

商事信託と金融商品取引法

神作裕之

目次

1. 問題の背景
 - (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
2. 金融商品取引法における発行者および発行時の規制
 - (1) 発行時
 - (2) 発行者
3. 金融商品取引法と信託業法の適用関係
 - (1) 金融商品取引法における開示規制と業規制
 - (2) 信託業法と金融商品取引業規制の調整
 - ① 信託の引受け
 - ② 信託受益権売買等業務
 - ③ 有価証券の募集・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 括
4. 検 討
 - (1) 検討の視点
 - (2) 信託受益権一般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

- (i) 発行者と金融商品取引業
- (ii) 発行時と金融商品取引業
- ④ 集団投資スキーム持分の要件を充たす信託受益権
- ⑤ 信託契約代理業と金融商品取引業
- ⑥ 説明義務・書面交付義務

1. 問題の背景

(1) 信託受益権の第二項有価証券化

2006年の金融商品取引法は、有価証券の範囲を拡大するとともに、投資対象性および流通性を基準とする従来型の有価証券を第一項有価証券とし、投資対象性だけを基準とする第二項有価証券という新たな類型を設けました。

信託受益権一般は、第二項有価証券として金融商品取引法上の有価証券とみなされることになりました。第二項有価証券である信託受益権の発行者と発行時について、金融商品取引法は後ほど述べるような複雑かつ精緻な規定を置いています。

第二項有価証券である信託受益権が、誰によっていつ発行されたかということは、発行者開示主義を採用している金融商品取引法の開示規制のみならず、業規制の適用範囲にも影響を及ぼします。

(2) 株式の発行者・発行時との比較

第一項有価証券である株式を例にとると、株式は会社法に基づいて組成され、金融商品取引法は、そうして組成された株式が発行された時点以降に適用されます。会社には法人格がありますから、企業金融の主体である株式会社を株式の発行者と見ることに異論の余地はありません。発行時については会社法に定めがあり、新株発行の場合には原則として払込期日となります。

これに対して信託受益権の場合には、信託自体に法人格がないため、誰がいつ第二項有価証券である信託受益権を発行することになるかは、必ずしも明確ではありません。信託受益証券については、民事法上、一

般に発行者は受託者であると解されていると思います。しかし発行時については、証券の作成時、発行時、交付時など、有力な複数の有価証券理論が存在します。

ましてや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について、その発行者が誰かということは十分に議論されてきませんでした。発行時は一般に信託受益権の発生時であると解されますが、信託のタイプによってはそのような考え方が適切でない場合もあり得ると思われれます。

いずれにしても、第二項有価証券である信託受益権については、その発行者および発行時について金融商品取引法に定めを置く必要があります。

2. 金融商品取引法における発行者および発行時の規制

(1) 発行時

信託受益権の発行時について、金融商品取引法は自益信託の委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡した時と信託の効力が発生した時という、二つの場合を設けています。

表1をご覧ください。もっぱら投資取引として行われる信託を念頭に置いて、信託受益権の発行時について述べます。

他益信託の発行時については、受益者が信託受益権を取得する時点で信託受益権が発行されたものとするのが、経済実態に合致すると考えられます。そこで、他益信託については、受益者が信託受益権を取得する時点、すなわち信託の効力発生時が信託受益権の発行時とされています。

これに対して、自益信託の場合には、信託受益権が実質的に投資者に対して勧誘・販売されるのはいつかという観点からすると、委託者は確かに当初受益者ではありますが、信託契約の当事者であって、通常は信託商品の組成に深く関わっていると考えられます。

したがって、自益信託の発行時については、組成された信託受益権が、委託者兼当初受益者から投資者に譲渡される時に有価証券が発行されたと見るべきであると考えられます。単独運用型の自益信託の場合には、

表1 金融商品取引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

金融商品取引法上、信託受益権が発行されるのは、委託者兼当初受益者が当該信託受益権を譲渡した時点であるとされているのは、そのような理解に基づくものと解されます。

ところが、1個の信託契約約款に基づいて合同運用される自益信託については、委託者兼当初受益者は投資者の一人に過ぎません。というのは、合同運用型の自益信託の経済実質は多数の委託者兼当初受益者から集めた資金を合同運用する投資ファンドであって、法形式上は委託者であっても、実質的には投資者であると言えます。それゆえ、合同運用型の自益信託の場合には、実質的な投資者である委託者兼当初受益者が信託受益権を取得した時、すなわち信託契約の効力が生じる時が発行時とされています。

合同運用型の自益信託に対する例外が、兼営法6条の規定に基づく元本補填契約のある合同運用型の金銭信託の場合です。元本補填契約がある自益信託の場合には、兼営法において投資者保護が図られているため、信託受益権の発行時は自益信託の原則に戻って委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡した時とされています。

以下の報告では、元本補填契約のある合同運用金銭信託については取り上げないこととさせていただきます。

(2) 発行者

金融商品取引法は、①発行者が委託者である場合、②発行者が受託者である場合、③発行者が委託者および受託者双方である場合の3つのパターンを用意しています。発行者であることの第一義的な法的効果は、金融商品取引法上の開示規制における開示義務者になることです。

発行者が誰かを決定するにあたって、金融商品取引法は、第1に、実質的な運用権限に着目します。表1をご覧ください。横軸は委託者指図型か委託者非指図型かの区別ですが、実質的な運用権限を有する者は、一般的に言って、当該信託受益権の内容および仕組みについて最も情報を有しており、また当該信託受益権の価値に決定的な影響を及ぼす者であって、発行者にふさわしいと考えられます。実質的な運用権限に着目して、委託者または委託者から指図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、運用がなされる委託者指図型信託においては、委託者が発行者とされています。これに対し、委託者非指図型信託においては、やや消去法的な面があると思いますが、受託者が発行者とされています。

第2に、金融商品取引法は、開示義務を適切に履行するための前提である投資判断に必要な情報を有しているかどうかという観点から、当初信託財産の性質も考慮しています。すなわち、委託者非指図型の自益信託の場合には、当初信託財産が金銭か、非金銭かによって、発行者について異なる取扱いをしています。すなわち、当初信託財産が非金銭の場合には、受託者に加えて委託者を発行者にしています。これは、当初信託財産が金銭以外の場合には、委託者もまた当該信託財産に関する重要な情報を有しているためであると考えられます。

第3に、信託受益権の組成者は誰かという観点が導入されます。この基準によれば、他益信託の場合には、信託契約の当事者である委託者と受託者が共に信託受益権の組成に関わり、外部の第三者である投資者に信託受益権を取得させようとしているものと考えられます。実質的にも委託者が当該他益信託の仕組みについて、受託者とともに最も情報を有していると言えましょう。以上の理由から、委託者非指図型の他益信託

については、当初信託財産の性質にかかわらず、第1の基準に基づいて発行者とされる受託者に加えて、信託商品の組成に深く関わった委託者もまた発行者にしているものと考えられます。

金融商品取引法は第1の基準を軸としつつ、第2および第3の基準を補助的に用いていると考えられます。

表2は、元本補填契約のある合同運用型の自益信託を除いて、発行者と発行時を類型化したものです。金融商品取引法は複数の観点および基準を用いて、発行者と発行時を類型化しており、極めて緻密で、かつ複雑な規制体系を有していると言えます。

第二項有価証券とみなされる信託受益権の発行者と発行時にかかる規定は、第一義的には開示規制を念頭に導入されたものであると考えられます。

ところが、第二項有価証券である信託受益権について、原則として開示規制は適用されません。例外的に適用されるのは、有価証券投資事業権利等に該当する場合です。実務においても、第二項有価証券である信託受益権について、開示がなされる例は多くないと承知しています。

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、

表2 金融商品取引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	

金融商品取引業規制の適用範囲を画するほか、信託業法上の信託契約代理業規制の適用範囲を画する機能も果たしています。

3. 金融商品取引法と信託業法の適用関係

(1) 金融商品取引法における開示規制と業規制

金融商品取引法は、発行者と発行時の概念を併用することによって、非常にバラエティに富む信託商品を類型化して、金融商品取引法の適用範囲を画していると評価できます。

しかし第一義的に開示規制を念頭に置いた諸概念によって業規制の適用範囲が適切に画されているか、特に業規制のアービトラージが生じていないかという観点から確認する必要があると思われます。

(2) 信託業法と金融商品取引業規制の調整

① 信託の引受け

信託の引受けについては、それを営業として行う場合には信託業法が適用され、金融商品取引業規制が適用されることはありません。もっとも、信託会社が投資性の高い特定信託契約により信託を引き受ける場合には、金融商品取引法の行為規制がかなり広範に準用されています。しかも、特定信託契約はかなり広範に定義されている点に注意する必要があります。

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は、第二種金融商品取引業に該当します。自益信託の委託者兼当初受益者が信託受益権を業として販売することは、第二種金融商品取引業に該当する可能性があります。

もっとも、第1に、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・自己私募に当たる場合には、有価証券の売買には該当しないと解されます。ここに規制の欠缺が生じていると見る余地が

あります。

第2に、金融商品取引業者等に勧誘等の全部を委託して行う信託受益権の売買は、そもそも金融商品取引業の定義から除外されています。

次に、受託者による信託受益権の売買については、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うことができます。そして、信託受益権等売買業務を行う場合には、当該信託会社等は金融商品取引業者とみなされ、金融商品取引法上の行為規制の適用を受けます。信託銀行についても、兼営法において同様の手当てがなされています。

このように、信託受益権の売買業務については信託業法と兼営法、および金融商品取引法の間で調整規定が置かれるとともに、二重規制排除の観点から特則が置かれています。他方、行為規制についても、信託会社等を金融商品取引業者とみなすことによって、ほぼ過不足のない手当てがなされていると評価できるように思われます。

③ 有価証券の募集・私募

有価証券の募集または私募に係る規制が適用されるかどうかは、第二項有価証券である信託受益権の発行時、発行者、および取得勧誘類似行為などの概念によって決定されます。

委託者兼当初受益者による投資者に対する勧誘や受託者による信託契約締結の勧誘が、募集または私募に該当することがあり得ます。

有価証券の募集・私募についてどのように扱われるかについてのポイントは、自己募集・自己私募に該当する場合、すなわち発行者自身による募集または私募に該当するとなった場合には、金融商品取引業規制が適用されないことです。ここに規制の欠缺が生じる可能性があります。

④ 募集・私募の取扱い

受託者による信託契約の締結の勧誘が募集・私募に該当する場合としては、発行者から委託を受けて、受託者が自ら信託契約の締結を勧誘する場合が考えられます。

また、自益信託の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には、当該委託者兼当初受益者から委託を受けた者が、当該信託受益権譲渡のための取得勧誘をする行為等は募集・私募の取扱いに該当する可能性があります。

⑤ 引受け・売出し

有価証券の引受けとは、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、すなわち発行者と発行市場をつなぐ行為です。引受けを業とする場合には、第一種金融商品取引業の登録を要します。

委託者非指図型かつ合同運用型の自益信託であって、当初信託財産が金銭の場合には、受託者だけが発行者であって、かつ信託の効力発生時に第二項有価証券が発行されます。

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、募集行為に該当します。したがって、この募集または私募に際して、受託者兼当初受益者が当該信託受益権を取得させることを目的として信託受益権を取得する場合には、有価証券の引受けに該当することがあります。

⑥ 信託契約代理業と金融商品取引業の関係

信託契約代理業とは、信託契約の締結の代理または媒介をする行為です。しかしこの定義から、受託者が発行者である場合が除かれています。条文を卒然と読むと規制の欠缺が生じたり、二重規制が生じたりする余地があるように思われます。この点は、解釈論による対応が必要と考えられます。後ほど検討します。

⑦ 小 括

以上のように、金融商品取引業規制と信託業および信託契約代理業規制の適用関係は複雑です。有価証券の発行者および発行時、さらには取得勧誘類似行為など、開示規制に係る概念を組み合わせる業規制の回避や潜脱が生じないように、かなりの程度、調整がなされています。しかし、

見直しの余地や問題点も残されているように思います。

4. 検 討

(1) 検討の視点

現行の金融商品取引法は、発行者概念などを通じて、発行開示規制と業規制をリンクさせた上で、発行者と発行時の区別などに基づいて類型化を行い、金融商品取引業の種類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除外する規定を置いたりすることなどによって調整を図っています。

このような規制スタイルには、メリットとデメリットがあると思われます。例えば単独運用型の自益信託の場合、委託者兼当初受益者が当該信託受益権を譲渡したときに、実質的に有価証券が発行され、流通が開始したと言えます。そのような経済実態に鑑みるならば、同一の機能に対しては同一のルールを適用することを目指す金融商品取引法の考え方からは、発行時を委託者兼当初受益者による信託受益権譲渡時とするというルールには合理性があり、このことは発行開示規制と業規制に共通して妥当すると思われれます。

他方、デメリットとして、このようなリンクが常にそれぞれの規制にとって最善であるという保証はありません。また、調整が複雑であるばかりでなく、規制の重複や欠缺が生じる可能性があります。立法論としては、信託受益権にかかる金融商品取引業者の行為規制と開示規制とを切り離すことが考えられます。

(2) 信託受益権一般の第二項有価証券化の当否

出発点として、そもそも信託受益権一般を金融商品取引法上の第二項有価証券とみなすことの当否が問題になります。現行法は、所有と経営の分離や信託財産の独立性等の法的性質に着目し、その法形式に基づいて信託受益権を第二項有価証券とみなしています。

しかし、このような定義が広すぎるのではないかという問題意識は、既にある程度、共有されていると思います。解釈論としては、業規制の

適用の局面では「業として」の解釈によって対応するべきであるという主張があります。

また立法論としては、有価証券の定義自体を見直すことも検討に値します。見直しに係る議論の中にも、形式基準から実質基準に変更する、形式基準と実質基準を併用する、あるいはそもそも第二項有価証券から信託受益権を除外するなど、いろいろな主張があります。信託受益権が形式基準のみに基づいて第二項有価証券に該当する旨の規定を削除する場合には、少なくとも集団投資スキーム持分の要件に該当する信託受益権については、実質基準に基づいて第二項有価証券に該当すると解することになると思われます。その他、定義はそのままにして、適用除外規定を活用するなど、さまざまな可能性があり得ます。

信託は、公序良俗や法令に違反しない限り、私益、共益および公益のいずれの目的にも利用できます。また私益目的に限っても、財産分離、財産管理、財産承継、資産運用や流動化など、信託利用の目的と範囲は極めて広範です。

このように、目的が広範で極めて多様性に富む信託受益権一般を第二項有価証券とすることの妥当性については、確かに検討を要する論点であると思われます。少なくとも公益または共益のみを目的とする信託については、定型的に投資対象性を欠くものとして、第二項有価証券から除外することなどが考えられます。

しかし、そもそも公益または共益だけを信託目的にしているかどうかということを確認すること自体が、実務上困難な場合が少なくないと思われます。また、規制のあり方によっては、金融商品取引法上の規制の潜脱を横行させる危険もあり、慎重な検討を要する問題です。本日は問題提起にとどめたいと思います。

(3) 発行者概念と業規制

① 基本的な考え方

金融商品取引法の観点からは、信託商品については、実質的には、発行取引と流通取引をどのような基準によって線引きするかという点が重要

です。これは信託には法人格がないことによって生じる問題と言えます。さらに信託商品の組成に際し、関係当事者の関わり方が非常に多様であり、信託商品の性格も多岐にわたるという特徴があります。発行者開示主義の原則を採用している金融商品取引法のもとでは、開示義務を最もよく果たせる者は誰かという観点から発行者を検討すべきであると考えられます。

金融商品取引法は、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と第二種金融商品取引業等に大別した上で、業務内容に応じた規制を適用しています。

金融商品取引業とされる個々の業務の規制根拠に照らして、個別具体的な信託商品に対して、その経済実質に則した過不足のない規制が実現されるような基準を設定する一方で、予測可能性を担保する基準であることが適切であると考えます。しかし、これらは背反する要素ですから、どこでバランスを取るかが難しいところです。

一般論として言えば、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置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には、一定の限界があるとともに一定の合理性があると考えられます。

② 開示義務者としての発行者

現行の金融商品取引法は、発行者概念について3つの基準を用いて類型化しています。第1の基準である、委託者指図型と委託者非指図型の区別、とりわけ委託者非指図型の信託において、受託者が常に適切な開示義務者であるかどうかは場合によるように思われます。

現行法は委託者指図型と委託者非指図型の区別について、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基準を用いています。

委託者またはその委託する第三者が信託財産の管理運用の一部を指図する場合など、実務においてはさまざまなグラデーションがあるものと推察されます。委託者指図型に近い実態を持つ委託者非指図型信託も存

在すると思われます。

他方、委託者指図型信託においても、委託者から指図の委託を受けた者など、委託者でも受託者でもない第三者が発行開示義務を最も適切に履行できる場合も、論理的にはあり得ると考えられます。

第2の当初信託財産が金銭か非金銭かという基準や、第3の他益信託か自益信託かという基準は、第1の基準よりもさらに、同一の経済目的・経済実質を実現するために、操作可能性が高い基準であり、金融商品取引法の適用についてアービトラージを許容する原因になり得ると考えられます。

実質的、経済的に同様の機能を営む投資スキームについて、操作可能な基準によって業規制の適用範囲が大きく違ってくるということになると、機能的・横断的な規制を目指す金融商品取引法の趣旨・目的に合致しないと考えられます。

③ 金融商品取引業規制と発行開示規制の関係

(i) 発行者と金融商品取引業

商事信託、とりわけ集団投資スキームとしての信託は、法人格のある会社と同様、財産分離機能、倒産隔離機能、および所有と経営の分離など、投資対象にふさわしい法的効果を享受し得る法形式です。

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べきであるようにも思われます。信託自身を第一義的な発行者とした上で、通常は受託者が信託を代表することになりましょう。

しかし、当該信託の組成に際して最も中心的な役割を果たし、また当該信託の運用において最も中心的な役割を果たすべき者が信託を代表するという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ます。このように考える場合には、委託者でも受託者でもない第三者が発行者になるということも理論的には生じ得るように思われます。

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大きな影響を与えます。例えば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、金融商品取引業規制は適用されません。

しかし、開示義務者は誰にすべき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ように思われます。特に発行者概念については、業規制と分離することが考えられるように思います。

(ii) 発行時と金融商品取引業

有価証券の発行時に関する規制も、金融商品取引業規制の適用範囲に大きな影響を与えます。現行の金融商品取引法は自益信託か他益信託か、自益信託である場合には、さらに単独運用型か合同運用型かという2つの基準を併用して、信託契約の効力発生時、または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しています。

後者の場合、すなわち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、そのような譲渡がなされる以前は、いわば金融商品の仕組み段階として、金融商品取引業規制の対象にならないものと整理されていると理解できます。

このことは、前述したように、信託商品の多様性に鑑みると適切な発想であると思われます。特に委託者兼当初受益者も信託商品の組成者の一人と見るべき場合や、委託者兼当初受益者が自己の財産を信託受益権に転換したに過ぎないと評価される場合には、委託者兼当初受益者から受益権が譲渡された時に初めて受益権が発行されたと見るべきであり、このような観点は開示規制と金融商品取引業規制の双方にとって合理的であると思われます。

もっとも、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する行為は、取得勧誘行為か取得勧誘類似行為とされています。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り単独運用型の自益信託の場

合には、委託者が発行者ですから、委託者兼当初受益者が信託受益権を譲渡するためにする行為は、発行者自らが行う募集・私募となり、金融商品取引業には該当しません。

そのため、特に投資者にとって必要な情報提供がなされない可能性があり得ると考えられます。この点を規制の欠缺と見るかどうかということが、一つの論点だと思われま

④ 集団投資スキーム持分の要件を充たす信託受益権

第二項有価証券である信託受益権の発行者自身による募集または私募は、原則として金融商品取引業とはされていません。金融商品取引法2条1項1号に該当する信託受益権は、同条同項5号の集団投資スキーム持分には該当しないとされているからです。

集団投資スキーム持分の要件を満たす場合に、集団投資スキームの持分に係る規制を適用する、例えば自己募集や自己私募として、金融商品取引業法の規制を適用するということが、立法論としては考えられると思います。適格機関投資家等特例業務に関する規制が強化されてきているという動向も念頭に置いて、規制の整合性を図る必要性があるように思われます。

⑤ 信託契約代理業と金融商品取引業

最後に信託契約代理業と金融商品取引業の調整の問題について、簡単に述べます。先ほど申しましたように、信託業法において、受託者が発行者とされている場合には信託契約代理業に当たらないとされています。

しかし、条文の文言を卒然と読むと、二重規制が生じるケースや、反対にいずれの規制も適用されないケースが生じてしまうように思われます。この点については、解釈論によって解決することが可能であると思われま

一つの解釈論は、欠缺が生じると思われる場合、すなわち、受託者だけが発行者であり、委託者非指図型・単独運用型の自益信託で、かつ当

初信託財産が金銭の場合には、信託契約締結の時点では、まだ金融商品取引法上の第二項有価証券が発行されていないため、受託者は未だ発行者ではないと解して、信託契約代理業に係る規定を適用することによって欠缺を防ぐことができます。

それから、二重規制が生じ得る場合については、立法趣旨に鑑み、委託者と受託者双方が発行者の場合には信託契約代理業に該当すると考えるとともに、信託契約代理業規制が適用される場合にはそちらを優先し、金融商品取引業には該当しないと解釈することによって、二重規制を排除することが可能であると思われます。

⑥ 説明義務・書面交付義務

説明義務、書面交付義務については、先ほどの吉谷さんのご報告の中にも触れられておりましたので省略いたします。

私からのご報告は以上です。ご清聴、誠にありがとうございました。

(東京大学大学院法学政治学研究科教授)