補てんのある合同運用金銭信託は、特定信託契約から除外されている（信託業法施行規則 30 条の 2 第 2 号）。

⑤ 委託者非指図型で金銭を信託財産とする単独運用の自益信託（例：指定単独運用金銭信託）

信託受益権の発行者は「受託者」で、発行時は、「信託受益権譲渡時」となる。

信託契約締結の代理・媒介者には、金商法上の信託受益権の発行の前であることから、信託業法が適用されると解することができる²¹。

受託者は、信託契約締結の代理・媒介者が、信託業法上の説明等の義務を果たした場合には、説明義務等が免除される（信託業法施行規則 31 条 1 項 3 号）。特定信託契約の場合には、金商法を準用した信託業法 24 条の 2 の契約締結前の書面交付義務等を負うが、交付の免除規定がない。しかしながら、信託契約代理店による代行が可能であり、当該信託契約代理店による代行により、書面交付義務等が実施されたものとみなすことができる。

⑥ 委託者非指図型で金銭以外を信託財産とする自益信託（例：株式処分信託）

信託受益権の発行者は、「委託者及び受託者」で、発行時は、「受益権譲渡時」となる。

信託契約締結の代理・媒介者には、信託業法が適用され、信託受益権の発行前であることから、金商法の適用はない。特定信託契約の場合には、一般の信託契約に課されている信託業法 25 条の説明等の義務を負うものの、信託業法 24 条の 2 を準用していないため、契約締結前の書面交付等の義務を負わない（信託業法 76 条参照）。

受託者は、信託契約締結の代理・媒介者が、信託業法上の説明等の義務を果たした場合には、信託設定時の信託業法 25 条の説明義務は免除される（信託業法施行規則 31 条 1 項 3 号）。特定信託契約の場合には、金商法を準用した信託業法 24 条の 2 の契約締結前の書面交付義務等を負うが、交付の免除の規定がない。しかしながら、信託契約代理店による代行が可能であり、当該信託契約代理店による代行により、書面交付義務等が実施されたものとみなすことができる。

⑦ 委託者非指図型の他益信託（例：規約型確定給付信託）

受益権の発行者は、「委託者及び受託者」で、発行時は、「信託効力発生時」となる。

信託契約締結の代理・媒介者には、信託業法が適用される²²。

受託者は、信託契約締結の代理・媒介者が、信託業法上の説明等の義務を果たした場合には、信託設定時の信託業法 25 条の説明義務は免除される（信託業法施行規則 31 条 1 項 3 号）。特定信託契約の場合には、金商法を準用した信託業法 24 条の 2 の契約締結前の書面交付義務等を負うが、交付の免除の規定がない。しかしながら、信託契約代理店による代行が可能であり、当該信託契約代理店による代行により、書面交付義務等が実施されたものとみなすことができる。

（表 4）信託契約代理店と第二種金融商品取引業との行為規制等の比較

		信託契約代理業	第二種金融商品取引業
参入要件	登録	内閣総理大臣の登録(信託業法 67 条)	内閣総理大臣の登録（金商法 29 条の 3 第 1 項）
	人的要件	法人・個人（信託業法 68 条）	法人・個人（金商法 40 条 1 項）
	財務要件	無	法人：最低資本金・純資産 1 千万円 個人：営業保証金 1 千万円
行為規制	適合性原則	有（信託業法 76 条、24 条 2 項）	有（金商法 40 条 1 項）
	説明義務	有（信託業法 76 条、25 条）	有（金商法 38 条 6 号、金商業等府令 117 条 1 項 1 号）
	契約締結前書面交付義務	無	有（金商法 37 条の 3）
	契約締結時書面交付義務	無	有（金商法 37 条の 4）
	分別管理義務	有（信託業法 75 条）	無
立入検査		有（信託業法 80 条）	有

（3）信託設定時における信託契約締結の代理・媒介者の規制の問題点

上記（2）からは、次の点が問題としてうかがえる。

- ① 私法上の信託契約締結の代理・媒介を行う場合、取り扱う信託の種類により、信託契約代理店又は第二種金融商品取引業の業規制と行為規制を受けることから、両方の態勢整備が必要となる。

- ② 信託設定時（信託効力発生時）については、金融商品取引法改正前には、信託契約代理店として信託業法の適用を受けていたものが、金融商品取引法の適用を受ける場合がある（上記（2）③）。

金融商品取引法の規制を受けると、金融商品取引法に基づく「第二種金融商品取引業者」の登録が必要となり、その規制のレベルも、表4のとおり、信託契約代理業と比較して、締結前書面の交付義務が課されるほか、厳しいものになっている。

また、信託業法における信託契約締結の代理・媒介の規制については、形式的にも、実質的にも、信託の受託者が主体的に代理店を指導、支援を行う態勢がとられているが、第二種金融商品取引業については、少なくとも、形式的には、独自に、法定帳簿の作成・保存義務等の態勢整備が必要となる。

そのため、これらの規制がネックとなり、今後の信託の活用、普及の妨げになるおそれがある。

- ③ 金融商品取引法上の信託受益権の「発行時」が私法上の「信託受益権の譲渡時」とされていることには、信託法上の信託の設定時との平仄から違和感があり、わかりづらいものになっている（上記（2）①④⑤⑥）。
- ④ 「自己募集」による金融商品取引業からの除外、「信託受益権販売業から金融商品取引業への移行に伴う金融商品取引業からの除外」等については、実務に配慮したものであると考えられるが、この点についても、わかりづらい。
- ⑤ 現行の規律では、金商法又は信託業法の適用に際して、重複適用（上記（2）⑦）又は両方とも適用がない（上記（2）④⑤）と解される可能性がなくはない。
- ⑥ 最も、重要な問題として、金融商品取引業者又は信託契約代理店の故意・過失により、受益者に損害を与えた場合には、信託契約代理店の場合については、極めて信用力の高い受託者である信託兼営銀行等が最終的に責任を負うこととなるが、金融商品取引業の場合には、金融商品取引業者だけが責任を負うことになり、顧客にとって不利となる。
- 有価証券の「発行」は、そもそも、金商法の公衆縦覧開示規制における概念であるが、「発行者」及び「発行時」の違いを前提として、「金融商品取引業」と「信託業」に区分されており、その適用がわかりづらく、不明確であることから、実務上、混乱が生じている。
- この点については、開示規制の「発行者」概念の行為規制への取り入れが問題であると考えられる。

(4) 具体的な問題事例

① 信託兼営銀行が受託している信託受益権の代理・媒介

平成 18 年の信託法の改正及び少子高齢化等の影響により、信託兼営銀行、信託会社においては、民事信託²³が急速に件数、残高を伸ばしてきている。

教育資金贈与信託がその典型的な事例であり、税務上の恩典により、信託業界全体では 10 万件を超えるヒット商品となっている。この信託については、合同運用の金銭信託であるために、発売当時における金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令では、発行者が受託者で、発行時が信託効力発生時（信託設定時）とされていたことから、元本補てん契約付きの商品であったにも関わらず、この信託の代理・媒介を行うためには、金融商品取引法の第二種金融商品取引業としての登録と、金融商品取引法の行為規制が課せられていた。

そのため、信託業界等からは、第二種金融商品取引業ではなく、信託契約代理店としての取扱いへの見直しが求められていたところ²⁴、平成 26 年 4 月の金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令の改正により、元本補てん契約付きの合同運用指定金銭信託における信託受益権の発行時が、「信託の効力発生時」から、「信託の譲渡時」に変更され、この信託受益権の代理・媒介行為が、有価証券の発行前の行為として、金融商品取引法の適用から外す対応がなされた（この場合、信託業法上の信託契約代理店業として規制することになる）。

しかしながら、その後も、今後の信託の多様な活用を促進する観点から、信託受益権に対する金融商品取引法の適用についての制度的な見直しが求められている。

例えば、実績配当型の合同運用指定金銭信託として、一部の信託兼営銀行では、自動車ローン、住宅ローン等の金銭債権を裏付資産とした信託受益権を信託財産とするものを受託して、販売している。また、いくつかの信託兼営銀行では、地方銀行が発行した劣後債や劣後ローンを信託財産とする信託を受託しているが、この信託は、当該銀行の顧客に対して、小口化で販売するために、組成されたものであり、当該銀行の販売に重点が置かれている。

これらの信託については、特定信託契約に該当するため、受託者には、金融商品取引法を準用した信託業法 24 条の 2 が適用され、信託契約締結の書面交付等が必要となるが、

信託契約締結の代理・媒介を行う場合には、代理・媒介者は、金融商品取引法が適用され、「第二種金融商品取引業」（又は登録金融機関）としての登録と、信託契約代理店とは別の態勢整備が必要となり、また、信託契約締結の書面交付等の行為規制が課せられることから、当該信託の取扱金融機関の負担となっている。

② 家族間の信託における信託受益権の売買の代理又は媒介

民事信託については、信託兼営銀行、信託会社を受託者とする営業信託以外でも、急速な広がりを見せており、税理士、不動産販売業者、司法書士、弁護士をアドバイザーとして、個人を受託者として設定される信託が急増している。

さらに、不動産管理信託や株式管理信託等において、その委託者、受益者、受託者が、同一の家族で設定されるものも非常に多くなってきており、譲渡を受ける者、さらには、信託受益権の売買を任せる第三者についても、家族の一員とすることも考えられる。このような場合には、本来的には、金融商品取引法の適用は適切ではないようにも思われるが、適用の可能性も否定できない。

なお、同様のことは、信託受益権の譲渡が、個人間だけではなく、親子会社間（100%親子間も含む）、兄弟会社間等の法人グループ内で、行われる場合でも起こりうることである。

また、近年、家族間の信託の設定に際して、税理士、不動産販売業者、司法書士、弁護士が主導して、スキームを組成するとともに、受益権の売却に関与することが考えられるところ、その場合の税理士、不動産販売業者、司法書士、弁護士には、信託受益権の売買の代理又は媒介者として、金融商品取引法が適用される可能性がある。

③ 信託兼営銀行が行っている遺産整理業務、遺言執行業務における信託受益権の売却

信託兼営銀行では、現在、兼営法1条1項6号及び7号イないしニに基づき、代理事務として「遺産整理業務」を行っている。

この資産整理業務を遂行する際に、遺産に信託受益権が含まれている場合には、委託内容として、信託受益権を売却換金して相続人に分配することが想定されるが、その場合の遺産整理業務を遂行するという信託兼営銀行の行為が、信託受益権の売却の代理として、金融商品取引法の適用を受ける可能性がある。

また、兼営法1条1項4号・6号に基づく「遺言執行業務」においても、民法1015条において、遺言執行者は相続人の代理人とみなされており、この規定を前提とすると同様のことが起こり得る。遺言執行業務は、平成28年3月末日では、信託業界全体で10万件を超えており、金融商品取引法の適用を受ける場合には、大きな影響がある。

なお、遺産整理業務や遺言執行業務については、弁護士等が受任していることもある。

④ セキュリティ・トラスト

セキュリティ・トラストは、平成18年信託法の改正により認められた、債務者を委託者、担保権者を受託者、債権者を受益者として担保権を設定する信託である（信託法3条、55条）。

実務においては、シンジケート・ローンという形態の借入れが多く利用されているが、このローンの場合、アレンジャーが関与して、債権譲渡が行われることが多く、セキュリティ・トラストが設定されているものについては、通常、債権譲渡とともに、セキュリティ・トラストの信託受益権についても譲渡される。この場合におけるアレンジャーの関与は、信託受益権の媒介に該当すると解され、金融商品取引法の業規制と行為規制の適用を受けられる可能性がある。

8 信託受益権に関する金融商品取引法の適用についての問題への対応

(1) 解釈論

まず、前述の7(4)の具体的問題事例(①を除く)への対応を解釈論として検討する。

前述したとおり、金融商品取引法においては、一般に、「対公衆性」のないもの」又は「反復継続」しないものは、金融商品取引業には該当しないと解されている。

金融商品取引法の立案担当者である松尾直彦弁護士は、「「対公衆性」要件は、実務的には、「業として」として捉えることが社会通念に照らして適當ではないと考えられる行為を例外的に除外する機能を有する機能を有するにとどまる。たとえば、完全親会社者と完全子会社のみが当事者の場合には、原則として「対公衆性」がないと捉えて、「業として」

に該当しないと解することができる。²⁵」と述べられている。

また、「対公衆性」とは、「不特定多数の者を相手に取引すること」ないし「大衆を相手にして行うこと」を意味すると説明されることが多い²⁶。

この考え方を敷衍すれば、上記の②の場合においては、第三者が信託受益権の売却をする行為については、「対公衆性」又は「反復継続」がないと捉えて、「業として」該当せず、金融使用品取引法の業規制を受けないと解することができるのではないか。

ただし、「対公衆性」については、業の要件とはせず、単に、反復継続のみを要件とする見解もある。「(i) 特定少数の者を相手方とする私募の取扱いも証券業であることに加えて、(ii) 集団投資スキーム持分は一般大衆を相手方として広範に流通することは想定されていないため、「対公衆性」を「業」の要件とすると、集団投資スキーム持分の自己募集が金融商品取引法から除外されるおそれがある²⁷」からである。

また、第三者に信託受益権の売却を任せる場合、その取扱いには様々な状況が考えられ、形式的にも、実質的にも、「紹介」にすぎない場合には、「代理又は媒介」ではないと解することにより、金融商品取引法の適用はないと考えることもできるのではないか。

少なくとも、委託者、受益者、受託者、信託受益権の売買を任せる第三者が同一の家族の一員で、信託受益権の譲渡が親族間で行われた場合については、たとえ代理又は媒介の機能を果たしていたとしても、明らかに「対公衆性」のないものであり、かつ、「反復継続」しないものであることから、金融商品取引法の適用を受けないと解することができるのではないか。

ただし、学説上も様々な見解があり、必要性から導き出す解釈には否定的又は批判的な見解もある²⁸。

また、③の遺産整理業務、遺言執行における信託受益権の売却については、兼営法という別の業者規制法により、規制されている業務であることから、たとえ、私法上の代理であったとしても、受益者の金融商品取引法の有価証券の売買の「代理」には該当せず、適用は不要であると考えすることはできないだろうか。

なお、遺言執行業務における信託受益権の売却については、金融商品取引法2条8項2号に定める有価証券の売買等の媒介、取次ぎ、代理に関して、「業として行うのは、取引の委託の媒介、取次ぎ、代理を引き受ける事であり、引き受けた行為の実行として取引の委託の媒介、取次ぎ、又は代理をする²⁹」と解する見解があり、有価証券の売買等の業と

して行うことには、有価証券の売買等の代理を引き受けるという行為が必要とされている。遺言執行者としての代理権は、合意ではなく、民法 1006 条 1 項、1010 条に基づき遺言執行者の指定又は選任が行われることから通常の代理とは異なり、「代理を引き受ける」という行為が欠けている。したがって、金融商品取引法上の有価証券の売買の代理には該当せず、同法の適用はないと解することができるのではないか。

さらに、④のセキュリティ・トラストの譲渡については、金融庁の見解として、「シンジケート・ローンの担保について、銀行が直接担保権者となるのではなく、担保権の信託を用いる場合、その信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為などにより確保されていれば、その受益権の取扱いは第二種金融商品取引業に該当しない。³⁰⁾」ことが公表されている。

セキュリティ・トラストの場合、通常の抵当権を前提とすると、被担保債権と受益権の権利者が同一者でないと、当該担保権の実行の申立てをし、売却代金の配当又は弁済金の交付を受けた受託者が、その資金を債権者に交付することができなくなり、信託法 55 条により、民法の例外が認められた意義がなくなることになる³¹⁾。したがって、実務上は、信託行為で、「別紙債権目録記載の債権を有する者を受益者とする。³²⁾」等と定めることにより、被担保債権と受益権の権利者を一致させておくことが考えられる。また、そもそも、被担保債権と受益権を分離するような受益権の譲渡は、信託法 93 条ただし書の、「この性質がこれを許さないとき」に該当し、受益権の譲渡は無効であると考えられる。

したがって、一般に行われている抵当権を信託財産とするセキュリティ・トラストの実務においては、上記の金融庁の見解としての「信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為などにより確保」されている状態であることから、金融商品取引業に該当しないと解することができるのではないか。

ただし、この金融庁の見解については、信託の受益権がローンと分離されていれば、金融商品取引法の適用対象となり、不可分一体であれば、適用されない根拠が明らかではないとする批判もある³³⁾。

以上、上記の具体的問題事例については、解釈論で対応できるのではないかと考える。また、状況によっては、そもそも、金融商品取引法の適用が必要な場合もあり得るのではないか。

(2) 立法論

ア 金融商品取引法の適用対象外とする範囲と方法

金融商品取引法の規制対象である有価証券の範囲、さらには、規制そのものの議論については、以前より、抜本的な議論も含め、各所でなされてきているが、本稿においては、前述の7(1)((4)①を含む)の問題点を想定しつつ、現在の有価証券の枠組を踏まえたうえで、立法論的検討を行うものとする。

イ 信託受益権の範囲の限定

「金商法における有価証券概念(法2条1項・2項)は、形式基準で定義したもの、形式基準と実質基準で定義したもの、実質基準で定義したものという3類型がある³⁴」が、信託受益権は、株式や社債等と同様に「形式基準で定義したもの」に該当する。

したがって、上記の問題を踏まえると、信託受益権の類型を、現状の「形式基準」から①縮小した「形式基準」、②「形式基準+実質基準」又は③「実質基準」に変える、又は、④すべて外して信託業法に移転することが考えられるが、具体的には、以下の4点が考えられる。

- ① 金融商品取引法上の「有価証券」の範囲を縮小し、「特定信託契約」と同じ範囲・方法で、形式基準として「特定信託契約受益権」を規制する。
- ② 「信託受益権」を金融商品取引法上の有価証券として存続させつつ、政省令で適用を除外する規定を設ける(形式基準として「信託受益権」を置き、実質的に規制の必要のないものを除外する。)
- ③ 集団投資スキーム(金商法2条2項5号)における組合や匿名組合等と同一の取扱いとする(規制対象の仕組みとして形式的に「信託受益権」を例示列挙しつつ、実質的に規制する必要があるものに限定する。)

集団投資スキームは、組合契約、匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約又は有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利(外国の法令に基づくものを除く)のうち、i) 権利を有する者が金銭等を出資又拠出すること、ii) その金銭等を充てて行う事業を行うこと、iii) その事業から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利であることの三つが要件となってお

り、(i) 出資者の全員が出資対象事業に関与する場合で政令で定められた当該出資者の権利、(ii) 出資者がその出資又は拠出の額を超えて収益の配当又は出資対象事業に係る財産の分配を受けることがないことを内容とする当該出資者の権利、(iii) 保険契約、共済契約、又は不動産特定共同事業契約に基づく権利、(iv) 公益又は出資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定める権利の四つの場合が除外されているが、信託受益権についても、上記の組合契約と並ぶ形で規制する方法が考えられる。

- ④ 「信託受益権」を金融商品取引法上の「有価証券」から外し、「特定信託契約受益権」として、信託業法で金融商品取引法を準用して規制する。

ウ 開示規制による発行者概念の行為規制からの切り離し

金融商品取引法上の有価証券の「発行者」は、そもそも、公衆縦覧開示規制における概念であり、信託契約締結の代理・媒介において、「発行者」と「発行時」の違いにより、信託業法が適用される「信託契約代理業」又は金商法が適用される「第二種金融商品取引業」に区分され、規制が複雑化してわかりにくくしていることから、信託受益権の行為規制については、開示規制とは切り離し、発行者概念を取り入れない方法が考えられる。

すなわち、行為規制については、開示規制による発行者概念に基づく規制を廃止し、信託の設定時における受託者及び信託契約締結の代理・媒介の規制は、信託業法を適用し、信託受益権の譲渡（売買）における代理・媒介については、金融商品取引法を適用するのである。

この場合、信託の設定の時点では、財産の管理又は承継が目的である信託等、金融商品取引法の規制を受けることに適合しない信託でも、信託受益権の譲渡の場合には、前述した金融商品取引法の規制基準に合致する場合もあり得る。例えば、株式を信託財産とする有価証券管理信託については、信託設定の時点では、金融商品取引法の適用にそぐわないが、このタイプの信託について受益権を譲渡することは通常考えられないが、もしも、この受益権の譲渡の際には、この受益権が価格変動を伴うリスク商品となるため、上記の基準に合致することとなる。

エ 「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令」の改正による元本補てんのない合同運用金銭信託の発行時期の変更

上記ウのように、信託の設定時の規制は、信託業法を適用し、信託受益権の譲渡時における規制については、金融商品取引法を適用するためには、「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令」の改正により、元本補てんのない合同運用金銭信託の発行時期を、元本補てんのある合同運用金銭信託と同様に、「効力発生時」から「受益権譲渡時時」に改正すれば、実現できる。この改正を行えば、他益信託を除き、すべての種類の信託受益権の発行時が、「受益権譲渡時」となるため、信託設定時には、受託者、信託契約締結の代理・媒介者ともに、金融商品取引法の適用を受けることはなく、信託業法が適用される。

なお、他益信託については、信託受益権の発行時期が、「信託効力発生日」となっているが、発行者については、委託者指図型の場合には「委託者」が、委託者非指図型の場合には「委託者及び受託者」であるため、金融商品取引法の適用はなく、信託業法が適用される。

オ 現在の非営業信託への対応

非営業信託の信託受益権に対する金融商品取引法の適用については、同法の趣旨に鑑み、一般に規制の必要がないものについては、除外する方向で検討すべきであると考え、一方で、現在急増している非営業信託に対する規制についても、別途検討すべきと考える。

9 まとめ

信託受益権に関する金融商品取引法及び信託業法における行為規制について、その問題点と対応策について検討してきたが、私見としては、「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令」の改正により、元本補てんのない合同運用金銭信託の発行時期を、元本補てんのある合同運用金銭信託と同様に、「効力発生時」から「受益権譲渡時」に変更することを提言したい。

(表 6) 受益権の発行者・発行時期と信託設定時における信託契約締結の代理・媒介行為

運用指図権	受益者	信託の運用方法 ・信託財産	発行者	発行時期	信託設定時における 信託契約締結の代理・ 媒介行為
委託者 指図型	自益信託	すべて	委託者	受益権譲渡時	信託業法
	他益信託	すべて	委託者	信託効力発生時	信託業法
委託者 非指図型	自益信託	合同運用金銭信託 (元本補てん無)	受託者	信託効力発生時 ↓ 受益権譲渡時	金融商品取引法 ↓ 信託業法
		合同運用金銭信託 (元本補てん有)	受託者	受益権譲渡時	信託業法
		信託財産が金銭 (合同運用以外)	受託者	受益権譲渡時	信託業法
		信託財産が金銭以外	委託者 受託者	受益権譲渡時	信託業法
	他益信託	すべて	委託者 受託者	信託効力発生時	信託業法

この改正は、体系的な検討に基づくものではないが、結果的には、前述したとおり、私法上、信託の設定時には、信託業法を適用し、信託受益権の譲渡時には、金融商品取引法を適用することになり、わかりやすい制度になる。

この改正の結果、元本補てんのない合同運用金銭信託の設定時における信託契約締結についての代理・媒介は、信託契約代理業となり、信託業法が適用される。この点について、規制が緩和される感はあるが、前述したとおり、信託契約代理店の場合は、代理店の行為については、受託者である信託兼営銀行等が最終的には責任を持つことになるため、受益者の保護としては、逆に強化されるといえる。

また、財産の管理又は承継が目的である信託等、特定信託契約には入らないような信託、すなわち、「①公益信託、②元本補てん契約のある信託、③信託財産を預金等のみによって運用する信託、④管理型信託、⑤物又は権利（金銭・有価証券・手形以外）の管理処分信託」の信託契約の受益権については、金融商品取引法の適用をすべきではないとの見解もある。

しかしながら、これらの信託は、実務上、譲渡されることがない又は譲渡されることがほとんどないものであり、また、万一、譲渡された場合には、④⑤については、その受益

権は、「金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、資産や指標などに関連して、より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクテイクをとるものといった基準」に合致し、そもそも、金融商品取引法の適用対象とすべき有価証券となるものと考えられる。

なお、信託業法又は金融商品取引法の適用対象とすべきか否かは議論があるところではあるが、現在、急増している非営業信託に対する規制についても、別途検討すべきと考えられ、すみやかな対応が望まれる。

[注]

- 1 松本崇・西内彬『特別法コンメンタール信託法・信託業法・兼営法』（第一法規出版 1972）48 頁、信託業法における「信託の引受け」とは、信託を「受託」することをいい、金融商品取引法における有価証券の「引受け」とは異なる意味であることに留意する必要がある。
- 2 前掲 1・松本崇・西内彬 48 頁
- 3 小出卓哉『逐条解説 信託業法』（清文社 2008）17 頁
- 4 前掲 3・小出 17 頁
- 5 前掲 3・小出 17 頁
- 6 松尾直彦『金融商品取引法 [第 3 版]』（商事法務 2014）309 頁
- 7 前掲 3・小出 110 頁
- 8 前掲 6・松尾 396 頁
- 9 前掲 6・松尾 402 頁
- 10 この場合、内閣府令（信託業法施行規則 41 条）で定められた i）取引の相手方と新たな取引を行うことにより自己又は信託財産に係る受益者以外の者の営む業務による利益を得ることを専ら目的としているとは認められない取引、ii）第三者が知り得る情報を利用して行う取引、iii）当該信託財産に係る受益者に対し、その取引に関する重要な事実を開示し、書面又は電磁的方法による同意を得て行う取引、iv）その他信託財産に損害を与えるおそれがないと認められる取引については、適用除外とされていることから、情報を利用した悪質な行為に限定されるものと考えられる。
- 11 「通常取引の条件と比べて受益者に不利益を与える条件」か否かは、当該取引を行う「行為時点」での判断であり、結果的に受益者に不利益を与えることになったとしてもこれには該当しないと考えられる（平成 19 年信託業法パブコメ回答）。
- 12 河本一郎・関要監修『新訂版 逐条解説 証券取引法』（商事法務 2002）11 頁
- 13 平成 17 年 12 月 22 日金融審議会金融分科会第一部会「投資サービス法（仮称）に向けて」6 頁
- 14 松尾直彦編著『一問一答 金融商品取引法 [改訂版]』（商事法務 2008）93 頁
- 15 前掲 14・松尾 99 頁
- 16 岩原紳作・神作裕之・神田秀樹他『金融商品取引法セミナー』（有斐閣 2011）14 頁
- 17 平成 17 年 12 月 22 日金融審議会金融分科会第一部会「投資サービス法（仮称）に向けて」27 頁
- 18 金商法パブコメ回答 53 頁 No88 等
- 19 金商法パブコメ回答 39 頁 No. 25
- 20 この場合、受託者が信託受益権の発行者であることから、信託業法 2 条 8 項の適用除外の要件に該当し、信託業法は適用されないと解される可能性がなくはない。なお、信託受益権の発行前であることから、金商法は適用されない。
- 21 この場合、受託者が信託受益権の発行者であることから、信託業法 2 条 8 項の適用除外の要件に該当し、信託業法は適用されないと解される可能性がなくはない。なお、信託受益権の発行前であることから、金商法は適用されない。
- 22 金商法の適用除外の規定がないことから、金商法が適用される可能性がなくはない。

- 23 ここでいう「民事信託」は、「受託者が果たす役割が財産の管理・保全または処分である場合」をいう。(神田秀樹「商事信託の法理について」(信託法研究 22号) 50頁)
- 24 後見制度支援信託についても、信託契約代理業での取扱いが望まれていた。
- 25 松尾直彦『金融商品取引法 [第3版]』(商事法務 2014) 309頁
- 26 金融法委員会「金融商品取引業における「業」の概念についての中間論点整理」(2012) 4頁、ただし、「この見解において、「対公衆性」を要求すべき理由として問題にされていた行為は、有価証券の自己売買である。」と述べられている。
- 27 金融法委員会「金融商品取引業における「業」の概念についての中間論点整理」(2012) 9頁
- 28 岩原紳作・神作裕之・神田秀樹他『金融商品取引法セミナー』(有斐閣 2011)
- 29 神崎克郎他『金融商品取引法』(青林書院 2012) 602頁
- 30 金融庁証券取引等監視委員会「金融商品取引法の質問に答えます」(質疑応答集)(平成20年2月21日)
- 31 新井誠『信託法 [第3版]』(有斐閣 2008) 154頁
- 32 村松秀樹・富澤賢一郎・鈴木秀昭・三木原聡『概説 新信託法』(金融財政事情研究会 2008) 390頁
- 33 岩原紳作・神作裕之・神田秀樹他『金融商品取引法セミナー』(有斐閣 2011) 33、34頁
- 34 神田秀樹「金融商品取引法総論 - 法の構造と有価証券概念」(ジュリスト 1368号) 9頁

信託の受益者に対する情報開示規制

佐 藤 勤

目 次

- 一 はじめに
- 二 新たな有価証券概念の導入までの沿革
- 三 投資商品および集団投資スキーム持分の定義とその問題点
- 四 金融商品取引法における公衆縦覧型の情報開示制度の基本的枠組み
- 五 信託の受益権等の関係者に対する業者規制によって行われる情報開示
- 六 信託の受益権等に適用される公衆縦覧型の開示制度
- 七 まとめ

一 はじめに

我が国の信託に関連する法律には法制度の基本法である「信託法」、信託の受託を営業とする者を規制する「信託業法」および「金融機関等の信託業務の兼営等に関する法律」(以下「信託業法」と「金融機関等の信託業務の兼営等に関する法律」をあわせて「信託業法等」という)、ならびに信託商品への投資者の保護を目的とする「金融商品取引法」などがある。

本稿は、これらの法律の規制のうち、投資者(受益者)に対する情報提供の規制について、金融商品取引法の規制を中心に、規制の重複や欠缺など、その問題点と課題を検討する。

そこで、まず、二では、金融商品取引法の適用範囲を定める重要な概念の一つである「有価証券」の定義について、1988年9月に設置された証券取引審議会基本問題研究会(以下「基本問題研究会」という)が1989年5月31日に公表した「金融の証券化¹に対応した資本市場の在り方について」という中間報告(以下「中間報告」という)から、2005年12月22日に公表された金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」(以下「第一部会報告」という)までの議論を丹念に分析し、「信託の受益権」や「受益証券発行信託の受益証券」(以下「信託の受益権」と「受益証券発行信託の受益証券」をあわせて「信託の受益権等」という)が金融商品取引法の規制対象、すなわち有価証券とされることになる沿革について、詳細に考察する。三では、現在の金融商品取引法の規制の外延を画する「有価証券」の概念、特に集団投資スキーム持分に関する規制の枠組みを分析し、その問題点を指摘する。四では、現在の金融商品取引法における情報開示制度の枠組みを概観し、それとの比較で信託の受益権等に関する有価証券概念の課題を指摘する。五では、業者規制を通じて行われる信託の受益権等の情報開示について、金融商品としての規制法である金融商品取引法と信託の組成にかかる規制法である信託業法の各情報開示制度について、詳細な検討を行う。六では、信託の受益権等に関する公衆縦覧型の開示制度について、企業金融型証券²に適用される公衆縦覧型開示制度との相違点を中心に、詳細な検討、分析を行うとともに、複層化した情報開示制度の簡素化・効率化を目的とした制度の見直しの動きについても概観する。

そして、最後に、本稿のまとめとして、以上の検討によって明らかになった信託の受益権等に関する現行の規制の問題点を整理し、その対応策を提言する。

二 新たな有価証券概念の導入までの沿革

1 証券化関連商品に関する情報開示制度の整備の必要性

1988年9月、資本市場の機能という視点から、金融制度改革についての審議を開始するため、基本問題研究会が設置された。その主要な目的の一つは、証券化の進展に対応し、有価証券類似の金融商品に投資者保護の点から法の網をかぶせることにあった。基本問題研究会は、「中間報告」を公表し、証券化関連商品³など有価証券類似の金融商品についても、投資者の的確な投資判断に資するとともに、自己責任の原則を基礎とする投資者保護を図るため、情報開示制度の体系的な整備の必要性を指摘した。

2 証券化関連商品に関する情報開示制度の整備の方向性

中間報告の指摘を受け、基本問題研究会に設置された第一部会は、我が国資本市場の健全かつ円滑な発展を図るには、証券化関連商品について、投資家保護のための法制上の枠組みなどを整備することが重要であることを指摘し、証券化関連商品を包含する「幅広い有価証券」概念の導入、ならびに証券化関連商品に関する情報開示制度および取引の公正確保のための規制などの見直しの方向性を、次のように明らかにした⁴。

まず、「幅広い有価証券」概念について、伝統的な有価証券（私法上の有価証券）と経済的、実体的にみて同一または類似の機能を有するものは、ペーパーとしての証券または証書という形態の有無にかかわらず、投資者保護のための法制上の対象とし（「有価証券」として指定⁵）、さらに今後、様々な証券化関連商品の出現に対応しうよう有価証券の概念をできる限り幅広くとるとともに、弾力的対応を可能とするようある程度抽象的概念を用いた「幅広い有価証券」概念により、規定していくことが適当であると提言している⁶。

次に、証券化関連商品に関する情報開示制度については、制度の考え方、方法、内容などについては、共通の原則で律することが可能であるとの考え方を示しつつも、当時の資

本市場法制（証券取引法）が、企業金融型証券を前提とした制度であったため、開示内容、開示方式、損害賠償責任を負う主体（発行者など）の再検討が必要であると指摘している。

これらの提言・指摘を受けた基本問題研究会は、「幅広い有価証券」概念の採用に伴う情報開示制度の整備の詳細を検討するため、ディスクロージャー小委員会（以下「小委員会」という）を立ち上げた⁷。小委員会は、資産金融型証券⁸について、「開示内容、開示の形式については、資産金融型証券の実態に即して、その在り方を検討する必要がある」と、「開示主体としての発行者をいかにして特定するかということが問題にな」と指摘し、開示主体については、「投資家保護の観点からは、開示に伴う責任を負う者を証券取引法上の発行者、即ち、開示主体として捉えていくことが適当である」と提言している⁹。

小委員会のこの提言を受けた基本問題研究会は、1991年5月、証券取引法による投資者保護のための枠組みが証券化関連商品に及ぶようにするため、「証券化関連商品をも包摂しうる新たな有価証券概念¹⁰を採用する必要があること」、ならびに証券化関連商品を含めた新たな有価証券概念の採用に伴う情報開示制度の整備については、「投資者保護の観点からは、開示に伴う責任を負う者を証券取引法上の発行者としてとらえていくことが適当である」こと、および「証券の仕組み、証券所有者の法的権利、運用対象資産の内容のほか、実質的にその証券を仕組み資金を取得するオリジネーターや資産の管理運用に関わる者に関する情報等を、投資者に理解しやすい形で開示させること」という提言を含む報告書（証券取引審議会基本問題研究会「証券取引に係る基本的制度の在り方について」（1991年5月24日）。以下「基本問題研究会報告」という）を公表した。ここで注目すべきことは、開示に伴う責任を負うるものを発行者、つまり開示主体として捉えることを提言している点である。

3 新たな有価証券概念の導入に伴う法規制の整備

(1) みなし有価証券の範囲の拡大

基本問題研究会報告の提言を受け、1992年6月19日、「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律（平成4年法律第87号）」（以下「92年改正法」という）が成立した。92年改正法では、証券または証書に化体することが予定されていない権利そのものを証券取引法の対象とする新たな有価証券、いわゆる「みなし有価証券」

の範囲が拡大された。

すなわち、従来は、無券面化された振替社債や登録国債など、証券取引法2条1項各号に限定列挙された有価証券に表示されるべき権利に関し、有価証券が発行されていない場合の権利のみを「みなし有価証券」(有価証券表示権利としての「みなし有価証券」)としていたが(証取2条2項前段)、92年改正法では、証券・証書が存在しない権利自体も、同条2項各号に限定列挙することにより、みなし有価証券に加えられた(同項後段)。

具体的には、金融機関または住宅金融専門会社の貸付債権を信託する信託の受益権のうち政令で定めるものとし、政令で住宅ローン債権信託受益権を有価証券に指定し(証取2条2項1号・2号、97年改正前証取令1条の3)¹¹、これに加え、流通の状況、投資性などの経済的性質を勘案し、一定の金銭債権¹²を政令により有価証券に指定することとされた(「みなし有価証券」の政令指定)(証取2条2項3号)。その後、1997年5月1日に住宅ローン債権信託受益権に限定していた政令が改正され、金融機関または住宅金融専門会社の貸付債権を信託する信託の受益権に拡大された¹³。

さらに2000年6月2日に投資事業有限責任組合契約に基づく権利およびこれに類する組合契約¹⁴に基づく権利が¹⁵、2005年4月27日に有限責任事業組合契約に基づく権利およびこれに類する組合契約が¹⁶、証券取引法2条2項に加えられることにより、みなし有価証券に指定された。これら契約がみなし有価証券に指定されたのは、これらの組合契約を利用することにより、一般的な投資信託や特定目的会社と類似する商品を組成することが可能となったことから、これらの組合契約についても投資信託や特定目的会社と同等の投資者保護の仕組みを整備することが必要であることが理由とされる¹⁷。

このように、92年改正法においては、基本問題研究会報告の証券化関連商品を含めた新たな有価証券の概念を採用すべきという提言に対しては、証券化関連商品を中心に従来の枠組み、すなわち証券・証書の存在を原則として、かつ法的性質によって有価証券を定義する方式自体は維持し、その限定列挙を拡大することによって、「新たな有価証券」の概念を取り入れることにとどまり、「新たな有価証券」の概念を採用した包括的な有価証券の定義は採用されなかった¹⁸。したがって、真の意味での「新たな有価証券」の概念が取り入れられたわけではない。

しかし、その後の1997年6月13日に公表された証券取引審議会の「証券市場の総合的改革－豊かで多様な21世紀の実現のために－」という報告書は、「現行の証券取引法の体

系が、投資性と市場性を兼ね備えた商品に対する適切な規制の方法として、公衆縦覧型のディスクロージャー制度と市場における高度な公正取引の確保を中心として構築されていることから、現行の証券取引法の体系のまま、その適用範囲を性格の異なる金融商品にまで拡大していくことは「適当でない」と指摘し、当時の証券取引法が市場性のある金融商品を前提に公衆縦覧型の開示制度などの規制を構築していることを理由に、当時の証券取引法の規制を維持しつつ、有価証券の概念を拡大していくことに否定的な考え方を示していた。

(2) 情報開示の主体（発行者）の整備および発行時の概念の見直し

社債や株式など企業金融型証券においては、当該有価証券を発行する者が、当該有価証券に関する情報を最もよく知る者であるといえるし、これらの有価証券の場合、証券・証書の存在が前提となる。そこで、92年改正法による改正前の証券取引法は、有価証券の発行者についても、証券・証書の存在を前提に「有価証券を発行し、又は発行しようとする者」を発行者と定義していた。ところが、証券化関連商品などに代表される資産金融型証券においては、証券・証書が存在しないことが多く、発行されたとしても、その発行者が必ずしも当該有価証券について有益な情報を有しているとも限らない。

そこで、92年改正法では、証券・証書の存在（発行）が前提となる証券取引法2条1項各号（有価証券表示権利としての「みなし有価証券」を含む。以下同じ）の有価証券については、従来どおり、「有価証券を発行し、又は発行しようとする者」を発行者と定義し、証券・証書が存在しないことが前提の同条2項各号の有価証券については、権利の種類ごとに、当該有価証券に関する有益な情報を有するであろう者を、新たに定められる省令¹⁹で発行者と定めることとした（証取2条5項）。

本来は、資産金融型証券について、投資者保護の観点から、開示に伴う責任を負うる者を発行者とすべきであったが、証券・証書の存在（発行）が前提となる証券取引法2条1項の有価証券は企業金融型証券、証券・証書が存在しないことが前提の同法2条2項各号の有価証券は資産金融型証券であるとみなし、同法が整備された。

発行者をどのように定義するかについては、基本問題研究会報告が、「投資者保護の観点からは、開示に伴う責任を負うる者を証券取引法上の発行者としてとらえていくことが適当である」と指摘していた。ここでいう「開示に伴う責任を負うる者」は、「不実

記載があったり、記載すべきことが記載していなかったり、そういう場合に、刑事責任とか損害賠償とか、そういうものを負い得る者という考え方」であったとされる²⁰。このためか、92年改正法は、証券取引法2条2項の有価証券として指定された住宅ローン債権信託受益権について、当初信託財産である住宅ローン債権の詳細を熟知し、かつ資金調達主体である金融機関（委託者）に開示責任を負わせることが適当であることを理由に、委託者を発行者、委託者が最初に投資者に受益権を譲渡した時点を発行時と定義した²¹。

証券取引法のもとでは、発行者が有価証券を投資家に販売する目的をもって勧誘を行う場合、それが「募集」または「売出し」に該当するものであれば、有価証券届出書などの開示書類を提出する義務が生ずる。「募集」および「売出し」を簡単に説明すれば、「募集」とは、新たに「発行」する有価証券の取得を多数の投資者に勧誘する行為をいい、「売出し」とは、すでに「発行」された有価証券の取得を多数の投資者に勧誘する行為をいう。

ところが、住宅ローン債権信託受益権のように、新たな投資者に有価証券を発行する行為に該当すると考えられる原委託者（金融機関）による「信託の受益権」（有価証券）の投資者への譲渡は、すでに存在する「信託の受益権」を譲渡する行為であり、本来は「売出し」に相当する。しかしながら、この譲渡は、「有価証券」を新たに市場に流通させる行為で、企業金融型証券での「募集」に相当することから、新たに「みなし募集」という概念を創設し、「募集」とみなすこととした（証取2条3項、定義省令9条）。これは2006年に成立した金融商品取引法に「取得勧誘類似行為」として引き継がれた（同法2条3項かつこ書）。

(3) 投資者に開示すべき情報の内容

92年改正法によって、企業金融型証券と性格が異なる住宅ローン債権信託受益権などの資産金融型証券²²が証券取引法上の有価証券として位置づけられるようになったことから、資産金融型証券に適した企業内容開示制度を整備する必要性が生じた。

そこで、新たに「特定有価証券」という概念を創設し²³、企業金融型証券において発行者の事業年度ごとに発行者の企業内容などを開示させることに代えて、同一の資産を裏付けとして発行される証券ごとに、毎計算期間その内容を継続開示するようにした²⁴。

運用対象資産の内容、証券の仕組み、資産の管理・運用を行う者に関する情報などの開示すべき具体的な情報の内容については、新設された「特定有価証券の内容等の開示に関

する省令」に、資産金融型証券の特性に応じ定められた。

4 日本版金融サービス法の必要性

我が国では、90年代後半から実施されてきた「金融システム改革」(いわゆる「日本版ビッグバン」)以降、21世紀を支える金融の新しい枠組みとして、幅広い金融サービスに対して総合的に対応しうる「日本版金融サービス法」に関する議論・検討が活発に行われてきた²⁵。

金融審議会は、2000年6月27日の答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」において、利用者保護とイノベーションの促進を図るため、機能別・横断的なルールとして、「日本版金融サービス法」が必要であるとしている。

この「日本版金融サービス法」の第一歩として、1996年11月に当時の橋本総理大臣の指示によって開始した金融システム改革、いわゆる「日本版金融ビッグバン」の一環で、2000年5月31日、「金融商品の販売等に関する法律(平成12年法律第101号)」および「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律(平成12年法律第97号)」が制定された。後者により「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」および「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の一部改正がなされ、集団投資スキームに関する法整備²⁶が行われた。

主要国・地域では、幅広い投資(金融)商品を対象とする横断的法規制が整備されている。例えば、アメリカでは、1933年証券法(Securities Act of 1933)における「証券(security)」には、「投資契約(investment contract)」が含まれており²⁷、これは「一般的に、金銭を専ら他者の努力による利益の期待を持って共同事業に投資する取引(a contract, transaction, or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party)」と解されている²⁸。また、イギリスでは、2000年金融サービス・市場法(Financial Services and Markets Act 2000)における投資物件(investments)の定義には、集団投資スキームのユニット(units in collective investment schemes)、差金契約(contracts for difference)、保険契約(contracts of insurance)、預金(deposits)、不動産担保ローン(loans secured on land)等が含まれている²⁹。EUの金融商品市場指令(MiFID: Markets

in Financial Instruments Directive, 2004/39/EC) では、「金融商品 (financial instrument)」の概念が導入され、これには、株式・債券・投資信託に加えて、既存の金融商品 (株式・債券・為替) や商品取引から派生してできた金融商品 (デリバティブ)、集団投資スキームの持分 (units in collective investment undertaking) が含まれている³⁰。

このような状況に対応すべく、金融審議会第一部会 (以下「第一部会」という) は、2005年7月7日、証券取引法を改組し制定することが適当であるとされた「投資サービス法」の基本的考え方などを示した「中間整理」をとりまとめ、広く意見を求めた。第一部会は、中間整理およびそれに対する意見を踏まえ、投資サービス法の法制化に向けて主要論点などに関する検討を行い、同年12月22日に、第一部会報告を公表した。

そこでは、金融商品ごとの縦割りの規制を見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指すことが必要であり、すなわち同種の性格を有する法律を可能な限り投資サービス法 (仮称) に統合すべきことを提言している。

幅広い金融商品 (第一部会報告では、投資サービス法 (仮称) の対象となる金融商品を「投資商品」と定義している。以下本稿においても、規制の対象とすべき幅広い金融商品を「投資商品」という) の範囲については、(1) 金銭の出資、金銭などの償還の可能性を持ち、(2) 資産や指標などに関連して、(3) より高いリターン (経済的効果) を期待してリスクをとるもの、が含まれるとした。(3) の「リターン」と「リスク」の意義については、様々な整理がありうるが、ここでは、「リターン」は「金銭的収益」への期待を中心に捉え、「リスク」は金銭、通貨の価格、有価証券市場における相場その他の指標にかかる変動により元本欠損が生ずるおそれ、いわゆる「市場リスク」と、発行者などの業務または財産の状況の変化により元本欠損が生ずるおそれ、いわゆる「信用リスク」のいずれかのリスクがあることを中心に捉えるべきとする³¹。

5 金融商品取引法の成立

第一部会報告の提言を受け、2006年6月7日、「証券取引法等の一部を改正する法律 (平成18年法律第65号)」、および「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律 (平成18年法律第66号)」 (以下「2006年改正法」と総称する) が成立し、「証券取引法」は、「金融商品取引法」として改組され、「利用者保護ルール」の

徹底と利用者利便の向上」、「貯蓄から投資に向けての市場機能の確保」、および「金融・資本市場の国際化への対応」の三つの趣旨・目的をもって整備された。

そして、このような趣旨・目的をもって整備された金融商品取引法制の内容は、「投資サービス規制」、「開示制度の整備」、「取引所の自主規制業務の適正な運営の確保」、「罰則の引上げ」の四つの柱からなる。以下では、「投資サービス規制」のうち、規制対象範囲の拡大に関連する「集団投資スキーム持分の包括定義」（幅広い金融商品の範囲）、具体的には「信託の受益権」を有価証券とすることの問題点、および「信託の受益権」を中心とした集団投資スキーム持分に関連する情報提供に関する業者規制、ならびに「開示制度の整備」について、検討を行う。

三 投資商品および集団投資スキーム持分の定義とその問題点

1 証券取引法のもとでの投資商品（有価証券）の定義

基本問題研究会報告は、「有価証券の定義は、有価証券が証券取引法における基本的な概念³²であることを考えると、できる限り明確にする必要がある」と指摘し、「できる限り具体的に列挙すべき」としつつも、「個別列挙には限界があり、投資者保護の観点からは、個別列挙に加え、「包括条項を設けることが必要である」としている。これに対し、「抽象的な文言による包括的な有価証券定義は、カバレッジの点では優れたものになりうるとも考えられるが、定義規定の明確性及び証券取引法の規制内容に適した商品に限定するという点で困難な問題がある」という指摘もある³³。

そこで、証券取引法は、集団投資スキームを個別に「法的形式」によって具体的に列挙する方法により有価証券を指定し³⁴、新たな仕組みの集団投資スキームなどの投資商品が登場した場合には、政令指定によって有価証券として指定する方式を採用していた。

有価証券の定義のあり方については、神田秀樹教授が1989年に公表された論文で、アメリカの1933年証券法および1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）の証券概念を例に、「証券取引法的投資家保護規制を構成する際に、わが国の現在のよう有価証券概念の立て方に問題がある」と指摘し、「法的形式」に着目した「限定列挙性」をもった証券取引法の有価証券定義規定を、「経済的な実体」に着目した包括的な定義規

定に見直すべきと提言していた³⁵。

2 金融商品取引法のもとの投資商品（有価証券）の定義

金融商品取引法は、第一部会報告や神田教授の提言を受け³⁶、信託の受益権（同法2条2項1号）³⁷、受益証券発行信託の受益証券（同条1項14号）、投資信託の受益証券（同項10号）、貸付債権信託の受益権（同項18号）など、集団投資スキーム持分を「法的形式」により個別に指定するとともに、規制の隙間をなくすため、集団投資スキーム持分の包括的定義規定を設けている（同項5号）³⁸。

この包括的定義規定を設けるに際し、金融庁内では、「包括的定義規定」ではなく、政令追加指定方式による「幅広い定義規定」とする案もあったが、2005年10月に明らかになった証券取引法の規制対象外であった事業型ファンドの問題事例³⁹などを勘案し、利用者保護の徹底を図る観点から、中間整理の提言⁴⁰どおりに、事業型ファンドも含む⁴¹「包括的定義規定」を設けることとなった⁴²。この改正により、「法的形式」に着目し、「法律で具体的に列挙」した有価証券概念の定義に加え、「経済的な実体」に着目した「包括概念」を含む有価証券概念が採用されたといえる⁴³。

3 金融商品取引法のもとの集団投資スキーム持分の定義

集団投資スキームには明確な定義はなく、1999年に公表された第一部会の「中間整理（第一次）」⁴⁴では、仕組み行為者（スポンサー）が主として多数の投資者の資金をプールし、各種の資産に投資・運用する仕組み、および特定の資産から生ずるキャッシュフローを専門家たるアレンジャーなどが組み替えて主として多数の投資者に証券などを販売することにより資金調達を行う仕組みを、集団投資スキームと定義している。前者を「資産運用型」、後者を「資産流動化型」という。すなわち、集団投資スキームは、その機能から、資産運用型の集団投資スキームと資産流動型の集団投資スキームとの二つの類型からなる。そして、集団投資スキームの受け皿となるファンドなど（いわゆる投資ビークル）には、信託、投資法人、特別目的会社、匿名組合、任意組合、特別勘定などの「法的形式」が採用されている⁴⁵。

「集団投資スキーム」のこれらの機能と仕組み（法的形式）を活用する金融商品としては、投資信託、商品ファンド、不動産ファンド、実績配当型金銭信託、変額保険、確定拠出型年金（以上「資産運用型」）、資産流動化（証券化）商品（以上「資産流動化型」）、などがある。

金融商品取引法における集団投資スキーム持分の包括的定義規定は、「投資商品」の要件を踏まえ、(1) 投資者から金銭の出資・拠出⁴⁶を受け⁴⁷、(2) 出資・拠出された金銭⁴⁸を用いて事業・投資⁴⁹を行い、(3) 当該事業から生ずる収益などを出資者に分配するスキームにかかる権利である、という三つの要件から構成されている（同法2条2項5号）⁵⁰。すなわち、「法的形式」を問わず、これら三つの要素（経済的な実体）を有する権利を有価証券と定義し、金融商品取引法の規制の対象とした。したがって、金銭ではなく、現物により出資や拠出が行われる権利は、脱法的なものなどを除き⁵¹、この集団投資スキーム持分の包括的定義規定には該当せず、有価証券とはならない。同法2条2項各号の有価証券が投資商品の三つの要件を満たしているかを分析したものが〔表1〕である。

しかしながら、集団投資スキーム持分でも、金融商品取引法上、個別に有価証券として指定されている権利（例えば、信託の受益権、投資信託の受益証券など）については、同法2条2項5号（6号）の定義する集団投資スキーム持分に該当しない（同法2条2項5号柱書末尾かっこ書）。このため、個別に有価証券指定された権利については、集団投資スキーム以外の仕組み、すなわち金融商品以外にも、金融商品取引法の規制に取り込まれ、結果として、本来意図した範囲を超えた、過剰な規制となっている部分もある。信託は、投資や事業の目的ばかりではなく、金銭の出資・拠出を受けない金銭以外の財産（物）の信託⁵²や、管理や保全の目的とした信託など、金融商品取引法の趣旨からいって、規制の対象とされるべきではない信託の受益権までが、金融商品取引法の規制の対象となっている。

なお、本稿では、特段の断りのない限り、金融商品取引法に個別に列挙された投資信託の受益証券、信託の受益権などを含む集団投資スキーム持分を「集団投資スキーム持分」または「広義の集団投資スキーム持分」といい、同法2条2項5号および6号の定める包括的定義規定によって定義される集団投資スキーム持分を「狭義の集団投資スキーム持分」という。

表1 「投資商品」性の分析

	投資商品の3要素			金商の除外規定など
	金銭の出資、金銭などの償還の可能性	出資・抛の目的	高いリターンを期待してリスクをとるもの	
信託の受益権 (1号)	財産(金銭含む) (信託3条1項)	管理または処分	信託財産の引渡し (信託2条7項)	なし
持分会社の社員権 (2号)	金銭その他の財産の出資 (会社578条)	事業(投資を含む)の遂行	利益の配当あり (会社621条)	すべての社員が有限責任社員の場合に限る
民法の組合契約に基づく権利 (5号)	金銭および労務の出資 (民667条)	事業(投資を含む)の遂行	利益の分配あり(民674条)。なお、金商による絞り込みあり (金商2条2項5号口)	出資または抛の額を超えて収益の配当または出資対象事業にかかる財産の分配を受けないものを、集団投資スキームから除外(金商2条2項5号口)
匿名組合契約に基づく権利 (5号)	金銭その他の財産の出資 (商536条2項)	事業または投資の遂行	利益の分配あり (商535条)	同上
投資事業有限責任組合契約に基づく権利 (5号)	金銭その他の財産の出資 (投資有限組合6条2項)	投資 (投資事業組合3条)	利益の分配あり (投資有限組合16条、民674条)	同上
有限責任事業組合契約に基づく権利 (5号)	金銭など (有限組合11条)	事業(投資を含む)	利益の分配あり (有限組合33条・56条、民674条)	同上

4 「法的形式」にのみに着目した有価証券概念の定義の問題点

神田教授は、投資商品の定義を踏まえた有価証券概念の定義の仕方について、(1)「法的形式」によって定義ができるもの⁵³、(2)「法的形式」だけでは定義が困難であって、「法的形式」プラス「経済的な実体」で定義すべきもの、(3)「経済的な実体」でなければ定義できないもの、の三つの類型があるとする⁵⁴。金融商品取引法の集団投資スキーム持分の定義規定は、(1)に基づき有価証券を定義していた証券取引法の枠組みを維持しつつ、規制の隙間のないよう、一部「経済的な実体」を加味した、(2)の方式によって定義されたものに進化したといえよう⁵⁵。

ただし、金融商品取引法を整備する趣旨・目的からすれば、従前の投資性と市場性を兼ね備えた企業金融型証券については「法的形式」で、集団投資スキームについては「経済的な実体」で定義すべきであったにもかかわらず、従前の定義を引きずり、「法的形式」に基づく有価証券を定義することを原則とし、規制の隙間のないよう、一部補完的に「経済的な実体」を加味した有価証券の定義を行ったことから、金融商品取引法の規制対象とすべきではない仕組みまで規制対象としたことに問題がある。

具体的には、金融商品取引法は、組合契約（狭義の集団投資スキーム持分）については、「組合契約に基づく権利」という「法的形式」だけでは、投資商品とはいえないことから、証券取引法のもとでの投資事業有限責任組合契約等の組合契約に係る権利の規定（同法2条2項3号）を見直し、当時の「法的形式」要件のみで定義されている規定を改め、「経済的な実体」によって、集団投資スキーム持分の包括的定義規定として整備し、有価証券を定義している（同項5号・6号）⁵⁶。他方、信託の受益権（同項1号・2号）、および持分会社の社員権（同項3号・4号）⁵⁷は、同じ法的性質を有する「貸付債権信託の受益権」（証取2条2項1号）ならびに「株券」（同条1項6号）および「出資証券」（同項5号、5号の2）の定義がすでに証券取引法において「法的形式」のみによって定義されていたことから、従前の枠組みを維持し、「法的形式」のみによって、有価証券と定義されている⁵⁸。このため、信託は、財産の移転⁵⁹もしくは管理⁶⁰、または債務の履行の確保（保全）（以下、債務の履行の確保を目的とした信託を「保全型の信託」という）の手段に利用されることがあるにもかかわらず⁶¹、「信託の受益権」という法形式だけで有価証券と定義されたことにより、規制すべき対象ではないものまで規制の対象に加えてしまうという新たな問題が生じている⁶²。

「法的形式」のみによって「信託の受益権」を定義することは、第一部会報告が、信託の受益権について、「元本補填付き信託、公益信託、管理目的信託など『投資性』がない又は小さい商品」は、規制の対象外、すなわち有価証券から除外すべきことが適当であるとしていることに反する⁶³。第一部会報告は指摘していないが、管理目的信託などの信託は、少なくとも金銭の出資が伴わない信託であり、第一部会報告の提言する規制の対象とすべき「投資商品」の要件を充足しない⁶⁴。第一部会報告において有価証券から除外すべきとした信託商品の範囲は、金融商品取引法の行為規制が準用される「特定信託契約」から除外される信託商品の範囲とほぼ一致している。

なお、第一部会報告では、信託の受益権については、それが販売業の対象となる場合、「投資商品の一つとして投資サービス法の規制対象とすることが適当」とされている。ここでいう「信託の受益権」は、当時の信託銀行が取り扱っていた「伝統的な金融商品」としての「信託の受益権」を意味し⁶⁵、いわゆる民事信託⁶⁶は含まれないものと考えられ、その意味で限定的に使われていた。

信託の受益権を「法的形式」のみで有価証券と定義したことに関して、高橋正彦教授は、「信託受益権については、組合の出資持分等と同様に、集団投資スキームとしての経済実態など、実質的な投資対象性が認められるものに限定して、みなし有価証券に限定すべき」であったと指摘している⁶⁷。このように、信託の受益権については、投資商品とはいえない範囲まで有価証券とされ、信託の利用の妨げとなっている⁶⁸。

以上から、有価証券の定義としては、企業金融型証券は「法的形式」によって定義したとしても、集団投資スキームは「経済的な実体」を踏まえて、定義すべきである。例えば、信託の受益権については、「信託の受益権」を有価証券と定義している金融商品取引法2条2項1号を改正し、投資性が強いことから、金融商品取引法と同等の行為規制を適用すべきとして、金融商品取引法の行為規制が準用される「特定信託契約」に分類される信託の受益権に限定し、有価証券として定義することも考えられよう。

ただし、有価証券の定義規定は、投資者保護規制の入口概念である有価証券概念を決定する機能を有することから、有価証券は、規制対象から漏れることのないよう、最広義に定義される必要があるとの指摘がなされている⁶⁹。この指摘はもっともであり、現在の有価証券の定義を維持しつつ、規制が不要であれば、個々の規制において適用を排除するという手法（立法）もありうる。例えば、加入者保護信託、顧客分別金信託、顧客区分管理信託、発行者保証信託および履行保証金信託の受益権については、その「経済的な実体」を踏まえ、公衆縦覧型の開示規定の適用が排除されている（金商3条3号ロ、同法施行令2条の10第1項1号チ・リ、特定有価証券開示府令1条の4）。ただし、これらの信託の受益権と同様の性質をもった信託の受益権であっても、明文の除外規定がなければ、原則として、適用を除外されないので、信託実務の発展の足かせとなる場合もあることに留意が必要である⁷⁰。

5 政令指定による有価証券の定義

最後に、規制の隙間をなくすため、投資者保護が必要なものを有価証券に機動的に指定することができる規定が設けられている。このいわゆる「みなし有価証券」の政令指定の対象については、伝統的な有価証券と同様の「流通性」および「経済性」が要件とされていた。

しかし、投資性のある金融商品（「投資商品」）が業として販売・勧誘される場合には、単に相対取引が多数行われることとは異なる経済的な実体があり、公益または投資者保護の必要性があると考えられることから、「流通の状況が前項の有価証券に準ずるもの」という流通性の要件を削除し、有価証券と「同様の経済的性質」を有する場合には、政令指定が可能とし、また対象範囲も必ずしも「金銭債権」と捉えられないものもありうることから「権利」に拡張された（金商2条2項7号）⁷¹。この「みなし有価証券」の政令指定の要件において、「流通性」が削除されたことは、「投資性」と「市場性」を兼ね備えた商品を規制の対象としていた証券取引法⁷²と異なり、金融商品取引法が「投資性」を有する、より広範囲の投資商品を規制の対象とすることを明らかにしたことを意味するうえで、重要である。

政令では、学校債のうち、一定の要件を満たすものを、有価証券と指定している（金商令1条の3の4）。これは、「特に投資性が強い学校債については政令指定に向けた検討を進めることが適当」⁷³との第一部会報告の提言を受けたものである。金融商品取引法では、同法2条1項各号に掲げる有価証券（以下「同条1項各号に掲げる有価証券および有価証券表示権利（同条2項前段）ならびに特定電子記録債権（同項中段）を「第1項有価証券」という）としての学校債券と（金商令1条2号、定義府令4条）、同条2項各号に掲げる有価証券（以下「第2項有価証券」という）としての学校債を（金商令1条の3の4、定義府令8条）、それぞれ有価証券と指定している（金商2条1項21号・2項7号）。

四 金融商品取引法における公衆縦覧型の情報開示制度の基本的枠組み

1 有価証券の「性質」および「流動性」に応じた情報開示制度

証券取引法のもとでは、同法の「有価証券」の概念が公衆縦覧型の開示規制や業者規制の適用に直結するという「ワンセット規制構造」となっており、コストを抑えつつ金融イノベーションを促進し、また利用者保護を図りながら、集団投資スキーム持分などの新たに出現した投資商品に的確に対応するためには、その規制構造を「柔構造化」する必要性があると、第一部会報告は、指摘していた⁷⁴。

有価証券の情報開示制度については、第一部会報告を踏まえ、有価証券の「性質」、および「流動性」に応じた情報開示制度の整備がなされた。以下について、その詳細の検討を行う。

なお、その制度の枠組みは、〔表2〕である。

表2 有価証券の性質・流動性に応じた情報開示制度の概要

有価証券の「性質」	「流動性」				
	第1項有価証券		第2項有価証券		
			事業型ファンドなど	証券投資型ファンド (有価証券投資事業権利など)	
企業金融型証券	公衆縦覧型の開示規定の適用あり	企業内容等の開示に関する内閣府令	公衆縦覧型の開示規定の適用なし		
資産金融型証券 (特定有価証券)		特定有価証券の内容等に関する内閣府令		公衆縦覧型の開示規定の適用あり	特定有価証券の内容等に関する内閣府令

2 有価証券の「性質」に応じた情報開示の内容とする制度

金融商品取引法の開示制度の対象となる有価証券を、その性質に応じて、株券や社債券などの企業としての発行体自体の信用力にその価値を置く「企業金融型証券」、資産流動化証券、投資信託の受益証券などの発行体の保有する資産をその価値の裏付けとする「資産金融型証券」とに分類し、それぞれに適した情報開示の内容となるように、開示制度を整備した。資産金融型証券は、いわゆる集団投資スキームであり、「資産運用型」と「資産流動型」に分類できることは、すでに述べた。

第1に、金融商品取引法は、資産金融型証券を「特定有価証券」とし、その定義を「その投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報がその発行者が行う資産の運用その他これに類似する事業に関する情報である有価証券として政令で定めるものをいう」と定義し、明確化した（同法5条1項、金商令2条の13）⁷⁵。具体的には、投資信託の受益証券（金商令2条の13第2号）、受益証券発行信託の受益証券（同条3号）、有価証券信託受益証券（同条6号）、有価証券投資事業権利等（同条7号）、などが、特定有価証券とされた。

第2に、資産金融型証券については、その特性にあわせ、開示制度が整備された。第一部会報告では、資産金融型証券（特定有価証券）に関する開示の内容については、発行体の保有する資産の内容に加え、運用者・運用サービスの内容に関する開示情報の充実を図ることを求めている⁷⁶。そこで、金融商品取引法は、特定有価証券にかかる有価証券届出書の記載内容を、「当該会社が行う資産の運用その他これに類似する事業にかかる資産の経理の状況その他資産の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項」と定め（同法5条1項2号・5項）、有価証券届出書などの記載内容が資産の運用などに関する情報であることを明確化するとともに、資産の運用者に関する情報⁷⁷や資産の運用サービスに関する情報⁷⁸の充実が図られた。なお、有価証券報告書などの継続開示書類についても同様の改正が行われた（同法24条5項・24条の5第3項）。

3 有価証券の「流動性」に応じた情報開示の方法

第一部会報告は、流動性の乏しい有価証券については、公衆縦覧型の情報開示を要求す

る必要性が乏しく、むしろその有価証券を取扱う業者規制を強化する方が情報開示の徹底が図れると指摘している⁷⁹。これは、流動性の乏しい有価証券については、一般の投資者が広く関係してくることが少ないことから、市場性のある伝統的な有価証券を前提とした公衆縦覧型の情報開示を要求することが望ましくないと考えたからであろう⁸⁰。

そこで、金融商品取引法は、第1項有価証券のうち、流動性があるものとして、一定の条件を満たす有価証券については、同法第2章に定める公衆縦覧型の開示規定を適用し、有価証券届出書、有価証券報告書、四半期報告書などを財務局などに提出させ、それらの書類を公衆に縦覧することによって、広く投資者に情報を開示する仕組みを採用した。他方、第2項有価証券については、次に述べる「有価証券投資事業権利等」を除き、公衆縦覧型の開示規定（同法2章）を適用しないこととしている（同法3条3号）。第2項有価証券を公衆縦覧型の情報開示制度の適用除外としたのは、一般的に流動性が乏しく、その情報を公衆縦覧により広く開示する必要性は低いからであると説明されている⁸¹。

これに対して、流動性に乏しければその分リスクが大きいから、情報に基づいた投資判断を第2項有価証券の取得者に行わせる必要性が増すのであり、流動性に乏しいことは情報開示を免除する理由にはならないとの指摘がある⁸²。また、第一部会報告では、流動性に乏しい有価証券については、その情報を公衆縦覧に供する必要性が乏しく、むしろ直接提供の方が開示の徹底が図れると指摘して、このような考え方に沿って開示制度を整備することを提言し、開示制度自体の適用除外とすることまで提言してはいなかった。「有価証券投資事業権利等」については、4の「『有価証券投資事業権利等』への公衆縦覧型の開示規定の適用」において詳細な検討を行う。

公衆縦覧型の開示規定が適用されない有価証券については、その販売勧誘時に、金融商品取引業者および登録金融機関（以下「金融商品取引業者」と「登録金融機関」をあわせて「金融商品取引業者等」という）の行為規制である契約締結前の書面交付義務を通じて投資者に情報が提供されることにより、その保護が図られることになる（金商37条の3第1項）⁸³。ただし、この行為規制によって提供される情報は、金融商品取引業者等と顧客との間で締結される取引（金商2条8項各号に掲げる行為）の内容である。すなわち、例えば、上場有価証券の場合、金融商品取引業者等と顧客との間の委託契約の内容であって、一般的には取引対象である上場有価証券の内容は含まない。

したがって、この行為規制によって提供される書面で提供される情報内容が金融商品取

引法第2章の定める開示規定などで求められる情報の内容と比較し、投資者保護上問題がないか⁸⁴、保有時の発行後の投資者に対する情報の提供をどのように義務付けるか⁸⁵、について検証する必要がある。この点については、五の「信託の受益相等の関係者に対する業者規制によって行われる情報開示」で詳細な検討を行う。

4 「有価証券投資事業権利等」への公衆縦覧型の開示規定の適用

有価証券投資事業権利等とは、「主として『有価証券』に対する『投資』を行う事業」に関する資産運用型の集団投資スキーム持分（証券投資型ファンド⁸⁶）で、政令で定めるものをいう（金商3条3号）。「主として有価証券に対する投資を行う事業」とは、集団投資スキームなどの総出資総額の50%超を有価証券に投資する事業をいい（金商令2条の9・2条の10）、信託の受益権の場合、信託財産に属する資産の価額の総額の50%超を有価証券に対する「投資」に充てて運用を行うもののうち、各種年金信託の受益権など、政令⁸⁷に列挙された信託の受益権を除いたものが、有価証券投資事業権利等に該当する。信託設定時に有価証券の比率が50%を超えていなくとも、50%を超える見込みがある場合には、有価証券投資事業権利等に該当し、公衆縦覧型の開示規定の対象とされる⁸⁸。なお、このことは、「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（特定有価証券開示ガイドライン）」A3-2①によって、明らかにされた。また、ここでいう「投資」とは、信託財産を新たに「有価証券に対する投資に充てて運用」を行う信託をいうことから、有価証券の管理を目的する信託は、有価証券投資事業権利等に該当しない⁸⁹。

流動性が乏しいにもかかわらず公衆縦覧型の開示規定が証券投資型ファンドである有価証券投資事業権利等に適用されるのは、投資規模などに関し相当程度の広がりを持ち、その情報は、その出資者はもとより、他の投資者にとっても重要であると考えられるからとされる⁹⁰。この点については、情報開示制度は、証券投資型ファンドの投資対象となる有価証券の発行者やその有価証券へ投資する者の利益を図るための制度ではないとの批判や⁹¹、投資者保護の必要性については、証券投資型ファンドの出資者も事業型ファンド⁹²（ここでは、証券投資型ファンドを除いた集団投資スキーム持分をいう）の出資者も変わりがないという指摘⁹³がある。ここで留意しなければならないのは、2006年改正法によって改正される前の証券取引法（以下「証券取引法」という）のもとでは、事業型ファンドで

ある有限責任事業組合契約に基づく権利には、公衆縦覧型の開示規定が適用されていたことである（証取3条）。その意味では、一步後退したと評価することもできる。

これに対しては、有価証券投資事業権利等に対し公衆縦覧型の開示規定を適用する理由が、上記のとおり、「投資規模などに関し相当程度の広がりを持ち、その出資者はもとより、他の投資者にとっても重要である」とするならば、有価証券を投資対象とする証券投資型ファンドではなく、投資者が広く存する有価証券報告書報告書の提出を義務付けられている会社が発行する有価証券に投資（50%超）を行う証券投資型ファンドに限定して、公衆縦覧型の開示規制の対象とするべきである。そのように限定したとしても、規模、広がりのできる大きい企業年金信託などの証券投資型ファンドへの適用が排除されることは説明できないであろう。

また、金融商品取引法は、証券投資型ファンドの開示基準（発行開示基準）を、勧誘対象者の数や属性を基準とするのではなく、有価証券の所有者の数を基準とし、第1項有価証券の開示基準と差異を設けている（同法2条3項3号、金商令1条の7の2）。これは、有価証券の性質に応じた規制の柔構造化の一環との指摘もある⁹⁴。確かに柔構造化の一環として一定の評価はできるが、証券投資型ファンドに対し公衆縦覧型の開示規制の対象とする理由が、上記のとおりであれば、市場への影響度合いを考慮し、規模（投資総額）を基準とすべきである。

五 信託の受益権等の関係者に対する業者規制によって行われる情報開示

1 業者規制によって行われる情報開示における問題の所在

第一部会報告は、流動性の乏しい有価証券については、公衆縦覧型の情報開示を要求する必要性が乏しく、むしろその有価証券を取り扱う業者に対する規制を強化する方が情報開示の徹底が図れると、第一部会報告では指摘している⁹⁵。そこで、金融商品取引法は、流動性の乏しい有価証券については、金融商品取引業者等の行為規制（業者規制）を通じて、投資者に情報が提供される制度を採用した（同法37条の3第1項）。

以下では、投資者への情報開示に関する業者規制について、(1) 各制度の概要、(2) 販

売勧誘時に提供される情報内容が金融商品取引法第2章の定める開示規定（公衆縦覧型の開示制度）で求められる情報の内容と比較し、投資者保護上問題がないか、(3) 投資者の投資判断に必要な時期に投資者に必要な情報が提供されているか、について検証する。

流動性の乏しい有価証券には多くの種類があり、すべてを検討することは困難なので、ここでは、信託の受益権に限定し、検討を行う。

2 発行時の情報開示制度

(1) 有価証券発行時における投資者への情報開示制度の類型

信託の受益権の発行時において、顧客（受益者または委託者）に情報を提供する制度には、金融商品取引業者等（主に、引受業者、私募または募集の取扱い業者）に対する制度と、信託を引き受ける信託会社や金融機関の信託業務の兼営等に関する法律1条1項の認可を受けた金融機関（以下「信託兼営金融機関」という。また、「信託会社」と「信託兼営金融機関」をあわせて「信託会社等」という）（受託者）に対する制度の二つの制度がある。

なお、信託の受益権における公衆縦覧型の開示制度の詳細については、六の「信託の受益権等に適用される公衆縦覧型の開示制度」において、詳細な検討を行う。

(2) 金融商品取引業者等における制度

① 制度概要

金融商品取引法は、金融商品取引業者等に対し、金融商品取引契約を締結しようとするとき、あらかじめ、顧客に対し、所定の内容を記載した書面（以下「契約締結前交付書面」という）の交付を義務付けている（以下「契約締結前交付書面交付義務」という。同法37条の3第1項）。この制度は、第一部会報告での「投資商品の販売業者の説明義務は業者と利用者との情報格差を改善するための重要な方策であり、投資サービス法においては、金融商品販売法上の説明義務と同内容の説明義務を行為規制の一つとして位置づけ、業者が違反した場合に直接的に監督上の処分を発動できることとすることが適当と考えられる」との指摘⁹⁶を踏まえ、2006年改正法において金融商品販売法における説明義務を業法上の義務とする目的で立案された⁹⁷。2006年改正法において説明義務が契約締結前交付

書面交付義務として整備されたのは、公衆縦覧型開示規制における目論見書交付義務（金商15条2項）との整合性などを勘案したものである⁹⁸。

規制の対象となる金融商品取引契約とは、顧客を相手方とし、または顧客のために、金融商品取引法2条8項各号に掲げる行為（金融商品取引業）を行うことを内容とする契約をいう（同法34条）。すでに成立している金融商品取引契約の一部を変更する場合でも、原則として契約締結前交付書面を交付する必要がある⁹⁹。

公衆縦覧型の情報開示制度との二重規制を排除するため、顧客に対し、契約締結前交付書面に記載すべき事項のすべてが記載されている目論見書を交付している場合には、契約締結前交付書面の交付が免除される（金商37条の3第1項但書、金商業等府令80条1項3号）。

さらに、金融商品取引法は、契約締結前交付書面を交付する際に、「顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明」することを、金融商品取引業者等に義務付け（以下「書面交付に付随する説明義務」という）、契約締結前交付書面交付義務の実効性を高めている（金商38条8号、金商業等府令117条1項1号）。

② 信託の受益権の取り扱い

信託会社等の行う自益合同運用信託（元本補てん付指定金銭信託以外）や他益信託の引受けは、金融商品取引法のもとでは、新たに発行される有価証券を取得させる行為となり、金融商品取引法上の有価証券の募集または私募（自己募集・自己私募）に該当する可能性がある（同法2条3項）。ただし、金融商品取引法は、企業の資金調達を阻害することのないようにするとの観点から¹⁰⁰、有価証券の募集・私募については、金融商品取引業の規制の対象外としている¹⁰¹。

しかしながら、従前の商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）や不動産特定共同事業法において募集・私募を業規制の対象としている例があったこと、問題事例¹⁰²において集団投資スキーム持分の形式がとられていたこと、委託者指図型投資信託受益証券や組合などの持分の募集・私募は、商品組成と販売が一体として行われることが多いなどを踏まえれば、投資者保護の観点では、規制の対象とすることが適当であると考えられることから¹⁰³、委託者指図型投資信託の受益権や狭義の集団投資スキーム持分な

どの一部の有価証券の募集・私募を金融商品取引業とし、規制の対象としている（金商2条8項7号）¹⁰⁴。

ただし、信託会社等の行う自益合同運用信託（元本補てん付指定金銭信託以外）や他益信託の受託行為は、このような特別の定めがないことから、金融商品取引業とはならず（金商2条8項7号）、信託の受益権の発行者は、契約締結前交付書面交付義務を負わない。この信託会社等の受託行為は、信託業法等で別途規制されている。同様に、自益信託の委託者（兼）受益者による信託の受益権の譲渡（いわゆる取得勧誘類似行為）は、募集または私募に該当し（金商2条3項かっこ書）、有価証券の売買とにならないことから¹⁰⁵、金融商品取引法の規制の適用を受けず、かつ信託業法等の規制の対象ともされていない。信託会社等の規制については、次の（3）の「信託会社等における制度」で詳細に検討を行うが、結論としては、この点において、規制の不備がある。

（3）信託会社等における制度

① 制度概要

信託業法等は、信託の引受けについて、信託会社等に対し、信託の引受けを行うとき、あらかじめ、委託者（になろうとする者）に対し、信託契約締結時に交付する信託契約の内容を記載した書面（以下「信託契約締結時書面」という。信託業26条、兼営2条）に記載すべき事項を説明する義務（以下「事前説明義務」という）を、受託者に課している（信託業25条、兼営2条）。これは、受託者と信託を委託する者（委託者）との間の情報格差を解消することを目的に、受託者に対し、信託契約書の内容について、情報開示することを義務付けるものである。あくまで、投資者としてではなく、信託を設定する委託者を保護することを目的とする制度である。

金融商品取引法制のもとでは、同じ経済的機能を有する金融商品には同じルールを適用する観点から¹⁰⁶、投資性の強い信託などを販売・勧誘する場合にも、金融商品取引法と同等の行為規制が適用されることが適当であることから、信託業法等を改正し、これらの業法に重複しない範囲で金融商品取引法の行為規制を準用している（信託業24条の2、兼営2条の2）。

② 特定信託契約の受益権における情報開示

情報提供については、第一部会報告において「投資商品の販売業者の説明義務は業者と利用者との情報格差を改善するための重要な方策であり、投資サービス法においては、金融商品販売法上の説明義務を行為規制の一つとして位置づけ、業者が違反した場合に直接的に監督上の処分を発動できることとすることが適当と考えられる」とされている¹⁰⁷。これを踏まえ、信託業を規制する信託業法等は、投資性の強い信託について、金融商品取引法の契約締結前交付書面交付義務の規定を準用し（信託業 24 条の 2 および兼営 2 条の 2 において準用する金商 37 条の 3 第 1 項）、あらかじめ、顧客（委託者）に対して、所定の内容を記載した書面（以下「特定信託契約締結前交付書面」という）¹⁰⁸の交付を、信託会社等（受託者）に義務付けている。

なお、信託業法等は、金融商品取引法 37 条の 3 第 1 項但書も準用していることから、特定信託契約締結前交付書面に記載すべき事項のすべてが記載されている目論見書を交付している場合には、契約締結前交付書面の交付が免除される（信託業 24 条の 2、兼営 2 条の 2、金商 37 条の 3 第 1 項但書、金商業等府令 80 条 1 項 3 号）。

さらに、書面交付に付随する説明義務についても、「顧客の知識、経験、財産の状況及び特定信託契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度による説明」をすることを信託会社等に義務付けることによって、顧客の保護を強化している（信託業法 24 条の 2、兼営 2 条の 2、金融商品取引法 38 条 8 号、信託業則 30 条の 26 第 2 号、兼営 31 条の 25 第 2 号）。信託業法等は、この「投資性の強い信託」に関する信託契約を「特定信託契約」という（信託業 24 条の 2 かつこ書き、兼営 2 条の 2）。

特定信託契約の範囲については、第一部会報告において、「信託については、元本補填付き信託、公益信託、管理目的信託など『投資性』がない又は小さい商品があり、これら商品は規制対象外と整理する一方、これら商品以外の信託については規制対象とすることが適当と考えられる」とされていることや¹⁰⁹、商品内容が非常に多様であるという信託の特性などを踏まえ、(i) 公益信託、(ii) 元本の全部補てん付き信託、(iii) 信託財産を普通預金などのみで運用することが約され、かつ信託報酬などの手数料が運用収益の範囲内で定められている信託、ならびに (iv) 管理型信託、および金銭・有価証券など以外の物・権利の管理・処分目的の信託、以外の信託が、特定信託契約とされる（信託業 24 条の 2、兼営 2 条の 2、信託業則 30 条の 2 第 1 項）。特定信託契約については、信託業法上

の事前説明義務も適用されるが、その説明事項と契約締結前交付書面の記載事項が重複しないよう手当てされている（信託業 25 条かっこ書、兼営 2 条）。

金融商品取引法の情報開示制度は、投資者、すなわち信託の場合、受益者（受益者となるようとする者）と金融商品取引業者等との情報格差を改善するための制度であるのに対し、信託業法等（金融商品取引法を準用する場合も含む）の情報開示制度は、信託の利用者（利用しようとする者）、すなわち委託者と受託者との情報格差を改善するための制度であることから、開示内容および開示先が異なり、統合することはできない。しかし、業者と顧客の情報格差を改善するための制度である点では一致するので、提供される情報の内容は、同等・同質の内容であるべきであろう。そこで、特定信託契約の信託の受益権での、これら二つの制度において提供される情報、および公衆縦覧型の開示制度である目論見書（有価証券届出書）によって提供される情報を比較したものが、[表 3] である。結論としては、これら三つの制度によって提供される情報の内容は、投資の対象である発行される「証券」に関する情報が中心となっており、同等・同質の内容であるといえる¹¹⁰。

**表 3 信託契約締結（信託の受益権の発行）時において提供される情報の比較
（特定信託契約の信託の受益権）**

	契約締結前交付書面	特定信託契約締結前交付書面と信託契約締結時書面	有価証券届出書 （目論見書） 6号様式
有価証券情報	以下の項目に含まれる	以下の項目に含まれる	第一部〔証券情報〕
発行者に関する事項 （提供義務者など）	受託者の氏名	受託者の商号および所在地	〔発行者（受託者）名称〕等
	受託者の公告方法	受託者の公告方法	
	金融商品取引業者等の商号、住所など	信託会社等に連絡する方法	
	金融商品取引業者等の認定投資者保護団体の有無・名称	信託会社等の認定投資者保護団体の有無・名称	
	売主または買主に関する事項		
信託財産の管理・運用に関する事項	損失の危険に関する事項	損失の危険に関する事項	第二部〔信託財産情報〕
	租税その他の費用に関する事項	租税に関する事項 信託報酬に関する事項（*）	
	信託財産の種類、信託期間、信託財産の管理処分に関する事項	信託財産に関する事項（*） 信託契約の期間（*）	

	信託財産である金銭を固有財産または他の信託財産である金銭と合同運用する場合は、その旨およびその損益の分配にかかる基準	利害関係人など（信託財産間取引、固有財産との取引を含む）との取引に関する事項（*）	
信託の仕組み	信託の目的	信託の目的	
	信託財産の管理または処分の権限を有する者および権限の内容に関する事項	信託財産の管理または処分の方法に関する事項（信託財産の管理または処分の方針を含む）（*）	
		信託業務を委託する場合には、委託する信託業務の内容ならびにその業務の委託先の名称・所在地など (委託先が確定していない場合は、委託先の選定基準・手続)（*）	
	信託契約の特別な定め ・受益者の費用償還または前払いに関する合意 ・受益者の意思決定に関する特別な定め（集団信託） ・信託終了事由 ・受託者の辞任・選任に関する特別な定め	信託契約の特別な定め ・受託者が複数である場合における信託業務の処理 ・信託終了事由 ・受託者の辞任・選任に関する定め	
	自己信託または限定責任信託にかかる事項	限定責任信託にかかる事項	
	信託の受益権の譲渡手続に関する事項	信託の受益権の譲渡手続に関する事項 信託の受益権の譲渡制限がある場合、その旨およびその制限の内容	
	信託財産の管理または処分の状況の報告に関する事項	信託財産の管理または処分の状況の報告に関する事項（*）	法定（有価証券報告書等による情報提供）
	信託財産の計算期間に関する事項	信託財産の計算期間に関する事項	第二部〔信託財産情報〕

（*）は、信託契約締結時交付書面において記載すべき事項（事前説明義務の対象）。

3 流通時の情報開示制度

(1) 流通時における投資者への情報開示制度の類型

有価証券流通時（信託の受益権発行後）において、投資者に情報を提供する制度には、(i) 契約締結前交付書面（金商 37 条の 3 第 1 項）、(ii) 取引残高報告書（同法 37 条の 4 第 1 項）、

(iii) 金融商品取引法の定める運用報告書の交付および届出義務（5の「投資運用業者などによる情報開示」で詳細な検討を行う）、ならびに（iv）信託業法等の定める信託財産状況報告書がある（信託業 27 条、兼営 2 条）。

(2) 契約締結前交付書面

有価証券の売買など、有価証券を移転させる行為は、原則金融商品取引業となることから（金商 2 条 8 項 1 号から 3 号）、投資者は、金融商品取引業者等が交付する契約締結前交付書面の交付を通じ、金融商品取引契約に関する情報を得ることになる（同法 37 条の 3 第 1 項）。

なお、例えば、公衆縦覧型の開示規定が適用される上場株式を投資者が取得する場合には、金融商品取引業者等の委託契約が金融商品取引契約に該当することになることから、取引対象となる有価証券に関する情報については、契約締結前交付書面の記載事項とされていないことに留意する必要がある（金商 37 条の 3 第 1 項各号、金商業等府令 81 条・82 条）。この場合、取得する上場株式に関する情報は、公衆縦覧型の開示制度によって取得することになる。

それに対し、投資者が流通市場において公衆縦覧型の開示規定が適用されない第 2 項有価証券を取得する場合には、一般的に金融商品取引業者等が直接顧客の相手方となったり、または委託売買や代理売買として、委託契約や代理契約の相手方となったりする。これらの場合には、顧客との売買契約、または委託契約もしくは代理契約が金融商品取引契約となる。

しかしながら、これらの場合には、公衆縦覧型の開示規定が適用される上場株式の場合と異なり、金融商品取引法は、原則として公衆縦覧型の開示規定が適用されない第 2 項有価証券（含む 2 条 1 項 14 号、17 号の受益証券発行信託の受益証券〔またはそれに類似する外国証券〕）に取引に関する契約締結前交付書面の記載内容について、取引対象の有価証券に関する情報も含むよう規定し、投資者に対し投資判断に必要な情報が提供されることになるよう、記載内容を定めている（金商業等府令 84 条から 91 条）。すなわち、公衆縦覧型の開示規定が適用されないことから、発行される有価証券の情報不足を補うため、契約締結前交付書面は、発行される有価証券の情報を含んだ目論見書（有価証券届出書）の内容を含んだものとなっている。例えば、信託の受益権の契約締結前交付書面について、

他の情報提供手段と比較したものが、前記〔表3〕である（同府令84条）。

(3) 取引残高報告書

金融商品取引業者等は、(i) 金融商品取引契約が成立し、または有価証券・金銭の受渡しを行った場合に、顧客が交付を請求したとき、(ii) 金融商品取引契約の締結があった場合は、原則、3か月の1度、金融商品取引契約の締結がない場合でも預り残高があれば、1年に1回以上、取引残高報告書を顧客に交付しなければならない（金商37条の4第1項、金商業等府令98条1項3号）。

取引残高報告書に記載される内容は、主として、報告対象期間に締結された金融商品取引契約の内容、報告対象期間に行われた有価証券・金銭の受渡しの年月日およびその数量・金額、報告対象期間末日の金銭・有価証券の残高などである（金商業等府令108条）。残高報告書は、金融商品取引業者等の不正を防ぐため、取引の履歴および残高などを顧客が確認するものであり、投資判断に関する情報提供の手段ではない。

(4) 信託財産状況報告書

① 制度概要

信託法は、毎年1回、貸借対照表、損益計算書など、信託財産に属する財産および信託財産責任負担債務の状況を明らかにした財産状況開示資料を作成し、受益者に報告することを、受託者に義務付けている（同法37条3項、信計規4条3項）。

財産状況開示資料の作成方法については、限定責任信託、および受益権の譲渡制限がなくかつ受託者が信託財産の主要部分の売却が可能な信託などの会計帳簿を作成すべき信託（信計規5条1項。以下「会計帳簿作成信託」という）においては、受益者への情報開示方法を一定の定型的な方式に統一することによって、受益者への情報開示を実質的に充実させることが望ましいと考え、信託法は、これらの信託の信託財産の会計処理や作成書類について、企業会計に準ずる方法によって作成することを、受託者に義務付けている（同法37条、信計規5条）¹¹¹。

他方、限定責任信託および会計帳簿作成信託以外の信託について、信託法は、財産状況開示資料の作成方法に関し、「信託行為の趣旨をしん酌」し、「信託財産に属する財産及び信託財産責任負担債務の概況を明らかにするもの」という概略的な規定しか置いていない

(信計規4条4項・6項)。信託を利用した資産運用型の集団投資スキーム持分の多くは、会計帳簿作成信託に分類され、この場合、前者のルールに従い、企業会計に準じて、会計処理が行われ、所定の書類が作成される。したがって、信託を利用した資産運用型の集団投資スキーム持分の比較可能性が高まり、情報獲得コストの引き下げも図れ、投資者の利便性も高まる。

信託業法等では、受託者は、信託財産の計算期間¹¹²（以下「計算期間」という）ごとに、所定の信託財産の管理、処分の状況を記載したものを、受益者に交付しなければならないとする（信託業法27条1項、信託業則37条1項、兼営2条、兼営則19条1項）。この信託財産の管理、処分の状況を記載した書面が、信託財産状況報告書である。信託法に加えて、信託業法等が受益者に対する情報開示の定めを置いているのは、限定責任信託および会計帳簿作成信託以外の信託では、報告すべき内容の詳細が信託法に規定されていないことから、受益者の利便性を高め、保護の強化を図ることを目的に、信託業法等が、記載すべき事項を法定し、信託財産状況報告書の交付を受託者に強制するものである。ただし、実務では、信託法37条3項但書において、信託法上の受益者に対する情報報告について、信託行為による別段の定めをすることが認められていることから、信託契約などで、信託財産状況報告書の交付を信託法の財産状況開示資料の交付（同法37条3項）とみなす旨を定め、信託法と信託業法等による情報開示の重複を避けている¹¹³。

また、委託者指図型投資信託の場合には、信託会社等が投資信託委託会社に対し投資信託及び投資法人に関する法律の定める運用報告書に必要な情報を提供しているときには、信託財産状況報告書の作成は免除されるとし（信託業27条1項但書、兼営2条、信託業則38条3号、兼営則20条3号）、信託業法と投資信託及び投資法人に関する法律による情報開示の重複を回避している。

受託者が信託財産状況報告書の交付を行わなかった場合、または虚偽の記載をした報告書を交付した場合には、刑事罰が科される（信託業91条6号・93条5号、兼営15条の2号・17条2号）。信託法の定める情報開示義務を怠った場合や虚偽の報告を行った場合にも、刑事罰が科される（信託270条1項4号・6号）。

② 開示サイクルと開示される情報の内容

信託財産状況報告書の報告サイクル（計算期間）は最長1年とされる¹¹⁴。ただし、信託

契約などにおいて別途定めがある場合はその定めの間ごと、ならびに厚生年金基金信託、および国民年金基金信託の場合は3か月ごとに、信託財産状況報告書を作成し、受益者に交付しなければならない（信託業 27 条 1 項、信託業則 37 条の 2、兼営 2 条、兼営則 19 条の 2）。有価証券への投資を目的とする信託（例えば有価証券投資事業権利等の要件を充足する信託）など、信託財産の価格の変動が激しい信託の場合には、1年に1回の報告では、頻度が少なすぎる。少なくとも、特定信託契約の信託の場合には、3か月ごととすべきである。

信託財産状況報告書に記載すべき主な事項は、(i) 計算期間末日現在の資産、負債および元本の状況（貸借対照表）、(ii) 計算期間中の収支の状況（損益計算書）、(iii) 計算期間中の株式および公社債の売買総数、(iv) 計算期間直前の計算期間末日における銘柄ごとの株式数、計算期間末日の株式数および時価総額（有価証券投資事業権利等であって、計算期間末日に信託財産総額の 100 分の 1 を超える額を保有している銘柄に限る）、(v) 計算期間末日の公社債の銘柄ごとの計算期間末日の額面金額の総額および時価総額（有価証券投資事業権利等であって、計算期間末日に信託財産総額の 100 分の 1 を超える額を保有している銘柄に限る）、(vi) 計算期間末日現在のデリバティブ取引の取引種類ごとの取引契約残高または取引残高、(vii) 計算期間中のデリバティブ取引の取引種類ごとの取引契約金額および取引金額、(viii) その他の資産の状況、(ix) 信託事務処理に関し通常負担する債務以外の信託事務を処理するための債務（借入債務など）、(x) 信託業務を第三者に委託する場合、委託先名、住所または所在地、報酬および委託する業務内容、(xi) 計算期間における信託財産の状況、信託財産の価額の推移、(xii) 外部監査を受けている場合において、計算期間に外部監査にかかる報告を受けたときは、外部監査を行った者の氏名・名称、外部監査の対象およびその結果の概要、(xiii) 利害関係人との取引状況（含む信託財産間取引、固有財産との取引）などがある（信託業則 37 条 1 項各号・7 項、兼営則 19 条 1 項各号・7 項）。ただし、特定信託契約の信託以外の信託については投資性が小さいことから、(x)、(xi) および (xii) の内容の記載が免除され、簡素化されている（信託業則 37 条 1 項但書、兼営則 19 条 1 項但書）¹¹⁵。

4 発行者による有価証券の取得時の情報開示

金融商品取引法は、企業の資金調達を阻害することのないようにするとの観点から、有価証券の募集・私募については、金融商品取引業の規制の対象外としていることは、2の(2)の②の「信託の受益権の取り扱い」で指摘したが、同様の理由から、発行者により、有価証券の買取り（自己株取得、買入消却など）も、有価証券の売買とは理解されていない（同法2条8項1号）。

しかしながら、投資者保護の観点から、投資信託委託会社による転売を目的としない投資信託の受益権および狭義の集団投資スキーム持分の買取りは、政令で特別に金融商品取引業とされている（金商2条8項18号、金商令1条の12）。ただし、投資信託の委託者である投資信託委託会社（発行者）が売り付けた（募集した）投資信託の受益権を、自らが顧客から転売を目的とせず買い取ることについては、顧客がすでに情報を得ていると考えられるため¹¹⁶、契約締結前交付書面の交付は不要とされている（金商37条の3第1項但書、金商業等府令80条1項5号ハ、金商令1条の12）。

一方、投資信託の受益権の買取りと同様の経済効果を生じさせる投資信託契約の解約については、既存の契約の解消であることから、金融商品取引業にあたらぬとされているが（金商2条8項）、顧客がその内容を確認できるようにするために契約締結時交付書面の交付を義務付けている（同法37条の4第1項、金商業等府令98条1項1号）¹¹⁷。

狭義の集団投資スキーム持分については、買取りという概念がなく、持分契約の解約で対処することになることから、金融商品取引法にこのような定めはない。なお、狭義の集団投資スキーム持分については、投資信託の受益権の解約と異なり、契約締結時交付書面の交付を義務付ける特則がない。持分権者保護の観点では問題がある。

信託の受益権一般については、発行者による信託の受益権の買取り行為を金融商品取引業とみなす規定がないことから、発行者による信託の受益権の買取りは、金融商品取引業とはならない。したがって、契約締結前交付書面を交付する必要はない。信託契約の解約についても同じく、契約締結前交付書面交付義務の対象とはならない。すでに解約される信託契約の内容は熟知されているものと考えられることから、投資者（受益者）保護上、問題はないと考えられる。

5 投資運用業者などによる情報開示制度

(1) 運用報告書の交付および届出義務

① 制度概要

金融商品取引法の制定¹¹⁸によって廃止された「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（昭和 61 年法律第 74 号）」や金融商品取引法の制定¹¹⁹によって改正される前の「投資信託及び投資法人に関する法律（昭和 26 年法律第 198 号）」（以下、改正前を「改正前投資信託法」、改正後を「改正後投資信託法」または「投資信託法」という）は、投資顧問会社などの運用業者（投資顧問業者、投資信託委託業者）に対し、運用の委託を受けている財産の状況を定期的に顧客へ報告する義務を課していた（投資顧問業 32 条、改正前投信 33 条）。

そこで、金融商品取引法はこの規定を引き継ぎ、投資運用業を行う金融商品取引業者等（以下「投資運用業者」という）は、運用報告書を交付しなくても投資者の保護に支障のないものとして内閣府令で定める場合を除き、委託を受けている運用財産について、定期的に運用報告書を作成し、投資者に交付する旨を定めている（同法 42 条の 7、金商業等府令 134 条 4 項・5 項）。ここでいう投資者は、投資一任契約の相手方、投資信託の受益証券の権利者、または有価証券などの運用を行うことを目的として金銭の出資や拠出を受けた信託の受益権や狭義の集団投資スキーム持分の権利者（自己運用業の顧客）である（金商 42 条）。

さらに、自己運用業務（金商 2 条 8 項 15 号）を行う金融商品取引業者等は、自らが行う自己運用業務に関して運用報告書を作成したときは、投資者の数が 500 名以上の場合、遅滞なく、これを内閣総理大臣に届けなければならない（金商 42 条の 7 第 3 項、金商令 16 条の 14）。ただし、規制の重複を避けるため、運用財産について有価証券報告書を提出しなければならない場合には、運用報告書の内閣総理大臣への届出義務は免除される（金商 42 条の 7 第 3 項但書、金商業等府令 135 条）。

投資運用業者が金融商品取引法の定める運用報告書について、交付を行わなかった場合、または記載すべき事項を記載せずもしくは虚偽の記載をした報告書を交付した場合には、刑事罰が科される（同法 205 条 14 号）。

② 開示サイクルと開示される情報の内容

運用報告書の報告サイクル（報告対象期間）は、6か月を超えてはならない（金商42条の7第1項、金商業等府令134条3項）。投資一任契約における権利者が厚生年金基金または国民年金基金である場合には、少なくとも3か月ごとに作成し、交付することが義務付けられている（同項かっこ書）。信託財産状況報告書では、報告サイクルが、厚生年金基金または国民年金基金については、運用報告書と同じとなっているが、それ以外の場合1年であり、運用報告書の方が報告サイクルは短い。信託財産状況報告書の報告サイクルを短くすることにより、統一することが望ましいと考える。

運用報告書に記載される内容は、(i) 対象期間の基準日（運用報告書の作成の基準とした日）における運用財産の状況（貸借対照表）、(ii) 対象期間の運用状況（取引明細）、(iii) 対象期間に支払を受けた運用にかかる報酬額、(iv) 対象期間において運用財産にかかる取引について、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業または登録金融機関業務に該当する行為を行った場合にあっては、対象期間におけるその行為にかかる手数料などの対価の額、(v) 対象期間に行った自己取引、双方代理取引を行ったときは、その内容および対象期間の取引総額との割合、(vi) 対象期間における運用財産の運用として行った金融商品取引行為の大口相手（取引総額の10%以上）、(vii) 対象期間における運用財産の運用の経過（変動要因を含む¹²⁰）、(viii) 運用状況の推移¹²¹、(ix) 外部監査を受けている場合において、対象期間において外部監査にかかる報告を受けたときは、外部監査を行った者の氏名、外部監査の対象、および結果の概要、である（金商業等府令134条）。

信託財産状況報告書と運用報告書との記載内容を比較したものが〔表4〕である。同表によれば、信託財産状況報告書と運用報告書の記載内容に大きな差異はなく、いずれも投資判断において必要な内容が網羅されているものと考ええる。

③ 適用範囲

運用報告書の交付および届出義務は、投資運用業の行為規制の一部であることから、証券投資型ファンドの運用者に対してのみ課され、事業型ファンドの運用者には課されない¹²²。

なお、規制の重複を避けるため、他の法令の規定により、6か月に1回以上、運用財産について運用報告書に記載すべき事項を記載した書面を交付している場合について、運用

報告書交付義務が免除されている（金商 42 条の 7 第 1 項但書、金商業等府令 134 条 5 項 3 号）。

また、改正後投資信託法では、委託者指図型投資信託の「仕組み」に関する規制として、運用報告書の交付・届出義務が別途定められ（同法 14 条 1 項・6 項）、金融商品取引法の運用報告書交付の規定の適用が排除されている（改正後投信 14 条 7 項）。この運用報告書に関する規定は、委託者非指図型投資信託についても準用されている（同法 54 条）。

(2) 運用報告書と有価証券報告書などの継続開示制度との統合の可否

運用報告書は、有価証券報告書などの継続開示制度と同様、投資者への情報開示制度の一つである。運用報告書は、投資者に対して投資運用業による投資成果を評価するために必要な運用財産の状況や投資運用業の投資判断の内容に関する情報や、投資運用業の公正性・透明性の確保に資する運用財産の運用に関する費用や利益相反のおそれのある行為などに関する情報を開示する制度である¹²³。

そのため、主として流通市場における投資者を対象とした投資判断（権利〔有価証券〕の取得、処分の判断）に必要な情報を提供するための制度である継続開示制度とはその目的が異なること、罰則が異なること、運用報告書は報告対象期間後遅滞なく（金商 42 条の 7、第 1 項、金商業等府令 134 条 4 項）、有価証券報告書は事業年度経過後 3 か月以内（金商 24 条）と、報告のために与えられた猶予期間が異なること、情報開示方法も公衆縦覧（間接開示）と交付（直接開示）と異なること、および各々の制度での開示義務者が異なることなど、多くの理由から、統合することが困難とされ¹²⁴、この二つの制度は併存している。

これに対し、証券投資型ファンドについては、運用報告書を通じ、投資者に直接十分な情報の開示がなされていることから、公衆縦覧型の開示をさらに要求する合理性はないとする指摘がある¹²⁵。しかし、運用報告書は、既存の投資者に対してのみ交付されるものであり、新たに投資を行おうとしている者に対しては交付されることはないので、運用報告書を通じてのみをもって、投資者に対し十分な情報が開示されるとはいえないとの反論もありうる。

第一部会報告が、流動性の乏しい有価証券については、公衆縦覧型の情報開示を要求するより、その有価証券を取り扱う業者に対する規制を強化する方が情報提供の徹底が図れるとの指摘をしていることや、運用報告書には顧客に対し投資運用業による投資の成果を

明らかにして、顧客に投資運用を継続させるべきか否かの判断材料を提供するという機能¹²⁶や、定期的な運用報告を義務付けることで、運用の透明性を図り、金融商品取引業者等の投資運用業の適正性を確保する機能¹²⁷があることから、運用報告書に記載されるべき内容がこの趣旨に沿って適切に法定されていれば、運用報告書は、投資判断資料として、十分耐えうるものであろう¹²⁸。

以上を鑑みれば、公衆縦覧型の開示規定が適用される有価証券においては、投資者が有価証券を取得すべきか、または解約もしくは転売すべきか否かについて、適宜判断できるよう、運用報告書と公衆縦覧型の開示制度における記載内容を整理・統合し、オープン・エンド型の有価証券については、ウェブに掲載するなど、公衆に縦覧することによって、クローズド・エンド型の有価証券については、直接投資者に交付することによって、情報を開示することも考えられる。なお、ウェブによる情報開示としたのは、第2項有価証券である証券投資型ファンドは、株式などの第1項有価証券と比較し、流動性が低いことから、厳格な公衆縦覧型の開示を要求する必要性が低いと考えられるからである。

それ以外の場合、すなわち公衆縦覧型の開示規定の適用されない有価証券については、現行どおり、金融商品取引業者等との相対での取引が中心となるものと考えられるので、運用業者が開示義務者となる運用報告書での情報開示とする。ただし、運用報告書での情報開示では発行されている有価証券に関する情報が不足するという問題がある。しかし、有価証券に関する情報は、契約締結前交付書面で別途提供されることから、情報が不足することはない。なお、現在は、投資者（権利者）の数が499名以下の場合には、運用報告書の届出義務のみが免除となる（金商42条3項但書、金商令16条の14）。

ちなみに、受益証券が金融商品取引所に上場されている投資信託については、①個別株式と同様にその日々の価格が報道されるなど投資家に広く情報提供されていること、②公衆縦覧型開示が行われていること、③金融商品取引所上場の外国投資信託（ETF）について運用報告書の交付義務が適用除外されることとの整合性を図ることなどを理由にして、運用報告書の交付および届出義務が免除とされ（投信14条1項3号、同施行規則25条1号）¹²⁹、公衆縦覧型の情報開示に統合されている。投資信託の受益証券は、運用報告書の作成・交付義務者と公衆縦覧型の開示義務者が同一であり、かつ法形式上第1項有価証券として流動性の高い有価証券に分類され（金商2条1項11号）、取引所での取引が可能なことから、実質的にも流動性が高く、価格が日々の報道などによって投資家に広く情

報が行き渡り、業者規制による直接開示を強制する必要性が低いとの判断から、運用報告書の作成・交付を免除し、公衆縦覧型の開示に統合したのであろう。なお、同様の考え方から、金融商品取引所に上場されている受益証券発行信託については、TD-netにて情報が開示されているなど一定の要件を満たす場合には、信託財産状況報告書の受益者への交付が免除され、TD-netを含め、公衆縦覧型の開示に統合されている（信託業 27 条 1 項但書、同施行規則 38 条 9 号、兼営 2 条 1 項、同施行規則 20 条 10 号）。

また、投資運用業者が運用の指図を行う信託では、信託会社等が作成する信託財産状況報告書と投資運用業者が作成する運用報告書とが重複するが、信託会社等に投資者に代わって投資運用業者を監督させる趣旨から、統合することはできないものと考えられているようである。投資者の意図もそのように思われる。ただし、委託者指図型投資信託の場合には、信託財産状況報告書の作成は免除されていることには留意する必要がある（信託業則 38 条 3 号）。投資運用業者の監督がイコール信託財産状況報告書となるのかは、疑わしい。

(3) 信託兼営金融機関および信託会社が行う自己運用業の特例

金銭の信託を受けた受託者が行う信託財産の有価証券などの運用も自己運用業となる（金商 2 条 8 項 15 号口）。しかしながら、信託兼営金融機関は、登録金融機関の登録を受けることなく自己が受託した信託財産の運用を行うことができることから（同法 33 条の 8）、運用報告書の交付など義務を負わない。

信託会社（管理型信託会社を除く）についても、金銭の信託における有価証券などの運用に関する自己運用業に関する金融商品取引法の業者規制の適用が排除されていることから、投資運用業の登録を受けずに自己が受託した信託財産の有価証券などの運用を行うことができるとともに、運用報告書の交付などの義務を負わない（同法 65 条の 5 第 5 項）。

いずれの場合も、信託業法等が、受託者に対し、信託財産状況報告書の交付義務を課していることから、規制の重複を排除するためのものである（信託業 27 条、兼営 2 条 1 項・19 条）。信託財産状況報告書と運用報告書の記載内容を比較したものが、〔表 4〕である。いずれも、投資者が運用の判断を行うために必要な情報は、網羅されているものと思われる。

委託者非指図型投資信託における信託会社等の運用については、委託者指図型投資信託

の規定が準用されることから、信託会社等は、金融商品取引法および信託業法等にもとづく運用報告書の交付義務は負わない（投信 54 条 1 項・14 条・54 条 2 項、信託業 27 条、兼営 2 条）。

表 4 信託財産状況報告書と運用報告書の記載内容の比較

	信託財産状況報告書	運用報告書
貸借対照表（資産状況）	計算期間末日現在の資産、負債および元本の状況（貸借対照表）	対象期間の基準日（運用報告書の作成の基準とした日）における運用財産の状況（貸借対照表）
取引状況・履歴	計算期間中の収支の状況（損益計算書）	対象期間の運用状況（取引明細）
	計算期間中の株式の売買総数および売買総額	
	有価証券投資事業権利等であって、計算期間末日に信託財産総額の 100 分の 1 を超える額を保有している銘柄（株式）について、計算期間の直前の計算期間の末日現在における株式数、計算期間末日における株式数および時価総額	
	計算期間中の公社債の種類ごとの売買総数および売買総額	
	有価証券投資事業権利等であって、計算期間末日に信託財産総額の 100 分の 1 を超える額を保有している銘柄（公社債）について、計算期間末日における額面金額総額および時価総額	
	計算期間末日現在のデリバティブ取引の取引種類ごとの取引契約残高または取引残高	
	計算期間中のデリバティブ取引の取引種類ごとの取引契約金額および取引金額、その他の資産の状況	
債務	信託事務処理に関し通常負担する債務以外の信託事務を処理するための債務（借入債務など）	
外部委託	信託業務を第三者に委託する場合、委託先名、住所または所在地、報酬および委託する業務内容	
報酬		対象期間に支払を受けた運用にかかる報酬額

		対象期間において運用財産にかかる取引について、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業または登録金融機関業務に該当する行為を行った場合にあっては、対象期間におけるその行為にかかる手数料などの対価の額
利害関係人等との取引状況	利害関係人との取引状況（含む信託財産間取引、固有財産との取引）	対象期間に行った自己取引、双方代理取引を行ったときは、その内容および対象期間の取引総額との割合
		対象期間における運用財産の運用として行った金融商品取引行為の大口相手（取引総額の10%以上）
運用状況	計算期間における信託財産の状況、信託財産の価額の推移	対象期間における運用財産の運用の経過（変動要因を含む）
		運用状況の推移（対象期間に限定されない合理的な範囲内での基準価額の推移）
外部監査状況	外部監査を受けている場合において、計算期間に外部監査にかかる報告を受けたときは、外部監査を行った者の氏名・名称、外部監査の対象およびその結果の概要	外部監査を受けている場合において、対象期間において外部監査にかかる報告を受けたときは、外部監査を行った者の氏名、外部監査の対象、および結果の概要

6 信託契約の変更にかかる情報開示

信託を利用した集団投資スキームにおいて、運用資産（ポートフォリオ）の内容・比率や投資マネージャを変更したり、受託者を同じくする複数の信託を、投資（運用）効率を上げるために、一つにしたり、一つの信託を、運用スタイルを分割する（投資マネージャを分ける）ために、複数に分割したりすることが考えられる。

このように、信託の基礎的な構造に変更を加えることを、信託法は、それぞれ「信託の変更」（同法149条以下）、「信託の併合」（同法151条以下）および「信託の分割」（同法155条以下）（以上の三つをあわせて、以下「信託の変更等」という）といい、それぞれ規定を整備している。

信託法は、信託の変更の定義を明確にしていない。しかし、一般的に、信託の変更は、「既存の信託行為の定めについて事後的に関係当事者の合意など一定の者の意思に従って改廃を加え、あるいは、信託行為に定めることが可能な事項ではあるものの信託行為に定めを置いていなかった事項について、事後的に一定の者の意思に従って、新たに定めを設けること」であり、「実質的には、信託行為の変更を行うことに類するもの」とされる¹³⁰。

信託の併合は、受託者を同一とする二つ以上の信託の信託財産の全部を一の新たな信託の信託財産とすることと定義される（信託2条10項）。信託法163条5号は信託の併合を信託の終了事由とする一方、同法175条は信託の併合を信託の清算開始の原因から除外していることから、併合する信託は、すべて終了し、それらの信託財産を包括的に承継し、新たな信託が設定されると理解できる。したがって、信託の併合によって、新たな信託の受益権が発行されると理解することができる。

信託の分割は、ある信託の信託財産の一部を、受託者を同一とする他のまたは新たな信託の信託財産として移転することと定義される。前者を吸収信託分割といい、後者を新設分割という（信託2条11項）。信託の分割は、分割される信託および信託財産を承継する信託の双方においては信託契約の変更となる。信託の分割においては、信託の受益権の内容が変わることはあるが、発行は行われない。

信託の変更等は、原則として¹³¹、受益者（投資者）を含む、関係当事者の合意によって、行われる（信託149条・151条・155条）。いずれの場合においても、信託法は、関係する信託の受益者がそれらの信託の変更等に合意するか否かを判断するために必要な情報を提供することを求めている（同法149条1項・151条1項・155条1項）。

信託法は、信託の変更等に関する情報提供の主体、および提供されるべき情報の内容を明らかにしていないことから、情報提供の実効性を確保するため、信託業法等は、信託会社等が、重要な信託の変更（信託法103条1項各号に掲げる事項にかかる信託の変更をいう）、または信託の併合もしくは信託の分割（以下「重要な信託の変更等」という）をしようとする場合、これらがその信託の目的に反しないこと、かつ受益者の利益に適合することが明らかであるとき、または他の法令などによって受益者保護が図られているとき（信託業則41条の2）を除き、①重要な信託の変更等をしようとする旨、②重要な信託の変更等に異議のある受益者は一定の期間内に異議を述べる旨、③重要な信託の変更等をしようとする理由、④重要な信託の変更等の予定年月日、異議を述べる期間・方法を、信託会社等により公告し、または受益者に各別に催告しなければならないことを、受託者に義務付け、受益者への情報提供の徹底を図っている（信託業29条の2第1項、信託業則41条の5・41条の3、兼営2条、兼営則27条、25条）。この義務に違反して重要な信託の変更等を行った場合、刑事罰が科される（信託業100条2号、兼営23条2号）。金融商品取引法では、信託契約が金融商品取引契約と解されないことから、信託の変更等は、締結前交

付書面交付義務の対象とはならない。情報は信託業法等によって受益者に提供されることから、受益者保護の観点では問題はない。

信託の変更等の法的性質をこのように理解するならば、例えば、信託の併合が行われる場合、既存の受益者は、信託の併合に同意し、新たな受益権の交付（発行）を受けるか否かの判断に迫られることから、仮にその有価証券が公衆縦覧型の開示規定が適用されるとすれば、信託の併合も、株式会社の組織再編行為と同様（金商4条1項）、公衆縦覧型の開示規定の適用を受けるとい立法も考えられる。しかし、現在の金融商品取引法では、そのような立法はとられていない。

なお、投資信託については、投資信託委託会社がファンドの併合（投信16条2号。信託法上の信託の併合）を行う場合¹³²、臨時報告書による情報開示が義務付けられている（金商24条の5第4項、特定有価証券開示府令29条2項9号）。さらに、投資信託法は、重大な信託約款の変更（信託の併合を含む）を行う場合、受益者に対する通知、および公告をすることを義務付けることによって、情報開示を徹底している（同法17条2項・5項）。

7 小括

ここまでの議論を整理し、信託に限定した、集団投資スキーム持分運用者が行う情報開示制度を表にしたものが、〔表5〕である。この表から、発行者が委託者であって、かつ公衆縦覧型の開示規定が適用されない場合における、有価証券の発行時の情報開示に問題があることがわかる（網掛け部分）。

これに対し、株式会社自らが募集または私募を行う場合には金融商品取引法の適用が排除されていることとのバランスや、信託業法等の情報開示制度により投資者保護は図られていることから、信託の受益権等の募集・私募を金融商品取引法の規制対象とする必要性がないとの指摘がある。しかしながら、2(2)②でも述べたが、信託の受益権等の募集・私募は商品組成と販売が一体として行われることが多いの対し、企業金融型証券の募集・私募は商品組成（発行会社）と販売（金融商品取引業者等）が別々に行われること、委託者が発行者となる信託の受益権の発行は信託業法等の規制の対象となっていないことなどから、やはり金融商品取引法の規制対象とすべきである。

表5 信託の受益権の情報開示制度（金融商品取引法および信託業法等）

		委託者指図型投資信託		有価証券投資事業権利等		有価証券投資事業権利等以外
		募集・売出し	私募・私売出し	募集・売出し	私募・私売出し	
公衆縦覧型開示の適用		適用	不適用	適用	不適用	不適用
発行時	発行者：受託者			有価証券届出書・目論見書	特定信託契約締結前交付書面等（信託業法）	特定信託契約締結前交付書面等（信託業法）
	発行者：委託者	有価証券届出書・目論見書	締結前交付書面	有価証券届出書・目論見書		
発行後（流通時）	定期的	有価証券報告書等	—————	有価証券報告書等	—————	—————
		運用報告書（投信法）	運用報告書（投信法）	信託財産状況報告書および運用報告書*（金商法）	信託財産状況報告書および運用報告書*（金商法）	信託財産状況報告書および運用報告書*（金商法）
	臨時的	臨時報告書	—————	臨時報告書	—————	—————
	信託の変更等	臨時報告書（信託の併合） 通知・公告	通知・公告	公告・催告	公告・催告	公告・催告
	売買時	締結前交付書面	締結前交付書面	締結前交付書面	締結前交付書面	締結前交付書面
	発行者による買取り	投資者は、すでに投資契約の内容に関する情報を得ているから、情報の提供不要				
	償還時	投資者は、すでに投資契約の内容に関する情報を得ているから、情報の提供不要投資判断を行っていないことから、情報提供の必要性なし				

* 金融商品取引業者等が運用の指図を行う場合

六 信託の受益権等に適用される公衆縦覧型の開示制度

1 公衆縦覧型の開示規定が適用される有価証券

金融商品取引法の定義する有価証券（同法2条1項・2項）を投資者に販売することが「募集」または「売出し」に該当する場合、原則として、有価証券の発行者とされた者は、当該募集または売出しについて、内閣総理大臣に届出をしているのでなければ、有価証券を販売することができない（同法4条1項）。このため、有価証券の販売が募集または売出し

に該当する場合、有価証券の発行者は、当該有価証券に関する公衆縦覧型の開示が強制されることになる¹³³。なお、情報の非対称性が低いことや発行者の経済的・事務負担を軽減することなどの理由から、一定の条件を満たす場合には、この公衆縦覧型の開示が免除される（同項但書）。

これとは別に、金融商品取引法は、(1) 発行者の信用度が特に高い場合¹³⁴、(2) 金融商品取引法とは別の法律によって監督当局への届出その他の監督がなされている場合¹³⁵、(3) 一般に流動性が乏しく、公衆縦覧型の開示を強制する必要性が低い場合など、投資者に対する公衆縦覧型の開示の必要性が低い場合、公衆縦覧型の開示に関する規定（同法2章）の適用を免除している（同法3条）。

信託の受益権は、(3) に該当し、原則として、金融商品取引法の公衆縦覧型の開示規定が適用されない（同法3条3号）。(3) は、金融商品取引法の創設によって新たに導入されたもので¹³⁶、証券取引法のもとでは、公衆縦覧型の開示規定が適用されていた。(3) について、金融商品取引法のもとで公衆縦覧型の開示規定の適用が免除されるのは、譲渡性が制限され、所有者が特定されている有価証券については、第一部会報告の「有価証券報告書などの開示書類を公衆縦覧に供する必要性に乏しく、その情報をむしろ直接提供する方が開示の徹底が図られる」¹³⁷ との提言を受けたものである。

2 信託の受益権に対する公衆縦覧型の開示規定の例外的適用

(1) 証券投資型ファンドに対する公衆縦覧型の開示規定の適用

金融商品取引法は、「主として有価証券に対する投資を行う事業」に関する権利についての情報は、当該権利の保有者のもとより、市場における他の投資者の投資判断にとっても重要であることを理由に、第2項有価証券のうち、主として有価証券に対する投資を行う事業に関する集団投資スキームの持分などを「有価証券投資事業権利等」と定義し、第2項有価証券であっても、例外的に公衆縦覧型の開示規定を適用するとしている（同法3条3号、金商令2条の9・2条の10）。

信託の受益権については、信託財産の50%を超える額を「有価証券に対する投資に充てて運用する信託の受益権」が有価証券投資事業権利等とされる（金商令2条の10第1項1号）。ここでいう「投資に充てて運用する信託」に、有価証券の管理信託や処分信託

などが該当するかが問題となる。この疑念を払拭するため、金融庁は、2007年10月2日、「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（特定有価証券開示ガイドライン）」（以下「特定有価証券開示ガイドライン」という）を改正し、「信託を受けた有価証券の管理を目的とする信託であり、当該有価証券をもって新たに『有価証券に対する投資に充てて運用』を行わない」信託、つまり当初信託財産が有価証券であって、その有価証券を処分し新たな有価証券を取得しない信託は、有価証券投資事業権利等から除かれることを示し、有価証券管理信託や有価証券処分信託に公衆縦覧型の開示規定が適用されないことを明らかにした（同ガイドライン A3-2（但書）¹³⁸）。

また、有価証券投資事業権利等に該当する信託の受益権に対し、公衆縦覧型の開示規定を例外的に適用することには、第1項有価証券を信託し、その受益権を流通させれば、公衆縦覧型の開示規定の適用を免れるという脱法行為を抑止する機能もある。

「有価証券投資事業権利等」という概念を創設し、例外的に公衆縦覧型の開示規定を適用することについては、証券投資型ファンドの投資対象となる有価証券の発行者やその有価証券へ投資する者の利益を図るための制度ではないとの批判や¹³⁹、投資者保護の必要性については、証券投資型ファンドの出資者も事業型ファンド（ここでは、証券投資型ファンドを除いた集団投資スキーム持分をいう）の出資者も変わらないという指摘¹⁴⁰があることは、すでに述べたとおりである。

「有価証券投資事業権利等」という概念を創設したことには、以上のような批判もある¹⁴¹。しかしながら、法形式上は第1項有価証券であるが、実務上は流通性がない投資信託の受益証券について公衆縦覧型の開示規定が適用されること、信託の受益権は個別株式と異なり日々の価格が報道されるなど、その情報が投資家に広く提供されているわけではないこと、流動性が乏しいとすればその分リスクが大きいともいえることから、投資信託の受益証券と同じ「経済的な実体」を有する証券投資型ファンドに対し、公衆縦覧型の開示規定を適用することには一定の合理性はある。

(2) 有価証券投資事業権利等から除外される証券投資型ファンド

有価証券投資事業権利等とされる信託の受益権のうち、〔表6〕の信託の受益権は、有価証券投資事業権利等から除かれ、公衆縦覧型の開示規定は、適用されない（金商3条3号口、金商令2条の10第1項1号、特定有価証券開示府令1条の4）。

表6 有価証券投資事業権利等から除外される信託の受益権

信託類型	信託分類		
	運用形態	信託財産	受益者
厚生年金基金信託の受益権（金商令2条の10第1項1号イ）	特定、指定	包括（現物移換）	自益
国民年金にかかる信託の受益権（同号ロ・ハ）	特定、指定	包括（現物移換）	自益
確定給付企業年金信託の受益権（同号ホ）	特定、指定	包括（現物移換）	自益、他益
確定拠出企業年金信託に関する法律に根拠を有する企業年金信託の受益権（同条へ）	特定	金銭	他益
年金積立金管理運用独立行政法人が運用する年金資金に関する信託の受益権（同条ト）	特定、指定	包括、金銭	自益
社債等の振替に関する法律における加入者保護信託の受益権（同号チ）	特定、指定	金銭	他益
金商法における顧客分別金信託の受益権（分別金信託の受益権）（同号リ、特定有価証券1条の4第1号、2号）（金商業等府令142条の4第1項）	特定、指定	金銭	元本：他益 収益：自益
資金決済に関する法律における履行保証金信託の受益権（同号リ、特定有価証券1条の4第3号）（加入者保護信託に関する命令143条1項1号）	特定、指定	包括	元本：他益 収益：自益
勤労者財産形成促進法における財形給付金信託の受益権（同号ヌ）	指定	金銭	他益
信託型の商品ファンドの信託の受益権（同号ル）	指定	金銭	自益、他益

公衆縦覧型の開示規定の適用が除外されている信託の受益権は、①証券投資型ファンドの一類型で退職後の年金給付や従業員の福利厚生を目的として政策的に創設された制度に関する信託の受益権¹⁴²、②同じく法令に基づき設定される加入者保護信託、顧客分別金信託、および履行保証金信託という保全型の信託に分類される信託の受益権、③形式上は有価証券投資事業権利等の定義に該当するが、その実体は商品投資そのものである信託型の商品ファンド¹⁴³の信託の受益権¹⁴⁴、に分類できる。

①の類型に属する信託については、「法制上、流動性がまったく認められず、また、かかる投資は年金財産の運用のためであって信託の受益権という有価証券を販売するための運用ではないことが法制上明白であり、情報開示を通じて有価証券（「信託の受益権」）への投資者保護を図る必要性がないこと」から、公衆縦覧型の開示規定の適用が排除されるとする¹⁴⁵。②の類型に属する保全型の信託は、これらの信託の受益権は、「法制上、流動性がまったく認められず、また、かかる運用は信託の受益権という有価証券の運用ではな

いことが法制上明白」であるとされ¹⁴⁶、すなわち「より高いリターン（経済的効果）を期待してリスクをとるもの」という「投資商品」の要件が欠け、金融商品取引法の規制の対象の範囲外ともいえることから、公衆縦覧型の開示規定の適用が排除される。③の信託型の商品ファンドは、信託財産が取得する権利において出資する法人が出資された財産の50%を超えて有価証券に投資しないものであり、かつその法人が他から出資を受けないのであれば、実質的には「主として有価証券」に投資するものではないことから、有価証券投資事業権利等として、公衆縦覧型の開示規定を適用する必要性はない¹⁴⁷。

しかしながら、有価証券投資事業権利等という概念を創設し、公衆縦覧型の開示規定を例外的に適用する趣旨、すなわち有価証券投資事業権利等にかかる権利についての情報は市場における他の投資者の投資判断にとっても重要であること、および市場への影響力などを考慮すれば、公衆縦覧型の開示規定を適用すべき性質をもった信託の受益権ではないかと考える¹⁴⁸。

なお、元本補てん付信託の受益権については、預金と同様、投資性がない、または小さいことから、公衆縦覧型の開示規定の適用を及ぼす必要はないとの指摘がある¹⁴⁹。しかしながら、有価証券投資事業権利等に、公衆縦覧型の開示規定を適用するのは、その情報が、当該権利の保有者のみならず、市場における他の投資者の投資判断にとっても重要な情報であることが、その理由とされる。そうであれば、たとえ信託の受益権自体に投資性がないとしても、その組み入れ資産である有価証券についての情報については、他の投資者にとって有益であるとされ、公衆縦覧型の開示規定の適用が必要になるともいえる。そもそも、元本補てん付信託の受益権は、経済的な実体を見れば、投資商品の要件が欠け、金融商品取引法の保護を及ぼす必要性はなく、有価証券の指定から除外すべきと考える¹⁵⁰。

(3) 信託型 ESOP の特例

日本版 ESOP (Employee Stock Ownership Plan) は、信託や一般社団法人などのビークルを用い、会社からの拠出金や金融機関からの借入などを利用して、自社の株式を将来の従業員（従業員等持株会や退職者の場合もある）に取得させることによって、従業員の福利厚生や勤労意欲の向上を図ろうとする仕組みである¹⁵¹。

信託をビークルとして利用する日本版 ESOP（以下「信託型 ESOP」という）は、一般的に、導入企業（委託者）が金銭を拠出して、従業員を受益者とし、その金銭を信託するものが一般的である。一般社団法人をビークルとして利用する日本版 ESOP（以下「組合

型 ESOP」という)は、一般社団法人を営業者とし、導入企業を匿名組合出資者とし、一般社団法人を営業者とする匿名組合契約を締結するのが一般的である。いずれも、ピークル(信託や一般社団法人)が導入企業からの拠出金または金融機関からの借入金により、導入企業の株式などを取得し、取得した株式などを定期的に従業員や従業員等持株会などに売却するものである。いずれの権利も(信託の受益権、匿名組合契約の出資)、法形式上、金融商品取引法上の「有価証券」となる(同法2条2項1号・5号)。

しかしながら、従業員等持株会のうち、組合型の従業員等持株会の持分は、一定の計画に基づいて個別の投資判断に基づかず株券の買付けを行うものであり、業務執行者の裁量性が低いことや、従業員等の福利厚生に資する社会的実態があることなどの理由から¹⁵²、その権利を「有価証券」とみなさなくとも、公益または出資者の保護のために支障がないと考えられ、有価証券から除外されている(金商2条2項5号二、金商令1条の3の3第5号、定義府令6条)¹⁵³。つまり、経済的な実体を踏まえ、すなわち「投資性」のない、または小さいことを理由に、規制の入口としての「有価証券」から除外され、金融商品取引法の規制が及ばない。したがって、締結前交付書面交付義務をはじめとする一切の投資者に対する情報提供に関する金融商品取引法の規制は、適用されない。

また、2009年9月9日の「金融商品取引法第二条の定義に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(平成21年外内閣府令第62号)」、およびそれに伴い改正された「金融商品取引法等に関する留意事項について〔金融商品取引法等ガイドライン〕」(以下「金融商品取引法等ガイドライン」という)の2-1によって、日本版 ESOPのうち、組合型 ESOPの権利については、それが金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令16条1項7号の2のすべて要件を満たす場合には、従業員等持株会と同じ理由から、その権利は有価証券とみなされず、金融商品取引法の規制を受けないこととなった(同法2条2項5号、金融商品取引法等ガイドライン2-1、定義府令16条1項7号の2)。これは、組合型 ESOPの権利が有価証券(集団投資スキーム持分)に該当するとした場合、組合型 ESOPの募集および運用について金融商品取引法上の業規制が課されることとなり、その活用を阻害するおそれがあることが、その理由とされる¹⁵⁴。

これに対し、経済的には、同じ性質を有する信託型 ESOPの受益権は、定義規定である金融商品取引法2条2項1号に、同項5号二の「公益又は出資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定める権利」という適用除外規定がないこ

と、そのため、金融商品取引法等ガイドライン 2-1 のような定めを設けることが困難なことから、金融商品取引法上の有価証券と解さざるをえず、同法の規制を受ける（同法 2 条 2 項 1 号）。そのため、その信託の受益権は、有価証券投資事業権利等となり、制度の対象となる従業員が 500 名以上（金商令 1 条の 7 の 2）であれば¹⁵⁵、同法の公衆縦覧型の開示規定が適用される（同法 3 条 3 項、金商令 2 条の 10 第 1 項）。

これは、組合理型 ESOP の権利が金融商品取引法上の有価証券ではないとされ、同法の規制を受けないことと比較し、明らかに不合理である。ただし、信託会社等による信託型 ESOP の引受けの勧誘は、信託業法の規制を受けるため、信託型 ESOP の受益権が有価証券とされても、その活用が阻害されることはない¹⁵⁶。

ESOP については、さらに 2009 年 12 月 11 日に、企業内容等の開示に関する内閣府令が改正され、ESOP を導入している場合には、ESOP を通じて、一度に、そして大量に企業または市場から導入企業の株式を購入することが考えられ、このことは、投資者にとって重要な投資情報と考えられることから¹⁵⁷、導入企業の有価証券報告書において、その制度の仕組みの概要、従業員等持株会が取得する株式の総数・総額などの情報の記載を求め、他の投資者の保護を図る仕組みを取り入れ、一般投資家への情報開示がなされるようになって¹⁵⁸。このため、2009 年に施行された「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規制等の一部を改正する内閣府令（平成 21 年内閣府令 73 号）」によって改正された特定有価証券開示ガイドライン A2-3、A24-3 によって、当該信託型 ESOP が企業内容等の開示に関する内閣府令の定義する「従業員等持株会」¹⁵⁹に該当し、受託者による委託者の株式の取得が有価証券の引受けに該当しない要件を満たす場合（定義府令 16 条 1 項 7 号の 2）には、持株会を唯一の受益者とみなし、公衆縦覧型の開示規定については適用を排除している¹⁶⁰。

3 信託の受益権等の募集および売出し

(1) 募集および売出しの概念

公衆縦覧型の開示を要するか否かを決定する最も重要な概念が、募集および売出しである。ある有価証券の投資者への販売が募集または売出しに該当する場合には、有価証券届出書による公衆縦覧型の開示および目論見書による投資者に対する直接の開示が必要とな

る（金商5条）。募集または売出しに該当し有価証券届出書などを提出した有価証券については、以後原則として当該有価証券が流通している限り、公衆縦覧型の開示を定期的に行うことが義務付けられる（同法24条1項、金商令3条・3条の6第4項）。このことから、募集および売出しの概念は、非常に重要である。

募集とは、多数の者を相手方として、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（以下「取得勧誘」という）を行うことであり、売出しとは、多数の者を相手方として、すでに発行されている有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘（以下「売付け勧誘等」という）を行うことである¹⁶¹。ここで、多数の者とは、受益証券発行信託の受益証券などの第1項有価証券の場合、勧誘に応じる者が50名以上であることをいい（金商2条3項1号・2号、4項1号・2号、金商令1条の5・1条の8）、信託の受益権などの第2項有価証券の場合、勧誘に応じて所有する者が500名以上であることをいう（金商2条3項3号・4項3号、金商令1条の7の2・1条の8の5）¹⁶²。ただし、取得勧誘や売付け勧誘等の相手方が有価証券投資について専門的な知識および経験を有する場合など、一定の条件を満たす場合には、募集または売付けに該当しない（金商2条3項・4項）¹⁶³。

(2) 取得勧誘（募集）とみなされる売付け勧誘等（売出し）

売付け勧誘等ではあるが、実質上はむしろ取得勧誘に類すると認められるものがある。そこで、金融商品取引法は、このような売付け勧誘等を売出しの定義から除外し、募集の定義に含め、取得勧誘類似行為と定義し（同法2条3項かっこ書）、公衆縦覧型の開示規定を適用することとしている。

例えば、自益信託（合同運用の信託を除く）の場合には、当初の委託者が信託を設定した時点では、自らの財産を信託の受益権等に転換して保有しているにすぎない。そこで、信託の受益権等を投資者に譲渡するために委託者が行う信託の受益権等の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘を取得勧誘と捉えている（定義府令9条3号・6号）¹⁶⁴。つまり、原委託者が有価証券を譲渡するために行う売付け勧誘等については、既発行の有価証券ではあるが、実質上はむしろ新規発行と同視できることから、売出しから除外し（金商2条4項かっこ書）、取得勧誘類似行為と定義のうえ、募集に含めている（同条3項、定義府令9条）。

信託についてみれば、原委託者による、①自益の特定目的信託の受益証券（定義府令9条2号）、②単独運用の自益信託である受益証券発行信託の受益証券（同条3号）、③単独運用の自益信託の受益権（同条6号）、および④元本補てん契約付の合同運用指定金銭信託である自益信託の受益権（同号二重かつこ書）の売付け勧誘等（売出し）が、取得勧誘類似行為とされる。合同運用の自益信託の受益権等（④を除く）の場合には、委託者自身が投資者として信託するものと考えられることから、受託者が信託の設定を勧誘することが取得勧誘になる（定義府令9条3号かつこ書・6号かつこ書¹⁶⁵）。

これに対し、他益信託の受益権等については、特別な定めのないことから、原則どおり、信託の受益権等の取得の申込みの勧誘が取得勧誘と捉えられる¹⁶⁶。

なお、委託者が買戻した信託の受益権等を再度譲渡する行為は、取得勧誘にあらず、場合によっては売出しに該当する¹⁶⁷。

4 信託の受益権等の発行者および発行時期

(1) 信託の受益権等の発行者および発行時期を別に定める意義

金融商品取引法における公衆縦覧型の開示は、発行者に情報を開示させる仕組みを採用している（同法4条1項・24条1項・5項）。同法の「発行者」とは、有価証券を発行し、または発行しようとする者をいう（同法2条5項）。株券、社債券など、企業金融型証券については、この定義により発行者がだれであるか明らかである。しかしながら、多くの資産金融型証券（特定有価証券）においては、発行者がだれであるのか明らかでない。

証券または証書の発行が予定されていない第2項有価証券の場合、いつ有価証券が発行されたかも明らかでない。信託の受益権等の場合、投資者が投資の判断に必要とされる有価証券（信託の受益権等）の内容に関する情報をだれが提供できるか、またその信託の受益権等がいつ流通市場に置かれるかなど個々の信託の仕組みによって異なる。

そこで、金融商品取引法は、第1項有価証券のうち、資産金融型証券（受益証券発行信託の受益証券など）については、具体的な権利ごと発行者を定め（同法2条5項、定義府令14条1項・2項）、信託の受益権などの第2項有価証券については、具体的な権利ごとに発行者と発行時を定めている（金商2条5項、定義府令14条3項・4項）。

(2) 信託の受益権等の発行者

① 金融商品取引法の定義する信託の受益権等の発行者

92年改正法では、基本問題研究会報告の「投資者保護の観点からは、開示に伴う責任を負いうる者を証券取引法上の発行者としてとらえていくことが適当である」との提言を受け、住宅ローン債権信託（資産流動化型の信託）については、当初信託財産である住宅ローン債権の詳細を熟知し、かつ資金調達の主体である金融機関（委託者）を発行者として、その者に開示責任を負わせている。これに対し、第一部会報告は、有価証券の発行者について、『開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者』を発行者として捉えるとの考え方に沿って整理していくことが適当と考えられる¹⁶⁸。

そこで金融商品取引法は、信託の受益権等の発行者を、(i) 委託者または委託者から指図権の委託を受けた者のみの指図により信託財産の管理または処分が行われる場合（自益・他益を問わない）は「委託者」、それ以外の場合のうち、(ii) 金銭を当初の信託財産¹⁶⁹とする自益信託については「受託者」、(iii) 有価証券信託受益証券（金商令2条の3第3号）¹⁷⁰の場合、当該有価証券信託受益証券にかかる信託の信託財産である有価証券を発行し、または発行しようとする者、(iv) (i) から (iii) 以外については「委託者および受託者」と定義している（金商2条5項、定義府令14条2項1号・2号・3号、3項1号）¹⁷¹。このように、発行者が複数になる場合には、「発行者」に義務付けられる届出などは、すべての「発行者」の連名で行う必要がある¹⁷²。ただし、信託の受益権等（有価証券信託受益証券を除く¹⁷³）については、発行後の信託財産に関する情報は基本的に受託者に集中することから¹⁷⁴、委託者および受託者が発行者となる場合であっても、信託の受益権等の発行後については、受託者のみが発行者とされる（委託者は免除される）（特定有価証券開示府令10条2項かっこ書・22条の2）。

以上の金融商品取引法における信託の受益権等の発行者の定義を表に整理したものが、[表7]である。

ここから、次の原則を導ける（ただし、「有価証券信託受益証券」にかかるものを除く）。発行時の情報開示については、当初信託財産が金銭の場合、それには個性がなく、提供されるべき核となる情報は、信託引受け後の信託財産の管理および運用の仕方であることから、その実質的な権限者である受託者または指図権者（以下「受託者等」という）を発行者とし、情報開示の責任を負わせ、当初信託財産が金銭以外の場合、当初信託財産の情報

表7 金融商品取引法における信託の受益権等の発行者の定義

信託種類	運用形態	当初信託財産		受益者	発行者
受益証券以外 有価証券信託	特定運用			自益・他益	委託者
	指定運用	金銭のみ (金銭の信託)		自益信託	受託者
		物(有価証券を含む)(物の信託) 金銭と物(包括信託 ¹⁷⁵)		他益信託	委託者および受託者 (発行後:受託者)
受益証券 有価証券信託	管理型	同一種類の第1項有 価証券(企業開示府 令1条の2第2号)	株式、社債 (特定有価証券以外) 投資信託受益証券 (特定有価証券)	自益・他益	信託財産である有価証 券の発行者

も重要となることから、受託者等に加えて、信託の委託者を発行者とし、情報開示の責任を負わせている。ただし、信託の受益権等が発行され、流通市場に置かれた後(継続開示)は、当初信託財産に関する情報提供は不要となることから、受託者等のみに情報開示の責任を負わせれば十分である。この原則を踏まえた具体的な発行者の定義の提案は、次の②の「信託の受益権等の発行者のあり方」で行う。

第一部会報告は、基本問題研究会報告と異なり、「開示に伴う責任を負いうる者」という観点を考慮せず、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者」という視点のみで、発行者を捉えるところに特徴がある。そのため、有価証券の発行によって便益を受ける者、例えば、資金調達の主體などの要素は考慮されていないことが、ここでわかる。

金融商品取引法では、ここでいう「指図権者」は、委託者または委託者から指図の権限の委託を受けた者¹⁷⁶に限られ(定義府令14条2項2号イ)、これら以外の第三者が受託者に指図する場合は、除かれる。「『開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者』を発行者として捉える」という考え方に従えば、「指図権者」を委託者または委託者から指図の権限の委託を受けた者に限定する必要性は極めて低い。信託の財産の管理・運用形態が複雑になれば、複数の者が多様な形態で信託財産の管理・運用に携わることもあり、現行の法制度では、開示義務を負う者、つまり発行者が適切に定まらない可能性もある。

2007年7月31日パブコメ回答の「有価証券の発行者の定義[第2条第5項]」のNo.6で、立案担当者は、「委託者非指図型の信託の場合、発行後の信託に関する情報は受託者に集中するため、委託者は信託の状況を常時把握しているとは言い難いものと考えられます。したがって、この場合において継続開示義務を負う者は『受託者』のみとされています」

と説明している。この説明は、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者を開示義務者とする」という基本原則が発行者の決定において貫かれていることを明らかにするものである。

② 信託の受益権等の発行者のあり方

ここまでの分析から、発行者概念については、(i) 損害賠償を負担できる者、(ii) 有価証券の発行から便益または利益をうる者、(iii) 開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者など、多様な考え方があるが、金融商品取引法は、第一部会報告で提言された(iii)の考え方を受け、発行者を定義している。そこで、これらの見解を念頭に置きつつ、信託の受益権等に関する情報の開示義務を負担すべき「発行者」をどのように考えるべきかを検討する。なお、ここでは、現行規制では公衆縦覧型の開示規定の適用が排除されている「事業型ファンド」についても、公衆縦覧型の開示規定の適用を及ぼすことを前提に検討を行う。

まず、資産運用型の集団投資スキーム持分については、証券投資型ファンドと事業型ファンド（資産流動化型を除く）とにわけて、証券投資型ファンドについては、当該ファンドの運用者が具体的な投資の決定を行っていることから、運用の実態に精通し、当該ファンドに関する詳細な情報を把握または入手できる者といえ、その者に、発行時および流通時を通じて、情報開示の責任を負わせることが適当である¹⁷⁷。

資産運用型の集団投資スキーム持分のうち、事業型ファンド（資産流動化型を除く）についても、証券投資型ファンドと同じように、投資顧問会社などの「運用者」が受託者に対し、投資対象財産の管理を含めた取得・処分の方針を行う仕組みであることから、証券投資型ファンドと同様に、「運用者」に情報開示の責任を負わせることが適当である。

もっとも、有価証券以外の実物資産（代表例は不動産。今後利用が見込まれるインフラ資産などの事業資産）の投資においては、取得後の投資対象資産の管理・運営が投資効率の面から重要な役割を果たすことが多い。例えば、不動産投資の場合、アセット・マネージャーが資産全体の財務戦略を策定して対象不動産の購入や売却に関する決定や助言を行い、プロパティ・マネージャーが受託者やアセット・マネージャーの委託を受けて、対象不動産の収益を最大化させるための管理業務を行うという仕組みが一般的である。このような仕組みを採用している場合においても、アセット・マネージャーが当該ファンドに関

する詳細な情報を把握または入手できる者として適当であるといえるか疑問がある。しかしながら、ファンドに組み入れられる資産（物件）が複数の場合¹⁷⁸、情報開示の責任を負わせる者が複数となり、その責任関係があいまいになること¹⁷⁹、アセット・マネージャーがプロパティ・マネージャーを兼務するか、または選定することが多いことから、アセット・マネージャーを「運用者」とし、その者に開示に伴う責任を負わせることが、やはり妥当である。

これらに対し、事業型ファンドのうち、資産流動化型の集団投資スキーム持分については、信託の委託者である信託財産の原保有者が当該信託財産に関する情報（含むキャッシュ・フロー）を把握していること、そして「資金調達者」として発行される有価証券に関する詳細な情報を入手すべき責任を負わせることが適当であると考えられること¹⁸⁰から、少なくとも発行時においては、委託者に情報開示の責任を負わせることが適当と考える。

ただし、発行後（流通時）においては、委託者が当該信託財産の管理を行い続けるかは、組成される信託の仕組みによって異なることや¹⁸¹、資金調達後も委託者に情報を入手すべき責任を負わせることは過大な負担を伴うおそれがあることから、流通時も委託者に情報開示に関する責任を負わせることが適当であるとは必ずしもいえない。このため、資産流動化型の集団投資スキーム持分では、当該案件を主導的に組成する者が情報開示の責任を負わせる者として適切ではないかという指摘もある¹⁸²。しかしながら、主導的に組成する者を法律の明文において特定することは難しく、案件の仕組みや組成方法によっては、情報開示の責任を負う者を特定できないこともある。そこで、信託に関する情報を法的に把握することが可能な受託者に流通時における情報開示の責任を負わせることがやはり妥当であろう。

これまでに検討した信託の受益権等における最適な情報開示責任者を一覧にしたものが〔表8〕である。この一覧では、元本補てん付信託、公益信託、管理目的信託など、「投資性」のない、または小さい信託については、公衆縦覧型の開示規定を含め、金融商品取引法の規制から除外されるべきことから¹⁸³、これらの信託については、考慮していない。なお、これらの「投資性」のない、または小さい信託をも考慮し、現行の金融商品取引法と同様の基準によって〔表8〕を補正した一覧が〔表9〕である。

〔表9〕でわかるように、ここで提案した「発行者」の定義と金融商品取引法のもとで

表 8 信託の受益権等における最適な情報開示責任者

信託の種類		当初信託財産	信託財産	発行時	流通時
資産運用型	証券投資型	金銭	有価証券	運用者	運用者
	事業型		有価証券以外	運用者	運用者
資産流動化型		金銭以外	金銭以外	委託者	受託者

表 9 信託の受益権の発行者

当初信託財産	信託財産に対する実質的 支配権者		発行時	流通時	金融商品取引法による発行者 (相違するもののみ)
金銭	特定運用		指図権者	指図権者	委託者指図型のみ委託者
	指定運用	自益	受託者	受託者	
		他益			委託者および受託者
金銭以外	特定運用		委託者	受託者	流通時 = 委託者
	指定運用				発行時 = 委託者および受託者

の「発行者」の定義と相違するのは、特定運用の金銭の信託、指定運用の金銭の信託の他益信託、ならびに金銭以外の財産の信託における特定運用の流通時および指定運用の発行時である（網掛け部分）。

特定運用の場合、金融商品取引法のもとでは、委託者または委託者から指図の権限の委託を受けた者のみの指図によって、信託財産の管理または処分が行われる場合に限り、発行者は委託者とされるが、理論上はこのような限定が必要かは、疑問がある。指定運用の金銭の信託の他益型については、金融商品取引法のもとでは、委託者および受託者が発行者と定義されているが、当初信託財産は個性のない金銭であり、運用主体は受託者であることから、委託者に情報開示の責任を負わせる必要性は低く、受託者のみ情報開示の責任を負わせることが妥当である。また、金銭以外の財産を信託する場合には、当初信託財産に関する情報については、たとえ指定運用であっても、委託者が当初信託財産に関する情報を把握していると考えられることから、信託後の運用者がだれであるかに関わらず、委託者に情報開示の責任を負わせることが妥当であろう。

(3) 信託の受益権等の発行時

① 金融商品取引法の定義する信託の受益権等の発行時

金融商品取引法は、証券または証書の発行が予定されていない信託の受益権については、

権利の発行時を定め（同法2条5項後段、定義府令14条4項）、証券の発行が予定されている受益証券発行信託の受益証券については、特別な定めがないことから、信託の定めに従い受益権が発生したときが¹⁸⁴、権利の発行時となる。

そこで、信託の受益権について、金融商品取引法は、自益信託（元本補てん契約付の合同運用指定金銭信託¹⁸⁵以外の合同運用信託を除く）の場合、当初の委託者が信託を設定した時点では、自らの財産を信託の受益権に転換して保有しているにすぎないことから、信託の受益権が投資者に譲渡されたときをもって、有価証券の発行時としている（定義府令14条4項1号イ）¹⁸⁶。それ以外の自益信託、つまり元本補てん契約付の合同運用指定金銭信託以外の合同運用の信託および他益信託の場合には、当該信託の受益権にかかる信託の効力が生ずるときを有価証券の発行時と定めている（同府令14条4項1号ロ）。なお、「信託の効力が生ずるとき」とは、その信託のみならず、追加信託の結果、新たに信託の受益権が発行される場合も含まれる¹⁸⁷。

また、本来、「募集」は「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘」（取得勧誘）のうち、一定の要件を満たすものをいい（金商2条3項）、「売出し」は「既に発行された有価証券の売付け又はその買付けの申込みの勧誘」（売付け勧誘等）のうち、一定の要件を満たすものをいう（同条4項）。この定義であれば、例えば、自益信託の場合には、当初の委託者が信託の受益権等を取得した時点では自らの財産を信託の受益権等に転換して保有しているにすぎず、投資勧誘が行われていないともいえる。そこで、信託の受益権等を投資者に譲渡するために委託者が行う信託の受益権等の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘を取得勧誘と捉え（「取得勧誘類似行為」といい「売出し」から除外される¹⁸⁸）、金融商品取引法の実効性を確保している（同法2条3項かっこ書、定義府令9条3号・6号）¹⁸⁹。

なお、他益信託の場合には、特に例外規定は設けられていないことから、原則どおりとなる¹⁹⁰。ただし、いくつか注意すべき論点があるので、以下で検討する。

（i）金銭の拠出を伴う他益信託の受益権等の取得勧誘

立案担当者によって書かれた解説によれば、例えばある者（委託者）が信託の設定を目的に投資者を勧誘し、その勧誘によって集められた金銭を信託財産として、その金銭の出資者を受益者とする信託（または受益証券発行信託）を設定する場合には、当該勧誘は、

金融商品取引法における信託の受益権等の取得勧誘に該当するとされる¹⁹¹。

このことから、信託を設定する旨を告げて集められた金銭などを勧誘した者（委託者）が一括して信託し、その受益権等を投資者に付与するような信託を行う場合には、その勧誘行為は取得勧誘となる。

（ii）金銭の拠出を伴わない他益信託の設定（勧誘を伴わない）

取得勧誘および売付け勧誘等の「勧誘」は、一般的に、特定の有価証券について投資家の関心を高め、その取得・買付けを促進することとなる行為で、有価証券の発行・売価格などの取引の条件を表示する必要はないと説明される¹⁹²。また、募集における「取得」は、有償でありさえすれば、売買取引に関係しないもの（金銭を対価としないもの）をも含むと解する余地があるとされ¹⁹³、売出しにおける「売付けの申込み」は、有価証券を有償で処分するためのすべての企図もしくは申込み、または有償で買い付けるように勧誘することをいい¹⁹⁴、「買付けの申込み」はこれと同義といえる¹⁹⁵。ここで「有償」が金銭を含むものかは明らかではないが、金銭に限らず、有償でありさえすればよいとされる¹⁹⁶。

取得勧誘や売付け勧誘等がこのような概念であるとすれば¹⁹⁷、委託者が自らの金銭などの財産を信託して、その信託の受益権等を第三者に与える信託の設定行為は、有償性が欠け、かつ信託の受益権の取得を促進することとなる行為が通常伴わないことから、取得勧誘や売付け勧誘等に該当しないと考える¹⁹⁸。

もっとも、2009年12月11日に公布・施行された特定有価証券開示ガイドライン A2-3は、一般に他益信託が用いられる信託型 ESOP に関して、公衆縦覧型の開示規定が適用されることを前提とした留意事項を示している¹⁹⁹。なぜ他益信託である信託型 ESOP に公衆縦覧型の開示規定が適用されるのかは、そこでは説明がなされていない。参考となるものとしては、「企業内容等の開示に関する留意事項（企業内容等開示ガイドライン）」（以下「企業内容等開示ガイドライン」という）B2-3がある。

そこでは、新株予約権証券無償割当てについては、「新株予約権証券の取得勧誘に該当することに留意する」とし、新株予約権証券無償割当てを新株予約権証券の「取得勧誘」に該当するものと取り扱うことを明らかにしている。この理由については、「新株予約権の無償割当てについては、新株予約権の行使時の払込みを含めて考える必要があり、実質的には株主割当てによる株式の募集と同様であると考えられることから、新株予約権証券

の無償割当てについては、取得勧誘に該当する」と説明されている²⁰⁰。

そこで、新株予約権証券無償割当ての考え方を信託型 ESOP に当てはめて考えると、次のような理由が挙げられる。信託型 ESOP は、従業員持株会²⁰¹に加入する従業員を受益者とし、従業員持株会は定期的に信託型 ESOP から株式を取得する信託である²⁰²。このような仕組みを前提とすれば、従業員持株会の加入の勧誘は、間接的ではあるが信託型 ESOP の受益権の取得勧誘といえ、従業員の持株会の掛金が受益権取得の対価といえる。このような一連の実態を鑑みれば、信託型 ESOP の制度の導入は「取得勧誘」に該当する可能性があるといえよう。ただし、すでに述べたように、一定の要件を満たす場合には、持株会を唯一の受益者とみなすことによって、その取得勧誘は「募集」に該当しないこととし、公衆縦覧型の開示規定の適用を排除している（特定有価証券開示ガイドライン A2-3、金商2条3項1号・3号）。

したがって、他益信託であっても、制度の実態から、対価性があり、かつ信託の受益権等の取得について関心を高め、その取得（または買付け）を促進する行為があるとされれば、投資者保護の観点から、当然取得勧誘に該当し、公衆縦覧型の開示規定の適用があるといえる。

他方、加入者保護信託、顧客分別金信託などの分別金信託のように、法令上、事業者が顧客からの預託を受けた金銭を保全するための分別管理義務が定められている場合にあって、当該義務の履行として信託を行う旨を当該事業者が当該顧客に伝えるような行為は、対価性に欠けることおよび信託の受益権の取得を促進する行為が伴わないことという二つの点から、信託の受益権の取得勧誘に該当しないといえる²⁰³。

また、社内預金引当信託、信託型デットアサンプション、退職給付信託、信託型ライツプランなどは、一定の条件が成就した際に、「信託行為の定めにより」、「受益者として指定された者は、受益の意思表示をすることなく受益権を取得」（信託88条1項）する信託のように、条件の成就により受益者として指定された者に受益権を取得させる行為は、信託の受益権の取得勧誘に該当しない²⁰⁴。規約型確定給付企業年金などの他益型の企業年金も、年金規約などの受給要件を充足した場合に、一定の手続を経ることによって、受益権を取得することになることから、同じく、信託の受益権の取得勧誘に該当しないといえる。

以上の金融商品取引法における信託の受益権等の募集概念を表にしたものが、〔表10〕である。

表 10 金融商品取引法における信託の受益権等にかかる取得勧誘

信託類型		募集（含む取得勧誘類似行為）
自益	単独	既発行の信託の受益権等の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘
	合同	
	元本補てん付指定金銭信託	受託者の信託引受け勧誘
	上記以外	
他益	単独	金銭拋出の勧誘
	合同	

② 信託の受益権等の発行時および募集概念

これまでの考察を基礎に信託の受益権等の募集（取得勧誘）をどのように考えるべきか検討する。

資産運用型の集団投資スキームは、多数の投資者の資金をプールし、各種の資産に投資・運用する仕組みであるから、投資者が信託の受益権等を取得するとき、すなわち当該信託の効力発生時に信託の受益権等が発行されたと捉え、その信託の引受けの勧誘（自益信託）またはそれに伴い行われる金銭の出資もしくは拋出の勧誘（他益信託）を取得勧誘とするのが妥当である。

他方、資産流動化型の集団投資スキームは、特定の資産から生ずるキャッシュフローを専門家たるアレンジャーなどが組み替え、主として多数の投資者に信託の受益権等を販売する仕組みであるから、信託の受益権等が投資者に販売される時、すなわち自益信託の

表 11 信託の受益権等の取得勧誘

信託の種類	受益者	信託の受益権等の取得勧誘	金融商品取引法の規定による取得勧誘
資産運用型 (金銭の信託)	自益	信託の引受けの勧誘 (信託の効力発生時)	同左 (ただし、合同運用〔元本補てん型を除く〕)
	他益	金銭の出資または拋出の勧誘 (信託の効力発生時)	同左
資産流動化型 (金銭以外の財産の信託)	自益	信託の受益権等の売付け・買付けの勧誘 (受益権譲渡時)	同左
	他益	信託の受益権等の取得を条件とする、金銭の拋出の勧誘 (信託の効力発生時)	同左

場合、信託の受益権等の投資者への販売勧誘行為である、信託の受益権等の売付けの申込みまたは買付けの申込みの勧誘を取得勧誘とし、他益信託の場合、その信託の受益権等の取得を条件とする、金銭の抛出の勧誘を取得勧誘とするのが妥当である。

以上を整理し、表にしたものが、〔表 11〕である。結論として、金融商品取引法の規定と同じになる。なお、元本補てん付信託、公益信託、管理目的信託など、「投資性」のない、または小さい信託については、公衆縦覧型の開示規制を含め、金融商品取引法の規制から除外されるべきと考えることから²⁰⁵、ここでは、これらの信託については、考慮していない。

5 資産金融型証券にかかる開示されるべき情報の内容

発行体自体の価値を証券の価値の基礎としない、すなわち証券の仕組み（キャッシュフローや裏付けとなっている資産価値など）を証券の価値の基礎とする資産金融型証券については、その実態・特性に合わせて、証券の仕組み、証券の価値の基礎となっている資産やその管理・運用に関する情報を開示させることが必要となる²⁰⁶。

そこで、金融商品取引法は、このような証券を、「その投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報がその発行者が行う資産の運用その他これに類似する事業に関する情報である有価証券として政令で定めるもの」として、特定有価証券と定義し（同法 5 条 1 項かつこ書、金商令 2 条の 13、特定有価証券開示府令 8 条）、企業の信用力で発行が行われる有価証券（企業金融型証券）の開示規定（金商 5 条 1 項から 4 項・24 条 1 項から 4 項）を読み替えて、適用（準用）している（同法 5 条 5 項・24 条 5 項）。

なお、資産金融型証券に関する開示内容や開示様式は、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令に定められている²⁰⁷。

6 信託の受益権等に関する開示制度の効率化・簡素化の動き

(1) 投資信託の受益証券に関する開示制度の見直しの提言

金融担当大臣による金融審議会に対する諮問に基づき、金融審議会金融分科会に 2012 年 3 月に設置された「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」

において、投資信託については、国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保など、および投資法人については、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保などの二つの観点から、投資信託・投資法人法制の見直しに関する検討が行われ、2012年12月に「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告書」（以下「最終報告書」という）が取りまとめられた。

まず、最終報告書は、投資信託の開示制度について、オープン・エンド（追加）型投資信託の継続募集を行う場合、1年ごとに提出することとされている有価証券届出書²⁰⁸と、継続開示として提出が求められている有価証券報告書については、基本的に開示項目が重複していることを踏まえて、可能な限り書面の統合を図っていくことが適当であるとしている。そこで、同報告は、企業内容等の開示においてすでに採用されている組込方式および参照方式の有価証券届出書の導入、ならびに有価証券届出書「第1部 証券情報」に相当する情報を記載した書面（募集事項等記載書面）を有価証券報告書とあわせて提出した場合には、これらの書類を有価証券届出書とみなす制度（みなし有価証券届出書制度）を導入すべきという、二つの提案を行った²⁰⁹。

また、投資信託においては、有価証券報告書などの継続開示の提出（公衆縦覧）とともに、投資者（受益者）に直接交付される運用報告書が、投資者への情報開示制度として存在する（投信14条）。運用報告書は、受益者の投資判断にあたって重要な情報を掲載しているものであることから数百頁にも及ぶことがあり、受益者は情報を取捨選択することが困難となっているとともに、投資信託委託会社においても、多大なコストが発生している²¹⁰。

そこで、最終報告書は、運用報告書を、運用状況に関する極めて重要な事項を記載した「交付運用報告書」と、より詳細な運用状況なども含めて記載した「運用報告書（全体版）」に二段階化し、「交付運用報告書」はすべての受益者に交付などすることを義務付け、「運用報告書（全体版）」は投資信託委託会社のホームページでの掲載など投資者にアクセスしやすい方法による提供を原則としつつ、受益者から請求があった場合にのみ書面による交付を義務付けることが適当であるとした²¹¹。

(2) みなし有価証券届出書制度および交付運用報告書制度の導入

最終報告書の提言を受け、2013年6月13日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成25年法律第45号）」（以下「2013年改正法」という）は、みなし有価証券届出書制度を導入し、証券情報のみを記載した「募集事項等記載書面」を有価証券報告書とあわせて提出することにより、有価証券届出書を提出したものとみなし（みなし有価証券届出書制度）、有価証券届出書と有価証券報告書などとの重複の解消を図った（金商5条10項から12項・7条3項から5項、特定有価証券開示府令11条の6）。

2013年改正法において導入された募集事項等記載書面の対象となる有価証券（信託の受益権等に限る）は、内国投資信託受益証券（投資信託の受益証券）、外国投資信託受益証券（外国投資信託の受益証券）に加え、内国信託受益証券（受益証券発行信託の受益証券〔有価証券信託受益証券を除く〕）、内国信託受益権（金商2条2項1号に掲げる信託の受益権のうち、発行・継続開示の対象となるもの）、外国信託受益証券（外国受益証券発行信託の受益証券〔有価証券信託受益証券を除く〕）、外国信託受益権（同項2号に掲げる信託の受益権のうち、発行・継続開示の対象となるもの）、これらの特定有価証券を受託有価証券とする特定有価証券信託受益証券（特定有価証券にかかる有価証券信託受益証券）（特定有価証券開示府令11条の6第1項・3項）とされた。

また、2013年改正法は、投資信託法を改正し、運用報告書に記載すべき事項のうち重要なものを記載した書面（交付運用報告書）を作成し受益者に交付することを、投資信託委託会社に義務付けた（同法14条4項）。さらに、投資信託委託会社は、交付運用報告書を作成した場合、遅滞なく内閣総理大臣に届け出なければならないとされた（同条6項）。

運用報告書は、原則書面により交付する必要があるものの（投信14条1項）、委託者指図型投資信託約款において電磁的方法（同法施行規則25条の2において定められた方法）により提供することを定めている場合には、受益者の個別の承諾を得ることなく、電磁的方法によって、具体的には投資信託委託会社のウェブサイトに掲載するなどの方法によって提供できることとされた（投信14条2項）。

2013年改正法を受けた「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（平成26年内閣府令第49号）」（以下「2014年改正内閣府令」という）では、「募集事項等記載書面」制度に関する規定の整備が行われた（特定有価証券開示府令1条17号の3・11条の6）。

(3) 投資信託の受益証券を含めた信託型特定有価証券の開示項目の簡素化

特定有価証券（資産金融型証券）は発行体の保有資産をその価値の裏付けとするものであり、発行体や受託者など（以下「発行体等」という）が提供するサービスの内容は重要であるが、発行体等自体の情報は必ずしも重要ではない。ところが、2014年改正内閣府令による改正前においては、信託型の特定有価証券の場合、受託者に関する情報開示は、企業金融型証券の発行者と同じ情報の開示を求め、その記述のみで大量の頁を要していたという事実があった。

そこで、2014年改正内閣府令は、開示制度の枠組みの見直しに加え、信託型の特定有価証券²¹²の発行・継続開示による負担の適正化を図るため、これらの有価証券にかかる有価証券届出書および有価証券報告書の「受託者情報」などの記載を簡素化するとともに²¹³、継続開示会社の場合、その記載の一部（財務諸表など）を有価証券報告書などの添付で代替することを認めることとした（特定有価証券開示府令4号様式・4号の2様式・5号の4様式・5号の5様式・6号様式・6号の2様式・第8号の4様式・8号の5様式・9号様式・9号の2様式）²¹⁴。

七 まとめ

ここでは、これまでの考察で得られた問題点およびそれに対する対応策を整理することによって、まとめとする。

1 金融商品取引法の有価証券の定義の見直し

現在の金融商品取引法2条2項1号は、信託受益権の定義を「法的形式」のみによって、行っている。しかしながら、この定義の仕方では、財産の移転もしくは管理、または債務の履行の確保（保全）の手段として利用されている信託の受益権も規制の対象とされ、「投資商品」とはいえない信託にまで、金融商品取引法の規制が及んでいる。

そこで第一部会報告の指摘を踏まえ、「投資性」のない、または小さい信託商品については、有価証券の定義から排除すべきと考える。すなわち、信託の受益権については、狭

義の集団投資スキームと同様に、「経済的な実体」を踏まえ、定義すべきである。

現在、信託業法等は、投資性の強い信託については、金融商品取引法と同等の行為規制を適用すべきとの理由から、「特定信託契約」という概念を設け、その範囲内で金融商品取引法の行為規制を準用している（信託業法24条の2および兼営2条の2）。投資性の強い信託（の引受け）について、金融商品取引法の行為規制を直接の適用対象とするのではなく、信託業法等における準用という方式を採用しているのは、①金融商品取引法の行為規制には、信託業法等にすでに規定されている行為規制と重複するものがあるが、信託業法等における準用という方式を採用すれば、行為規制の重複的適用を明確に回避できること、②信託業法等における準用という方式を採用すれば、投資性の強い信託の引受けにかかる行為規制と監督が同一の法に基づくことになり、投資性の強い信託の引受けにかかる行為規制の違反は、信託業法等に基づく行政処分の対象となることから、法の適用関係が明確になることを、その理由とする²¹⁵。

「特定信託契約」の範囲については、信託業法等は、第一部会報告の整理を踏まえ、元本補てん付信託、公益信託、管理目的信託など、「投資性」がない、または小さい信託商品を列挙したうえで、それ以外の信託契約を「特定信託契約」と定義している（信託業則30条の2第1項）。

そこで、金融商品取引法が行為規制の対象とすべき金融商品は、投資性の強い金融商品であることから、「信託の受益権」を有価証券と定義している同法2条2項1号を改正し、信託業法等によって投資性が強い信託であると定義され、金融商品取引法を準用する信託商品を画する「特定信託契約」に分類される信託の受益権に限定して、有価証券として定義すべきと考える。

上記のような改正を実施した後の規制状況を整理したものが〔表12〕である。ここで問題となるのは、有価証券の定義から除外された信託の受益権について、金融商品取引業に該当する行為が行われた場合、現行法のもとでは、金融商品取引法の各種行為規制が適用され、取引当事者の保護が図られる。しかし、提案のとおり、「信託の受益権」の定義を縮小した後では、除外された信託の受益権は、規制の枠外となり、取引当事者の保護が図られなくなるというおそれがある（網掛け部分）。

金融商品取引法制は、あくまで「投資商品」を規制することを目的とするものであるとの理解を前提とすれば、金融商品取引法の規制が及ばなくなっても、投資者の保護に影響

はないと考える。投資者の保護に影響がある信託の受益権であれば、適宜「特定信託契約」に指定し、信託業法とともに規制の対象に加えていくことこそ、正しい姿ではなからうか。

なお、信託の受益権の継続的な情報開示は、信託財産状況報告書の作成によって、信託財産に関する情報を受益者に報告することが信託業法によって、受託者に義務付けられており、受益者保護の観点で問題はない。

表 12 信託の受益権の定義見直し後の規制状況

		現行		改正（提案）	
		金商法	信託業法	金商法	信託業法
特定信託契約	受託行為	規制対象外 (金融商品取引法の規定の一部準用)	規制対象	同左	
	金融商品取引業に該当する行為	規制対象	規制対象外		
	公衆縦覧型開示制度	有価証券投資事業権利等のみ対象	(信託財産状況報告書)		
上記以外	受託行為	規制対象外	規制対象	規制対象外	規制対象
	金融商品取引業に該当する行為	規制対象	規制対象外	規制対象外	規制対象外
	公衆縦覧型の開示制度	有価証券投資事業権利等のみ対象	(信託財産状況報告書)	規制対象外	(信託財産状況報告書)

2 信託の受益権の発行時の情報開示の欠缺

信託会社等の行う（自益）合同運用信託（元本補てん付指定金銭信託以外）や他益信託の受託行為は、金融商品取引業とはならず（金商2条8項7号）、信託の受益権の発行者は、契約締結前交付書面交付義務を負わない。この信託会社等の引受け（受託）行為は、信託業法等で別途規制され、信託業法等の定めによって、受託者は、契約締結前交付書面（または特定信託契約締結前交付書面）を交付する義務を負っていることから、投資者保護の観点では問題はない（金商37条の3第1項、信託業24条の2および兼営2条の2において準用する金商37条の3第1項）。

しかしながら、自益信託の委託者（兼）受益者による信託の受益権の譲渡（いわゆる取

得勧誘類似行為)も、また募集または私募に該当し(金商2条3項かつこ書)、有価証券の売買とならないことから²¹⁶、金融商品取引法の規制を受けず、かつ信託業法等の規制の対象ともされていない([表5]の網掛け部分)。この場合、投資者保護上問題があるので、金融商品取引法2条8項7号へまたは金融商品取引法施行令1条の9の2を改正し、特定信託契約に分類される信託の受益権については、発行者が受託者となる場合を除き、その募集・私募を金融商品取引業として、規制の対象とすべきである²¹⁷。

これに対し、株式会社自らが募集または私募を行う場合には金融商品取引法の適用が排除されていることとのバランスや、信託業法等の情報開示制度により投資者保護は図られていることから、信託の受益権等の募集・私募を金融商品取引法の規制対象とする必要性がないとの指摘があることは、五の7でも述べた。しかしながら、繰り返しになるが、信託の受益権等の募集・私募は商品組成と販売が一体として行われることが多いの対し、企業金融型証券の募集・私募は商品組成(発行会社)と販売(金融商品取引業者等)が別々に行われること、委託者が発行者となる信託の受益権の発行は信託業法等の規制の対象となっていないことなどから、やはり金融商品取引法の規制対象とすべきである。

3 信託財産状況報告書の報告サイクルの見直し

信託の受託者が作成し、受益者に報告するための信託財産状況報告書の報告サイクルは、AIJ事案を踏まえ、厚生年金基金信託および国民年金基金信託の場合は、3か月ごと、それ以外は、特段の定めのない限り、1年ごととされている(信託業27条1項、信託業則37条の2、兼営2条、兼営則19条の2)。他方、投資運用業者等が作成し、投資者に報告するための運用報告書は、厚生年金基金信託および国民年金基金信託の場合は、信託財産状況報告書と同じ3か月ごとであるが(金商42条の7第1項、金商業等府令134条3項1号)、それ以外は、特段の定めのない限り、6か月ごととされている(金商42条の7第1項、金商業等府令134条3項)。

特定信託契約の信託財産状況報告書と運用報告書は、公衆縦覧型の開示制度における継続開示書類に対応する、投資者が証券投資型ファンドにおける投資の継続の可否を判断する数少ない情報入手の手段であることから、継続開示書類と同様に、3か月ごととすべきである。

4 運用報告書と公衆縦覧型の開示制度における継続開示資料の統合

現行法では、公衆縦覧型の開示規定が適用され有価証券の場合、有価証券報告書などの継続開示資料での情報提供とともに、証券投資型ファンドを運用する投資運用業者は、運用報告書により情報提供も義務付けられ、二重の負担になっているとの指摘がある。

この二つの情報提供の制度は、制度の目的が異なること、罰則が異なること、運用報告書は報告対象期間後遅滞なく（金商42条の7、第1項、金商業等府令134条4項）、有価証券報告書は事業年度経過後3か月以内（金商24条）と、報告のために与えられた猶予期間が異なること、情報開示方法も公衆縦覧（間接開示）と交付（直接開示）と異なることという理由から統一できないとの指摘もあることはすでに述べたとおりである。

しかしながら、各々の制度によって提供される情報の内容は投資判断資料として十分耐えるものであることから、各々の制度での開示義務者が異なるという問題もあるが、公衆縦覧型の開示規定が適用される有価証券においては、投資者が有価証券を取得すべきか、または解約もしくは転売すべきか否かについて、適宜判断できるよう、運用報告書と公衆縦覧型の開示制度における記載内容を整理・統合、かつそれぞれの制度の相違点を調整し、オープン・エンド型の有価証券については、ウェブに掲載するなど、公衆に縦覧することによって、クローズド・エンド型の有価証券については、直接投資者に交付することによって、情報を開示することも考えられる。

5 信託の受益権等に関する情報提供

(1) 信託の受益権等に関する情報提供の問題点

信託の受益権等に関する公衆縦覧型の開示制度については、次の二つの論点がある。

第1に、公衆縦覧型の開示制度と他の情報提供制度との規制の競合の問題である。特に、投資運用業者が作成し、報告を行う運用報告書および信託会社等が作成し、報告を行う信託財産状況報告書と、公衆縦覧型の開示制度との規制の競合の問題である。第2に、第1の問題とも関連するが、公衆縦覧型の開示制度の開示義務者をだれにすべきか、という問題である。

以下では、それぞれの問題について、関連する問題ではあるが、論点を明確化するため、

独立して、検討する。

(2) 運用報告書と信託財産状況報告書との規制の競合および統合

信託の受益権（第2項有価証券）は一般に流動性が乏しく、公衆縦覧型の開示を強制する必要性が低いので、公衆縦覧型の開示規定の適用は原則除外されている（金商3条3号）。しかしながら、「主として有価証券に対する投資を行う事業」にかかる権利についての情報は、当該権利の保有者はもとより、市場における他の投資者の投資判断にとっても重要であることから、信託の受益権のうち、主として投資を行う事業にかかる信託の受益権、すなわち「有価証券投資事業権利等」となる信託の受益権については、例外的に、公衆縦覧型の開示規定が適用される（同法3条かっこ書き）。

つまり「有価証券投資事業権利等」に該当する信託の受益権において、具体的に公衆縦覧型の開示を行う義務が発行者に生じた場合、当該信託の受益権の保有者は、公衆縦覧型の開示制度によって、指定運用の信託では、受託者が作成する信託財産状況報告書、特定運用では、信託財産状況報告書に加えて、投資運用業者が作成する運用報告書によって、信託の受益権に関する情報を得ることができる。この場合、公衆縦覧型の開示は、指定運用では受託者、特定運用では投資運用業者が行うこととなる。これを整理したものが、〔表13〕である。このように、有価証券投資事業権利等の場合、複数の方法によって、情報開示が行われ、一見すると、過剰な開示規制が課されているととれる。

表 13 有価証券投資事業権利等の情報提供（流通時）

	金融商品取引法		信託業法
	公衆縦覧型の開示	運用報告書	信託財産状況報告書
指定運用の信託の受益権	受託者	作成免除	受託者
特定運用の信託の受益権	委託者または運用権限の委託を受けた者	投資運用業者	受託者

有価証券投資事業権利等の情報開示制度を整理した〔表13〕をみれば、指定運用の信託の受益権の場合、受託者が作成義務を負う有価証券報告書などの公衆縦覧型の開示と信託財産状況報告書とによる情報開示が重複し、特定運用の信託の受益権の場合、作成義務者は異なるが、委託者または委託者から運用権限の委託を受けた者（多くは投資運用業者）

が作成義務者となる有価証券報告書と受託者が作成義務を負う信託財産状況報告書による情報開示が重複していることがわかる。

そこで、証券投資型ファンド（有価証券投資事業権利等）の形態別の特色を踏まえ、かつ運用報告書と公衆縦覧型の開示制度における記載内容を整理・統合し、オープン・エンド型の有価証券については、ウェブに掲載するなど、公衆に縦覧することによって、クローズド・エンド型の有価証券については、直接投資者に交付することによって、情報を開示することも考えられる。これを整理したものが、〔表 14〕である。

表 14 有価証券投資事業権利等の情報開示（案）

ファンド・タイプ		開示のタイプ	作成義務者	
			運用報告書規制	信託財産状況報告書規制
指定運用の信託の受益権	オープン・エンド型	間接開示型 (公衆縦覧型)	受託者(信託会社等)	免除
	クローズド・エンド型	直接開示型		
特定運用の信託の受益権	オープン・エンド型	間接開示型 (公衆縦覧型)	投資運用業者	受託者(信託会社等)
	クローズド・エンド型	直接開示型		

(3) 公衆縦覧型の開示制度における信託の受益権等の開示義務者

金融商品取引法では、ここでいう「指図権者」は、委託者または委託者から指図の権限の委託を受けた者に限られ（定義府令 14 条 2 項 2 号イ）、これら以外の第三者が受託者に指図する場合は、除かれる。また、信託の財産の管理・運用形態が複雑になれば、複数の者が多様な形態で信託財産の管理・運用に携わることもあり、現行の法制度では、開示義務を負う者、つまり発行者が適切に定まらない可能性もある。そこで、以下のとおり、当初の信託財産と信託財産の実質的支配者に視点を当て、信託の受益権等の開示義務者を決定することを提案する。

第 1 に、当初の信託財産に着目する。まず、当初信託財産が金銭以外、すなわち実物資産の場合には、その信託する財産に関する情報を最も入手しやすい者であり、経済的には実質的に資金調達主体として、利益を得ている者として、委託者に情報開示の責任を負わせることが最も妥当である。これに対し、金銭を当初の信託財産とする場合には、信託財

産の法的支配者である受託者が当然のこととして、最も信託に関する情報を入手しやすい者であることから、受託者に情報開示の責任を負わせることが妥当である。

第2に、信託財産の実質的支配者に着目する。金銭が当初の信託財産である場合には、その金銭をどのような財産に投資するかが重要な情報となることが多いことから、原則として、信託財産について実質的な処分権限を有する者に対し、情報開示の責任を負わせることが妥当であると考えられる。

以上を整理し、表としたものが、〔表9〕である。

(ア) 実効性の確保

規制の実効性を確保する制度についても、各制度に同程度の実効性確保の手段が備わっているのかについても、検証されなければならない。

規制の実効性の確保については、公衆縦覧型の開示制度の場合、開示書類の審査（金商23条・24条の2・24条の4の7第4項・24条の5第5項）、虚偽の開示を是正させる行政手続（同法9条1項・10条1項・11条1項、24条の2など）、課徴金（同法172条から172条の4）、虚偽の情報開示に対する刑事（同法197条1項1号、197条の2第5号・6号、200条5号など）および民事の責任制度（同法16条から22条・23条の12・24条の4・24条の4の6・24条の4の7第4項・24条の6第2項・25条の5第5項など）がある。

他方、契約締結前交付書面交付義務および運用報告書の場合、監督上の処分および業務改善命令といった行政処分（金商52条、51条）、契約締結前交付書面または運用報告書の不交付もしくは虚偽記載に対する刑事責任制度（同法205条12号、198条2号の4、207条1項3号・6号）²¹⁸があるにすぎないことから、十分とはいえない。信託業の規制である事前説明義務や特定信託契約締結前交付書面、信託財産状況報告書についても、不交付もしくは虚偽記載に対する刑事責任制度があるにすぎず、十分とはいえない（信託業96条6号、兼営19条6号、信託業91条6号・93条5号、兼営15条の2・17条2号）。

なお、書面交付に付随する説明義務および事前説明義務（含む特定信託契約における事前説明義務）には刑事罰などの罰則はなく、監督上の処分および業務改善命令といった行政処分の対象となるにすぎない（金商52条、同法51条、信託業44条・45条、同法43条、兼営11条、同法9条）²¹⁹。公衆縦覧型の開示制度と契約締結前交付書面交付義務などの実

効性を確保する制度について比較したものが、〔表 13〕である。

そこで、契約締結前交付書面交付義務および運用報告書について、公衆縦覧型の開示制度にある民事責任に関する制度を整備する必要があると考える（網掛け部分）。

表 13 公衆縦覧型の開示制度と契約締結前交付書面交付義務などの実効性の確保

		公衆縦覧型の開示制度	契約締結前交付書面
行政手続		虚偽の開示を是正させる行政手続	
		課徴金	
	監督規制等	審査	監督上の処分および業務改善命令
刑事責任		刑事責任	刑事責任
民事責任		民事責任制度	

〔注〕

- 1 金融の証券化とは、主として企業金融の分野において、銀行借入から変動利付債やコマーシャル・ペーパー等を中心とする証券形態による資金調達が増加することと、事業会社等の企業が資産を流動化して、市場において不特定多数の投資家から資金調達を行う仕組みが発達したことの両者を含むものである（基本問題研究会「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」〔1989年5月31日〕）。
- 2 企業自身が証券の発行者であり、発行者によって調達した資金を自らの事業資金として用いるものである（基本問題研究会第一部会『『金融の証券化』に対応した法則の整備等について〕〔1990年6月15日〕第1章〔商事1219号32頁〕第3節の1の（注））。また、企業体としての発行体自体にその価値の基礎を置く証券である（清水一夫「ディスクロージャー制度の改正に関する解説〔3〕」商事1327号22頁〔1993年〕）。
- 3 証券化関連商品とは、「不特定多数の投資家の存在を指向し、資金調達者と投資家の間、さらには投資家相互間の自由な取引により円滑な資金調達及び資金運用を目指すもの」（基本問題研究会第一部会・前掲注（2）であって、証券取引法の枠外にある商品のことをいう（基本問題研究会・前掲注（1）））。
- 4 基本問題研究会第一部会・前掲注（2）第1章第2節第1款の3。
- 5 1990年代前半の証券取引法のもとでは、法律上限定列挙されていない証券化関連商品は、政令で指定されない限り、同法による投資者保護が及ばない仕組みとなっていた。すなわち、証券取引法上の限定列挙による有価証券の定義規定（同法2条1項・2項）は、同法の定める開示規制や不正取引規制など、証券取引法の規制範囲を画する重要な機能を有していた（竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」龍田節＝神崎克郎編『証券取引法体系』23頁〔商事法務、1986年〕）。有価証券が投資者保護規制の外延を画するという枠組みは、金融商品取引法のもとでも変わらない。
- 6 1990年代前半の金融制度改革に至るまで、証券取引法2条1項では、1号から8号まで、国債証券、地方債証券、特別の法律により法人の発行する債券、社債券、株券というように、証券・証書が存在したものを、法的形式によって、「有価証券」と指定し、同条2項では、証券・証書が発行されているものが「有価証券」であることを前提に、まだ証券・証書が発行されていない場合であっても、これを「有価証券」とみなすとして、1項を補完する形で、「有価証券」の概念を定義していた（高橋正彦「証券化の進展と有価証券概念」証券経済研究61号95頁〔2008年〕）。なお、1項9号では、「その他政令で定める証券又は証書」が加えられ、限定的ではあるが、弾力的な対応が可能な作りとなっていた。
- 7 1990年10月2日。
- 8 資産の流動化により資金調達を行うことを目的とするいわゆる資産担保証券（アセット・バック・セキュリティ）と不特定多数の投資家から集めた資金をプールして資産に運用する投資信託類似のもの双方を含んだ広い意味のものである。資産金融型証券の発行者は受託会社という単なる信託財産の管理者か、あるいはたとえ会社であってもペイ・スルー型債券における特別目的会社のように単に財産を管理する主体であり、実質的にその証券を仕組み、資金を取得する委託者や親会社

は別に存在し、発行によって調達された資金は、主として資産に投資として運用されるという特色がある（基本問題研究会第一部会・前掲注（2）第1章第5節の1の（注））。

- 9 ディスクロージャー小委員会「ディスクロージャー制度の見直しについて」（1991年4月26日）。

なお、ここでいう「開示に伴う責任を負う者」とは、「不实記載があったり、記載すべきことが記載していなかったり、そういう場合に、刑事責任とか損害賠償とか、そういうものを負い得る者という考え方」であったとされる（上柳克郎ほか「平成4年証券取引法の改正について（20）－募集・売出しの定義（3）、発行者の定義、私募の取扱い（1）－」インベストメント48巻5号44頁〔河本発言〕〔1995年〕）。

- 10 基本問題研究会報告では、有価証券の定義は、①複数の者が資金を拠出し、②その拠出した資金をもとに資金の拠出者以外の第三者が事業の経営または資産の運用を行い、③当該資金の拠出者はその事業の経営または資産の運用の果実としての利益の分配を受けること、を基本とすることが適当であるとされた。

さらに、同報告は、①投資者が資金を拠出し、資金の受領者（以下「管理運用者」という）が当該資金をもとに事業の経営または資産の運用を行うこと、②拠出された資金が、他の投資者により拠出された資金とともに、管理運用者により、一括して管理または運用されること、③投資者は、契約または仕組み（以下「契約等」という）に基づき、管理運用者から資金の管理または運用に伴う果実の分配を受けることができること、④当該契約等に基づく投資者の地位または権利が譲渡可能であること、という要件のいずれにも該当する契約等に基づく投資者の地位または権利を表章する証券または証書といった内容で、有価証券の包括条項を設けることを提言している。

- 11 具体的には「一の金融機関又は住宅金融専門会社の住宅の取得に必要な資金の貸付けの契約に基づく金銭債権を信託する信託（当該信託に係る契約の際における受益者が委託者であるものに限る。）の受益権」が政令により、有価証券に指定された。

- 12 証券取引法の対象となる有価証券は、利息、配当等の金銭を目的としたものであることから、その趣旨をより明らかにするため、あえて「権利」とせず「金銭債権」に限定した（大蔵省内証券取引制度問題研究会編『すべてが分かる金融制度改革』14頁〔財政詳報社、1993年〕）。

なお、川口恭弘教授は、「投資者保護の観点からは、政令指定によりみなし有価証券とすることができるものを金銭債権に限定することは適当ではない」と指摘する（川口恭弘「証券取引法における有価証券の範囲・目録見書制度の見直し」商事1709号6頁〔2004年〕）。

- 13 1998年6月15日に公布された「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（平成10年法律第107号）」によって、証券取引法2条2項1号の定義規定自体がこの政令と同一の内容に改正された。

- 14 投資事業有限責任契約に関する法律3条1項1号から11号に掲げる事業の全部または一部を事業とする民法に基づく組合契約および匿名組合契約に基づく権利が含まれる（証取令1条の3の2）。

- 15 証券取引法等の一部を改正する法律（平成16年法律第97号）によって新設された証券取引法2条2項3号・4号。

- 16 有限責任事業組合に関する法律（平成17年法律第40号）の附則3条によって改正された証券取引

法2条2項4号・5号。

- 17 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中心とする金融システムに向けて」21頁（2005年12月24日）、田原泰夫ほか「証券取引法等の一部改正の概要－平成16年法律第97号の解説－」商事1703号9頁（2004年）、尾崎輝宏ほか「証券取引法の12月施行に伴う政省令改正の概要」商事1718号18頁（2004年）。

なお、投資事業有限責任組合は、従来中小未公開企業等に対象を限定していたが、2004年4月30日に施行された「中小企業等投資事業有限責任組合に関する法律の一部を改正する法律（平成16年法律第34号）」によって、その対象が企業の規模や公開・非公開を問わず、広く事業者一般の発行する株式、新株予約権、新株予約権付社債等の取得および保有が可能になった。

- 18 包括条項が採用されなかった理由としては、①有価証券に該当するか否かによって、罰則の適用が決まるため、罪刑法定主義の観点から、有価証券の定義は明確でなければならないこと、②証券取引法の規制内容に適した商品に限定することが困難であること、③銀行・証券の垣根に関しては若干緩和されたとはいえ、証券取引法のワンセット規制の体系のもとで、同法の有価証券とされると、その規制は大蔵省（当時）の管轄になるため、政令指定を経ないで有価証券か否かが決まる仕組みでは、縦割り行政のもとで、省庁間の管轄の調整が困難になること、などの事情が挙げられる（大蔵省内証券取引制度問題研究会編・前掲注（12）14頁、証券取引法研究会「平成4年証券取引法の改正について（17）」インベストメント48巻1号47頁〔洲崎報告〕〔1995年〕、高橋・前掲注（5）98頁）。
- 19 証券取引法第二条に規定する定義に関する省令。
- 20 上柳ほか・前掲注（9）43頁〔河本発言〕。
- 21 受益権証券の手取金を受け取り、さらにいわゆる買戻し方式がとられる場合には、デフォルトのリスクを担保する委託者に開示の責任を負わせるのが適当であるとの判断から、委託者を発行者とみなすことにしたものと指摘する見解がある（上柳ほか・前掲注（9）41頁〔黒沼報告〕）。
- 22 発行体自体とは別個の資産をその価値の基礎とする証券（清水・前掲注（6）22頁）。
- 23 92年改正法による改正後証券取引法24条1項かっこ書、92年改正法に関連して改正された証券取引法施行令3条の4第5号、証券取引法施行令3条の4第五号に掲げる特定有価証券を定める省令。
- 24 特定有価証券の継続開示については企業金融型証券の開示規定を適用せず、準用規定および読み替え規定を置いた（証取24条4項・24条の5第2項）。
- 25 1998年6月に金融庁・新しい金融の流れに関する懇談会の「論点整理」がとりまとめられ、1999年7月6日に第一部会「中間整理（第一次）」、同年12月21日に同「中間整理（第二次）」が公表された。
- 26 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」については、法律名を「資産の流動化に関する法律」に改称し、流動化対象資産の拡大、信託を利用した流動化の仕組みを創設した。また、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」については、法律名を「投資信託及び投資法人に関する法律」に改称し、投資対象資産を拡大した。
- 27 15 U.S.C. § 77b (a) (1) .

なお、同様の定義は、1934年証券取引所法3条a項10号(15 U.S.C. § 78c (a) (10))においても定められている。

- 28 SEC v. W. J. Howey Co, 328 U.S. 293, 299 (1946) .
- 29 Financial Services and Markets Act 2000, Sch. 2 Pt. 1.
- 30 Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EC, Annex. II, 1 (4) , 2004 O.J. (L145) 1, 43.
- 31 第一部会報告7頁。
- 32 「有価証券」であることの効果には、①情報開示規制の適用を受けること、②取引規制の適用を受けること、③証券業の定義の基礎をなすこと、がある(竹内・前掲注(4)23頁)。
- 33 証券取引審議会総合部会・投資対象ワーキング・パーティー「魅力ある投資対象」(1997年5月16日)。
- 34 投資信託の受益証券(証取2条1項7号)、特定目的信託の受益証券(同項7号の4)、貸付債権信託の受益権(同条2項1号)投資事業有限責任組合契約、民法上の組合契約、匿名組合契約、投資事業有限責任組合に基づく権利(同項3号)などを限定列挙している。
- 35 神田秀樹「金融の証券化と有価証券概念」商事1187号4頁(1989年)。
なお、有価証券の定義のあり方に関する学説については、黒沼悦郎『金融商品取引法』45頁(有斐閣、2016年)を参照。
- 36 松尾直彦「金融商品取引法制定過程における主要論点と今後の課題〔監〕」商事1824号23頁(2008年)。
- 37 信託の受益権を有価証券とした結果、信託業法上の信託受益権販売業者の行為はすべて金融商品取引業として取り扱われ、金融商品取引法の業者規制に服する。そのため、信託業法から信託受益権販売業者に関する規定が削除された。
- 38 金融商品取引法の集団投資スキーム持分の包括的定義規定(同法2条2項5号)では、投資者が1名であっても、同定義における集団投資スキームに該当することとなる。その意味で集団投資スキームとは異なるものである(神田秀樹「金融商品取引法総論—法の構造と有価証券概念」ジュリ1368号9頁〔2008年〕、神作裕之「運用型集団投資スキームの業規制—投資信託・投資法人制度とプロ向けファンド規制の見直し—」金法2023号41頁〔2015年〕)。
- 39 2003年から、通信機器のリース事業を投資対象とする匿名組合(事業型ファンド)への出資を募集し、17,000人から487億円を集めたが、2005年10月17日に民事再生法開始決定を受け、事実上破たんした。翌年の4月18日、民事再生手続廃止、同年6月7日、破産手続開始決定を受ける。
- 40 第一部会「中間整理」6頁(2005年7月7日)。
- 41 金融商品取引法施行前(証券取引法)から、一部の事業型ファンド(有限責任事業組合契約に基づく権利)が有価証券とみなされていた(同法2条2項4号)。
- 42 松尾・前掲注(36)24頁。
- 43 松尾直彦教授は、「形式的には『有価証券』の概念は維持されているものの、神田教授等の指摘等を踏まえ、その概念内容は、『仕組み性』と『投資対象性』をメルクマールとするものに実質的に

変容している」と指摘し、金融商品取引法の施行によって、「いわゆる『幅広い有価証券』概念をようやく実現することができた」と評している。

- 44 第一部会・前掲注(25)「中間整理(第一次)」21頁。
- 45 金融庁・新しい金融の流れに関する懇談会・前掲注(25)5.(1)。
- 46 「出資」とは、一般に、事業を行うための資本として金銭その他の財産、労務もしくは信用を提供することまたはそれによって取得した持分をいい、「拠出」とは、一般に、一定の目的のために金銭や物品を出し合うことをいう(神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール1 定義・開示制度』64頁〔松尾直彦〕〔商事法務、2016年〕)。
- 47 金銭の出資と労務の出資とが混在する仕組みは、それ自体が全部適用除外となるのではなく、金銭を出資した組合員の権利のみが有価証券に該当すると解される(金融庁『『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等について』(2007年7月31日公表)の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」(以下「2007年7月31日パブコメ回答」という)「有価証券とみなされる権利の定義〔第2条第2項〕No.7・No.8〔3頁・4頁〕における「金融庁の考え方」)。
- 48 金銭に類するものとして、有価証券、為替手形、約束手形が金銭に含まれる(金商令1条の3第1号から3号)。
- 49 金融商品取引法2条2項5号は、金銭等を充てて行う事業と規定している。ここでいう「事業」には、「投資」が含まれる(花水康「集団投資スキームの規制」商事1778号17頁〔2006年〕)。
- 50 花水・前掲16頁。
- 51 この点に関して、黒沼悦郎教授は、「何が脱法かは難しい問題ではあるが、実質的に『投資』と見られるものは『金銭等の出資』があると解すべき」とする(黒沼悦郎「金融商品の種類」河本一郎＝龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』16頁〔経済法令研究会、2007年〕)。
- 52 実務上、金銭以外の財産が当初の信託財産となる信託を「物の信託」という(三菱UFJ信託銀行編『信託の法務と実務〔6訂版〕』19頁〔金融財政事情研究会、2015年〕)。
- 53 アメリカの1933年証券法および1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)は、法形式として限定列挙されている「株式(stock)」、「ノート(note)」であっても、経済的な実体を踏まえ、有価証券であるか否かを判断している(藤田友敬「有価証券の範囲」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』6頁〔日本証券経済研究会、2010年〕)。
- 54 神田秀樹「投資サービス法における基本概念」資本市場研究会編『投資サービス法への構想』14頁(資本市場研究会、2005年)。
- 55 金融商品取引法が「経済的な実体」にのみ着目して「有価証券」の概念を定義しなかった理由は、①「有価証券」概念は長年にわたって広く一般的に定着していること、②主要国・地域においても「証券」または「有価証券」概念が用いられていること、③「有価証券」の用語は他の法律で多数引用されており、仮に「有価証券」概念を変更する場合、法案の次期通常国会提出という目標の達成が事実上困難となること等が挙げられている(松尾・前掲注(36)23頁)。

なお、このような定義の仕方をした場合、2条2項各号のかつこ書で除外された権利が、5号の「経

済的な実体」による包括的な定義により、有価証券とみなされることがあるかが、問題となる（黒沼悦郎「金融商品取引法の適用範囲と開示制度」金法 1779 号 11 頁〔2006 年〕）。

- 56 組合契約に基づく権利のみならず、「その他の権利」という用語を使用して、出資または拠出をした金銭を充てて行う事業から生ずる収益の配当または当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができるという「経済的な実体」を有する権利を包括的に「有価証券」と定義している。
- 57 ただし、合名会社と合資会社の社員権は、政令で定められたものに限り有価証券とみなされ、そこで制限がかかる（金商令 1 条の 2）。そこでは、すべての投資者が有限責任しか負わない場合に限って、有価証券とみなされるとしている。
- 58 立案担当者の解説によれば、「信託受益権は、その販売段階においては、購入者による金銭の出資、購入者に対する金銭等の償還の可能性を持つものであり」、第一部会報告の投資商品の基準に合致することを理由に、「有価証券」とみなし、金融商品取引法の規制の対象としたとする（小島宗一郎ほか「金融商品取引法の目的・定義規定」商事 1772 号 20 頁〔2006 年〕、三井秀範＝池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答 金融商品取引法〔改訂版〕』99 頁〔商事法務、2008 年〕）。

また、神田教授は、信託の受益権が法形式で定義された理由について、「形式的には信託は仕組みであり、かつ所有と経営が制度的に分離しています。したがって、会社で言えば合名・合資会社とは違って株式会社に当たります。したがって、法形式一本で入れた」と述べている。つまり、同じことを、株式会社でも信託でもできる場合に、株式会社が法形式一本で定義されるならば、信託も法形式一本で定義されるべきとする（岩原紳作ほか「金融商品取引法セミナー〔第 7 回〕」ジュリ 1386 号 115 頁〔神田発言〕〔2009 年〕）。

- 59 エスクロー目的の信託、遺言信託などがある。
- 60 不動産管理信託、著作権信託、知的財産管理信託などがある。
- 61 保全型の信託の典型は、金融商品取引法 43 条の 2 第 2 項、金融商品取引業等に関する内閣府令 141 条および 141 条の 2 に基づく顧客分別金信託がある。

近年、保全型の信託の利用が広がっているとして、その例とし、顧客分別金信託以外に、顧客区分管理信託（金商 43 の 3、金商業等府令 143 の 2）、加入者保護信託（社債株式振替 51 条 1 項）、発行保証金信託（資金決済 16 条）、履行保証金信託（同法 45 条）、社内預金引当信託（貸確 3 条および同法施行規則 2 条 1 項 2 号）、前払保証金信託（老福 14 条の 4 第 2 項・29 条 7 項、同法施行規則 1 条の 13・20 条の 10、厚生労働大臣が定める有料老人ホームの設置者等が講ずべき措置〔平成 18 年厚生労働省告示第 266 号〕）、退職給付信託（退職給付会計基準）、デットアサンプション信託、セキュリティ・トラストがある。

このような類型の信託を、「担保としての信託」（道垣内弘人「担保としての信託」ジュリ 1811 号 26 頁〔2007 年〕）、「担保目的による信託」（金融法委員会「信託法に関する中間論点」ジュリ 1217 号 158 頁〔2002 年〕）ということがある。また、公共工事の前払金に関する信託（最判平 14・1・17 民集 56 卷 1 号 20 頁）もこの類型の信託と整理できる。

保全型の信託については、水野大「履行確保のための信託・決済のための信託」ジュリ 1450 号 14 頁（2013 年）。

- 62 高橋正彦「有価証券概念の拡大と限界—証券取引法から金融商品取引法へ—」横浜経営研究 28 卷 3・4 号 59 頁 (2008 年)。高橋正彦教授は、信託の受益権一般がみなし有価証券とされたことの理由として、①信託業法により、信託業務を扱う機関が金融機関に限られなくなったこと、②立法技術上、いわゆる民事信託と商事信託とを明確に区別することが難しいこと、③みなし有価証券の指定基準から流動性の要件が削除されたため、規制に適した金融商品の範囲が拡大したこと、などの事情があったものと推察されるとする (高橋・前掲 69 頁)。

藤田友敬教授は、投資とはいいいにくい目的のための信託として、マンション管理組合の倒産の場合のことを考え、預託金に信託を設定し住民を受益者とする信託や、扶養目的の信託、不動産等の資産の流動化する信託を例として挙げ、「形式基準によって有価証券を定義した場合、そこで指定された法形式に汎用性が高いと、明文で除外規定を置かなければ、本来規制の対象とすべきか疑わしいものについてまで規制の対象に加えてしまうと指摘している (藤田・前掲注 (53) 11 頁)。

- 63 第一部会報告 (別紙 1) 4。

- 64 信託協会は、このような理由を挙げ、信託機能の活用の一層の促進のため、金融商品取引法の「信託の受益権」に関する規定 (同法 2 条 2 項 1 号) の見直しを要望している (信託協会「規制・制度の改革に関する提案」①の 7 [2012 年 9 月 20 日] [信託 252 号 58 頁 [2012 年]])。

- 65 第一部会・前掲注 (25)「中間整理 (第一次)」8 頁。

- 66 受託者がその営業として引き受ける信託を商事信託、営業として引き受けられたのではない信託を民事信託という (三菱 U F J 信託銀行・前掲注 (52) 19 頁)。

なお、近年、民事信託を、受託者の果たす役割が財産の管理・保全または処分である信託をいい、これに対し、商事信託を、受託者の果たす役割が財産の管理・保全または処分である信託をいう見解がある (神田秀樹「日本の商事信託—序説」鴻常夫先生古稀記念『現代企業立法の軌跡と展望』583 頁 [商事法務、1995 年])。

- 67 高橋・前掲注 (62) 69 頁。

- 68 ただし、現行の金融商品取引法 2 条 2 項 1 号の文言からは、「信託の受益権」の範囲を解釈によって狭めることは困難であるとされる (岩原ほか・前掲注 (58) 118 頁 [藤田発言])。

神作裕之教授は、所有と経営が法律上分離されていることから投資に適合的であることに着目して、株式会社の株式と同様、信託の受益権を法形式で定義するのであれば、あとは、「業」の解釈なり、個々の有価証券の媒介とか募集といった概念の解釈論で、範囲を絞ることが必要ではないかと、指摘している (岩原ほか・前掲注 (58) 116 頁 [神作発言])。

なお、立法段階において、信託受益権のうち性質や目的の点で金融商品に該当しないものについては、金融商品取引法の規制が及ばないような建付けとすることが望ましいとする見解を示していたものとして、前田敏弘 = 武井一浩「信託受益権を中心とした投資商品概念・発行者概念・ファンド規制等のあり方」神田秀樹責任編集 = 資本市場研究会編『利用者の視点からみた投資サービス法』20 頁 (財務詳報社、2006 年) がある。

金融庁は、顧客分別金信託や退職給付信託などの保全型の信託について、「具体的には、個別事例ごとの実態に即して実質的に判断されるべき」として、実態を踏まえ、信託の受益権の取得勧誘

に該当するか判断するという考え方を示している（2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の募集（私募）・売出しの定義〔第2条第3項・第4項〕」No.1・No.2〔18頁・19頁〕）。

また、シンジケートローンにかかる担保権の信託に関連して、「当該信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為等により確保されており、実質的にローンとは別の付加価値を有さないのであれば、実態としては各行がローンの担保権を有するものと変わらない」とし、シンジケート団のアレンジャー行が参加行を募る行為は私募の取扱い（第2種金融商品取引業）にあたらぬとの考え方が示されている（金融庁・証券取引等監視委員会「金融商品取引法の疑問に答えます」5頁〔2008年2月21日〕（<http://www.fsa.go.jp/policy/br/20080221.pdf>〔2017年3月1日〕）、池田唯一＝澤飯敦「金融商品取引法質疑応答集の公表」商事1826号32頁〔2008年〕）。これに対して、松尾教授は、この解釈は「縮小的実質的解釈」であるから、慎重に検討される必要があり、「『信託受益権とローンの不可分一体性』が厳格に確保される必要があ」という（松尾直彦「金融商品取引法の解釈について」金法1831号23頁〔2008年〕）。

69 神田・前掲注（54）15頁。

70 小野傑弁護士は、「従来から有価証券とされていた受益権以外のすべての受益権も取り込みそれを有価証券とみなし、金商法規制の網をかける一方、発行者・発行時等の技巧的な手法を用いて適用関係の不都合を回避する現在の規制は、信託実務の発展の足かせとなっている」と、現行の「信託の受益権」の定義の仕方を批判している（小野傑「信託実務の課題」新井誠ほか編『信託法制的展望』521頁〔日本評論社、2011年〕）。

71 小島ほか・前掲注（58）20頁。

72 証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」（1997年6月13日）。

73 第一部会報告40頁。

74 第一部会報告3頁。

75 証券取引法でも「特定有価証券」という用語は使われていたが、その定義は明らかではなかった（同法24条、同令3条の3）。

76 第一部会報告23頁。

77 例えば、企業金融型証券での「内部統制報告書」（金商24条の4の4）に代えて、資産の運用者に関する内部管理体制等の開示を求めている（特定有価証券開示府令4号様式・記載上の注意（16）〔現（17）〕、同令5号の2様式・記載上の注意（13）-c〔現（14）-c〕）。

78 例えば、ファンド・オブ・ファンド型の投資信託の受益証券では、投資先のファンドの選定方法として重視している事項の開示が（特定有価証券開示府令4号様式・記載上の注意（14）〔現（15）〕）、資産流動化証券では「管理資産の管理を行う会社の管理資産の管理及び処分に関する基本的態度」の開示が（同令5号の2様式・記載上の注意（13）-b〔現（14）-b〕）、求められている。

79 第一部会報告24頁。

この指摘のもととなった金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告－今後の開示制度のあり方について－」（2005

年6月28日)は、その譲渡性が制限されている有価証券については、当該有価証券にかかる潜在的な投資者が存在しないまたは限定されるため、当該有価証券の発行時における有価証券届出書やその後の有価証券報告書等の提出といった公衆縦覧型開示を求めていく必要性が乏しいものと考えられるとし、当該有価証券の発行時およびその後において継続的に当該有価証券に関する情報を当該有価証券の所有者に直接開示することが行われている場合には、公衆縦覧型開示を免除することも検討していくべきであると提言している。

80 証券取引審議会「証券市場の総合的改革－豊かで多様な21世紀の実現のために－」(1997年6月13日)は、「現行の証券取引法の体系が、投資性と市場性を兼ね備えた商品に対する適切な規制の方法として、公衆縦覧型のディスクロージャー制度と市場における高度な公正取引の確保を中心として構築されていることから、現行の証券取引法の体系のまま、その適用範囲を性格の異なる金融商品にまで拡大していくことは適当でない」と指摘している。

81 谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」商事1773号43頁(2006年)。

82 黒沼・前掲注(35)64頁。

83 契約締結前交付書面制度が、公衆縦覧型開示制度における目論見書(相対型ディスクロージャー)に相当するものである(松尾直彦ほか「金融商品取引法の行為規制〔上〕」商事1814年25頁〔2007年〕)。

金融商品取引法37条の3第3項および同法施行令16条の2は、特に規模の大きい(500名以上の者が契約を締結することとなるもの)ものについては当局としても把握する必要があることから、あらかじめ金融商品取引契約にかかる契約締結前の書面の内容を内閣総理大臣に届け出ることを、金融商品取引業者に義務付けている(神田秀樹ほか「新しい投資サービス法制—金融商品取引法の成立」商事1774号16頁〔松尾発言〕〔2006年〕)。

84 神田ほか・前掲注15頁〔黒沼発言〕〔田中発言〕。黒沼悦郎教授は、集団投資スキーム持分の契約締結前交付書面の記載内容について、「有価証券届出書・目論見書と同等の投資判断資料を提供するものとなるよう確保されている」という(黒沼・前掲注(35)543頁)。

85 事業型ファンドの運用は、投資運用業に該当しないので、持分の権利者に運用報告書が送付されることはない。

86 投資信託、投資事業有限責任組合、商品ファンド、不動産特定共同事業ファンド、信託などがある(経済産業省・経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会「報告書」4頁〔2005年12月27日〕)。

87 金融商品取引法施行令2条の10第1号。

88 2007年7月31日パブコメ回答「開示規制の適用除外証券〔第3条〕」No.3(120頁)。

89 「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について(特定有価証券開示ガイドライン)」A3-2。

90 谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」商事1773号43頁(2006年)、谷口義幸＝峯岸健太郎「開示制度に係る政令・内閣府令等の概要〔下〕」商事1811号26頁(2007年)。

なお、有価証券への投資事業を行うもの(投資事業有限責任組合契約に基づく権利など)につい

ては、証券取引法時代から開示の対象となっていたこととのバランスに配慮しているとの指摘がある（川口恭弘「組織再編・集団投資スキーム持分等の開示制度」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』51頁〔日本証券経済研究所、2010年〕）。

91 黒沼・前掲注（51）14頁。

黒沼教授によれば、情報開示制度は、投資判断資料の提供を目的とし、主として商品（契約）の価値を判断するための情報を提供することにその目的があるとされる（黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一考察」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（下巻）』600頁〔商事法務、2007年〕）。

92 例えば、有限責任事業組合契約に基づく権利がある。

93 中村聡「金融商品取引法と実務上の課題」商事1791号23頁（2007年）。

94 中村聡ほか『金融商品取引法 資本市場と開示編〔第3版〕』12頁（商事法務、2015年）。

95 第一部会報告24頁。

この指摘のもととなった金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告－今後の開示制度のあり方について－」（2005年6月28日）は、その譲渡性が制限されている有価証券については、当該有価証券にかかる潜在的な投資者が存在しないまたは限定されるため、当該有価証券の発行時における有価証券届出書やその後の有価証券報告書等の提出といった公衆縦覧型開示を求めていく必要性が乏しいものと考えられるとし、当該有価証券の発行時およびその後において継続的に当該有価証券に関する情報を当該有価証券の所有者に直接開示することが行われている場合には、公衆縦覧型開示を免除することも検討していくべきであると提言している。

96 第一部会報告15頁。

97 澤飯敦ほか「行為規制」商事1777号17頁（2006年）。

98 前掲注18頁。

99 2007年7月31日パブコメ回答「契約締結前の書面交付義務〔第37条の3〕」No.63・No.64（284頁）。

100 神田ほか・前掲注（46）148頁〔松尾直彦〕。

101 ただし、販売圧力が生じることから、公衆縦覧型の開示規定の適用によって、投資者は保護される。

102 前掲注（39）参照。

103 三井ほか・前掲注（58）136頁。

104 投資信託及び投資法人に関する法律は、投資者に対し、投資信託契約にかかる投資信託約款の内容を記載した書面を交付することを、投資信託委託会社（委託者指図型投資信託）または受託者（委託者非指図型投資信託）に義務付けている（投信5条1項・54条1項、本柳祐介＝河原雄亮『投資信託の法制と実務対応』70頁〔商事法務、2015年〕）。

105 2007年7月31日パブコメ回答「定義（金融商品取引業）〔第2条第8項〕」No.40・No.41（43頁）。

106 第一部会報告は、「現在の縦割り業法を見直し、同じ経済的機能を有する金融商品には同じルールを適用する必要がある」と指摘している（第一部会報告2頁・5頁）。

107 第一部会報告15頁。

- 108 特定信託契約締結前交付書面に記載すべき事項には、次のものがある。①信託会社等の住所、②金利などの変動により損失が生ずるおそれがある旨、③契約締結前交付書面の内容を十分に読むべき旨、④受益権の譲渡手続に関する事項、⑤受益権に譲渡制限がある場合は、その旨および制限の内容、⑥信託終了事由などの一定の事項について特別の定めをする場合は、その定めに関する事項、⑦受託者の公告の方法、⑧金利などの指標にかかる変動を直接の原因として損失が生ずるおそれのある場合には、その指標およびその理由、⑨租税の概要、⑩顧客が信託会社等に連絡する方法、⑪信託会社等が対象事業者となっている認定投資者保護団体の有無・名称、⑫限定責任信託の引受けを行う場合には、限定責任信託の名称、など（信託業則 30 条の 23 第 1 項）。
- 109 第一部会報告（別紙 1）4。
- 110 黒沼教授は、みなし有価証券にかかる契約締結前交付書面の記載内容は、集団投資スキーム持分の価値を判断するのに資する情報であり、集団投資スキーム持分以外のみなし有価証券にかかる契約締結前交付書面の記載内容も、投資判断に資する情報であるという（黒沼・前掲注（35）543 頁）。
- 111 村松秀樹ほか『概説新信託法』120 頁（金融財政事情研究会、2008 年）。
- 112 信託業法 26 条 1 項 13 号。
- 113 田中和明『詳解信託法務』273 頁（清文社、2010 年）。
- 114 信託法 37 条 2 項が、毎年 1 回、信託財産の情報を受益者に報告することを、受託者に義務付けている。
- 115 これ以外に、受益者が特定投資家である場合、委託者または受託者の利害関係者（信託業令 2 条 1 項各号に掲げる者）の指図によって信託財産の管理・処分が行われる信託（信託財産の管理・運用のモニタリング不要）の場合、記載が免除される。
- 116 松尾直彦＝松本圭介編著『実務論点金融商品取引法』129 頁（金融財政事情研究会、2008 年）。
- 117 松尾直彦ほか「金融商品取引法の行為規制（上）」商事 1814 号 30 頁（2007 年）。
- 118 「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（平成 18 年法律第 66 号）。
- 119 証券取引法等の一部を改正する法律（平成 18 年法律第 65 号）。
- 120 「少なくとも対象期間の期首や期末の基準価額といった各顧客の運用財産の変動状況、及び、各顧客の運用財産を構成する資産クラス等を網羅した主要な変動要因の分析が記載されており、また、各顧客の資産のそれぞれの資産クラスへの投資割合が記載されていることが必要である」とされる（金融庁「『金融商品取引業等に関する内閣府令』等改正案に対するパブリックコメントの結果等について」〔2012 年 12 月 13 日公表〕の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（以下「2012 年 12 月 13 日パブコメ回答」という）「運用報告書等の記載事項の拡充等」No.178〔39 頁〕、齊藤将彦ほか「AIJ 投資顧問事案を踏まえた内閣府令等の改正」商事 1995 号 35 頁〔2013 年〕）。
- 121 「対象期間に限定さない合理的な範囲での基準価額の推移の記載が必要」とされる（2012 年 12 月 13 日パブコメ回答「運用報告書等の記載事項の拡充等」No.177〔39 頁〕、齊藤ほか・前掲注 36 頁）。
- 122 中村聡弁護士は、事業型ファンドについても、証券投資型ファンドと同様の規制をしていくことが今後の課題であると指摘している（中村・前掲注（93）25 頁）。

- 123 神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタール2 業規制』501頁〔石田眞得〕（商事法務、2014年）。
- 124 常時募集が行われ、流通市場というものがないオープン・エンド型の投資信託については、有価証券報告書を廃止できないかという指摘がある（金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」（第5回）議事録〔大崎発言〕〔2012年5月11日〕〔http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/gijiroku/20120511.html〔2017年3月6日〕）。
- なお、運用報告書制度（ただし投資信託に関するもの）と有価証券報告書制度との差異を表としたものは、金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」（第5回）の事務局説明資料（2012年5月11日）5頁参照（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/siryu/20120511/01.pdf〔2017年3月6日〕）
- 125 投資運用業者一般に対して運用報告書の交付義務が課せられていることから、ある証券投資型ファンドの販売が募集に該当せず、発行開示、継続開示の義務が生じないとしても、ファンド保有者には投資判断に必要な情報が提供されることになるとする（大崎眞和『解説金融商品取引法〔第3版〕』31頁〔弘文堂、2007年〕）。
- 126 神崎ほか『金融商品取引法』878頁（青林書院、2012年）。
- 127 神田ほか・前掲注（123）498頁〔石田眞得〕。
- 128 運用報告書の記載内容によって、投資者（権利者）は、運用成果を評価するために必要な運用財産の状況や投資運用業者の投資判断の内容に関する情報を知ることができ、さらに、運用報告書の記載内容である運用財産の運用に関する費用や利益相反のおそれのある行為等に関する情報は、業務の公正性・透明性の確保に資するものと考えられるとする（神田ほか・前掲注（123）501頁〔石田眞得〕）。
- 129 酒井和也ほか「投信法・資産流動化法に係る政令・内閣府令等の概要」商事1819号8頁（2007年）。
- 130 村松ほか・前掲注（111）281頁。
- 131 関係当事者の利益に明らかに反しない場合は、その者の合意は不要である（信託149条2項・3項、151条2項・3項、155条2項・3項）。また、信託行為に別段の定めがある場合には、それに従う（同法149条4項・151条3項・155条3項）。
- 132 投資信託では、信託の分割をすることが禁止されている（投信8条3項）。
- 133 有価証券に関する情報開示は、募集および売出しともに、発行者が行うとされる。これは、開示の内容が有価証券の発行者の企業内容（特定有価証券の場合、発行体の保有する資産内容）を中心とするところから、有価証券の発行者のみがこれを効果的に行うことができることによる（神崎ほか・前掲注（126）278頁）。
- 134 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』104頁（有斐閣、1984年）、基本問題研究会第一部会・前掲注（2）第2章第3節第3款。
- 神田ほか・前掲注（46）305頁〔谷口義幸・峯岸健太郎〕。
- 135 鈴木＝河本・前掲注104頁、基本問題研究会第一部会・前掲注（2）第2章第3節第3款。また基本問題研究会第一部会の報告書は、ディスクロージャー制度の適用除外の対象とするのは、「別途、

証券取引法のディスクロージャー規制と同様又は類似の規制が行われ、実質的に同等の投資家保護が図られているような場合、あるいは投資者保護上問題がないと考えられるような場合とすることが適当である」と指摘している（基本問題研究会第一部会・前掲注（2）第2章第3節第3款）。

神田ほか・前掲注（46）305頁-306頁〔谷口義幸・峯岸健太郎〕。

- 136 2006年、「証券取引法等の一部を改正する法律（平成18年法律65号）」によって、創設された。
- 137 第一部会報告25頁。
- 138 これに対し、当初信託財産が有価証券で、これを換価処分し、他の有価証券に運用を行うような信託の受益権は、有価証券投資事業権利等となる（小出卓哉「金融商品取引法施行後における信託実務（下）」金法1827号42頁〔2008年〕）。
- 139 前掲注（91）。
- 140 前掲注（93）。
- 141 有価証券の保有状況は、市場における当該有価証券の需給状況、支配権市場（支配権の変更等）の状況を明らかにするうえで重要である。なお、これらに関する情報を市場参加者に提供するものとしては、大量保有報告書制度がある。
- 142 厚生年金基金信託、国民年金にかかる信託、確定給付企業年金信託、確定拠出企業年金信託、年金積立金管理運用独立法人が運用する年金資金に関する信託は、いずれも金銭等を信託会社等に信託し、その元本および運用収益等の償還（交付）を受ける信託であって、投資商品の要件を充足する。しかしながら、それぞれの信託は、信託の設定に関する根拠法を持ち、その法のもと、規制されている。したがって、これらの信託について金融商品取引法の規制を及ぼすかは、個々の金融商品取引法の規制の趣旨・目的から判断されるべきものと考ええる。
- なお、各企業年金信託の詳細については、三菱UFJ信託銀行・前掲注（52）357頁参照。
- 143 信託型の商品ファンドとは、信託の受託者が投資者から信託として引受けた金銭を匿名組合契約等に基づき営業者に出資し、その営業者が商品投資を行う信託である。この場合における匿名組合契約等の持分は、第2項有価証券であることから、信託型の商品ファンドは、有価証券投資事業権利等に当たる。
- 144 同様の問題は、信託の受益権に投資する信託の受益権にも当てはまる。そこで、信託協会は、有価証券投資事業権利等に該当するかの基準となる有価証券の組み入れ比率の算定に際し、信託の受益権（有価証券投資事業権利等であるものを除く）を除外することを要望している（信託協会・前掲注（64）①の8）。
- 145 神田ほか・前掲注（46）310頁〔谷口義幸・峯岸健太郎〕。
- 146 前掲注。
- 147 神田ほか・前掲注（46）308頁〔谷口義幸・峯岸健太郎〕。
- 148 ただし、開示制度を、市場における投資者を対象とする投資判断（権利（有価証券）の取得、処分の判断）に必要な情報を提供する制度であると理解するならば、投資者への勧誘が行われぬこれらの信託の受益権について、公衆縦覧型の開示規定の適用を排除することは妥当である。
- 149 信託協会・前掲注（64）①の8）。

- 150 信託協会「規制改革に関する提案」1（2014年10月16日）（信託260号93頁〔2014年〕）。
- 151 経済産業省 新たな自社株保有スキーム検討会「新たな自社株保有スキームに関する報告書」2頁（2008年11月17日）。
- なお、同報告書では、このような仕組みを「新たな自社株式保有スキーム」と総称している。
- 152 神田ほか・前掲注（46）70頁〔松尾直彦〕。
- 153 黒沼教授は、従業員等持株会の持分が有価証券とされると「持株会の勧誘を金融商品取引業者等へ委ねなければならず、コスト倒れになることが懸念されたからであろう」と指摘している（黒沼・前掲注（35）43頁）。
- 154 高橋洋明＝森口倫「規制緩和等のための『金融商品取引業等に関する内閣府令』等の改正の概要」商事1880号18頁（2009年）。
- 155 信託の受益権に公衆縦覧型の開示規定が適用されるには、さらにその取得の勧誘に応じ、500名以上の者が信託の受益権を所有することが必要となる（金商2条3項3号・4項2号、金商令1条の8の5）。
- 156 金融商品取引法における信託の受益権は、「発行者」および「発行時の定義」により（同法2条5項、定義府令14条）、信託会社等の行う信託の引受けが、募集（自己募集）に該当することがありうる。しかしながら、信託の受益権の自己募集は、信託型の商品ファンドの受益権（同法2条8項7号ト、同施行令1条の9の2）を除き、金融商品取引業と位置付けていない（同法2条8項7号）。なお、信託会社等の行う運用についても、信託業法等による規制が及んでいるものについては、金融商品取引法の規制は排除されている（同法65条の5第5項、33条の8）。
- 157 金融庁「『企業内容等の開示に関する内閣府令（案）』等に対するパブリックコメントの結果等について」（2009年12月11日公表）の「コメントの概要及び金融庁の考え方」（以下「2009年12月11日パブコメ回答」という）中の「従業員株式所有制度について〔開示府令第2号様式等、特定有価証券ガイドライン〕」No.3（11頁）。
- 158 企業開示府令2号様式記載上の注意（47-2）。
- 159 「役員、使用人その他の従業員（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第16条第1項第7号の2イ（1）に規定する対象従業員を含む。）又はこれらの者を対象とする持株会」に会社の「株式を一定の計画に従い、継続的に取得、又は売り付けることを目的として」、会社の「株式の取得又は買い付けを行う信託その他の仕組みを利用した制度」をいう（特定有価証券開示ガイドラインA2-3、企業開示府令2号様式記載上の注意（47-2）a）。
- 160 このため、信託型ESOPの信託の受益権は、有価証券投資事業権利等の適用除外有価証券とする必要がないという（2009年12月11日パブコメ回答「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.9〔12頁〕）。
- 161 一般的に「取得の申込みの勧誘」または「買付けの申込みの勧誘」とは、特定の有価証券についての投資者の関心を高め、その取得を促進することとなる行為をいうものと理解されている（神崎ほか・前掲注（126）317頁、大谷潤ほか「上場企業の資金調達の変質化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正」商事2046号34頁〔2014年〕）。

なお、具体的には、企業内容等開示ガイドラインB 4-1 に例示されている行為が含まれる。

- 162 集団投資スキームの組成は、一般に、投資者の需要等を踏まえつつ、その内容を確定させていく方法等がとられる場合が多い。このため、集団投資スキーム権利（持分）等にかかる募集または売出しについては、株券、社債券のような有価証券の募集または売出しとは異なり、その判定基準を「勧誘者数」ではなく、その勧誘に応じることによって当該有価証券を所有することとなる人数が基準とされた（金商2条3項3号・4項2号）（谷口＝野村・前掲注（81）43頁）。

基準となる人数については、有価証券報告書（継続開示書類）の提出義務者の要件として、株券等の所有者が一定数以上の場合（外形基準）が定められており、その数が当時500名であったこと（証取24条1項4号、証取令3条の6第2項）と平仄を合わせたものといわれている（大崎・前掲注（125）29頁）。

基準となる人数を継続開示制度と平仄をとったことについては、発行開示の強制が、継続開示の強制と異なり、有価証券の募集・売出しに際して、多数の者に対して一斉に有価証券の販売が勧誘され、いわゆる販売圧力が生じ、勧誘に直面した投資者が投資判断に資する情報を欲していることであることを無視したものとして、批判がある（黒沼・前掲注（91）610頁）。

また、勧誘者数ではなく、所有者数を基準とした点については、発行開示を強制する理由の一つが販売圧力にあることを考えれば、やはり勧誘者数を基準に考えるべきとの指摘がある（黒沼・前掲注（35）66頁）。

- 163 取得勧誘（募集）に該当しないものを「有価証券の私募」という（金商2条3項）。有価証券の私募には、適格機関投資家向け私募（同項2号イ）、特定投資家向け私募（同項2号ロ）、少人数向け私募（同項2号ハ）がある。売付け勧誘等（売出し）に該当しないもの（一般的に「私売出し」という）には、適格機関投資家向け私売出し（金商2条4項2号イ）、特定投資家向け私売出し（同項2号ロ）、少人数向け私売出し（同項2号ハ）がある。

- 164 自益信託の受益権等の分売に際して、委託者自身が勧誘を行うことは当然に考えられるが、伝統的な有価証券の発行者に関する考え方では、委託者自身が当該信託の受益権の発行者であるか疑義が生ずるため、これが募集であるか売出しであるかを明らかにするため、この規定が設けられている（上柳克郎ほか「平成4年証券取引法の改正について（18）—募集・売出しの定義—（1）」インベストメント48巻2号55頁〔黒沼報告〕〔1995年〕）。

- 165 「貸金業法施行規則及び金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（平成26年号外内閣府令第18号）」により新設された（2014年3月26日公布、同年4月1日施行）。

- 166 三井ほか・前掲注（58）132頁。

- 167 上柳ほか・前掲注（9）41頁〔黒沼報告〕。

- 168 第一部会報告27頁。

- 169 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令14条3項1号ロかつこ書は、「金銭を信託財産とする場合に限る」（定義府令）とし、信託財産がなんであるかを基準にしているように規定している。これに対し、2007年7月31日パブコメ回答では、「信託の設定に際して」と、当初の

- 信託財産がなんであるかを基準として判断する旨述べている（同「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.3・4〔31頁〕）。
- 170 有価証券信託受益証券については、星治「『上場信託』の可能性について～上場証券発行信託の上場商品での活用～」信託246号22頁（2011年）。
- 171 委託者および受託者が発行者となる場合であっても、これら信託の受益権の発行後の情報は、基本的に受託者が保有することとなると考えられることから、受託者のみが有価証券報告書の提出義務を負うこととなっている（特定有価証券開示府令22条の2第2号）。
- 172 2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.5（31頁）。
- 173 当該有価証券信託受益証券にかかる信託財産である有価証券の発行者に当該信託財産である有価証券に関する情報は集中する。
- 174 谷口＝峯岸・前掲注（90）24頁。
- 175 2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.3・4〔31頁〕。
- 176 さらに受託者と密接な関係を有する者も除外される（定義府令14条2項2号イかっこ書）。
- 177 同様の考え方を唱えるものとして、前田敏博ほか「信託受益権を中心とする投資商品概念・発行者概念・ファンド規制等のあり方」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『利用者の視点からみた投資サービス法』49頁（財経詳報社、2006年）。
- 178 前田ほか・前掲注48頁。
- 179 「発行者」が複数の場合、連名で義務を履行することになる（2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.5〔31頁〕）。
- 180 自益信託の場合には、受益権譲渡時が発行時とされることにも留意する必要がある。
- 181 例えば、不動産を裏付資産とする証券化の場合や特定の事業から撤退する際に当該事業にかかる資産の処分として証券化を行う場合などが考えられる（前田ほか・前掲注（177）48頁）。
- 182 前田ほか・前掲注（177）48頁。
- 183 第一部会報告（別紙1）4。
- 184 信託法上、受益証券発行信託の受益証券は、信託行為の定めに従って、遅滞なく発行されなければならない（信託207条）。
- 185 金融機関の信託業務の兼営等に関する法律6条の規定により元本の補てんの契約のある金銭信託。
- 186 三井ほか・前掲注（58）132頁。
- 187 2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.14（34頁）。
- 188 金融商品取引法2条4項かっこ書。
- 189 前掲注（164）。
- 190 三井ほか・前掲注（58）132頁。
- 191 谷口＝峯岸・前掲注（90）25頁。
- 192 前掲注（161）。
- 193 鈴木＝河本・前掲注（141）119頁、上柳ほか・前掲注（171）57頁〔黒沼報告〕。
- 194 アメリカの1933年証券法2条a項3号は、発行市場の開示の基礎をなす「売付け」（sale or sell）

を有償の処分行為を意味するものと定義している（15 U.S.C. § 78b (a) (3)）。

195 前掲注（193）。

196 金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項は、有価証券の公開買付けの定義に関し、有価証券の買付けが他の有価証券との交換を含むことを明確にしている。

197 ただし、一般論としてどのような行為をもって「取得勧誘」に該当するか、その外延は明らかではなく、特に信託型 ESOP のような他益信託について、受益者に対する「取得勧誘」が存在するのか、存在するとして具体的にどのような行為が「取得勧誘」に該当するのか、一義的に判断することは難しいと指摘する実務家もいる（有吉尚哉「日本版 ESOP の法的論点と実務対応〔下〕」商事 1882 号 32 頁〔2009 年〕）。

198 立案担当者の解説は、金銭の支払いの対価として受益証券発行信託の受益証券または信託の受益権を発行する旨の勧誘により集められた金銭を信託財産として金銭の支払者を受益者とする旨の信託を行う場合における勧誘行為を他益信託の取得勧誘の例として挙げている（谷口＝峯岸・前掲注（90）25 頁（注 4））。

また、法令等において、事業者が顧客から預託を受けた金銭を保全するための分別管理義務を履行するための信託を設定する際に、その旨を顧客に伝える行為は、基本的に「取得勧誘」にあたらなないとされている（2007 年 7 月 31 日パブコメ回答「有価証券の募集（私募）・売出しの定義〔第 2 条第 5 項・第 4 項〕」No.1・No.2〔18 頁・19 頁〕）。

199 信託型 ESOP について、そもそも、①受益者が何ら出捐をしない他益信託であって、②信託契約において受益権の譲渡禁止が定められ、③福利厚生目的の制度として設計されている場合において、募集規制を及ぼす必要性には疑問があると指摘する見解がある（葉玉匡美＝生瀬雅志「従業員持株 ESOP 信託の法務上の問題点」商事 1915 号 20 頁〔2010 年〕）。

200 金融庁「『証券取引法等の一部を改正する法律の施行等に伴う関係ガイドライン（案）』に対するパブリックコメントの結果について」（2007 年 10 月 2 日公表）の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」中の「企業内容等開示ガイドライン〔法第 2 条（定義）関係〕」No.2（1 頁）。

201 従業員持株会は、一般的に民法上の組合の形態をとる。

202 信託型 ESOP の仕組みについては、有吉尚哉「日本版 ESOP の法的論点と実務対応〔上〕」商事 1881 号 25 頁（2009 年）、内ヶ崎茂「従業員持株 ESOP 信託の導入効果とスキーム設計」商事 1914 号 26 頁（2010 年）、三菱 U F J 信託銀行・前掲注（52）548 頁。

203 特定有価証券開示ガイドライン A 2 - 1。

なお、他益信託の場合、当該信託の受益権の発行者は、委託者または委託者および受託者となるため、たとえ委託者が「取得勧誘」を行っているとも認められるとしても、当該委託者の行為は、信託の受益権等の発行者による自己募集に該当し、金融商品取引業には該当しない（金商 2 条 8 項 7 号、2013 年 7 月 31 日パブコメ回答「有価証券の募集（私募）・売出しの定義〔第 2 条第 3 項・第 4 項〕」No.1〔18 頁〕）。

204 2007 年 7 月 31 日パブコメ回答「有価証券の募集（私募）・売出しの定義〔第 2 条第 3 項・第 4 項〕」No.2（18 頁）。前掲注のなお書参照。

- 205 第一部会報告（別紙1）4。
- 206 第一部会報告は、「資産金融型商品の開示制度の整備に際しては、運用者・運用サービスの内容に関する開示情報の充実や開示書類の提出などにあたってのより柔軟な手続を認めることについて留意する必要がある」と指摘している（第一部会報告23頁）。
- 207 企業金融型証券に関する開示内容や開示様式は、企業内容等の開示に関する内閣府令に定められている。
- 208 有価証券届出書の届出免除制度の一つとして、募集金額（売出金額）が少額（1億円未満）の場合、届出が免除される（金商4条1項5号）。この少額の判断とする金額は、1年間である（特定有価証券開示府令2条）。これを根拠として、現行実務では、継続して投資信託の受益証券（金商2条1項10号）等の特定有価証券の募集または売出しを行っている場合、有価証券届出書である投資信託委託会社等は、継続開示書類である有価証券報告書を定期的（1年ごと）に提出するとともに、同時期に発行開示書類である有価証券届出書を提出している。
- 209 最終報告8頁。
- 210 運用報告書の記載内容は、投資信託財産の計算に関する規則（同規則58条・62条）、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（同指針協）-3-2-3（2）、（4）、投資信託協会の投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則および同細則、ならびに投資信託協会の投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する委員会決議に従う必要がある。
- なお、投資信託協会の規則等は基本的に正会員に対してのみ適用がある。しかし、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（同指針協）-2-10）は、投資信託協会などの金融商品取引業協会に未加入の金融商品取引業者に対しても、協会規則に準ずる内容の社内規程の整備を求めていることから、結局、未加入の金融商品取引業者も、これらの投資信託協会の規則などを遵守する必要がある。
- 211 最終報告7頁。
- 212 内国投資信託受益証券、外国投資信託受益証券、内国資産信託流動化受益証券（金商2条1項13号に掲げる有価証券）、外国資産信託流動化受益証券（同項17号に掲げる有価証券のうち、同項13号に掲げる有価証券の性質を有するもの）、内国信託受益証券、内国信託受益権、外国信託受益証券、外国信託受益権、これらの特定有価証券を受託有価証券とする特定有価証券信託受益証券。
- 213 例えば、改正後の特定有価証券開示府令5号の4様式（内国資産信託流動化受益証券）の第3部【受託者、原委託者及び関係法人の情報】の第1【受託者の状況】は、「受託者の概況」、「事業の内容及び営業の概況」（改正前「事業の状況」）、「経理の状況」、「利害関係人との取引制限」（新設）、「その他」で構成され（「整備の状況」は削除された）、【受託者の状況】については、「受託者の資本金の額」、「発行可能株式総数」、「発行済株式総数」、「機構」を記載することが求められている（記載上の注意（28））。
- 214 内国・外国投資信託受益証券については、投資信託委託会社のみが開示義務者であることもあり、改正前からすでに「受託者情報」の記載はなかった。
- また、この改正において、特定有価証券信託受益証券について、組込方式、参照方式および発行登

録制度の利用が認められた（特定有価証券開示府令 11 条の 2 第 2 項 6 号・11 条の 3 第 1 項 5 号・18 条 1 項 5 号）。

215 三井ほか・前掲注（58）432 頁、405 頁。

216 2007 年 7 月 31 日パブコメ回答「定義（金融商品取引業）〔第 2 条第 8 項〕」No.40・No.41（43 頁）。

217 金融商品取引法は、企業の資金調達を阻害することのないようにするとの観点から、有価証券の募集・私募については、金融商品取引業の規制の対象外としている。

しかしながら、投資者保護の観点では、規制の対象とすることが適当であると考えられることから、委託者指図型投資信託の受益権や狭義の集団投資スキーム持分などの一部の有価証券の募集・私募を金融商品取引業とし、規制の対象としている（金商 2 条 8 項 7 号）。この規制とのバランスも考えるべきである。

218 運用報告書の虚偽記載等については、AIJ 事案を受け、2013 年 6 月 19 日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成 25 年法律第 45 号）」によって、罰則が強化された。

219 金融商品販売法上の損害賠償責任が生じる。

【付記】 本研究の一部は、JSPS 科研費 26380154 の助成を受けたものです。

信託と公開買付規制・大量保有報告規制

小 出 卓 哉

目次

- 1 はじめに
 - 2 公開買付規制
 - (1) 規制の概要
 - (2) 規制の沿革
 - (3) 規制の趣旨
 - (4) 規制の内容（発行者以外の者による株券等の公開買付け）
 - 2-2 公開買付け規制と信託における問題点
 - (1) 金商法上の信託に関する調整
 - (2) 信託における公開買付け規制の問題点
 - (3) 信託における特別関係者の範囲
 - (4) 信託譲渡・現物交付と「買付け等」
 - (5) 信託受益権の譲渡と「買付け等」
 - (6) 別途買付けの禁止と信託
 - 3 大量保有報告規制
 - 3-2 大量保有報告規制と信託における問題点
 - (1) 金商法上の信託に関する調整
 - (2) 信託における大量保有報告規制の問題点
 - (3) 共同保有者の範囲
- [資料] 株券等の公開買い付けに関する Q&A

1 はじめに

金融商品取引法（以下「金商法」）において、公開買付けとは、不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所金融商品市場外で株券等の買付け等を行うこととされており（金商法第27条の2第6項）、取引所外での買付けによって一定数の株券を取得する場合等には、この公開買付けの方法によることが必要となる（同条第1項）。このような公開買付けの方法による買付けの義務が、いわゆる「公開買付規制」と呼ばれるものである。

次に、大量保有報告規制とは、上場有価証券の株券等保有割合が一定数を超える者に対する大量保有報告書の提出（金商法第27条の23）その他の義務をいう。

信託においては、信託勘定を通じて、株券等の買付けを行うケースや上場有価証券を保有するケースがある。そのため、公開買付規制・大量保有報告規制においては、信託財産である株券等の形式的所有者である受託者をベースに合算を行いつつ、投資運用権限を有するか否か等によって株券等所有割合等から除外するといった一定の調整規定が置かれている。

多くのケースにおいては、このような現行の公開買付規制・大量保有報告規制の信託勘定における調整を通じて、問題点の解消が図られているように思われる。しかし、このような調整規定のみでは対応できないケースもあるように思われるため、本稿ではその問題点を検討するものである。

なお、本稿の内容は、規制の文言上、解釈論としては困難な点が含まれており、立法論的な検討にも踏み込んでいる点、予めご了承ください。

2 公開買付規制

(1) 規制の概要

取引所外での株券等の買付けによって、株券等所有割合が一定数を超えるとき等には、当該買付けは「公開買付け」の方法で行う必要が生じる。この公開買付けは、(a) 発行者

以外の者による株券等の公開買付け（金商法第 27 条の 2）と、(b) 発行者による上場株券等の公開買付け（金商法 27 条の 22 の 2）とに大きく分けられる。また、この株券等所有割合は、以下の計算式によって算出される。

$$\text{株券等所有割合} = \frac{\text{買付者と特別関係者が所有する株券等に係る議決権数}}{\text{総株主等の議決権数} + \text{買付者と特別関係者が所有する新株予約権等に係る議決権数}}$$

(出所：小谷融ほか「金融商品におけるディスクロージャー制度」税務研究出版局、平成 19 年)

(2) 規制の沿革

(2.1) 公開買付規制の導入（昭和 46 年）

公開買付規制は、昭和 46 年の証券取引法の改正によって導入されたものである。その際の規制の概要は、不特定多数の者に対して、有価証券報告書提出会社の株券等の取引所外における買付けの申込み等（公開買付け）をする場合であって、買付け後に発行済株式総数の 10%以上を所有する場合には、法令上の手続による必要があるというものであった。そのため、規制の内容としては、一定の買付けに対して、公開買付けを行うことを義務付けるというよりも、公開買付けを行う場合に従うべき手続を法定化したという性質のものであった¹。

(2.2) 平成 2 年改正

公開買付規制は、平成 2 年の証券取引法の改正によって、一定の買付けに対して、公開買付けの方法によることを義務付けるという性質の転換が行われた。

この改正による公開買付規制の概要は、① 61 日以内に 10 名超から買い付ける場合において、当該買付け等の後の株券等所有割合が 5%超となるもの、および② 61 日以内に 10 名以下から買い付ける場合において、当該買付け等の後の株券等所有割合が 3分の 1 超となるものについては、原則として公開買付けの方法によることが必要というものであった。

(2.3) 平成 18 年改正

平成 18 年改正においては、「企業の合併・買収件数は急速に増加してきており、企業買収の一手段である公開買付けの件数も増加している。その態様についても多様化しており、今後、いわゆる買収防衛策をめぐる動きや会社法制の抜本的改正の施行等と相俟って多様化の流れはさらに強まっていくことが予想される。」²といった観点から公開買付規制の改正が行われた³。具体的には、①脱法的な態様の取引への対応として、取引所有価証券市場内外における買付け等の取引を組み合わせた急速な買付け等の後、株券等所有割合が3分の1を超えるような場合について、公開買付規制を適用し、②投資者への情報提供の充実として、買収対象者による意見表明・買収対象者から公開買付者への質問の機会の付与・買収対象者による公開買付期間の延長請求等の措置、③買収防衛策の発動等により公開買付者が著しく不合理な立場に置かれることを防ぐため、公開買付の撤回等の柔軟化、④買付け等の後の株券等所有割合が3分の2以上となるような場合における全部買付義務の導入、⑤買付者間の公平性の確保の観点から、ある者が公開買付けを実施している期間中に、対象者の株券等を3分の1超所有する他の株主が急速な買進めを行う場合、当該他の株主にも公開買付けを義務付けるもの、といった改正が行われた。

(3) 規制の趣旨⁴

公開買付規制については、以下のような趣旨から定められているといえる。もっとも、公開買付規制は、昭和 46 年に導入された後、様々な要因によって複数の改正が行われており、個々の規定によって趣旨が異なっている。

- (a) 株主及び投資者への適正な情報開示（合併・買収に伴う株価への影響）
- (b) 株主などに株券等の平等な売却機会を与えること（支配権プレミアムの平等分配等）
- (c) 少数株主保護
- (d) 公正な手続の確保（企業買収ルールとしての手続きの公正）

(4) 規制の内容（発行者以外の者による株券等の公開買付け）

(4.1) 公開買付けの手続きが必要となる場合

公開買付規制が適用される株券等の買付けは法定されており、以下に定める買付けを行う場合には、公開買付けの方法による必要がある。

- (a) 取引所外での株券等⁵の買付け等で、株券等所有割合が5%を超える買付け等。ただし、少人数かつ短期間（10名以下、60日間）での買付けを除く。（金商法第27条の2第1項1号）
- (b) 取引所外での株券等の買付け等で、少人数かつ短期間（10名以下、60日間）で、株券等所有割合が3分の1を超える買付け等（金商法第27条の2第1項2号）
- (c) 取引所立会外取引での株券等の買付け等で、株券等所有割合が3分の1を超える買付け等（金商法第27条の2第1項3号）
- (d) 急速な買付け等（金商法第27条の2第1項4号）：3月以内に、10%を超える株券等の取得を行う場合であって（株券等の買付け等の場合には、5%を超える株券等の買付け等を取引所外・取引所立会外取引で行う場合に限る）、株券等所有割合が3分の1を超える買付け等⁶
- (e) 他者の公開買付期間中における買付け等（金商法第27条の2第1項5号）：他者が公開買付けを行っている場合に、株券等所有割合が3分の1を超える者が、公開買付け期間中に行う、5%を超える株券等の買付け等⁷
- (f) PTSでの株券等の買付けで、株券等所有割合が3分の1を超える買付け等（金商法第27条の2第1項6号、施行令第7条7項1号）
- (g) 実質基準による特別関係者と行う急速な買付け等（金商法第27条の2第1項6号、施行令第7条7項2号）⁸

(4.2) 「特別関係者」の定義（金商法第27条の2第7項）

公開買付規制の適用の有無を判定するにあたって、株券等所有割合には、特別関係者の株券等所有割合が加算されることになるため、特別関係者の範囲を正確に把握する必要がある。この特別関係者には、形式的基準による特別関係者と、実質的基準による特別関係者とがあり、それぞれ以下の基準となっている。

- (a) 形式的基準：株券等の買付け等を行う者と、株式の所有関係、親族関係その他の政令で定める特別の関係にある者（20%以上の議決権を有している場合等。）（施行令第9条）
- (b) 実質的基準：株券等の買付け等を行う者との間で、共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、若しくは当該株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使すること又は当該株券等の買付け等の後に相互に当該株券等を譲渡し、若しくは譲受けることを合意している者

(4.3) 別途買付けの禁止（金商法第27条の5）

公開買付者等は、公開買付期間中は、公開買付け以外の方法による株券等の買付け等を行ってはならない。これがいわゆる「別途買付けの禁止」といわれるものである。

これに違反した場合、公開買付者等は、公開買付けに応じた売主に対し、損害賠償の責任を負う（金商法第27条の17）⁹。

(5) 規制の内容（発行者による上場株券等の公開買付け）

発行者以外の者による株券等の公開買付けとは別に、発行者自身が行う株券等の買付けについても、一定の場合には公開買付けが義務付けられている。具体的には、発行者が以下の買付け等を行う場合に、公開買付けが義務付けられることになる。

- (a) 上場株券等の発行者による取引所外における買付け等で、株主との合意によって行う（会社法第156条に基づく）自己株式の買付け等¹⁰（金商法第27条の22の2第1項1号）
- (b) 上場株券等の発行者が外国会社である買付け等のうち、その買付け等に関する事項をによる取引所外における買付け等で、新聞に掲載する等の方法で多数の者に知らせて行う買付け等（金商法第27条の22の2第1項2号）

2 - 2 公開買付け規制と信託における問題点

(1) 金商法上の信託に関する調整

株券等所有割合の計算からは、信託業を営む者が¹¹ 信託財産として所有する株券等であって、以下のいずれにも該当しない場合には、所有する株券等の数に算入しないこととされる（金商法第 27 条の 2 第 8 項 1 号、他社株府令第 7 条 1 項 1 号）。

- (a) 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主若しくは投資主としての議決権を行使することができる権限又は当該議決権の行使について指図を行うことができる権限を有する場合（施行令第 7 条 1 項 2 号）
- (b) 投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資するのに必要な権限を有する場合（施行令第 7 条 1 項 3 号）

(2) 信託における公開買付け規制の問題点

信託において株券等を所有する場合には、金商法上、上記（1）のと通りの調整が定められている。

この点、固有財産・複数の信託で所有する株券等が、「株券等の買付け等を行う者」として株券等所有割合において合算されるのかという点は問題となる。

条文上は、特定運用信託のような場合の株券等に限定して株券等所有割合から除外しており、原則としては法人格のある受託者ベースで計算され、固有財産・複数の信託で所有する株券等は合算することとされている。議決権行使に係る裁量が受託者にある場合、実際には同一の議決権行使がなされる場合がほとんどであろうから、基本的には、合算することに問題はない。

しかし、信託目的等によってなすべき議決権行使が分かれる場合が例外的にあるとすると、そのような場合には、受託者ベースでの合算は以下のような不合理を生じるように思われる。

- (a) 異なる信託財産においてはその利益の享受主体である受益者も異なることがあり、そのような受益者が異なる信託財産で保有する株券等所有割合を合算することは、企業買収ルールである公開買付け規制の趣旨に合致せず不合理な場合があること。
- (b) 信託財産の運用方針によっては、各信託財産の議決権行使方針が異なることも生

じうるにもかかわらず¹²、そのような信託財産の株券等所有割合を合算することは、企業買収ルールである公開買付規制の趣旨に合致せず不合理な場合があること。また、固有財産における議決権行使方針と、信託財産での議決権行使方針が異なることも生じうること¹³。

(c) 同様の指定運用信託間の公平性を害する場合があります。すなわち、複数の指定運用信託を受託者が受託しており、指定運用信託 A が既に会社株式の 20% を保有している場合に、指定運用信託 B が新たに 20% の同社株式を買い付けるとき、指定運用信託 B にのみ公開買付規制が適用されてしまう。これは、公開買付を行った場合にはプレミアム価格を支払う必要があることから、指定運用信託 B にのみ高額な対価の支払が要求されるという点でも、信託間における公平性を害する¹⁴。また、指定運用信託 B においては支配権を有するものではないため、支配権プレミアムを負担させる合理性もない¹⁵。

(d) 別の指定運用信託における株券等の所有状況によって、他の指定運用信託の運用に支障が生じうること（例えば、インデックス運用での追加買付けに影響が出る等）¹⁶。

(e) 昨今の金融規制においては個別の信託財産に着目した規制が行われていること（信託財産ごとの LEI (Legal Entity Identifier) の取得、OTC デリバティブ取引の取引金額の Threshold の考え方等）。

(f) 公開買付け規制の趣旨は、合併・買収の場面の場面を念頭においた株主への情報開示・株券等の売却機会の付与等であるところ、投資戦略・利益帰属主体の異なる固有財産・個々の信託による株券等の所有については、合算することは当該規制の趣旨と合致しない面があること。

(g) 組合が行う株券等の買付けについては、組合自体を公開買付者とすることができるとされていること（株券等の公開買付けに関する Q&A 問 28）¹⁷。

従って、株券等所有割合においては、固有財産、各信託財産ごとに個別に計算が行われるとするのが妥当ではないか。

これに対し、固有財産、各信託財産ごとに個別に株券等所有割合を計算した場合には、複数の信託財産に分散して株券等の買付け等を行うことにより、公開買付規制を潜脱するおそれが生じるという批判もあり得る。

しかし、複数の信託財産に分散して株券等の買付け等を行っている場合には、そのような信託財産は実質的基準による特別関係者として合算されることになるため、規制の潜脱が生じるという批判はあたらない。また、当然、受託者が固有財産と信託財産とで共同して株券等を取得する場合には、固有財産と信託財産とが実質的基準による特別関係者として合算されることになるため、信託を通じた規制の潜脱は生じない。

また、このように株券等所有割合を計算した方が、ある者が複数の信託受託者に分けて、株券等をそれぞれの信託受託者に取得させた場合にも、それぞれの信託を特別関係者として合算することができるため規制の趣旨にも合致するように思われる。

また、株券等所有割合を、株券等に対する投資権限を有する者ごとに合算するということも選択肢としてはあり得ると思われる。

しかし、投資権限を有する者をベースとした場合、上記 (a)-(d) のような不合理は解消できないため、やはり株券等所有割合においては、固有財産、各信託財産ごとに個別に計算が行われるとし、実質的基準による株券等所有割合で調整するのが妥当ではないかと思われる。

(2.1) 信託自体を公開買付者として扱った場合の取扱い

組合との平仄（株券等の公開買付けに関する Q&A 問 28）を考えると、信託自体を公開買付者として扱った場合、届出者等は以下のような扱いになると考えられる。

	組合	信託
公開買付けの届出者	業務執行組員	受託者
組合・信託財産が特別資本関係を有する法人等	組合財産として他の法人等の議決権の 20% 以上を有する場合における当該他の法人等	信託財産として他の法人等の議決権の 20% 以上を有する場合における当該他の法人等
組合・信託財産に対して特別資本関係を有する者	組合の財務及び営業又は事業の方針を決定する権限全体の 20% 以上を有する者 (通常、業務執行組員)	信託財産の財務及び営業又は事業の方針を決定する権限全体の 20% 以上を有する者 (通常、信託受託者)

(3) 信託における特別関係者の範囲

前述のとおり、特別関係者には形式的基準の特別関係者と、実質的基準の特別関係者とがある。実質的基準の特別関係者については、共同して株券等を取得することを合意して

いるといった要件であるので、信託が介在する場合にもその適用範囲に不合理は生じない。これに対し、形式的基準の特別関係者については、買付者の20%以上の議決権を有している者等（特別資本関係を有する者）とされているところ、信託受託者の親会社等は当該信託受託者が受託する信託の特別関係者に該当するののかという問題がある。

この点、形式的基準の特別関係者は、その関係性から買付者と同内容での議決権の行使等が行われることが類型的に想定されるため、特別関係者として株券等所有割合を合算しているものと思われる。

そうすると、信託受託者の親会社等については、かならずしも信託財産における議決権の行使と同内容の議決権を行使するとは考えられないことから、信託財産の形式的基準の特別関係者には、信託受託者の親会社等は含まれないと考えるのが妥当と思われる（もちろん、議決権の行使基準が信託受託者と親会社等で同一であれば、実質的基準の特別関係者に含まれることになる。）。

次に、信託財産に対して持分の20%以上を有する信託受益者については、形式的基準の特別関係者に該当するののかという問題がある。

この点、組合においては、(a) 組合が特別資本関係を有する法人等として、組合財産として他の法人等の総株主等の議決権の20%以上を有する場合における当該他の法人等、(b) 組合に対して特別資本関係を有する者として、当該組合の財務及び営業又は事業の方針を決定する権限全体の20%以上を有する者（通常、業務執行組合員）がこれに該当するとされている（株券等の公開買付けに関するQ&A問28）。

そのように考えると、信託財産においても、特別関係者の範囲は、(a) 信託財産が特別資本関係を有する法人等としては、信託財産として他の法人等の議決権の20%以上を有する場合における当該他の法人等、(b) 信託財産に対して特別資本関係を有する者として、信託財産の財務及び営業又は事業の方針を決定する権限全体の20%以上を有する者（通常、信託受託者）が該当すると捉えるのが妥当と思われる。

そのため、単純に信託財産に対して持分の20%以上を有する信託受益者については、基本的には形式的基準における特別関係者には含まれないと解すべきである。

(4) 信託譲渡・現物交付と「買付け等」

買付け等は、株券等の買付けその他の有償の譲受けをいい、①株券等の売買の一方の

予約、② 株券等の売買に係るオプションの取得、③ 他社株転換社債の取得を含むものとされ（施行令第6条3項、他社株府令第2条の2）、交換、代物弁済や現物出資等の取引形態も該当するとされる。

この点、信託契約に基づく委託者から受託者への信託譲渡、信託終了に伴う受託者から受益者への現物交付も「譲受け」に該当するとの見解もある^{18,19}。

しかし、そのような考え方は、以下の点から不合理なものと思われる。

- (a) 有価証券処分信託のように、委託者から受託者に閾値を超える有価証券が信託譲渡され、受託者の下で有価証券が閾値に満たない形で適時売却される場合に²⁰、信託譲渡の場面だけを捉えて公開買付規制を適用する意義に乏しいこと。
- (b) 信託受託者が、固有勘定や指定運用信託において株券等を一定の閾値（5%や3分の1）を超えて保有している場合に、新たに株券等の信託譲渡を受けた場合に、当該信託譲渡に公開買付け規制が適用されるのは不合理であること。
- (c) 信託終了に伴う受託者から受益者への現物交付については、「有償の譲受け」という概念にはそぐわないこと。
- (d) 特定運用信託の場合で、受益者が議決権行使権限等を有する場合には、受益者をベースに株券等所有割合を計算することになるが、信託終了による株券等の現物交付を行った場合に、現物交付する株券等を株券等所有割合に二重にカウントされるおそれがあること。
- (e) 組合のケースにおいては、組合の解散にともなう残余財産の分配について、業務執行組合員の裁量により分配方法が決定された場合には、自らの意思に基づく株券等の取得ではないため、「株券等の買付け等」に該当しないとされている（株券等の公開買付けに関する Q&A 問 16）ところ、信託の場合においても、残余財産の分配について、信託受託者の裁量により分配方法が決定される場合もあること。

従って、信託譲渡・信託終了に伴う現物交付については、組合の取扱いと平仄を取り、残余財産の分配の方法（現物によるか金銭によるか）を信託受益者が自ら選択する場合や信託受益者と信託受託者が合意により決定する場合等、実質的に当該信託受益者が自らの意思に基づき当該株券等を取得すると認められる場合に、「株券等の買付け等」に該当すると考えるのが妥当ではないかと思われる。

(5) 信託受益権の譲渡と「買付け等」

有価証券信託受益証券以外の信託受益権については、公開買付け規制の対象である「株券等」には該当しない（施行令第6条1項）。

この点、「株券を信託したうえで、その信託受益権を譲渡するような場合において、当該信託が終了した際に信託受益権の譲受人が当該株券を取得するのであれば、信託受益権の譲渡契約には、信託受益権の譲渡のみならず、株券の譲渡まで実質的には含まれているものと考えられる」との見解もある²¹。

しかし、このような取り扱いは、指定運用信託か特定運用信託かで取り扱いを区別している現行法の規律を考慮すると、特定運用信託であり、信託受益者が議決権行使又は株券等への投資権限を有する場合に限定的に適用されると解すべきであろう。

(6) 別途買付けの禁止と信託

公開買付け者等は、公開買付け期間中においては、公開買付けによらないで株券等の買付けを行ってはならない（金商法第27条の5）。

そうすると、信託銀行が公開買付けを行っている場合に（例えば、固有勘定における公開買付け）、信託財産（特定運用 / 指定運用いずれも）で同じ株券等を買付けすることは、別途買付けの禁止に抵触するように条文の形式上は解されるが、そのような結論は、以下の点から不合理である。

- (a) 別途買付けの禁止による、信託財産による投資機会の逸失
- (b) 固有勘定による投資行動、他の信託財産による投資行動による制約を信託財産が受けることの不合理
- (c) 固有勘定・別の信託財産による公開買付けが行われている場合には、公開買付け規制の趣旨（投資者への情報開示、平等な売却機会の付与、買収としての公正な手続きの付与）が該当しないこと。

従って、別途買付けの禁止については、原則として「買付け等」の対象からは除外し、複数の信託が実質的特別関係者にあるケースに限定して、規制の対象とするのが妥当ではないか。

なお、現行金商法においても、形式的基準による特別関係者であっても、実質的基準による特別関係者に該当しない旨の申出（他社株府令第18条）を関東財務局長に提出する

ことにより、別途買付の禁止の適用を受けないで買付け等を行うことが可能である。

3 大量保有報告規制

(1) 規制の概要

上場有価証券の株券等保有割合が5%を超えるときには、当該保有者は、大量保有報告書を提出する等の義務を負うことになる（金商法第27条の23）。この大量保有報告の方法としては、一般報告制度（金商法第27条の23第1項）と、機関投資家向けの特例報告制度（金商法第27条の26第1項）とに分けられている。また、株券等保有割合は、以下の計算式によって算出される。

$$\text{株券等保有割合} = \frac{\text{保有者の保有株券等の数} + \text{共同保有者の保有株券等の数}}{\text{発行者の発行済み株式の総数} + \text{保有者及び共同保有者の保有する新株予約権等の数}}$$

（出所：小谷融ほか「金融商品におけるディスクロージャー制度」税務研究出版局、平成19年）

(2) 規制の沿革

(2.1) 大量保有報告規制の導入（平成2年改正）

大量保有報告規制は、平成2年の証取法改正によって、公開買付制度とともに導入された。大量保有報告規制が導入されたのは、証券市場において、経営参加、高値による売抜け・肩代わり等各種の目的を持って、公開会社の株式等を大量に買い集める事例が増加し、このような買集めや肩代わり等に伴い、株価の乱高下が生ずることが多く、これらに関する十分な市場情報を有していない一般投資者に不測の損害を与えかねないという問題が生じてきたことを受け、平成元年5月に、証券取引審議会から「株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について」の提言がなされたものである。

(2.2) 平成 18 年改正

平成 18 年改正においては、「近時、短期間に大量の上場株券等を保有するに至る事例が増えつつあり、大量保有報告制度の迅速性・機動性に対して疑問が投げかけられている。また、いわゆる買収防衛策との関連等において、大量保有報告書による株式保有割合に係る開示を迅速・正確に行うことへの要請が高まっている」²²として、主として機関投資家の特例報告制度の報告頻度・期間の短縮といった見直しが行われた。

(3) 規制の趣旨

大量保有報告規制の趣旨は、資本制度の健全性の確保及び投資者保護を図る観点から、①上場会社等の支配権の変更や経営に影響を及ぼす可能性のある情報、②市場における需給に関する情報（株式等の市場価格の形成に関わる情報）を投資者及び市場に開示することにある²³。

これにより、株券等の発行者においては、早い段階において企業防衛の手段をとることも可能となる。

(4) 「共同保有者」の定義

大量保有報告規制にあっても、公開買付規制における特別関係者と類似した概念として「共同保有者」という概念が取り入れられている。大量保有報告規制における株券等保有割合の計算にあたっては、共同保有者の株券等保有割合が加算されることになる。この共同保有者は、実質基準の共同保有者と形式基準の共同保有者とがあり、それぞれ以下の基準となっている。

- (a) 実質的な共同保有者：株券等の保有者が、当該株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者と共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は当該発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している場合における当該他の保有者（金商法第 27 条の 23 第 5 項）
- (b) みなし共同保有者：株式の所有関係、親族関係その他の政令で定める特別の関係

にある場合（50%以上の議決権を有している場合等）の者（金商法第27条の23第6項、施行令第14条の7）

3-2 大量保有報告規制と信託における問題点

(1) 金商法上の信託に関する調整

大量保有報告規制にあつては、信託に関して、「保有者」及び「株券等保有割合」の計算について、以下の規定によって調整が行われている。

- (i) 保有者：自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者のほか、以下の者を含むものとされている（金商法第27条の23第3項）。
 - (a) 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することができる権限又は当該議決権その他の権利の行使について指図を行うことができる権限を有する者であつて、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者
 - (b) 投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資をするのに必要な権限を有する者
- (ii) 株券等保有割合：信託業を営む者が信託財産として保有する株券等（上記(a)(b)に該当しない場合に限る。）については、株券等保有割合から除外される（金商法第27条の23第4項、大量府令第4条1号）。
- (iii) 保有株券等からの除外：上記(a)(b)については、保有株券等から除外される（金商法第27条の23第4項、施行令第14条の6の2第2号、3号）²⁴。

(2) 信託における大量保有報告規制の問題点

信託において株券等を保有する場合、金商法上、上記(1)のと通りの調整が定められている。

この点、固有財産・複数の信託で保有する株券等が、株券等保有割合として合算されるのかという点が問題となる。

条文上は、特定運用信託のような場合に限定して株券等保有割合から除外しており、原則として、法人格のある受託者ベースで計算が行われ、固有財産・複数の信託で保有する株券等は合算することとされている。議決権行使に係る裁量が受託者にある場合、実際には同一の議決権行使がなされる場合がほとんどであろうから、基本的には、合算することに問題はない。

しかし、信託目的等によってなすべき議決権行使が分かれる場合が例外的にあるとすると、そのような場合には、合算は以下の理由から妥当ではないように思われる。

- (a) 大量保有報告規制の趣旨は、上場会社等の支配権の変更等に関する情報の投資家への開示等であるところ、投資戦略・利益帰属主体の異なる固有財産・個々の信託による株券等の保有について合算することは当該規制の趣旨と合致しないこと。また、合算することは誤った情報を公衆に伝えることにもなり得ること。
- (b) 複数の信託ファンドにおいて上場会社等の株式を保有している場合に（例えば、5の信託ファンドで1%ずつ保有しているケース）、1の信託ファンドが解約になったことで、変更報告の対象となるのは合理性がないこと。
- (c) 議決権行使方針が異なる固有財産・各信託財産の株券等保有割合が合算されると、一部の信託財産において重要提案行為を行おうとする場合に、信託受託者が金融機関である際には、特例報告制度の利用が制限されることになり（金商法第27条の26）、重要提案行為を行うインセンティブを阻害する等、不合理な結果となること。
- (d) 昨今の金融規制においては信託財産の独立性に着目した規制が行われていること（信託ごとのLEIの取得、OTCデリバティブ取引の取引金額のThresholdの考え方）。従って、株券等保有割合においては、固有財産、各信託財産ごとに個別に計算が行われるとするのが妥当である。

このように解しても、複数の信託財産で共同して株券等の保有／議決権の行使を行っている場合には、これらの信託財産を共同保有者として合算すれば規制の趣旨は全うできるため、規制の潜脱のおそれはないと思われる。

また、株券等保有割合を、株券等に対する投資権限を有する者ごとに合算するということも選択肢としてはあり得ると思われる。

しかし、投資権限を有する者をベースとした場合、受託者が投資権限を有するものの信託目的等の関係で議決権の行使が分かれるような例外的な場合には、上記(a)-(c)のよ

うな不合理は解消できないため、やはり株券等保有割合においては、固有財産、各信託財産ごとに個別に計算が行われるとするのが妥当ではないかと思われる。

(3) 共同保有者の範囲

前述のとおり、共同保有者には形式基準の共同保有者と、実質基準の共同保有者とがある。実質基準の共同保有者については、共同して議決権を行使することを合意しているといった要件であるので、信託が介在する場合にもその適用範囲に不合理は生じない。

これに対し、形式基準の共同保有者については、保有者の50%以上の議決権を有している者等とされているところ、信託受託者の親会社等は当該信託受託者が受託する信託の共同保有者に該当するののかという問題がある。

この点、形式基準の共同保有者は、その関係性から保有者と同内容での議決権の行使等が行われることが典型的に想定されるため、共同保有者として株券等保有割合を合算しているものと思われる。

そうすると、信託受託者の親会社等については、かならずしも信託財産における議決権の行使と同内容の議決権を行使するとは考えられないことから、信託財産の形式基準の共同保有者には、信託受託者の親会社等は含まれないと考えるのが妥当と思われる。

次に、信託財産に対して持分の50%以上を有する信託受益者については、形式基準の共同保有者に該当するかという問題がある。

この点、組合のケースにおいて、業務執行組員等以外の組員等は、自己の持分に相当する部分を株券等保有割合に算入する必要はないとされ、業務執行組員等以外の組員等が議決権その他の権利を行使できる権限等を有する場合や投資をするのに必要な権限を有する場合について、株券等保有割合に算入する必要があるとされている（株券等の大量保有報告に関するQ&A問19）。

そうすると、信託財産の場合においても、信託受益者はその持分に相当する部分を株券等保有割合に算入する必要はなく、議決権その他の権利を行使できる権限等を有する場合や投資をするのに必要な権限を有する場合に、株券等保有割合に算入するという扱いが妥当と思われる。

〔資料〕

株券等の公開買付けに関する Q&A

(問 16) 組合の解散に伴い、組合員が、出資額に応じた残余の組合財産の分配として株券等を取得する場合、公開買付けを行う必要がありますか（法第 27 条の 2 第 1 項関係）。

(答)

個別事案ごとに判断する必要がありますが、残余の組合財産の分配の方法が（当該組合員以外の）業務執行を決定する組合員（以下「業務執行組合員等」といいます。）の裁量により決定された場合には、通常、自らの意思に基づき株券等を取得すると認められないため、「株券等の買付け等」には該当せず、公開買付けを行う必要はないと考えられます。

これに対し、例えば、

- ① 残余の組合財産の分配の方法（現物によるか金銭によるか）を当該組合員が自ら選択する場合（現物によることを業務執行組合員等が裁量により決定した場合に、当該組合員が金銭により分配することを求めることができるに過ぎない場合は、これに含まれないと考えられます。）や当該組合員と業務執行組合員等が合意（書面であるか口頭であるかを問いません。）により決定する場合
- ② 近いうちに当該組合が解散し、残余の組合財産の分配として当該株券等が交付されることを知って当該組合に出資を行い、結果的に当該株券等を取得する場合
- ③ 組合契約の締結時に、当該組合が当該株券等を取得すること及び残余の組合財産を現物により分配することが合意されていた場合

など、実質的に当該組合員が自らの意思に基づき当該株券等を取得すると認められる場合（最終的に当該株券等を取得するために当該組合への出資という方法を利用した場合を含みます。）には、「株券等の買付け等」に該当し、法第 27 条の 2 第 1 項各号の要件に該当する場合、公開買付けを行う必要があると考えられます。

なお、会社の解散に伴う残余財産の分配についても、基本的に同様であると考えられます。

(問 28) 組合が組合の事業活動として行う株券等の買付け等について公開買付けを行う必要がある場合、公開買付者・特別関係者となるのは誰ですか（法第 27 条の 2 第 7 項第 1 号、法第 27 条の 3 第 1 項及び第 2 項関係）。

(答)

公開買付規制との関係においては、組合自体を公開買付者とすることができると考えられます。

(注) この間における「組合」とは、法人その他の団体（令第 4 条の 4 第 1 項第 2 号）に該当する組合をいいます。

その場合、公開買付開始公告の「公開買付者の氏名又は名称」の項目及び公開買付届出書の表紙の「届出者の氏名又は名称」の欄には、組合名及び業務執行組合員等の氏名又は名称（業務執行組合員等が法人等である場合には、その代表者の役職・氏名）を記載すべきであると考えられます。

組合自体を公開買付者とする場合、①当該組合の役員、②当該組合が特別資本関係を有する法人等、③当該組合に対して特別資本関係を有する者については、以下のように考えられます。

① 当該組合の役員

当該組合の業務執行を決定する者、すなわち、業務執行組合員等がこれに該当すると考えられます。

② 当該組合が特別資本関係を有する法人等

組合財産として他の法人等の総株主等の議決権の 20%以上を有する場合における当該他の法人等がこれに該当すると考えられます。

③ 当該組合に対して特別資本関係を有する者

当該組合の財務及び営業又は事業の方針を決定する権限（通常、業務執行組合員等が有すると考えられます。）全体の 20%以上を有する者（例えば、5 名の多数決により決定する場合、それぞれの者が権限全体の 20%を有すると考えられます。）がこれに該当すると考えられます。

(注) これに該当しない場合であっても、特に、組合員が少数である場合などにおいては、いわゆる実質的基準による特別関係者（法第 27 条の 2 第 7 項第 2 号の特別関係者）に該当しないかに留意する必要があります。

〔注〕

- 1 証券法研究会「金商法体系Ⅰ」（商事法務）19頁
- 2 「金融審議会金融分科会第一部会 公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について」平成17年12月21日
- 3 なお、平成17年には、いわゆるニッポン放送事件（ライブドアが立会外取引を利用してニッポン放送株を取得したもの）を受けて、立会外取引についても規制対象とする改正が行われている。
- 4 発行者による上場株券等の公開買付け規制は、インサイダー取引の弊害を防止するという側面もある。
- 5 株券等：有価証券報告書を提出する発行者の株券等又は特定上場有価証券。有価証券信託受益証券で、受託有価証券が株券等であるものを含む（施行令6条1項）。
- 6 取引所内取引と取引所外取引とを組み合わせる買付け等を行う場合を規制する趣旨。
- 7 公開買付者は、別途買付けの禁止（金商法第27条の5）により公開買付け以外の方法による買付けができないのに対し、それ以外の者には別途買付けの禁止が適用されないため、買付者間の不公平を是正する趣旨。
- 8 急速な買付け等（第4号）の規制の潜脱を防止する趣旨。
- 9 損害額のみなし規定もある（公開買付け以外の手続きで支払った額と、公開買付け価格との差額）
- 10 信託受益権の発行者については、委託者・受託者・委託者及び受託者である場合があるが（定義府令第14条3項1号イ～ハ）、発行者による上場株券等の公開買付けは、自己株の買付けに限定されており、信託の関係においては問題は生じないと考えられる。
- 11 信託の性質に着目するのであれば、株券等所有割合から除外する場合に「信託業を営む者」に限定する意味は小さいようにも思われる。
- 12 短期的収益を目的とする信託財産と、長期的収益を目的とする信託財産にあつては、議決権の行使方針にも差が生じうと思われる。
- 13 議決権行使方針について、受託者において固有財産又は各信託財産とで分離していない場合もあり得るが、フィデュシャリーとして受託者が議決権行使方針を分離すべきか否かは別論である。
- 14 固有財産において信託財産に先行して会社株式に投資している際にも、同様の問題が発生する。
- 15 もっとも、指定運用信託における受託者としては、取引所における買付けを行なうことが通常であるとすれば、このような弊害は理論上のものにとどまることになる。
- 16 インデックス運用においては、取引所における買付けを行なうことが通常であるため、この点の弊害は、実務的には極めて限定的なものと思われる。
- 17 組合と信託においては、所有権の帰属の法形式が異なるが（組合：組合員での合有、信託：信託受託者での信託財産としての所有）、公開買付け規制での取扱いを異ならせる理由とはならないと思われる。
- 18 松尾直彦「金融商品取引法〔第3版〕」（商事法務2014年）216頁
- 19 なお、組合の解散に伴う残余財産の分配として組合員が株券等を取得する場合について、組合員の意思に基づき株券等を取得していると認められる場合（残余財産の分配方法を組合員が選択する場

合、組合契約において現物分配が合意されている場合等) には、「株券等の買付け等」に該当するとされている(株券等の公開買付けに関する Q&A 問 16)。

- 20 このような有価証券処分信託は、企業オーナーが保有する株券等を、インサイダー取引に該当することを防止する観点から設定されることがある。
- 21 池田唯一ほか「新しい公開買付制度と大量保有報告制度」(商事法務 2007 年) 50 頁
- 22 「金融審議会金融分科会第一部会 公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について」平成 17 年 12 月 21 日
- 23 前掲注 18 松尾 274 頁
- 24 保有者及び共同保有者間の重複計算を避ける趣旨。

信託受益権の非有価証券化の解釈論的試み

小 川 宏 幸

目 次

1 問題の所在

- (1) 信託受益権が有価証券とされた経緯
- (2) 信託受益権の有価証券化に対する評価

2 米国法

- (1) 「証券」の定義規定
- (2) 投資契約（investment contract）に対する Howey テスト
- (3) 信託受益権の証券該当性が争われた事案

3 検討

- (1) 「信託の受益権」を限定する必要性
- (2) 信託受益権の有価証券該当性の制限に向けた解釈論
- (3) 実質基準と罪刑法定主義との関係
- (4) 実質解釈を定着させるための取り組み

1 問題の所在

(1) 信託受益権が有価証券とされた経緯

有価証券概念は、わが国金融商品取引法のモデルとなった米国の証券諸法の開示制度を中核とする法規制の適用範囲を画する概念である¹。その米国においては、「投資契約 (investment contract)」についての「Howey 基準」や「危険資本基準 (Risk capital test)」、「ノート」についての「同種の類似性基準 (Family resemblance test)」などの解釈基準が存在しており、証券法・証券取引所法においては、証券 (Securities) が限定列挙されているが、法律形式よりも経済実態を重視した証券性の判断基準により、集団投資スキームを含む極めて幅広い商品が証券とされているのである²。わが国でも、①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標などに関連して、③より高いリターン (経済的効用) を期待してリスクをとるものという金融商品 (「投資商品」) の基準に信託受益権は合致するものであることから、「有価証券」とみなすこととされたところである³。

このように、信託の受益権一般がみなし有価証券とされる結果、信託業法上の信託受益権販売業者の行為はすべて金融商品取引業として扱われることになるため、信託業法から信託受益権販売業者に関する規定が削除され、信託会社の行う信託の引受けについては、信託業法において委託者・受益者の保護の観点から規制が加えられているため、金融商品取引法の規制対象とされていない。また、信託の引受けは「信託受益権の自己募集」に相当する行為ではあるが、金融商品取引法はこれを金融商品取引業の登録が必要な行為と位置づけなかった (2条8項7号参照)⁴。

(2) 信託受益権の有価証券化に対する評価

このように信託受益権もわが国金融商品取引法においては有価証券とみなされることになったのであるが、この点については、これを積極的・好意的に評価するものがある。すなわち、「……証券取引法が金融商品取引法に改正され、……信託受益権一般が金融商品取引法上の有価証券に指定されたことに伴い、信託受益権に係る取引について業者規制、開示規制の観点から、より一層の投資家保護が図られることとなった」というものや⁵、(実

績配当型の合同運用金銭信託について)「信託受益権は、株式会社の株式とともに、責任制限と匿名性によって資本市場にアクセスする有力な武器となりうる法技術である。……自由譲渡性の保障の強弱など、株式と信託受益権の相違には留意すべき点はあるものの、金商法上の『有価証券』として、金商法に固有のルールである開示規制や不公正取引規制に服せしめることは、かえって、信託の可能性と有用性を高める……。新たな投資商品の開発を促すという目的は、金商法の規制の枠組みに服していることにより、かえってその自由を獲得している……」とするものである⁶。

これに対して、信託受益権を有価証券とみなすことに対して否定的に評価するものもある。すなわち、「……〔開示規制とは異なり〕業規制や行為規制については、信託受益権を取り扱う場合に〔金商法の規定が〕一律に適用されることになり、規制対応の負担によって信託の活用可能性を過度に制約する懸念がある」とするものや⁷、「……証券取引法が金商法に衣替えするにあたり、従前から有価証券とされていた受益権以外のすべての受益権も取り込みそれを有価証券とみなし、金商法規制の網をかける一方、発行者・発行時等の技巧的な手法を用いて適用関係の不都合を回避する現在の規制は、信託実務の発展の足かせとなっている。……市民が信託制度の利用を考える際、信託法だけでは足りず、信託業法に加え金商法も……検討対象としなければならないことになるが、かかる現状は過剰規制そのものであり、経済的な効率性もなければそれを正当化する合理性もない」とするものである⁸。神作裕之教授は、「受益権を一般的に有価証券に指定するというのは非常に広いのではないか……」「(営利目的である)株式会社における株式というのは、……社会一般に、金商法がどのような株券に対しても適用されるであろう、そういう社会的な期待がある」反面、「信託というのはいろんな目的に使われるので、必ずしも受益権をすべて金商法の保護のもとに置くということについて……了解というか期待というものがない場合もある」と述べられるが⁹、同感である。

そこで本稿では、わが国金融商品取引法の母法である米国証券法・証券取引所法における「証券」概念の考え方を参照することによって、信託受益権が無限定に有価証券に該当することを防ぐための解釈論を模索することを目的とする。なお、信託協会からは、信託受益権が一律に有価証券と規定されたことで、本来有価証券とみなされるべきでない信託受託権までもが有価証券とされてしまっているため、「信託の受益権」(金融商品取引法2条2項1号)の定義を見直すべきことが提案されている。

2 米国法

(1) 「証券」の定義規定

1933年証券法 (Securities Act of 1933) § 2 (a) (1) (15 U.S.C. § 77b (a) (1)) および 1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) § 3 (a) (10) (15 U.S.C. § 78c (a) (10)) は、その適用対象を画する概念である「証券」(security) を定義する規定であるが、ともに、「債務証券」(note)、「株式」(stock)、「投資契約」(investment contract) 等を例示列挙したうえで、「または、一般的に『証券』として知られているすべての利益または金融商品」(or, in general, any interest or instrument commonly known as a“security”) として包括規定を置く構造になっている。また、「文脈上、他に解されない限り」(unless the context otherwise requires) という但書が設けられており、これが経済的実態を踏まえて証券該当性が例外的に否定される場合の根拠とされている。

(2) 投資契約 (investment contract) に対する *Howey* テスト

SEC v. W. J. Howey Co. 事件¹⁰においては、カンキツ果樹園の区画の募集に耕作と産出品の販売を行う旨のサービス(役務提供)契約が附帯している内容の契約が、「投資契約」(investment contract) に該当するかが問題となった。判旨は、経済的実態と連邦法の救済的意図を強調して、*Howey* テストを提示した。同テストは、金銭の出資、共同事業の存在、もっぱら他人の努力により得られる収益への期待が、存在する場合に「投資契約」を肯定するものである。*Howey* テストは、「投資契約」の他にも、「一般に証券として知られている利益または商品」(“any interest or instrument commonly known as security”) の存在を決定するためにも用いられる¹¹。証券の制定法上の定義に、ビジネス・トラスト (business trust) は明示的には含まれていないが、ビジネス・トラストの受益権 (beneficial interest) は *Howey* テストを満たしている¹²。他人によって運営される事業への受動的な投資 (a passive investment in a business carried on by others) だからである¹³。

(3) 信託受益権の証券該当性が争われた事案

証券該当性が肯定された事案として以下の2件を紹介する。まず、① *S.E.C. v. Heritage Trust Co.* 事件¹⁴においては、撤回可能生前信託 (Revocable Inter Vivos Trust) について、差止命令 (injunction) が出されていたにもかかわらず、これに違反して無登録の証券の販売を続け、信託財産を浪費していることから、財産保全管理人 (receiver) の指名が申し立てられた。本件信託の合意には、受託者による投資に対して一般的に適用される制限が外されていた。信託的投資 (fiduciary investments) を支配する「いかなる」法の適用ともかかわりなく、受託者に対して絶対的な裁量 (absolute discretion) を与えるという条項が存在していた。Heritage Trust Co. (被告) は、「信任業務 (fiduciary services) の提供」と「投資契約」との間には明確な区別があるとする先例¹⁵を引用して、本件「革新的」(innovative) 信託は、「証券」には該当しないと主張した。これに対して、裁判所は、本件信託の実態は、信託財産を危険かつ高度に投機的な投資に向けるものであったうえに、委託者から受託者へ託された信託財産の安全性に対する通常の配慮というものが全く存在しなかった事実を確認した。そして裁判所は、*Howey* 基準の適用によって、本件信託は「証券」に該当すると判断した。銀行が管理する信託基金 (trust fund) には適用除外規定があるが、Heritage Trust Co. は銀行ではなく、仮にここにいう「銀行」には「信託会社」を含むとしても、Heritage Trust Co. は、(銀行に認められている)「信任権限を行使している」(exercising fiduciary powers) とは評価できないとされた。なお、Heritage Trust Co. のパンフレットでは、検認手続 (probate) を回避できることが信託の利点であることが強調されていたが、本件における主たる誘因 (prime inducement) は、投資に関する専門知識や安定した収益の存在であったことが明らかである、と認定されている。

次に、② *S.E.C. v. Professional Associates* 事件¹⁶ は、信託口座 (trust accounts) を含む様々なタイプの投資契約の提供に対して、SEC による暫定的差止命令 (Preliminary injunction) の申し立てを認めた地区裁判所の決定を不服として控訴された事案である。本件信託口座においては、受託者は、信託基金 (trust funds) を、ダイヤモンド、骨董品、不動産や証券に対して投資することが認められていた。Professional Associates (被告) は、本件信託口座は「コモン・ロー上の信託」(“common law trusts”) であるから、「証券」

には該当しないと主張した。控訴裁判所は、「信託」とラベリングすることや、また、実際にそれが信託であったとしても、裁判所がその実態 (realities) をみて「証券」と認定することは妨げられるものではないと判示した。続けて、控訴裁判所は、いわゆる「信託」であっても「証券」と認めることは可能であることの根拠として、先に紹介した① *SEC v. Heritage Trust Co.* 事件を引用する。被告は、本件における受託者は、① *SEC v. Heritage Trust Co.* 事件の場合と異なり投資における思慮分別者の基準 (prudent man standard for investments) を除いて、すべての伝統的な義務を負っていたと反論し、従って、本件投資者には州法に基づく救済策が存在するので、本件信託は連邦証券法上の「証券」には該当しないと主張した。これに対して控訴裁判所は、ある投資を信託と分類することは、それ自体で (*ipso facto*)、当該投資が、本件におけるように現実にも連邦証券法における投資契約に合致する以上、「証券」であることの妨げにはならないと繰り返した(① *SEC v. Heritage Trust Co.* 事件における信託と本件における信託の差異も同時に指摘している)。

以上とは反対に、信託の証券該当性が否定された事案として、以下の4件を紹介する。③ *Merrill Lynch Capital Markets Structured Investments Group* 事件¹⁷ においては、訴訟和解信託 (litigation settlement trust) に対する利益は、いかなる投資的考慮 (investment considerations) も存在せず、かつ、受託者は財務省証券から得られる収益を受益者に対して分配するという純粹に事務的な機能を果たすだけであるので、1933年証券法2条1項、およびそれとほぼ同義の1940年投資会社法上という、「証券」に該当しないと結論された。和解に応じるか否か、応じるとしてもいくらか応じるかという意思決定は、*Howey* 事件で判示されて以来の伝統的な投資の意思決定とは全く異なるという点が理由として挙げられている。また、本件訴訟和解信託は、1940年投資会社法上の「投資会社」 (investment company) にも該当しない旨の結論も出されている。その理由としては、まず、本件訴訟和解信託は証券 (security) ではなく、証券が存在しない以上は、その「発行者」 (issuer) も存在せず、したがって、(発行者の存在を前提条件とする)「投資会社」の存在もあり得ないというものである。また、本件訴訟和解信託の信託財産は「証券」から適用除外される財務省証券のみで構成されているので、当該信託は「投資証券」 (investment security) を保有するものではなく、したがって、「投資会社」ではない旨も述べられている。さらに、そもそも「投資会社」とは、「証券に対する投資、再投資、取引を行う事業に従事する発

行者である」と定義されているところ、これはポートフォリオの組み換え (turnover) が予定されていると解されるが、本件訴訟和解信託においては、そのポートフォリオの変更を招来するような条項が一切設けられていないという点も併せて強調されている。

④ *Investment Company Institute v. C.T. Conover* 事件¹⁸ においては、個人退職口座 (Individual Retirement Account) の信託財産に関して集団的投資信託 (Collective Investment Trust) を設定することを銀行に対して認めた通貨監督庁の決定の適否が争われた。原告は、当該決定は銀行が証券業に従事することを禁止している 1933 年グラス・スティーガル法に違反していると主張した。同法には、「証券」の定義規定がないので、同庁の解釈が同法の趣旨・目的の観点からみて合理的であるかどうかが問われることになる (裁判所は、所轄行政庁による法の解釈が、その目的や立法者意思と調和し合理的な解釈を提供している場合には、その解釈に対して相当の敬意を払うべきであると判示した連邦最高裁判決¹⁹ が引用されている)。裁判所は、結論として、同庁の解釈は、グラス・スティーガル法が阻止しようとした弊害 (hazards) を助長するものではなく、合理的なものであると認めた。原告は、本件集団的投資信託とその受益権 (units of beneficial interest) が SEC に登録されている点を捉えて、それは当該銀行が証券業に従事していることを自白したことになると主張したが、これに対して裁判所は、確かに証券法による証券の定義は、共同信託ファンド (common trust funds) に対する利益を包含するほどに広範囲に及ぶことは明らかであるが、全てのそのようなファンドがグラス・スティーガル法において証券とみなされるわけではないことも同様に明らかであるとしたうえで、連邦最高裁判所の先例²⁰ を引用して、「真正に信任目的 (fiduciary purpose)」で取得された信託財産と、そうではなく投資目的によるものとの明確に区別しており、前者については同法の適用はないと述べている。

⑤ *Investment Company Institute v. Robert Clarke* 事件²¹ においても、上記④ *Investment Company Institute v. C.T. Conover* 事件と同様の集団的投資信託の設定を認めた通貨監督庁の判断の適否が問題となった。裁判所は、まず、*Securities Industry Association* 事件における連邦最高裁判旨を引用して、同庁の解釈に相当の敬意を払うべきことを確認する。また、裁判所は、退職信託財産 (retirement trust assets) の合同運用 (commingling) はグラス・スティーガル法を遵守して国法銀行が行い得ることには争いがないとする。そのうえで、裁判所は、本件の争点は本件ファンド資産が「真正に信任目的で取得された」

と言えるかどうかという点にあるとしたうえで、これを肯定する。その理由として、本件集团的投資信託においては、受託者に対して相当の信任義務 (fiduciary duty) を課すコネチカット州法の存在を挙げる。さらに、ERISA という連邦法の存在も指摘して、同法の規定によって、本件集团的投資信託は、単なる投資の器として機能するようなことはないと言っている点も指摘する。なお、裁判所は、*Investment Company Institute v. Camp* 事件²²における連邦最高裁判旨は、完全に投資目的を欠く場合でなければグラス・スティーガル法の要件が満たされないと述べているわけではないと主張する。すなわち、裁判所は、同事件連邦最高裁判旨は、投資目的のみに動機づけられた業務と、収益を確保するだけという目的以外の目的によって相当な程度動機づけられた業務とを区別しようと試みたものであると、解釈するべきだと主張する。

⑥ *Wiener v. Brown* 事件²³においては、不動産を信託財産とする信託受益権 (beneficial interests in trust) が証券に該当しないと判断された。ブローカーが、他人である 25 人のために、改良されていない不動産を転売目的で購入し、手数料を得る代わりに、当該不動産を信託財産とする信託から 4.77% に相当する金額分の利益を得た。購入者 (= 受益者) らは当該ブローカーを受託者とし、当該信託財産を転売する権限を与えていた。ただし、受益者の三分の一が反対すれば、その転売を拒否できるという条件があった。受益者らは当初想定していた収益を上げることができなかったこともあり、本件契約を取り消す訴えを起こした。その理由として原告・受益者らは、本件契約はフロリダ州法上「証券」にあたるにも拘わらず、その登録が行われていないことを挙げた。裁判所は、まず「フロリダ州法上の証券の定義は連邦法によるものと同じであり²⁴、*Howey* テストはフロリダ州においても適用されると認める²⁵。そのうえで、形式は実質のために無視されるべきであり経済的実態が強調されるべきであるとし、本件契約を証券と認めるのは、法の趣旨 (spirit and intention) に合致しないとして原告の請求を退けた。なお、判旨は *Howey* テストの各要件 (金銭の出資、共同事業の存在、もっぱら他人の努力により得られる収益への期待) を充足しているかについては個別具体的な検討を行っていない。しかし、本件受益者らが信託財産の処分について何ら発言権のない受動的な投資者 (passive investors) では決してなかったという事実 (転売の拒否権を有していた) を、裁判所が本件契約の経済的実態を検討するうえでの重大な要因としたことは間違いないといえよう²⁶。

3 検討

(1) 「信託の受益権」を限定する必要性

信託受益権の有価証券該当性を限定すべき必要性は、金融商品取引法の立法目的の観点から以下のように言えよう。すなわち、金商法は「投資者」保護を目的としているところ（同法1条）、「受益者」と「投資者」とは完全に一致するわけではないのであるから、すべての「信託受益権」を「有価証券」に含めて金商法の適用対象とするのは理論的にも無理があるといえるのではないか²⁷。この点、たとえば、禁止命令（金商法192条）、不公正取引規制（金商法157条等）などの存在は、信託受益権が有価証券化され金商法が適用される場合のメリットとして挙げることもできよう。しかし、そのいずれも、その取引市場が存在する（公益にかかわる）ような場合にこそ大きな実益を持つものであるから、そのような場合が想定されないような信託の受益権をも含めて有価証券化する実践的意義は乏しいといえるのではなからうか。また、「信託会社等（信託会社および信託業を営む金融機関）の信託の引受けが消費者契約に当たる場合には消費者契約法の適用を受ける」ので²⁸、受益者保護は、金商法の適用がなくとも（信託業法はもとより）消費者契約法でも図られるという点は忘れるべきではない。

また、信託受益権の有価証券該当性を限定すべき必要性は、他のみなし有価証券への悪影響という観点から以下のように言えよう。すなわち、「信託の場合たちが悪いのは、……当事者が全く信託と意識してなくても、……後で信託と性質決定されてしまう危険があることに加えて、外国で設定された信託も外されてもいない……、外国法に基づいて信託が認識されたりしますと、それでも適用範囲に入ってしまう……。形式基準によるものといいながら、かなり包括的な内容を持ってしまっている……。」「ある種の実質的な解釈が入って来て、規制範囲を限定せざるを得ないということは異論がない」が、「実質的な基準で制約をかけるとしたら、どのレベルでかけるのか。……有価証券概念そのものでかけるのか。それとも有価証券の引き受けとか取得とか売買とか、そういったところでかけるのかといった問題」がある。募集概念のレベルで適用除外を模索すると、「募集」概念等の変容が信託受益権以外の（みなし）有価証券に対する金商法の適用に悪影響を及ぼすおそれもあるので、有価証券該当性の段階で除外する必要性がある²⁹。

(2) 信託受益権の有価証券該当性の制限に向けた解釈論

信託受益権に関しては、現行法上は、政令指定によって適用除外を設けることができないので、立法論としては、信託受益権についても、集団投資スキームのような実質要件を課すことが考えられよう³⁰。しかし、新たな法改正が非現実的であるならば、解釈によって「実質要件」を考慮して「信託の受益権」該当性の有無を判断する方策が考えられよう。

思うに、金融商品取引法における有価証券概念（法2条1項・2項）は、形式基準で定義したもの、形式基準と実質基準で定義したもの、実質基準で定義したものという3類型に分けられよう³¹。神田秀樹教授は、「なぜ信託受益権が2条2項後段有価証券となる際に、限定なしでみなし有価証券になったか」というと、それは一つだけの理由ではなくて諸事情があると思います。私に言わせれば、これは法形式一本で定義したということなのです。株式会社の株式と同じということです。……形式的には信託は仕組みであり、かつ所有と経営が制度的に分離しています。したがって会社でいえば合名・合資会社とは違って株式会社に当たります。したがって、法形式一本でいれたというのが私の理解です」と述べられる³²。

そうだとすれば、実質的にみて「所有と経営が制度的に分離して」いない場合には、信託の受益権は株式会社の株式の場合とは異なり、有価証券とすべき理由はないと言えよう。この点をまさに明らかにしたのが、上記2において紹介した米国法における信託受益権の証券該当性の有無の議論である。すなわち、米国法においては、信託受益権という形式をとりさえすれば証券該当性を免れるものではないものの（事件①・②を参照）、当該信託の目的や性質を十分に吟味したうえで証券該当性が否定される場合や（事件③・④・⑤を参照）、Howey基準の適用によって受益者が信託の運営に関して単なる受動者ではなく積極的に関わる場合、すなわち「所有と経営が制度的に分離していない」と評価できる場合には、「他人の努力」という要件を欠いて証券該当性が認められなかったところである（事件⑥を参照）。

こうしてみると、わが国金融商品取引法上のみなし有価証券である「信託の受益権」に対して実質的解釈を加えることは、比較法的には十分合理性のある解釈手法であると評価できよう。この点、上記2（1）においてみたように、米国の証券法・証券取引所法においては、「証券」の定義規定に経済的実態を踏まえてその該当性の有無を判断すべき旨の

文言が付されているという点で、わが国の金融商品取引法とは法形式的には異なる。しかし、金融商品取引法は、その目的規定（同法1条）において「投資者の保護」を明言したうえで、これを達成するために同法の適用範囲を画する手段・方法として「有価証券」概念を用いているところである。そして、手段・方法の意味を明確化するにおいては、目的達成に資するかどうかという点を考慮するのは寧ろ当然のことである。そうだとすれば、有価証券該当性の有無を判断する際に、投資者保護とは関連がないのであれば、その該当性を否定するという解釈は極めて自然であるといえよう。このように考えてくると、米国の証券法・証券取引所法とわが国の金融商品取引法とは、確かに、それぞれの適用範囲を画する「証券」、「有価証券」の規定の仕方に形式的な差異はあるが、だからと言って、金融商品取引法における「有価証券」該当性の有無の判断において、母法たる米国法のような実質解釈を持ち込むことは不可能であると結論するのは極めて無理があることが容易に理解できよう。すなわち、「信託の受益権」についても、その経済的実態を踏まえて投資者保護とは無縁のものであれば、その有価証券該当性を否定するという解釈こそが合理的であると言えるのである。

(3) 実質基準と罪刑法定主義との関係

このように定義規定に実質的解釈を導入する場合、その不都合性として頻繁に指摘されるのが、罪刑法定主義との抵触可能性である。この点について、最高裁平成平成13年3月12日決定・判時1745号148頁は、「為替取引」について定義規定を置くことなしに、これを免許を受けずに銀行業として行うことを処罰する銀行法61条の規定は白地刑罰規定であるということとはできないと判示して原審の判断を是認しているが、その理由として、「為替取引」とは「隔地者間で直接現金の送付を伴うことなく資金を移動する仕組みで行われる取引行為を包括的に指すもの」と判示した原判決は、「銀行実務の取扱いに合致」とともに、「一般人においても右のような理解が可能である」ことを掲げている。信託受益権について実質基準を採り限定解釈を施すことは、「信託実務の取扱いに合致」とともに、「一般人の理解可能性」の点からも問題はなかろう。そもそも、現行法上、「金融商品取引法における集団投資スキーム持分（同法2条2項5号）は、アメリカ法を参照して実質基準により定義されたうえで³³、無登録による営業を刑事罰の対象としていると

ころである（金商法2条2項5号・2条9項・28条2項2号・29条・197条の2第10の4号）。

(4) 実質解釈を定着させるための取り組み

信託実務に携わる者としては、法令解釈に係る照会手続（ノーアクションレター制度ほか）³⁴を積極活用することによって、信託受益権の実質的解釈の定着に寄与することができよう。

また、金融庁によるガイドラインによれば、一般に法令等において、事業者が顧客から預託を受けた金銭を保全するための分別管理義務が定められている場合であって、当該義務の履行として信託を行う旨を当該事業者が当該顧客に伝えるような行為は、基本的に、信託受益権の「取得勧誘」（法2条3項柱書）に該当しないと解されている³⁵。具体的には、有料老人ホームが入居者から家賃等を前払金として一括し、入居者を受益者として当該金銭を信託する旨を入居者に伝える行為や、マンション等の賃借人を受益者として当該敷金等を信託する旨を賃借人を受益者として当該敷金等を信託する旨を賃借人に伝える行為などは、基本的に「取得勧誘」に当たらないと解される³⁶。このように、金商法においては信託の受益権の発行者と発行時の概念が定められており（同法2条5項、定義府令14条3項1号・同条4項1号）、これを基に開示規制や業規制などの適用の有無が決められ、民事信託を含む信託受益権が無限定にみなし有価証券として定められているが、過剰な規制とならないように開示規制や業規制において調整が図られているのである。本稿においては、信託受益権について実質的解釈を施すことによって、みなし有価証券とされる場合を限定することを提言しているが、かかる実質的解釈に関する一定のガイドラインが、上記で紹介した敷金等の信託の例のように、作成・公表されることが望ましいのは言うまでもない。

そして、上記2でみた通り、米国法においては、法令が不明確または当該争点に対処していない場合に、所轄行政庁の解釈が合理的であれば、その判断を支持するという態度が定着しているが³⁷、わが国裁判所もかかる態度をとることによって、信託受益権に対する実質的解釈論が一層定着していくこととなる。

[注]

- 1 山下友信・神田秀樹『金融商品取引法概説』31 - 32 頁（有斐閣 2010 年）。
- 2 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」（平成 17 年 7 月 7 日）。
- 3 小島宗一郎・松本圭介・中西健太郎・酒井敦史「金融商品取引法の目的・定義規定」商事法務 1772 号 18 頁、20 頁。
- 4 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門【第 4 版】』41 頁（商事法務 2015 年）。
- 5 天野佳洋「信託と業法」新井誠・神田秀樹・木南敦〔編〕『信託法制の展望』58 頁、60 頁（日本評論社 2011 年）。
- 6 商事信託法研究会報告（平成 26 年度）信託 264 号 17 頁。
- 7 有吉尚哉「信託と金融商品取引法」前掲注 5）92 頁、104 頁。
- 8 小野傑「信託実務の課題」前掲注 7）517、521 頁。
- 9 神作裕之の発言「有価証券の範囲 金融商品取引法研究会研究記録第 25 号」33 頁（日本証券経済研究所 2008 年）。
- 10 328 U.S. 293 (1946) .
- 11 *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681, 691-92 (1985) .
- 12 Thomas L. Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 6th Ed, 55 (West 2009) .
- 13 *SEC v. Banner Fund International*, 211 F.3d 602, 614-615 (D.C.Cir. 2000) .
- 14 402 F. Supp. 744 (D. Ariz. 1975) .
- 15 *Investment Co. Institute v. Camp*, 401 U.S. 617 (1971) .
- 16 731 F.2d 349 (6th Cir. 1984) .
- 17 1989 SEC No-Act. LEXIS 1009.
- 18 596 F. Supp. 1496 (D.D.C. 1984) .
- 19 *Securities Industry Association v. Board of Governors*, 468 U.S. 137 (1984) .
- 20 *Investment Company Institute v. Camp*, 401 U.S. 617 (1971) .
- 21 630 F. Supp. 593 (Conn. 1986) .
- 22 401 U.S. 617 (1971) .
- 23 356 So.2d 1302 (Fla. 3d DCA 1978) .
- 24 *Messer v. E.F. Hutton & Co.*, 833 F.2d 909, 920 (11th Cir. 1987) .
- 25 *Levine v. I.R.E. Properties, Inc.*, 344 So.2d 938 (Fla. 3d DCA 1977) , *Rudd v. State of Florida*, 386 So.2d 1216, 1218 (Fla. 5th DCA 1980) .
- 26 Sidney T. Bernstein & Seth P. Joseph, "The Florida Securities Act of 1978", 33 U. Miami L. Rev. 1223, 1244-1245 (1978-1979) .
- 27 なお、道垣内弘人教授による「わが国の実定法上は、「信託」となるか否かは、原則としては信託法 1 条の定義に合致するか否かで定まり、信託業法における「信託」に該当するか否かも信託法 1 条によって定められる。しかし、信託業法の目的に鑑みれば、受託者が信託財産の運用＝投資を行わない信託については、信託業法は適用されないと解すべきである」との主張（同『『預かること』と

信託—『信託業法の適用されない信託の検討』ジュリスト 1164 号 85 頁) も参照。

- 28 江頭憲次郎『商取引法〔第 7 版〕』538 頁 (弘文堂 2013 年)。
- 29 藤田友敬「有価証券の範囲 金融商品取引法研究会研究記録第 25 号」11-12 頁 (日本証券経済研究所 2008 年)。
- 30 藤田友敬「有価証券の範囲」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』11-13 頁 (日本証券経済研究所 2010 年)。
- 31 神田秀樹「金融商品取引法総論—法の構造と有価証券概念」ジュリスト 1368 号 9 頁。
- 32 岩原紳作・神作裕之・神田秀樹他『金融商品取引法セミナー』14 頁 (有斐閣 2011 年)。
- 33 前掲注 30) 15 - 16 頁。
- 34 <http://www.fsa.go.jp/common/noact/index.html>
- 35 「金融商品取引法制に関する政令業・内閣府令案等」のパブリックコメントに対する金融庁の考え方 (平成 19 年 7 月 31 日) 19 - 2。
- 36 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦〔編著〕『金融商品取引法コンメンタール 1』60 頁 (商事法務 2016 年)。
- 37 *Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Res. Def. Council, Inc.*, 467 U.S. 837 (1984) 参照。

信託規制法研究会報告書の取り纏めに寄せて

井 上 聡

目 次

はじめに

- 1 折原報告
- 2 田中報告
- 3 佐藤報告
- 4 小出報告
- 5 小川報告

はじめに

信託は、委託者及び受託者それぞれの責任財産から独立した目的財産を組成し、その目的財産を受益者のために管理・運用・処分する信託義務を受託者に負わせる仕組みである。それを規律する信託法は、契約法・財産法に関する民法の特別法として、委託者、受託者及び受益者の間の権利義務関係や信託財産の独立性等を定めるとともに、会社法、組合法等と並ぶ組織法として、信託の組成、変更、併合・分割、終了・清算等を定める。このように、信託法は、契約法・財産法的側面と組織法的側面をあわせ持ち、それ自体興味深い研究対象である。実際にも、信託法については、理論・実務の両面から、多くの研究成果が公表され、蓄積されている。

これに対し、信託を取り巻く規制法についての研究は、理論・実務のいずれの観点からも、以下に述べるように、その必要性・重要性に比して、必ずしも十分なものとはいえない状況である。

信託の引受けを行う営業は、一定の例外を除き信託業法第2条第1項において信託業と定義され、その担い手である信託会社又は信託兼営金融機関（以下、「信託銀行」といい、信託会社とあわせて「信託会社等」という。）は、それぞれ信託業法又は金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（以下、「兼営法」といい、信託業法とあわせて「信託業法等」という。）に基づき業規制（開業規制及び行為規制）を受ける。また、受益権を50名以上の者が取得し得る自己信託の受託者は、信託業法第50条の2に基づき信託会社に準じた規制に服する。すなわち、信託の担い手（受託者）は、信託法に基づく私法的な規律に加えて、基本的には業規制を受けることになる。

その一方で、株式会社の組成や経営は、それ自体で業規制を受けることはない。繰り返し発起人となっていくつもの株式会社の設立時発行株式を多数の投資家に募集しても、あるいは、繰り返し取締役となっていくつもの株式会社を経営しても、業規制を受けることはない。株式会社は、出資を受けて設立された後、その出資財産を用いて何をするかによって業規制を受けたり受けなかったりするのである。ところが、信託は、その組成や運営を営業として行うこと自体が業規制の対象となる。信託に関する業規制には、このような特色がある。

信託の担い手に対する業規制とは別に、信託の受益権は、株式会社の株式や一定の組合の出資持分と並んで、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）第2条第1項及び第2項に基づき有価証券とされ、その発行及び流通のうち一定のものが開示規制を受けるとともに、その発行や流通の取扱い（売買の代理・媒介、募集・私募の取扱い又は引受け）が業規制を受ける。

このように、信託については、信託業法等に基づき、信託会社等が、開業規制を受け、個々の信託の引受けにつき委託者保護のための行為規制を受け、個々の信託事務の処理につき受益者保護のための行為規制を受けるだけでなく、それらに加えて、金商法に基づき、受益権の発行者が、投資者保護のための開示規制を受け、また、受益権の発行及び流通の取扱者が、投資者保護のための業規制を受ける。このうち金商法に基づく規制には株式や組合持分に関する規制と共通するところもあるが、その規制範囲と信託業法等の規制範囲とが交錯するところに、信託を取り巻く規制法の特色があり、難しさがある。さらに、金商法は、信託が法律上の形式的所有と経済的な実質的所有を分離する機能を持つことに鑑み、公開買付制度及び大量保有報告制度において、上場株式等¹を受託者が信託財産として保有する場合の特則を定めている。

以上のことから、信託ないし信託受益権に関わる当事者は、それらの規制の適用関係を正確に理解し、さまざまな保護法益に配慮することが求められることになる。信託に関する規制の適用範囲及びその内容は、信託実務に対し、極めて重大な影響を与えるといつてよい。

ところが、信託業法等については、その金融業者規制としての性格から、金融当局による法の運用・執行が実務を牽引してきたため、信託法に比してその理論的・実務的研究の蓄積は必ずしも多くない。金商法については、信託受益権が広く有価証券とされたのがそれほど古いことではないため、信託受益権に関する規制についての理論的・実務的研究はさらに限られている。そのような中、本研究会において、さまざまな角度から検討が加えられ、その成果が報告書の形で取り纏められることの意義は大きい。以下では、各報告の概要をふまえ、それぞれについて簡単にコメントすることとしたい。

1 折原報告

折原報告は、総論的に、本研究会の検討対象を概観している。

まず、折原報告は、Iにおいて、信託業法等及び金商法の業規制（開業規制と行為規制）の枠組みをふまえ、信託に関する規制の重複の調整ルール（二重規制の排除ルール）を確認するとともに、信託受益権の発行時・発行者概念をふまえ、信託の類型に即して、受益権の販売・勧誘行為に係る金商法の適用関係を整理する。さらに、異なる角度から、取引の類型に即して、信託の引受行為、その代理・媒介行為、信託受益権の引受行為、その売買の代理・媒介行為に関する規制の概要を明らかにする。それらを通じて、読者は、信託を取り巻く複雑な業規制の全体像を把握することができるであろう。田中報告は、この部分を掘り下げて検討するものである。

次に、折原報告は、IIにおいて、信託受益権に適用され得る金商法上の開示規制を詳細かつ手際よくまとめる。この部分は、公募の投資信託受益証券等について、開示規制がどのように適用されるかを知るうえでも、一般の信託受益権について、どのような要件で開示規制が適用されるか（どの範囲で適用が除外されるか）を知るうえでも、たいへん有用な解説となっている。

佐藤報告は、折原報告が以上を通じて明らかにした信託に関する業規制と開示規制の現在の体系を受益者に対する情報開示規制という観点から整理し、批判的に検討するものであり、小川報告は、その規制範囲を画する金商法上の有価証券概念について、信託受益権に関する米国での議論をふまえて検討を加えるものである。

最後に、折原報告は、IIIにおいて、金商法に基づく公開買付制度及び大量保有報告制度を概観したうえ、その制度の適用にあたって、信託を通じた上場株式等の保有に関し、公開買付制度における「株券等所有割合」や大量保有報告制度における「株券等保有割合」の算定における特則について解説する。この部分は、信託当事者又は信託受益権に対する規制というよりは、上場会社等の支配権の変動に関する公正性確保と情報開示を目的とする公開買付制度及び大量保有報告制度において、信託を通じた上場株式等の所有に関して設けられた特別ルールを取り上げ、その内容を紹介するものである。そのルールの趣旨は、信託が法律上の形式的所有と経済的な実質的所有を分離する機能を持つことに鑑みると首

肯できるものであるが、はたしてそれが必要かつ十分な特則となっているか否かについて、小出報告が検討を加える。

このように、折原報告は、本研究会の検討対象を概観し、他の報告の議論の前提を示すものと位置づけられる。

2 田中報告

田中報告は、信託に関する業規制を取り上げている。

まず、田中報告は、2において、信託に関する業規制上の「業」概念について、信託業法等と金商法とを比較しつつ解説する。信託業法等において「信託業」とは「信託の引受け……を行う営業」をいう（信託業法第2条第1項及び兼営法第1条第1項）のに対し、金商法において「金融商品取引業」又は「有価証券関連業」とは金商法第2条第8項各号又は第28条第8項各号の行為を「業として」行うことをいう（金商法第2条第8項又は第28条第8項柱書）ことから、信託業の範囲を画する際には「営業」の概念が、金融商品取引業又は有価証券関連業の範囲を画する際には「業」の概念が重要となる。そこで、田中報告は、「営業」概念においては反復継続意思と収支相償性が求められ、「業」概念においては反復継続意思と対公衆性が求められることを示す。

次に、田中報告は、3において、信託会社等が信託業を営む際に適用を受ける行為規制について検討を加える。具体的には、信託会社等が、信託業法等に基づき、①信託の引受けに関する禁止行為及びその例外、②適合性原則、③信託契約締結前の説明義務、④信託契約締結時の書面交付義務、⑤善管注意義務の軽減の禁止、⑥忠実義務とそれに伴う行為準則、⑦分別管理義務、⑧信託業務の委託規制、⑨信託財産状況報告書の作成交付義務等の規制に服すること等を示す。

さらに、田中報告は、4及び5において、信託受益権の取扱いに関する業規制について検討を進める。具体的には、金商法上信託受益権が広く有価証券とされ、その発行時・発行者概念が信託類型ごとに定められたことをふまえ、①信託受益権の販売行為が信託受益権の自己募集に該当する場合は、金商法上の業規制の対象とならないこと、②信託受益権の販売行為が信託受益権の売買又は売買の代理・媒介に該当する場合は、原則として金商法上の業規制の対象となること、③信託受益権の販売行為が信託契約締結の代理・媒介に該当する場合は、信託の種類に応じ、信託業法上の信託契約代理業規制又は金商法上の信託受益権の募集若しくは私募の取扱いに関する規制の対象となること等を示す。

加えて、田中報告は、6において、金商法に基づき金融商品取引業者等に適用される有価証券の販売・勧誘ルールの一部（特定投資家制度、広告規制、契約締結前書面交付義務、

説明義務等)が、信託業法第24条の2又は兼営法第2条の2に基づき、特定信託契約(信託業法施行規則第30条の2第1項)の締結に際し、信託会社等に準用されることを示す。

以上をふまえ、田中報告は、7(1)～(3)において、信託に関する業規制のうち、信託契約締結の代理・媒介行為に関する現行規制の問題点を指摘する。その指摘は、大きく2つに分類できるように思われる。1つには、規制の形式上、信託受益権の「発行時」と「発行者」の定義が信託類型ごとに定められている結果、信託契約締結過程に関与する第三者に適用される規制がわかりにくくなっているという指摘である。もう1つは、信託契約締結の代理・媒介行為が信託類型によって信託契約代理業又は第二種金融商品取引業・有価証券関連業に該当することから、結果的に、両方の態勢整備が代理業者に求められる一方で、信託類型によって顧客保護のあり方に差が生ずるという指摘である。具体的には、第二種金融商品取引業・有価証券関連業については、信託契約代理業と異なり、契約締結前書面の交付義務(金商法第37条の3)や法定帳簿の作成・保存義務(金商法第47条及び第48条)等が代理業者に課せられている一方で、信託契約代理業については、第二種金融商品取引業・有価証券関連業と異なり、信託会社等が所属信託会社又は所属信託兼営金融機関として信託契約代理店を指導・支援することを前提として、信託契約代理店が顧客に加えた損害を信託会社等が原則として賠償する責任を負うこととされている(信託業法第85条及び兼営法第2条第2項)。このように、信託類型に応じて信託契約締結の代理・媒介行為に対する規制を複雑化し、その結果として、代理業者に二重の態勢整備を求め、かつ、顧客保護のあり方に重大な差異を設けることの合理性について、田中報告は疑問を呈している。傾聴すべき指摘といえよう。

田中報告は、これに続けて、7(4)及び8(1)において、実際の信託取引に即して、現行規制の適用範囲ないし合理性を検討する。具体的には、①実績配当型の合同運用指定金銭信託契約締結の代理・媒介行為を第二種金融商品取引業・有価証券関連業として規制すべきか、②家族又はグループ会社が受託者となって(営業としてではなく)引き受けられる非営業信託の受益権の売買の代理・媒介行為を第二種金融商品取引業・有価証券関連業として規制すべきか、③信託銀行が遺言執行業務(兼営法第1条第1項第4号及び第6号)又は遺産整理業務(同項第6号及び第7号)を遂行する過程で、遺産に含まれている信託受益権を処分する行為を金融商品取引業・有価証券関連業として規制すべきか、④セキュリティ・トラストが設定されたシンジケート・ローン債権の譲渡をアレンジャー金融機関

が媒介する場合に、信託受益権の売買の媒介行為として金融商品取引法上の規制を受けないか、といった個別の問題それぞれについて、一定の解釈論を提示する。実務感覚に裏打ちされた指摘が多く、今後の議論の契機となることが期待される。

最後に、田中報告は、8 (2) において、立法論として、①金商法上の有価証券とされるべき信託受益権の範囲を限定すること、②金商法上の行為規制から発行者概念を切り離すこと、③実績配当型の合同運用指定金銭信託の受益権の発行時を受益権譲渡時に変更すること、④実態に即して非営業信託の規制ないしその適用除外ルールを整備することを検討対象として挙げたうえ、おそらく実務上の必要性の見地から、特に③の採用を提言している。

田中報告は、信託業法等と金商法の規制が交錯する分野のうち、規制が過剰であったり規制に凸凹があったりする部分について、我が国における信託実務の発展の経緯等に鑑み、基本的には信託業法等に基づく規制に揃える方向で適正化を図るアプローチを志向しているように見受けられる。端的には、信託契約締結の代理・媒介行為について、信託類型によって金商法に基づく代理業者規制と信託業法等に基づく代理店規制がバラバラに適用されている状況を解決する方向として、信託会社等が代理店を指導・支援しつつ顧客に対する責任を負担する代わりに、代理店に対する規制を軽減することを提言している点にその志向が表れているとあってよいであろう。これは、実務に受け入れやすい穏当なアプローチと考えられる。

3 佐藤報告

佐藤報告は、信託受益権に関する情報開示規制を取り上げている。その中には、公衆縦覧型の開示規制（狭義の開示規制）のみならず、業者の顧客に対する説明義務、書面交付義務、報告義務等の業規制（行為規制）が含まれる。

まず、佐藤報告は、二において、金商法上の情報開示規制の適用範囲を画す「有価証券」の定義について、現行の規律に至るまでの改正経緯を紹介し、それをふまえて、三において、広義の集団投資スキーム持分（信託、投資法人、特別目的会社、組合、匿名組合、特別勘定等に対する出資持分）を法的形式のみで有価証券として定義するとした場合の問題点を指摘する。そのうえで、佐藤報告は、立法論として、投資性の強い信託受益権（例えば、信託業法施行規則第30条の2第1項に定める特定信託契約に基づく信託の受益権）のみを有価証券として定義する方向性と、信託受益権を広く有価証券として定義する金商法の規律を維持しつつ、信託受益権の類型に応じて過剰な規制の適用を個別に排除する方向性を示す²。

次に、佐藤報告は、四において、金商法上の情報開示規制のうち、公衆縦覧型の開示規制の基本的枠組みを、有価証券の性質から企業金融型証券と資産金融型証券に分け、かつ、有価証券の流通性から金商法第2条第3項にいう第一項有価証券と第二項有価証券に分けて整理する。そして、流通性が乏しい第二項有価証券（一般の信託受益権はこれに含まれる）については、そのうち資産金融型証券と評価すべき有価証券投資事業権利等（金商法第3条第3号）について公衆縦覧型の開示規制が適用され、それ以外の第二項有価証券については業規制により投資家に必要な情報が提供されるという規制の枠組みを明らかにする。

流通性の低い第二項有価証券であるにもかかわらず、有価証券投資事業権利等に公衆縦覧型の開示規制を及ぼすことの是非について、佐藤報告は、「投資規模等に関し相当程度の広がりを持つものについての情報は、その出資者はもとより、他の投資者にとっても重要であると考えられる³」との立法担当者の説明に言及したうえ、そうであるとするならば、有価証券投資事業権利等の範囲は、投資対象を流通性の高い有価証券（例えば、有価証券報告書提出会社の発行する有価証券）に限定していない点で広すぎ、また、年金信託等の

受益権を除外している点で狭すぎると指摘する。さらに、佐藤報告は、有価証券投資事業権利等の募集に該当するか否かの判定が有価証券の所有者の数（500名以上か否か）を基準としている（金商法第2条第3項第3号、金融商品取引法施行令第1条の7の2）点についても、上記立法担当者の説明を前提とすれば、投資総額を基準とすべき旨指摘する。これらの指摘については、そもそも、その前提とする上記立法担当者の説明（第二項有価証券のうち有価証券投資事業権利等に対し公衆縦覧型の開示規制を及ぼす理由）の合理性を検討する必要がある。例えば、株式会社については、証券投資型ファンド（SPC）であれ一般の事業会社（非上場会社を含む）であれ、全資産に占める保有有価証券の割合を問わずに、その発行する株式の拡がり自体に基づいて公衆縦覧型開示規制が適用されるが、このこととのバランスが問題となる。その問題について、信託においても保有有価証券の割合を重視しないとの価値判断に立つのであれば、第一項有価証券と第二項有価証券との間で公衆縦覧型の開示規制の適用に差を設ける際に、投資総額ではなく所有者の拡がりに着目したり、多数の投資家による信託受益権の売買（運用行為）を伴わない年金信託等の受益権を除外したりすることも、正当化されるように思われる。

続いて、佐藤報告は、五において、その多くが公衆縦覧型の開示規制に服さない一般の信託受益権について、業者の顧客に対する説明義務、書面交付義務、報告義務等の業規制（行為規制）に基づく情報開示制度を、発行時と流通時に分けて、金商法、信託業法等及び信託法にわたって横断的に詳説し、さらに、金商法又は信託業法等に基づく投資運用業者又は信託会社等による運用報告について解説し、信託法に基づく信託の変更に伴う情報開示に言及する。その結果として、信託受益権に関する業規制としての情報開示規制の全体像が整理された形で明らかにされる。そこには、信託財産状況報告書の報告サイクルの適正化や、投資運用業者による運用報告書・信託受託者による信託財産状況報告書と公衆縦覧型の継続開示資料との重複の解消について、傾聴すべき提言が含まれている。

それに加えて、佐藤報告は、金商法上の発行者が委託者であって、かつ公衆縦覧型の開示規制が適用されない信託受益権の発行時の情報開示に投資者保護上問題がある⁴との理解の下に、狭義の集団投資スキーム持分と同様、委託者による自己募集を金融商品取引業とすることにより規制対象とすべき旨指摘する。この指摘については、まず、発行者が委託者である信託受益権のうち、委託者指図型投資信託の受益権については、公衆縦覧型の開示規制が適用されない場合であっても委託会社に書面交付義務等の業規制が適用される

ことや、特定金銭信託・特定金外信託の受益権については、受益権が発行されること⁵がそもそも考えにくいことなどから、指摘の対象となる信託受益権は、実際には相当程度限定的なものであることを確認する必要がある。加えて、狭義の集団投資スキーム持分に類するものについては、自己募集を金融商品取引業として機動的に政令指定することが予定されており、現に信託型商品ファンド持分の自己募集が指定されている（金商法第2条第8項第7号ト及び金融商品取引法施行令第1条の9の2）。そうすると、それ以外の「発行者が委託者であって、かつ公衆縦覧型の開示規制が適用されない信託受益権」について、その自己募集をなお金融商品取引業として規制すべきかといえ、その必要はないという考えもあるだろう。

佐藤報告は、六において、再び公衆縦覧型の開示規制に戻って、信託受益権に即してこれを詳説する。その際、金商法における信託受益権の発行者・発行時の定め方の是非を法目的に照らして詳細に検討したうえで、公衆縦覧型の情報開示制度における信託受益権についての開示義務者について、傾聴すべき提言を行う。それに加えて、信託受益権に関する開示制度の効率化・簡素化の動きにも言及する。

最後に、佐藤報告は、七において、以上のまとめ（問題点の整理と対応策の提示）を行う。

佐藤報告は、信託の受益者に対する現在の情報開示規制の全体像を明らかにしたうえで、その規制の合理性や整合性について緻密な検討を加え、問題点を指摘してそれに関する提言を行うものと評価することができる。

4 小出報告

小出報告は、公開買付制度及び大量保有報告制度において、信託を通じた上場株式等の保有をどう取り扱うべきかに関し、信託が法律上の形式的所有と経済的な実質的所有を分離する機能を持つことに鑑み、金商法が用意している調整規定を分析・検討するとともに、立法論として本来あるべきルールを示すものである。

まず、小出報告は、2において、金商法上の公開買付制度について、その概要、沿革、趣旨及び内容を概観する。

次に、小出報告は、2-2において、信託を通じた上場株式等の保有に係る金商法上の調整規定（金商法第27条の2第8項第1号、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第7条第1項第1号）によれば、営業信託を通じた保有数は、受託者が上場株式等の議決権行使又は投資に係る権限を有する場合を除き、受託者の株券等所有割合の算定にあたって算入しないこととなる点を確認する。そして、その調整規定だけでは受託者が上場株式等の議決権行使又は投資に係る権限を有する場合に信託を通じて保有する株式数が合算されてしまうため、信託目的等によって議決権行使が分かれるべき場合に生じる不都合・不合理を具体的に指摘する。そのうえで、小出報告は、株券等所有割合を受託者の固有財産及び信託財産毎に個別に算定することを原則とし、例外的に実質的基準による特別関係者（金商法第27条の2第7項第2号）として合算することを提言する。信託受託者が信託財産として保有する上場株式等の議決権行使や投資に関する権限は、固有財産として保有する上場株式等の議決権行使や投資と異なり、自己の利益のために自由に行使できるものではないことに照らし、傾聴に値する提言といえよう。

小出報告は、このように株券等所有割合を信託財産毎に個別に算定した場合に、公開買付制度の具体的適用（誰が①届出者、②信託財産が特別資本関係を有する法人等、③信託財産に対して特別資本関係を有する者等に該当するか）について、組合型の投資ファンドにおける規律・解釈に即して分析を加える。さらに、小出報告は、同様の問題意識に基づき、別途買付けの禁止（金商法第27条の5）についても、受託者の固有財産及び信託財産毎に個別に適用することを原則とし、例外的に実質的基準による特別関係者の関係に立つ固有財産又は他の信託財産にもその適用を及ぼすこととすることを提言する。これも検

討に値しよう。

なお、小出報告が、上場株式等の信託契約に基づく委託者から受託者への信託譲渡と信託終了に伴う受託者から受益者への現物交付を原則として「買付け等」に該当しないとすることは、立法上の手当てがなされなくても解釈論として十分成り立つのではないかと思われる。これに対し、上場株式等を信託財産とする信託受益権が原則として上場株式等と同視されないとする点については、どのような信託を想定するかにもよるが、単一銘柄の上場株式等を信託してすぐに信託受益権を譲渡するような場合は、たとえ形式的に受託者に議決権行使権限と投資権限が与えられているとしても、信託受益権を上場株式等と同視すべき場合が相応にあるように思われる。

続いて、小出報告は、3において、金商法上の大量保有報告制度について、その概要、沿革、趣旨及び内容を概観する。

次に、小出報告は、3-2において、信託を通じた上場株式等の保有に係る金商法上の調整規定（金商法第27条の23第4項、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第4条第1号）によれば、営業信託を通じた保有数は、受託者が上場株式等の議決権行使に係る権限及び事業支配目的を有する場合又は上場株式等の投資に係る権限を有する場合を除き、受託者の株券等保有割合の算定にあたって算入しないこととなる点を確認する。そして、その調整規定だけでは受託者が議決権行使権限及び事業支配目的又は投資権限を有する場合に信託を通じて保有する株式数が合算されてしまうため、信託目的等によって議決権行使が分かれるべき場合に生じる不都合・不合理を具体的に指摘する。そのうえで、小出報告は、株券等保有割合を受託者の固有財産及び信託財産毎に個別に算定することを原則とし、例外的に実質共同保有者（金商法第27条の23第5項）として合算することを提言する。公開買付制度に関する提言と同様に、傾聴に値するものといえよう。

小出報告は、このように株券等保有割合を信託財産毎に個別に算定した場合に、誰がみなし共同保有者に該当するかについて、組合型の投資ファンドにおける規律・解釈に即して分析を加える。

小出報告は、信託当事者又は信託受益権に対する規制を取り上げるのではなく、上場会社等の支配権の変動に関する公正性確保と情報開示を目的とする公開買付制度及び大量保有報告制度において、信託を通じた上場株式等の所有に関して設けられた特別ルールを取り上げて、これを検討するものである。そのルールの中身は、信託受託者の信託財産に関

する権限の行使が受託者の自由裁量に委ねられるものではないことに照らすと、十分なものではない。信託財産に属する上場株式等に関する権限及び利益を信託関係者の間でどのように配分するか設計は多様であるため、適切な特別ルールを定めることは容易ではないが、その問題意識を鮮やかに示した点に小出報告の価値がある。

5 小川報告

小川報告は、金商法の規制範囲を画する有価証券概念について、信託受益権に関する米国での議論をふまえて検討を加え、解釈論を提示する。

まず、小川報告は、2において、米国法上、「証券 (security)」の定義規定が「債務証券 (note)」、「株式 (stock)」、「投資契約 (investment contract)」等を例示列挙したうえで「または、一般的に『証券』として知られているすべての利益または金融商品 (or, in general, any interest or instrument commonly known as a“security”）」という包括規定を置く構造になっていることと、「文脈上、他に解されない限り (unless the context otherwise requires)」という但書が経済的実態に基づき証券該当性を例外的に否定する際の根拠とされていることを確認し、包括規定中の「投資契約 (investment contract)」の解釈に関するリーディング・ケース (*SEC v. W. J. Howey Co.* 事件) において定立されたいわゆる Howey テストに言及したうえで、米国において信託受益権の証券該当性が争われた事案を具体的かつ詳細に紹介する。小川報告は、この部分において過去に例のない研究成果を示したものと評価することができる。

それによれば、信託受益権の証券該当性が肯定された事案においては、信託受益権の証券該当性は、Howey 基準の適用によって判断されるのであり、形式的に信託に該当することによって否定されるものではないとされた。それに対し、信託受益権の証券該当性が否定された事案においては、いかなる投資的考慮 (investment considerations) も存在せず、受託者が財務省証券から得られる収益を受益者に分配するという純粹に事務的な機能を果たす信託や、受託者が「真正な信任目的 (fiduciary purpose)」で信託財産を取得している (単なる投資の器ではない) 信託や、受益者が信託財産の処分について拒否権を有する (単なる受動的な投資者 (passive investors) ではない) 信託について、その信託受益権の証券該当性が否定された。

以上をふまえて、小川報告は、3において、金商法上の有価証券とされる信託受益権の範囲を限定する必要性を挙げ、立法論としては信託受益権の有価証券該当性について集団投資スキーム持分のような実質要件を加えることを提案しつつも、米国での議論をふまえ、解釈論として信託受益権の有価証券該当性に実質判断を持ち込む可能性を示している。米国法の「証券 (security)」の定義規定における但書に相当する一般的例外規定が金商法

に存在しないことからすると、純粋な解釈論としては難しい面がないではないが、金融規制の解釈であることに照らすと、小川報告が示唆するように、法令解釈に係る照会手続の利用や金融庁によるガイドラインの作成・公表を通じ、そのような解釈論が当局主導で採用され、定着していく可能性はあるかもしれない。

[注]

- 1 公開買付制度の対象となるのは、有価証券報告書提出会社、上場会社又は店頭登録会社が発行する「株券等」（金商法第 27 条の 2 第 1 項、金融商品取引法施行令第 6 条及び発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令第 2 条）であり、大量保有報告制度の対象となるのは、上場会社又は店頭登録会社が発行する「株券等」（金商法第 27 条の 23 第 1 項及び金融商品取引法施行令第 14 条の 4 の 2）であるが、ここでは特に区別せずに「上場株式等」と表記し、その発行会社を「上場会社等」と表記することとする。
- 2 佐藤報告は、そのまとめ（七）において、前者の方向性を提示する。
- 3 谷口＝峯岸「開示制度に係る政令・内閣府令等の概要〔下〕」商事法務 1811 号 26 頁
- 4 なお、このような信託受益権についても、金融商品の販売等に関する法律は、業規制とは異なるものの、信託受益権の販売者に対し投資者に投資リスク等を説明する義務を負わせ、その違反につき投資者が販売者の損害賠償責任を追及する際の立証責任を軽減する定め（同法第 3 条、第 5 条及び第 6 条）を置いている。また、信託業法第 65 条及び第 66 条は、情報開示規制とは異なるものの、信託財産の管理又は処分の方法について指図を行う業を営む者に対し、受益者に対する忠実義務を負わせるとともに、受益者保護のために一定の行為準則を適用する。これらの法令によっても、投資者の保護は一定程度図られるものと考えられる。
- 5 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第 14 条第 4 項第 1 号によれば、委託者による受益権の譲渡を意味する。

(不許複製・禁無断転載)

[非売品]

平成29年10月31日印刷

平成29年10月31日発行

金融商品取引法と信託規制

発行 ©公益財団法人 トラスト未来フォーラム

東京都千代田区大手町2-1-1

Tel. 03-3286-8480 (代表)

<http://www.trust-mf.or.jp>

印刷：(株) デイグ