

商事信託と業法・金商法

井上 聡

目次

1. 吉谷報告—信託業法・兼営法について
 - (1) 情報の価値が信託財産に帰属する場合の信託業規制のあり方
 - (2) 信託引受けに関する信託業規制のあり方（契約による信託・遺言による信託）
2. 神作報告—金融商品取引法について
 - (1) 第二項有価証券としての信託受益権と開示規制
 - (2) 第二項有価証券としての信託受益権と業規制
 - (3) 信託を通じた上場株式の取得・保有と金融商品取引法

本日は、信託実務において重要な規制上の問題を、信託業法、兼営法の観点および金融商品取引法の観点から、あるいは信託実務家の観点および研究者の観点から、充実したご報告をお聞かせいただき、また、それに対してコメント申し上げる機会をお与えいただき、誠にありがとうございます。以下では、まずは吉谷報告についてコメントし、次に神作報告についてコメントいたします。

1. 吉谷報告—信託業法・兼営法について

- (1) 情報の価値が信託財産に帰属する場合の信託業規制のあり方

吉谷報告は、情報が取引の対象としてますます注目される中で、「情報が信託財産となり得るか」を取り上げ、また、超高齢化社会における金融機関の役割が議論される中で、「遺言による信託における信託引受け規制のあり方」を取り上げて、新たな解釈論を展開するとともに現実

的な実務上の対応や取組みを示しています。

当初信託財産となる財産として、金銭的に見積もることができる積極財産であり、かつ委託者の財産から分離することが可能なものであることが必要か、という点については、吉谷報告が指摘するように、売値の付かない山林等の不動産が当初信託財産とはならないとは考え難いので、「金銭的に見積もることができる」という部分をあまり厳格に捉えるべきではないと考えます。

また、「委託者の財産から分離することが可能なもの」という部分については、財産の性質に応じて、委託者の責任財産から分離し、委託者からの倒産隔離を図ることができることを意味するように思われます。これは、吉谷報告が指摘する「分別管理できる」ということとはほぼ同義かもしれませんが、契約による信託や遺言による信託においては、委託者から離れて受託者に移るものでなければならず、委託者に残ったまま受託者にも伝わるものではないと考えます。

したがって、自己信託においても、当初信託財産は、固有財産から切り離されて信託財産に移るものを意味すると考えます。吉谷報告が「分割管理することが可能なもの」という性質は、それとは異なるものなのかどうか、ご確認いただければと思います。

次に、「情報が信託財産になり得るか」については、情報を信託することができるか否かと、設定された信託における信託事務の処理の過程で一定の情報がその信託財産に属すると評価できるか否かは別問題であると考えます。

情報を信託できるかどうか、すなわち信託行為の対象とするためには、それが信託設定時であれ追加信託時であれ、やはり委託者からの分離可能性を問題とすべきように思います。この点を緩く解すると、クラウドサービスその他、世の中の情報管理サービス契約がことごとく信託契約に該当して、さまざまな業者が信託の引受けを業としていることになって信託業法に違反してしまうことになりかねないからです。

そして、委託者からの分離可能性とは、財産としての排他的管理可能性とほぼ同義ではないかと考えます。そのように考えると、そのものを

信託行為の対象とすることができる情報の典型例としては、兼営法上の制約を別にすると、暗号資産が挙げられると思います。

これに対し、委託者が保有するビッグデータ、あるいは営業秘密といったものは、それが受託者への交付の前後を通じて秘密裏に管理されるとしても、委託者にも残ることが想定されて、分離可能性に疑問が生じます。

この点、委託者が信託行為に際し、自ら保管するビッグデータや営業秘密を廃棄することと併せて、委託者から受託者に移転したと評価することができれば、情報そのものが信託されたと考えられるのでしょうか。それとも、一定の条件の下で委託者が受託者に対してビッグデータや営業秘密の利用権を設定的に移転したと見て、利用権が信託されたと考えべきなのでしょうか。こういったことについては、さらに検討したいと考えております。

委託者が情報の利用権を設定できるような立場になれば、すなわち、委託者が許諾しない限り何人も当該情報を利用できないというのであれば、利用権の設定的移転もなされていないと考えられます。価値がある情報といっても、信託できるか否かという観点からは、吉谷報告の提示するAの考え方のみならずBの考え方のアプローチも難しい場合があります。

例えば、週刊誌に高く売れそうな芸能情報やお宝情報のようなものは金銭的な価値はあるわけですが、これはどうなのだろうとも思います。こういった点について、吉谷さんの感覚をお尋ねしたいと思います。

情報の管理運用サービスを提供する際に、信託の利用可能性に不確実な点があるとすると、実務的には、吉谷報告が示すように委任形式を使うことが現実的です。

この点、もう一つの方法として、委託者が受託者に対し、情報の取得対価や情報の管理、他人への利用許諾等に必要な費用や信託報酬等の合計額に相当する金銭を信託し、受託者が、その信託金を使って情報を取得し管理運用することは、情報が信託行為の対象となり得るか否かを問わずできるのではないかと考えます。

(2) 信託引受けに関する信託業規制のあり方 (契約による信託・遺言による信託)

次に、超高齢化社会を迎えて、今後、遺言による信託の利用が増えていくことが予想されます。従来、信託の引受規制については、主として契約による信託を想定して議論されてきました。今回、吉谷報告が、遺言による信託に引受規制がどのように適用ないし参照されるべきなのかを取り上げたことは、大変意義深いことだと思います。

実務上は、生前に受託者となるべき信託会社、信託銀行に何も話さないまま遺言で受託者として指名することは考え難いので、実際には、むしろ信託会社、信託銀行の側から営業をかけ、委託者の生前に信託の内容を説明して条件を詰めるはずで、信託会社、信託銀行内部の信託引受審査も、委託者の生前に行ってゴーサインが出ているのだと思います。

そのように考えると、顧客保護の観点からは、委託者の生前の遺言による信託についても、その性質に合わせて信託業法上の販売勧誘規制を適用することが妥当であるように思われます。立法論としてはもちろん、解釈論としても、できる限り吉谷報告のような取扱いを承認していくべきであるように思います。

2. 神作報告—金融商品取引法について

(1) 第二項有価証券としての信託受益権と開示規制

投資信託や受益証券発行信託の受益証券など金融商品取引法2条1項に掲げられるものを除き、一般の信託受益権は、金融商品取引法2条2項1号に基づいて金融商品取引法上の有価証券とされています。神作報告は、この第二項有価証券とされた信託受益権について、特殊な発行者、発行時概念を整理した上、金融商品取引法と信託業法、兼営法に基づく規制の全体像を鮮やかに描き出し、そのあり方に検討を加えるものです。

神作報告は、まず、一般の信託受益権を第二項有価証券として扱うこと自体の可否を検討します。この点、実務においては、一般の信託受益権を金融商品取引法上の有価証券と扱うこと自体に対する批判を耳にすることがあります。

しかし、私としては、所有と経営の分離、信託財産の独立性等の法形式に着目して、金融商品取引法上の有価証券性を肯定することには、理由があると考えています。むしろ開示規制と業規制を切り離して、業規制を簡素化、合理化することにより、非常に複雑な現行規制の問題点を相当程度、解決できるのではないかと考えています。

次に、神作報告は、開示規制について、発行者を定める現行法の基準に疑問を投げかけた上で、信託自体を発行者と見て、あとは誰が信託を代表するべきかを考えるアプローチを示しています。

換金性の高い有価証券を受託した上で売却し、その後もさまざまな有価証券の購入と売却を繰り返すような信託は、形式的には金銭以外の財産の信託です。しかし、実質的にはむしろ運用型の金銭信託に近いことを考えると、発行者を定める際に、当初信託財産が金銭か非金銭かという現行法の基準は、合理性を欠く場合があると思います。

自益信託と他益信託の区別についても、委託者が当初受益者から対価を得て他益信託を設定するという場合、贈与型の他益信託と違い、むしろ自益信託プラス受益権の売却に近い面がありますので、やはり合理性を欠く場合があり得るように思います。そこで、神作報告が示すように、信託自体を発行者と見ることが考えられるわけですが、このような場合には発行開示と継続開示に分けて、場面ごとに開示情報を把握している者を代表者と定めることも考えられるように思います。

例えば、資産の流動化取引においては、発行開示については委託者または取引のアレンジャーが信託を代表し、信託期間中の継続開示については資産保有者たる受託者が信託を代表するというような役割分担を可能とする余地がありそうです。

このように、信託の類型に応じて、場面毎に実質的な開示主体を考える余地について、神作先生のお考えを聞かせいただければと思います。

なお、第二項有価証券については、その流通性の低さに鑑み、株券等の第一項有価証券と異なり、500名以上の現実の取得を基準として開示規制が発動されるということには合理性があると思います。しかし、有価証券投資事業権利等、すなわち出資財産の過半が有価証券に投資され

ない限り、何万人の投資者がいても開示規制が適用されないことでのいは、別途、検討の余地があるように思います。この点についても、神作先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

(2) 第二項有価証券としての信託受益権と業規制

神作報告は、業規制について、開示規制における発行者概念から切り離し、いくつかの例を挙げて、規制の過不足を適切に解消していくことを提唱しています。そのうち特定金銭信託、特定金外信託などのスキーム1の受益権、あるいは流動化信託などのスキーム3の受益権を委託者が繰り返し組成して販売する行為は、自己募集・自己私募に該当するため、金商業に該当しませんから、投資家保護上の問題が生じるおそれがありそうです。

また、単独運用指定金銭信託や指定金外信託などのスキーム2とされている部分の受益権を、委託者兼当初受益者から委託を受けて受託者が販売する行為も、自己募集・自己私募に該当するため、金融商品取引業に該当しないように思われます。ここも業規制が欠落している可能性があります。

この点、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について、報告資料19頁において、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されているのは、委託者と受託者双方が発行者となるスキーム3の場合には、委託者からの委託を受けた受託者の行為が自己募集・自己私募ではなく、もう一人の発行者からの委託を受けた募集または私募の取扱いと評価されるという趣旨ではないかと思いますが、その理解でよろしいでしょうか。

集団投資スキーム持分の要件を満たす信託受益権について、自己募集・自己私募を金融商品取引業とすべきではないかとの神作報告の問題提起については、具体的には受託者が実績配当型の合同運用指定金銭信託契約を投資者と締結する行為、あるいは、委託者が投資者から対価を得て運用目的で委託者指図型の他益信託を設定する行為が想定されるように

思います。

前者については、現在は信託業法、兼営法の信託引受規制によって、投資者保護が図られていると思います。これに対して後者の対価を得て他益信託を設定するというタイプの取引は、現在、あまり行われていないと思いますが、行われた場合には確かに弊害が生じる可能性があります。

神作先生が報告資料33頁において①として挙げる信託受益権の募集または私募を政令指定（金融商品取引法2条8項7号ト）によって金融商品取引業規制の対象となり得る信託類型があるのかはよく分からないのですが、この点についてもお答えいただければ幸いです。

最後に、信託契約代理業と金融商品取引業の調整に関する解釈論上の区分については、神作報告にいずれにも賛同いたします。

（3） 信託を通じた上場株式の取得・保有と金融商品取引法

信託について適用される金融商品取引法の規制としては、その他にも、上場株式を信託財産にする場合、上場株式の取得勧誘規制、大量保有報告制度、公開買い付け規制、インサイダー取引規制などがどのように適用されるのかについて興味深い問題があります。しかし、本日の報告からは外れますので、この点についてのコメントは省略したいと思います。

私からは以上です。最後までご清聴いただきありがとうございます。

（長島・大野・常松法律事務所弁護士）