

令和3年度 信託法学会研究発表会

金融商品取引法と信託業法の交錯

—信託受益権の募集・勧誘・販売等に係る規制—

2021年6月13日

東京大学 神作裕之

目次

I 問題の背景・提起

II 金商法における発行者および発行時の規制

III 金商法と信託業法の適用関係

IV 検討

I 問題の背景・提起

- 1 信託受益権の第二項有価証券化
- 2 株式の発行者・発行時との比較

1 信託受益権の第二項有価証券化

➤ 平成18(2006)年証券取引法改正

法律の名称を金融商品取引法(以下「金商法」という)に改める

- 第一項有価証券＝投資対象性および流通性を基準
- 第二項有価証券＝投資対象性だけを基準

受益証券発行信託の受益証券など有価証券に表示されるべきでない信託受益権は、第二項有価証券とみなされる(金商法2条2項1号)

➤ 信託受益権の「発行者」と「発行時」

「発行者」＝有価証券を発行し、または発行しようとする者(金商法2条5項)

金商法の開示規制における開示義務者としてふさわしい者は誰か⇐発行者開示主義

信託契約の締結の勧誘や信託受益権の取得勧誘などを業として行う場合には、有価証券の募集・私募、その取扱い、引受け・売出しなどの金融商品取引業に該当し得る

⇨業者規制の適用関係にも影響

金融商品取引法と信託業法の適用関係

2 株式の発行者・発行時との比較

▶ 株券の場合（第一項有価証券）

発行者＝法人としての株式会社（会社法3条参照）

発行時＝株式の効力発生時

e.g. 募集株式の場合には、払込期日、または払込期間を定めた場合には出資の履行をした日（会社法209条1項1号・2号）

▶ 信託受益権の場合（第二項有価証券）

発行者＝通常は、受託者？

発行時＝通常は、信託の効力発生時？

- 法人格のない信託の持分権としての信託受益権の性質
- 有体物としての有価証券が発行されるわけではない第二項有価証券である信託受益権

⇒ 発行者と発行時については、金商法に規定を置く必要

Ⅱ 金商法における発行者および発行時の規制

1 発行時

- ① 自益信託の委託者兼当初受益者が、当該信託の信託受益権を譲渡した時
- ② 信託の効力が発生した時

Ⅱ 金商法における発行者および発行時の規制

2 発行者

- ① 委託者
- ② 受託者
- ③ 委託者および受託者

II 金商法における発行者および発行時の規制

指図権 自益/他益		委託者指図型	委託者非指図型	
			金銭	物・権利
自益	発行者	委託者	受託者	委託者・受託者
	発行時	受益権譲渡時 (ただし、合同運用 信託は、信託の効 力発生時)	受益権譲渡時 (ただし、元本補填契約のある 合同運用指定金銭信託以外の 合同運用信託は、信託の効力 発生時)	受益権譲渡時 (ただし、合同運用 信託は、信託の効 力発生時)
他益	発行者	委託者	委託者・受託者	委託者・受託者
	発行時	信託の効力発生時	信託の効力発生時	信託の効力発生時

Ⅱ 金商法における発行者および発行時の規制

		委託者指図型		委託者非指図型	
		当初信託財産	金銭・非金銭	金銭	非金銭
自益	単独		【スキーム1】	【スキーム2】	【スキーム3】
		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	受益権譲渡時
	合同		【スキーム1-2】	【スキーム2-2】	【スキーム3-2】
		発行者	委託者	受託者	委託者・受託者
		発行時	信託の効力発生時	信託の効力発生時	信託の効力発生時
他益	単・合		【スキーム4-1】	【スキーム4-2】	
		発行者	委託者	委託者・受託者	
		発行時	信託の効力発生時	信託の効力発生時	

Ⅲ 金商法と信託業法の適用関係

1 金商法における開示規制と業者規制

2 信託業法と金商業規制の調整

- (1) 信託の引受け
- (2) 信託受益権売買等業務
- (3) 募集・私募
- (4) 募集・私募の取扱い
- (5) 引受け・売出し
- (6) 信託契約代理業と金融商品取引業の関係
- (7) 小活

1 金商法における開示規制と業者規制

➤ 信託受益権の開示規制

- 原則として不適用(金商法3条本文・3号)
- 例外的に、有価証券投資事業権利等に該当する場合に適用(金商法3条3号、金商法施行令2条の10第1号)

⇒ 信託受益権の「発行者」と「発行時」は、第一義的には開示規制を念頭に決定

➤ 他方、「発行者」および「発行時」という法概念は、開示規制のみならず金融商品取引業規制の適用範囲を画する

➤ さらに、信託業法上の信託契約代理業規制の適用範囲をも画する

2(1) 信託の引受け

- 信託の引受けを営業として行う場合には、信託業法が適用（信託業法2条1項）
- 信託の引受け自体には、金融商品取引業規制は適用されない
- ただし、信託会社が投資性の高い特定信託契約によって信託を引受ける場合には、金商法の行為規制が広く準用（信託業法24条の2）
- 特定信託契約の定義は、かなり広範（信託業法施行規則30条の2第1項）

2(2) 信託受益権売買等業務

➤ 第二項有価証券である信託受益権の売買、売買の媒介・取次ぎ・代理を業として行うこと

＝第二種金融商品取引業(金商法28条2項2号)

・委託者兼当初受益者の場合

<例外>

- ① 委託者兼当初受益者による信託受益権の売買が、「発行時」および「取得勧誘類似行為」の定めによって、金融商品取引業に該当しない自己募集・自己私募になる場合
- ② 金融商品取引業者等に、受益権の販売の勧誘等の全部を委託する場合には、金融商品取引業の定義から除外(金商法2条8項、施行令1条の8の6第1項4号、定義府令16条1項1号)

2(2) 信託受益権売買等業務

- 受託者の場合

- ＜例外＞

- 信託業法上の免許を取得している信託会社は、第二種金融商品取引業の登録を受け
ていなくても、信託受益権売買等業務を行える(金商法65条の5第1項)

- 信託会社等は、信託受益権売買等業務を営むときは金融商品取引業者とみなされ、
金商法上の行為規制が適用(金商法65条の5第2項)

- ※ 信託受益権売買等業務 = 信託受益権の売買またはその代理・媒介等を行う営業
(信託業法2条11項3号)

- 金融機関が有価証券関連業を行うことは原則として禁止されているが(金商法33条1
項)、信託兼営金融機関は、信託受益権売買等業務を法定他業として営むことができ、
登録金融機関業務の登録を要しない(信託兼営法2条3項)

- 信託兼営金融機関は登録金融機関とみなされ、一定の金商法上の行為規制が適用
(信託兼営法2条4項)

2(3) 有価証券の募集・私募

信託受益権の発行時、発行者、および取得勧誘類似行為に係る金商法上の規制によって画される

(ア) 単独運用型の自益信託

信託受益権の発行時＝委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡した時
信託契約の効力発生時点では金商法上の有価証券は未発行

⇒ 信託契約締結の段階では金商法上の有価証券の取得勧誘は観念できない

⇒ 受託者による信託契約締結の勧誘行為について、募集・私募に関する業規制は適用されない

2(3) 有価証券の募集・私募

(ア) 単独運用型の自益信託

信託受益権の発行時＝委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡した時

委託者兼当初受益者が当該信託受益権を譲渡するために行う売付け勧誘は、取得勧誘類似行為(金商法2条3項、定義府令9条6号)

委託者兼当初受益者が所有する信託受益権について、譲渡のための売付け勧誘を行うことは、自己募集・自己私募に当たる

←金融商品取引業とはされていない

2(3) 有価証券の募集・私募

(イ) 受託者が発行者の場合

- 委託者非指図型かつ合同運用型の自益信託、または委託者非指図型の他益信託

有価証券の発行時＝信託の効力発生時

受託者による信託契約締結の勧誘＝自己募集・自己私募

金融商品取引業規制は不適用

ただし、受託者が信託会社である場合には、信託の引受けについて信託業法上の行為規制が適用

2(3) 有価証券の募集・私募

(ウ) 委託者が発行者の場合

➤委託者指図型・合同運用型の自益信託、委託者非指図型・合同運用型の自益信託であって当初信託財産が非金銭の場合、または他益信託の場合

有価証券の発行時＝信託契約の効力発生時

①自益信託において委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘＝発行者である委託者の自己募集または自己私募

⇒金融商品取引業規制の適用なし

②他益信託において委託者が出資者を受益者とする信託を設定する目的で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

＝委託者が受託者と信託契約を締結することによって信託受益権を投資者である受益者に付与することになるから、発行者である委託者の自己募集または自己私募に該当

⇒金融商品取引業規制の適用なし

2(4) 募集・私募の取扱い

- ① 受託者による信託契約締結の勧誘が募集・私募に該当する場合
 - 受託者から委託を受けて当該信託契約締結の代理・媒介を行う行為
- ② 委託者兼当初受益者による信託受益権譲渡のための取得勧誘が募集・私募に該当する場合
 - 委託者兼当初受益者から委託を受けて信託受益権譲渡のための取得勧誘をする行為
 - 受託者が委託者からの委託を受けて当初受益者である投資者に対し信託受益権の取得勧誘をする行為(受託者が発行者であるかどうかにかかわらず、募集または私募の取扱いに該当すると解される)

2(5) 引受け・売出し

有価証券の引受け＝有価証券の新規発行や分売に際して、その売残りのリスクを負担しつつ消化を請け負う行為

引受けを業とすることは、第一種金融商品取引業

なお、有価証券の引受けの定義上、発行者自身が自己の発行する有価証券を引き受けることは観念できないと考えられる

(ア) 単独運用型の自益信託の場合

委託者兼当初受益者が投資者に信託受益権を販売する目的で信託を設定し、当該受益権を取得する行為は、有価証券の引受けに該当しない

発行時＝委託者兼当初受益者による信託受益権の譲渡時

信託契約締結の時点では、第二項有価証券としての信託受益権は未発行有価証券の取得を観念できない

2(5) 引受け・売出し

(イ) 合同運用型の自益信託の場合

有価証券の発行時＝信託の効力発生時

委託者兼当初受益者が投資者に受益権を販売する目的で信託を設定し、当該受益権を取得する行為

受託者だけが発行者であり、かつ、信託の効力発生時に第二項有価証券が発行される場合(委託者非指図型であって、当初信託財産が金銭の場合)

受託者が行う委託者兼当初受益者に対する信託契約締結の勧誘は募集行為に該当し、上記行為は有価証券の引受けに該当

2(6) 信託契約代理業と金融商品取引業の関係

信託契約代理業＝信託契約の締結の代理または媒介をする行為であるが、受託者が発行者である場合を除く(信託業法2条8項かっこ書)

←受託者が発行者である場合には、受託者のために信託契約締結の代理・媒介を行うことは「募集(私募)の取扱い」に該当し、金融商品取引業の規制を受ける

←二重規制の回避

解釈によっては、規制の欠缺、または、二重規制が生じる可能性
規制の欠缺や二重規制を回避する解釈を検討する必要性

IV 検討

- 1 検討の視点
- 2 信託受益権の第二項有価証券化の当否
- 3 発行者概念と業規制
 - (1) 基本的な考え方
 - (2) 開示義務者としての発行者
 - (3) 金融商品取引業規制と発行開示規制の関係
- 4 集団投資スキーム持分に該当する信託受益権
- 5 信託契約代理業と金融商品取引業の調整
- 6 説明義務・書面交付義務

1 検討の視点

➤現行法の規制の評価と問題点

発行開示規制と業規制のリンク

◆メリット

一単独運用型の自益信託の場合には、委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡した時に流通が開始するという経済実態に応じた開示規制とそれにリンクした業規制を実現

一発行者と発行時の区別に基づいて、類型化された金融商品取引業ごとにその該当性を吟味し、必要に応じて取得勧誘類似行為とみなしたり、金融商品取引業の定義からの除外規定を置いたりすることによって調整

◆デメリット

一相互のリンクにより、最善の規制の実現が阻害されている可能性

2 信託受益権の第二項有価証券化の当否

➤ 現行法の考え方

信託という法形式に着目し、投資対象性を有すると判断

- 所有と経営の分離
- 信託財産の独立性
- 受益権のエクイティ的性質

➤ 批判

信託の目的は多様であり得るため、投資対象性を有しない信託受益権が存在し得る
どのようにして、限定するか？

- 業規制については、「業として」の解釈により対応
- 定義自体の見直し(形式基準⇨実質基準、形式基準と実質基準の併用、第二項有価証券から除外)
- 定義は見直さず、適用除外規定を拡大
- 集団投資スキーム持分の定義と規制により対応
- その他

3 発行者概念と業規制

(1) 基本的な考え方

➤ 信託について問題が生じるのはなぜか？

信託には法人格が無いことに伴う問題

信託商品の組成に多様な関わり方があり、商品内容も極めて多様

信託商品について発行市場における取引と流通市場における取引をどのような基準で画するか？

➤ 開示規制

発行者開示主義の原則を採用している金商法の下では、開示義務をもっと良く果たせる者は誰かという観点から発行者を誰にするか検討すべき

3 発行者概念と業規制

(1) 基本的な考え方

➤ 業規制

金商法は、金商法2条8項に詳細に類型化されている金融商品取引業を、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、有価証券等管理業務などに大別した上で、業務内容に応じた規制を適用

金融商品取引業とされるそれぞれの業務の規制根拠に照らして、個別具体的な信託商品の経済実質に即した過不足のない規制を実現するとともに、関係者の予測可能性を一定程度担保するような基準を設定することが適切

➤ 基本的な考え方

発行開示規制の適用範囲を画することを第一義的に念頭においた有価証券の発行者、発行時および取得勧誘類似行為という概念を用いて業規制の適用範囲を画することは、最適規制の妨げになるおそれ

さらに、場合によっては業者規制についてアービトラージを生じさせるおそれ

3 発行者概念と業規制

(2) 開示義務者としての発行者

➤ 現行法の基準への疑問

- ① 委託者指図型か委託者非指図型の基準⇒「委託者または委託者から指図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かどうか」という画一的な基準で単純に二類型に分けられるか
- ② 当初信託財産が金銭か非金銭かという基準⇒同一の経済目的・経済実質を実現するための操作可能性が残る
- ③ 他益信託か自益信託かという基準⇒同一の経済目的・経済実質を実現するための操作可能性が残る

【試論】

信託という法形式が投資対象性を支えていることに鑑みるならば、実質的法主体である信託自身が発行者であると考えることが整合的ではないか

誰が信託を代表するか

3 発行者概念と業規制

(2) 開示義務者としての発行者

➤ 信託自身を発行者にする場合

誰が信託を代表するか

通常は、受託者

しかし、証券化スキームに信託を用いる場合などは、当該信託の組成に際してもっとも中心的な役割を果たし、また、当該信託の運用においてもっとも中心的な役割を果たすべき者が信託を代表することを認める可能性も、論理的にはあり得るように思われる

⇒ 場合によっては委託者、場合によっては委託者でも受託者でもない第三者が当該信託を代表すべきことも理論的にはあり得る？

3 発行者概念と業規制

(3) 金融商品取引業規制と発行開示規制の関係

(ア) 発行者と金融商品取引業規制

発行者が誰であるかは、金融商品取引業規制の適用範囲に関係

➤ 開示規制と業者規制のリンク

【例】 自益信託における委託者兼当初受益者を発行者とすることによって、その者による有価証券の引受けは観念できず、また、信託受益権の発行者による自己募集・自己私募について金融商品取引業者規制は不適用

開示義務者を誰にすべきかであるかという観点に基づく発行者概念が、金融商品取引業規制の適用範囲を画する概念として最善である保証はない

発行者概念については、業者規制と分離することが考えられる

3 発行者概念と業規制

(3) 金融商品取引業規制と発行開示規制との関係

(イ) 発行時と金融商品取引業

①自益信託か他益信託か、②自益信託について単独運用型か合同運用型かという二つの基準を用いて、(i)信託契約の効力発生時、または、(ii)委託者兼当初受益者による信託受益権の譲渡時のいずれかを有価証券の発行時とする

(ii)委託者兼当初受益者による信託受益権の譲渡時が有価証券の発行時とされている場合には、当該譲渡以前は、いわゆる仕組み段階の行為として、金融商品取引業規制の対象にならない

⇒信託商品の多様性に鑑みると、そのような類型を設けること自体は適切

特に、委託者も信託商品の組成者であるとき場合には、実質的に投資者が信託商品を取得した時点で信託受益権が発行されたと見るべき

⇒以上の観点は、開示規制と金融商品取引業規制に共通と思われる

3 発行者概念と業規制

(3) 金融商品取引業規制と発行開示規制との関係

(イ) 発行時と金融商品取引業

単独運用型の自益信託においては、委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡するために行う取得勧誘行為は、取得勧誘類似行為(金商法2条3項、定義府令9条6号)

- 委託者指図型・単独運用型の自益信託および委託者非指図型で当初信託財産が非金銭である単独運用型の自益信託の場合
- 委託者は発行者であるから、発行者自らが行う募集・私募になり、金融商品取引業に該当しない

特に投資者にとって情報格差の是正という観点から、業規制が欠缺していると評価するかどうか？

4 集団投資スキーム持分の要件を充たす信託受益権

➤信託受益権は、集団投資スキーム持分の要件を充たしている場合であっても、それには該当しない(金商法2条5項柱書き)

弊害は生じているか？

弊害が生じ得るとした場合に、どのように対処するか？

- ① 信託受益権の募集または私募を政令指定によって金融商品取引業規制の対象に追加(金商法2条8項7号ト)
- ② 集団投資スキーム持分の要件を充たす信託受益権については、原則としてその自己募集および自己私募を金融商品取引業に追加

5 信託契約代理業と金融商品取引業の調整

➤ 信託業法上の信託契約代理業と金商法上の有価証券の募集・私募等の取扱いを業とする類型の金融商品取引業の調整問題

受託者が信託受益権の発行者である場合を信託契約代理業の定義から除外(信託業法2条8項かっこ書き)

【問題】

- ① 規制の欠缺や二重規制が生じないか？
- ② 信託代理店が取り扱う信託商品によっては、第二種金融商品業者としての登録も要し、その規制に服するとしたら、コストがかかり煩雑ではないか？

5 信託契約代理業と金融商品取引業の調整

➤ 解釈論によって解決可能か？

規制の欠缺を生じさせたり、二重規制をもたらす解釈は、信託契約代理業と金融商品取引業との調整を図った立法趣旨に著しく反する

- 委託者と受託者の双方が発行者の場合には、信託契約代理業にのみ該当すると解する

⇒ 二重規制を排除

- 発行者が受託者だけであって、有価証券の発行時が委託者兼当初受益者による受益権譲渡時である場合、すなわち委託者非指図型・単独運用型であり当初信託財産が金銭の場合には、信託契約締結の時点では未だ金商法上の第二項有価証券が発行されていないため、受託者は当該信託受益権の発行者であるとは言えないと解する

⇒ 規制の欠缺を排除

6 説明義務・書面交付義務

➤信託会社の義務

- 事前の説明義務(信託業法25条、信託兼営法2条)
- 信託契約締結時の書面交付義務(信託業法26条1項、信託兼営法2条)

【特定信託契約による信託の引受けをする場合】

- 契約締結前交付書面の交付義務(信託業法24条の2、金商法37条の3第1項第1号・5号・7号・2項)

【調整規定】

契約締結前交付書面の交付義務が課される場合には、その記載事項と信託業法上の事前説明義務の説明事項の重複を排除(信託業法25条かつこ書き)

6 説明義務・書面交付義務

➤信託業法上の義務と金商法上の義務の異同

①説明または書面交付の相手方

信託業法⇒委託者

金商法⇒顧客

②提供すべき情報

信託業法⇒信託受益権の内容や受託者に関する情報

金商法⇒金融商品取引契約に関する情報

しかし、第二項有価証券については、取引対象の有価証券に関する情報も記載事項とし(金商業等府令84条参照)、提供される情報について調整

参考文献

- トラスト未来フォーラム『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)
- 神田秀樹＝折原誠『信託法講義〔第2版〕』(弘文堂・2019年)
- 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—コメントの概要およびコメントに対する金融庁の考え方」(2007年7月31日)
- 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(2008年)
- 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〔第2版〕』(商事法務・2018年)
- 岩原紳作＝神作裕之＝神田秀樹ほか『金融商品取引法セミナー』(有斐閣・2011年)
- 小出卓哉『逐条解説 信託業法』(清文社・2008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〕』(商事法務・2008年)
- 松尾直彦＝松本圭介『実務論点 金融商品取引法』(金融財政事情研究会・2008年)
- 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