

# 神田秀樹ほか著『金融商品取引法と信託規制』

吉谷 晋

本書は、神田秀樹教授を代表とする研究会にて「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」成果をとりまとめたものである（神田教授の「はしがき」より）。

思えば、平成18年に証券取引法から金融商品取引法（以下「金商法」）への名称変更を伴う大改正がされたとき、信託銀行の実務家は、「委託者に説明することは信託業法に定められているのに、どうして金商法を準用する規制が加わったのだろう。」「信託業法を読んでから金商法、その次は兼営法の施行規則か、なんてややこしい。」「信託の受益権が金商法では有価証券になって、公衆縦覧開示が必要になるのか、誰のための制度なのだろう。」等々の疑問や感想を抱き、その後10年以上の間、信託業法と金商法を遵守すべく、頭を悩ましてきたのであった。また、信託財産と固有財産で保有する株式が公開買付規制と大量保有報告書で合算する必要があることによって、株式の取引が制限されかねないことにも疑問を感じていた。本書は、このような複雑な信託と金商法の関係について整理して示すとともに、問題点を抽出して検討を行うものであり、実務の参考となるとともに理論的な理解を深めさせてくれる。

本書は、以下の論文からなる。

折原誠「金融商品取引法における信託規制の現状と課題」（以下「折原報告」）

田中和明「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」(以下「田中報告」)

佐藤勤「信託の受益者に対する情報開示規制」(以下「佐藤報告」)

小出卓哉「信託と公開買付規制・大量保有報告規制」(以下「小出報告」)

小川宏幸「信託受益権の非有価証券化の解釈論的試み」(以下「小川報告」)

井上聡「信託規制法研究会報告書の取り纏めに寄せて」(以下「井上コメント」)

本書のテーマは大きく3つあり、最初の2つは互いに関連している。折原報告は、全てのテーマについて、信託業法における規制と金商法における信託に関する規制の全体像を示している。田中報告は、1つめのテーマとして、2つの法律が信託の引受に関連して開業規制と行為規制を荷うことによる問題点を示して論じている。中でも、信託契約締結の代理・媒介における適用関係という最も複雑な点について詳細に解説し、問題点を抽出している。佐藤報告は、2つめのテーマである情報開示規制を担当している。金商法の有価証券概念の立法の経緯とその問題点を示したのち、金商法の公衆縦覧型情報開示制度を解説し、信託に関する信託業法と金商法の行為規制による情報開示制度の状況を示したうえで、様々な問題点を論じている。小川報告は、2つのテーマに共通する問題として、信託の受益権の有価証券該当性を否定することについての解釈論を、米国法においてどのような場合に信託の受益権に証券規制が及ぶとされているかを、Howey事件による基準(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)による判例の分析の後に、日本法について検討している。3つめのテーマは、以上の2つとは独立しており、公開買付規制と大量保有報告において、信託財産として株券等を保有し、買付け等を行う場合にも、株券等の形式的所有者である受託者の行為として合算されて適用されることの問題点を論じるものである。最後に、井上コメントは、全体を概括したうえで、各報告毎に、何が論じられているかを簡潔にまとめたうえでコメントを付している。本報告書の全体を把握したい方は、井上コメントを読むこ

## 文 献 紹 介

とによって、各報告の内容を知り、理解するうえで助けとなるであろう。また、各報告には条文の読み方をまとめた表などが付されており、それを見るだけでも参考になる。

以下では、本書全体で示された問題点と提言をいくつか紹介し、本文末尾に、信託業法と金商法の規制について各論文で解説している箇所を索引的に示すことで本書の紹介に代えさせていただきたい。

田中報告は、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を提言している(109頁)。これによって、信託の設定時には信託業法を、信託受益権の譲渡時には金商法を適用することになるため、わかりやすく、その結果、実績配当型の合同運用指定金銭信託の信託契約の代理・媒介には金商法の適用がなく、信託業法のみが適用されることになる。田中報告では、信託契約の代理・媒介についての規制法が信託の種類によって信託業法であったり金商法であったりすることが実務上負担となっていることを問題点として指摘しているが、この負担が軽減されることになる。立法手続上も内閣府令の改正により可能であるため他の案よりも実現可能性が高く、かつ実務上の効果が大きい提案であるといえる。

佐藤報告は、多くの提案をしているが、それらの前提となる提案は、『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る」ことである(179頁)。佐藤報告は、金融審議会金融分科会第一部会報告書の分析を踏まえて、本来規制対象とするべきでなかった「投資性」のない、または小さい信託商品を有価証券の定義から排除するべきことからこの案を提言している。

この問題意識は、田中報告でも述べられ(101頁)、小川報告も、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るとしたうえで、解釈論として「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・・・有価証券とすべき理由はないと言えよう。」としている(241頁)。

田中報告と佐藤報告は互いの提言に言及するものではない。しかし、田中報告の提言は、実績配当型の合同運用指定金銭信託について、受益権が譲渡されることが現状では珍しいであろうことを考えると、発行開示を事実上不要とする提案でもある。すると佐藤報告が、特定信託契約については発行開示制度を維持すべきとの意見であることとは対立している。田中報告は、発行者概念に基づくことなく行為規制を定めることも選択肢のひとつであることを指摘した上で、この提言をしており、そもそも流動性の低い（譲渡が制限されている等の）受益権に開示を求める必要性が乏しいとの立場に通じる意見であるようにも思えた。

佐藤報告は、この提案の後、金商法による規制にある凸凹を失くす方向性のいくつかの注目すべき提案を行っている。井上コメントがこれらの提案にコメントを述べているので参照していただきたい。流通性の低い受益権のような有価証券について公衆縦覧開示を行うことの意義について、立法担当者の「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」という説明（135頁）をどう考えるか（井上コメント257頁）。信託財産状況報告書の報告サイクルを運用報告書と同様に3カ月毎とすること（井上コメント257頁は賛成方向。私見では、受益者のニーズや受託者の現在の情報提供の実務の状況からは、現在の信託財産状況報告書の法制度の下で期間のみ短縮することは慎重であるべきと考える）などについては、議論が分かれるところであろう。

小出報告は、公開買付制度における株券等所有割合を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、例外的に実質基準による特別関係者として合算することによって、企業買収ルールとしてより適切になり、売買の制限によって信託間の公平性が害されて、運用に支障が生じることの不合理を解消することができるなどの提言をしており（215頁）、井上コメントも傾聴に値するとしている（259頁）。信託銀行の実務家としては検討すべき課題であると思われる。

## 文 献 紹 介

以上の紹介は、はなはだ簡単かつ雑駁なもので、もちろん筆者の所属する組織の意見ではなく、筆者の読み込み不足などについてはご容赦いただき、本書に当たっていただきたい。また、金商法と信託関連法の関係を確認したい実務家の方々にとっても、本書は条文や文献に当たる際の参考書としての価値が高いため、末尾に索引的な表をお付けする。いささか統一感に欠け、参考程度のものであるが、少しでもお役に立てれば幸いである。

### (表)

折原報告は、「信託会社」についての解説であり、田中報告・佐藤報告は、信託兼営金融機関についても解説している。

#### 1. 信託業にかかる開業規制・行為規制

信託会社・金事業者の開業規制	折原 4頁
信託会社・金事業者の「業」の概念（「営業」と「業」）	田中 71頁
登録金融機関	田中 73頁
信託会社・金事業者の行為規制	折原 4頁
信託業法（信託銀行・信託会社）の行為規制	田中 73頁
自己信託に関する信託業法の適用	田中 86頁
金商法の有価証券概念の立法の経緯 沿革	佐藤 118頁
金商法の有価証券概念	田中 87頁, 佐藤 126頁
有価証券としての信託の受益権に関する金商法上の定義	田中 88頁, 佐藤 127頁
金商法上の信託の受益権の「発行者」と「発行時」概念	折原 11頁, 田中 89頁, 佐藤 165頁
信託受益権の募集行為（取得勧誘類似行為）	折原 14頁, 佐藤 139頁
類型別の取得勧誘の金商法適用（委託者指図, 自益・他益, 元本補てん）	折原 15頁
信託受益権の自己募集・私募の金商業の適用除外	折原 10頁, 田中 91頁, 佐藤 138頁
信託受益権の売買の金商業の適用除外	田中 91頁・103頁

信託会社の運用行為の金商業からの除外	折原 11頁
信託会社と兼営金融機関の運用行為の金商法不適用	田中 93頁, 佐藤 152頁
信託の引受 信託業法の適用 (開業規制・行為規制) と金商法の準用	折原 20頁, 田中 93頁
信託契約の締結の代理・媒介についての信託業法 (信託契約代理業) または金商法 (募集の取扱い, 第二種金商業登録) の適用と, 受託者の義務	折原 20頁, 田中 92頁
信託契約の締結の代理・媒介 (自益・他益, 委託者指図, 元本補てん等の類型別)	田中 97頁・102頁

2. 信託受益権の引受け, 募集・売出しにかかる規制

信託受益権の引受け・売出しについての金商法の適用 (受託者, 委託者兼受益者, 受益者)	折原 22頁
信託受益権の譲渡についての金商法 (有価証券の売買または売買の媒介・取次・代理, 有価証券の募集・売出しまたはその取扱い) の適用除外	折原 24頁

3. 信託受益権に関する情報開示規制

金商法の公衆縦覧型情報開示制度 (有価証券全般)	佐藤 132頁
信託の受益権等の情報開示 (信託業法, 金商法, 公衆縦覧と行為規制)	佐藤 136頁
信託の受益権等の発行時の情報開示 (金商法・信託業法)	佐藤 137頁
信託の受益権等の流通時の情報開示 (金商法・信託業法)	佐藤 142頁
信託の受益権等の発行者による情報開示 (金商法)	佐藤 147頁
投資運用業者などによる情報開示 (金商法。信託業法との比較)	佐藤 148頁
信託契約の変更にかかる情報開示 (信託業法。投信との比較)	佐藤 154頁

## 文 献 紹 介

### 4. 信託受益権に関する開示規制の適用関係

信託受益権の開示（有価証券投資事業権利等・特定有価証券）	折原 32頁, 佐藤 158頁・175頁・178頁
有価証券等投資事業権利等から除外される受益権	折原 51頁, 佐藤 159頁
信託型 ESOP の受益権	佐藤 161頁
信託の受益権等の募集・売出しの定義と情報開示	佐藤 163頁
信託の受益権等の発行者および発行時期	佐藤 165頁

### 5. 公開買付規制・大量保有報告規制

公開買付規制とその沿革, 規制の趣旨	折原 52頁, 小出 209頁
公開買付・大量保有報告と信託	折原 59頁, 小出 214頁

（三菱 UFJ 信託銀行コンプライアンス統括部部付部長（法務担当））

〔神田秀樹ほか著『金融商品取引法と信託規制』公益財団法人トラスト未来フォーラム, 2017年, B 5 判, 264頁, 非売品〕

（本書は非売品であり, 本稿執筆時点では, 公益財団法人トラスト未来フォーラムのホームページにて申し込むことができるが, 在庫には限りがあることもご留意されたい。）

