

## 研究・信託法(10)

## 信託と金融商品取引法

中部大学客員教授 渡 辺 宏 之  
早稲田大学ビジネス・ファイナンス研究センター

## — 目 次 (第10回) —

<p>第1回 信託をめぐる国際的な状況と信託の法律構成 (本誌270号)</p> <p>第2回 信託の設定 (本誌271号)</p> <p>第3回 信託財産 (本誌274号)</p> <p>第4回 受託者の義務・責任(1) (本誌278号)</p> <p>第5回 受託者の義務・責任(2) (本誌280号)</p> <p>第6回 受益者等 (本誌282号)</p> <p>第7回 委託者／信託の終了等 (本誌283号)</p> <p>第8回 様々な信託の類型 (本誌286号)</p> <p>第9回 信託と会社 (本誌288号)</p>	<p>第10回 信託と金融商品取引法</p> <p>1. 信託受益権と開示規制</p> <p>2. 開示書類の統合と開示サイクルの問題 (四半期開示の見直しと信託)</p> <p>3. 信託と公開買付規制</p> <p>4. 信託とインサイダー取引規制</p> <p>5. 金融商品取引業者等としての説明義務</p> <p>6. 有価証券報告書等に係る虚偽記載と信託 (以上、本号)</p>
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

## 1. 信託受益権と開示規制

### (1) 信託受益権と有価証券

金融商品取引法(金商法)上、「有価証券」に該当するものが開示規制や業規制の対象となり、金商法2条1項および2項に列挙されているものが「有価証券」として取り扱われる。信託受益権<sup>(1)</sup>のうち、受益証券発行信託(信託法185条)の受益証券と特別法に基づく投資信託、貸付信託および特定目的信託の受益証券については、有価証券に該当し(金商法2条1項10号・12号～14号)、「第一項有価証券」として取り扱われる(金商法2条3項柱書)。一方、これ以外の受益証券の発行されない信託受益権についても、金商法2条2

項1号により有価証券とみなされ、「第二項有価証券」として取り扱われる(金商法2条3項柱書)。したがって、信託受益権については、信託の内容や信託財産にかかわらず、また、受益証券が発行されるか否かにかかわらず、有価証券として取り扱われ、金商法の規制の対象となる<sup>(2)</sup>。

有価証券に関しては、原則として、有価証券届出書や有価証券報告書の公衆縦覧による開示等を内容とする開示規制が適用されるが、定型的に流動性の低い第二項有価証券については、「有価証券投資事業権利等」に該当するものを除き、金商法第二章に定められる開示規制が適用されない(金商法3条3号)。したがって、信託受益権のうち開示規

制が適用されるのは、第一項有価証券に該当する受益証券が発行される信託の受益権と、それ以外の信託受益権のうち有価証券投資事業権利等の要件（金商法3条3号イ、金融商品取引法施行令2条の10第1項1号）を満たすものに限定されることになる<sup>(3)</sup>。

上記のように、信託受益権は一律に有価証券に該当し、金商法の規制の対象となるが、信託の利用方法には多様なものがあり、その受益権が投資商品とは評価し難い信託の類型も少なくない。このような信託の受益権まで、一律に金商法の規制とすることについては、批判も多い。しかしながら、受益証券が発行されなければ、有価証券投資事業権利等に該当しないかぎり、開示規制の適用はなく、また、開示規制が適用される信託受益権であっても募集や売出しに該当して発行開示の手続が必要とされる場合は限定的であり、実際に開示規制の適用により負担が生じる場面は多くないと考えられる<sup>(4)</sup>。これに対して、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一律に適用されるために、規制対応の負担によって信託の活用可能性を制約する懸念があることがしばしば指摘される。

信託受益権は経済的実質として株式と類似の面もあるが、信託は法人格を有していないという点で決定的に会社と異なり、その点を鑑みつつ総合するならば、むしろ（日本法では）組合の出資持分の方により類似性が高いといえるのではないか。それゆえ、組合の出資持分と同様に、実質的な投資対象性が認められるものを有価証券として規制の対象とする形式の方が、理論的な観点からは本来はより適合的なのではないかと考える<sup>(5)</sup>。ただし、金商法に関する規制の潜脱を防止するという観点からは、信託受益権という法形式一本<sup>(6)</sup>

で金商法上の有価証券とみなしたうえで、有価証券投資事業権利等<sup>(7)</sup>という概念を用いることにより限定的に開示規制を課している現行法の規制方法に、優位性があるともいえるだろう。

実質的な見地から信託受益権に対する開示規制について問題になる点は、①現行法では第二項有価証券において「有価証券投資事業権利等」に該当するもののみが開示規制の対象となっているが、この開示規制の対象範囲が適切か、②開示規制と業規制のリンクのあり方が適切であるか、③業規制や行為規制が信託受益権を取り扱う場合に一律に適用されることで、規制対応の負担によって信託の活用可能性を制約しているか、といった点であると思われる。①・②の点については下記にて言及し、③の業規制に関する問題については、稿を改めて言及することとしたい（次回を予定）。

## (2) 開示規制と業規制のリンクの構造と問題点

現行の金商法は、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うえで、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るが、このような規制スタイルにはメリットとデメリットの双方があることが指摘される<sup>(8)</sup>。メリットとしては、このような規制スタイルにおいて、経済実態に鑑みて同一の機能に対して同一のルールを適用することを目指す金商法の理念を反映できることである。他方、デメリットとし

て、現行の発行開示規制と業規制の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ない。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る<sup>(9)</sup>。

たとえば、金商法における信託受益権の取扱いについて、現行制度のもとでは、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大変わかりにくくなっている<sup>(10)</sup>。

このように、金商法の発行開示制度との関係で定められているはずの発行者と発行時の概念が、業規制との関係で影響を受けているという構造が存在しており<sup>(11)</sup>、発行開示制度と業規制とは別物であるために、立法論として、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れたほうがよいとの指摘がしばしばなされる<sup>(12)</sup>。

理想的な規制ルールとしては、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、個別具体的な信託商品に対して、その経済実質に即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望ましい。しかし、これらは相反する要素であるために、どこでバランスを取るかは非常に難しいといえる<sup>(13)</sup>。

また、仮に発行開示制度と業規制とを分離するとしても、業規制との関係でも発行者・発行時という概念が必要になるのではないかと神田秀樹教授は指摘する。株式会社の株式（第一項有価証券、金商法2条1項9号）の場合には、株式を製造する仕組みに係る規制は会社法だけであって、金商法の出番は「内

（うち）」で製造された株式が会社の「外（ソト）」に出る時とそれ以後である。会社には法人格があるため、発行者は会社ということにできるし、金商法でもそのように定めている。それに対して、信託については、ウチは信託法に加えて信託業法および兼営法（金融機関の信託業務の兼営等に関する法律）の規制に服し、ソトへ出る時点とその後は金商法ということになる。信託受益権の場合は、信託に法人格がないため、信託自体を発行者とできないかぎり、ソトへ出る時（発行時）と発行者を決めなければならないことになる<sup>(14)</sup>。

### (3) 開示規制の再構築への視点

金商法の観点からは、上述のように、信託商品について、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あるが、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いえる。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る。こうした点をふまえ、神作裕之教授は、発行開示主義の原則を採用している金商法のもとでは、開示義務を最もよく果たせる者はだれかという観点から発行者を検討すべきであるとする<sup>(15)</sup>。さらに、かかる見解に触発されつつ、信託を名実ともに「発行者」とみなしたうえで、開示規制を実質的に担うことが適切な者を、発行者概念に拘束されずに選定するという規制のあり方も、井上聡弁護士により示唆されている<sup>(16)</sup>。なお、これらの見解は、現行の有価証券規制における開示規制と業規制のリンクの構造自体は前提としたうえで、信託について「発行者概念において開示規制と業規制の切り離しを企図するもの」<sup>(17)</sup>と理

解でき、「開示規制の再構築」を企図するものと位置付けられるのではないだろうか。

また、信託受益権に関する公衆縦覧開示規制は、有価証券投資事業権利等のみに及ぼすべきものかという問題提起がなされている。井上弁護士は、現行法は、信託を導管と考えて弊害を回避するという発想、すなわち、信託の中に有価証券自体があるから、多くの人が実質的にその有価証券を持っているものとして開示規制を適用すべきという考え方に基づいていると思われるが、信託は一定程度実体のあるビークルであるという発想を持ち、ビークル自体が有している資産にかかわらずエクイティホルダーが多数いるという状況を想定すべきであり、あとは流通状況に従って開示の程度・必要性を判断することを考えてもよいのではと指摘する<sup>(18)</sup>。

同様に、神作教授も、信託という法形式に着目して信託受益権全体を第二項有価証券とみなしたのであれば、そのような信託を用いて何を行うかというのは、論理的には関係ないことになるはずであるとする<sup>(19)</sup>。ただし、有価証券投資事業権利等に限らず、事業自体や有価証券以外の投資物件に投資する場合であっても、投資者が多数存在する場合には開示規制を適用することになれば、過剰規制になるのではないかという反論が予想される。しかし、現行金商法は、例えば集団投資スキーム持分については多くの適用除外を認めており、出資者全員が出資対象事業に関与する場合（金商法2条2項5号イ、金商法施行令1条の3の2）、あるいは出資者が拠出額を超えて配当財産の分配を受けない場合（金商法2条2項5号ロ）等を政令指定するなど、すでにいろいろな適用除外を定めている。第二項有価証券について、一般的に有価証券投

資事業権利等に限らないとする場合には、適用除外規定をさらに工夫する余地があることが指摘される<sup>(20)</sup>。

なお、他方で、「有価証券投資事業権利等」の範囲を限定的に捉えようとする解釈論も提唱されているが<sup>(21)</sup>、「信託受益権を取得しようとする者が当該信託受益権を投資商品と評価しない場合にまで（有価証券投資事業権利等とみなして）開示規制を適用して投資者保護を図る必要性は乏しい」との趣旨である。第二項有価証券である信託受益権に関する開示規制の対象を「有価証券投資事業権利等」に限定すべきか否かという上記の見解とはその趣旨が異なっており、必ずしも相反するものではないと思われる。

## 2. 開示書類の統合と開示サイクルの問題（四半期開示制度の見直しと信託）

### (1) 四半期開示の見直し

金融庁は、2022年6月に公表された金融審議会ディスクロージャーワーキンググループの報告書において、金商法に基づく法定の四半期報告書を廃止して（第1・第3四半期、第2四半期は未定）取引所の決算短信に一本化する方針を提示した<sup>(22)</sup>。有価証券報告書と決算短信を比較すると、決算短信の方が速報性があるため開示内容が簡素化されており、記述様式も投資家向きにわかりやすいものとなっているために、投資判断に直接関係する定量的な財務情報を中心に、投資家には決算短信が主として参照されているようである。それゆえ、筆者は、今回の四半期開示の見直しの基本方針、すなわち、有価証券報告書ではなく決算短信に一本化するかたちで開示の重複を省いて効率化しようとする基本的な方

向性については、非常にバランスの取れたものとして支持したい（懸念点については後述）。

四半期開示を決算短信に一本化するに際しては、以下のような具体的な検討課題が挙げられている。「①「第2四半期」も「決算短信」に一本化するか否か。②四半期決算短信に対する公認会計士によるレビューの必要性の有無。③四半期決算短信の虚偽記載に対するエンフォースメントの手段の確保。④一本化された四半期決算短信の開示内容」<sup>(23)</sup>。こうした検討課題をふまえ、私見は、「第2四半期も決算短信に集約したうえで、各四半期において決算短信の公表後に臨時報告書（基本的に決算短信と同内容で公認会計士のレビューを付した）の提出を義務づける方法」が適切と考える。現行の四半期開示制度では、決算短信には公認会計士のレビューは付さず、四半期報告書にはレビューが付されることになっているが、決算短信に一本化した場合、レビューを付すことになると時間がかかり決算短信の速報性が損なわれる。他方で、レビューを廃止すれば開示内容の正確性の担保の観点からは疑問が出てくる。この点、決算短信は現行通りレビューを付さず、その代わりに決算短信と基本的に同内容（必要があれば記載事項を訂正）の臨時報告書を四半期決算の公表を事由に提出を義務付け、臨時報告書の段階でレビューを付すことにすれば、上記のジレンマから抜け出すことができる。臨時報告書は金融商品取引法に基づく開示文書であるため、虚偽記載に関する法令上のエンフォースメント手段を確保することが可能になることは、すでにワーキンググループの議論や同報告書において指摘されている。

なお、「第2四半期」の開示について、法

定の四半期開示制度導入前の日本市場の上場会社は、「半期報告書」を提出する義務を負っていたが、今回、第1・第3四半期の有価証券報告書を廃止する一方で、従来の半期報告書（年次有価証券報告書の半期版に相当する）を復活させようとの考え方もある。しかし、上述の私見のような方法によれば、第2四半期も決算短信にスムーズに集約可能であると思われる。仮に第2四半期において有価証券報告書を残す場合には、現行の「第2四半期報告書」に準じた内容のものとするべきである。第2四半期の開示のあり方の如何によっては、現行の制度よりも開示実務に重い負担を強いることになり、開示の効率化という政策目的に逆行しかねないことに留意すべきである<sup>(24)</sup>。

## (2) 信託受益権に関する開示書類の統合について

以上のような「四半期開示制度の見直し」に向けての制度設計が進められる状況下、信託受益権についても、具体的にいかなる開示制度が適切であるか見直す契機になっているといえよう。

公衆縦覧型の開示規定が適用される信託受益権について、現行法では、①「指定運用の信託の受益権の場合」は、受託者が作成義務を負う有価証券報告書等と信託財産状況報告書とによる情報開示が義務付けられ、②「特定運用の信託の受益権の場合」は、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投資運用業者が作成義務を負う運用報告書、さらに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義務付けられているといった、複雑かつ重複部

分も多い規制となっている<sup>(25)</sup>。

しかし、例えば有価証券報告書と運用報告書については、制度の目的が異なること、罰則が異なること、運用報告書は対象期間経過後遅滞なく（金商法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（金商法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見解もある<sup>(26)</sup>。

他方で、佐藤勤教授は、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、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うるものであることから、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、運用報告書等と公衆縦覧型の開示制度における記載内容を整理・統合して、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、ウェブサイト掲載等の方法により公衆に縦覧することにより、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可能とする<sup>(27)</sup>。

以上の佐藤教授の見解は、金商法の公衆縦覧型開示の対象となる信託受益権について、有価証券報告書を廃止<sup>(28)</sup>してその内容を運用報告書等に一体化させつつ、商品の特性に適合的な開示形態を採用するという趣旨と理解できる、非常に示唆に富む見解である。ただし、そのような見解を採用する場合は、有価証券概念における現行の信託受益権の位置付けをも見直す必要が出てくる。それゆえ、有価証券概念における現行の信託受益権の位

置付けを維持するという前提であれば、開示の効率化については、後述のように、有価証券報告書を年次のみとし、それ以外は3か月サイクルの運用報告書等に委ねるという方法が望ましいと考えられる。こうした方法は、四半期開示の見直しに際しての望ましい方向性（前述）とも平仄を合わせたものとなる。

### (3) 信託受益権に関する開示のサイクル

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事件を踏まえ<sup>(29)</sup>、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、特段の定めのないかぎり、1年ごととされている（信託業法27条1項、信託業規則37条の2、信託兼営規則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（金商法42条の7第1項、金商業等府令134条3項1号）、それ以外は、特段の定めのないかぎり、6か月ごととされている（金商法42条の7第1項、金商業等府令134条3項）。佐藤教授は、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か月ごととすべきと主張する<sup>(30)</sup>。

証券投資型ファンドにおける運用資産に関するタイムリーな情報開示は投資者にとっては生命線であり、開示サイクルは3か月ごとにすることが望ましい。この点、最近の継続開示制度全体における「四半期開示制度の見

直し」では、四半期の有価証券報告書を廃止される方向性が固まったが、一方で、投資者が投資情報として主に参照している四半期の「決算短信」は維持されることになったこととも歩調を合わせることが望ましい。証券投資型ファンドの情報開示に関するこうした要請は、会社に関する情報開示の場合以上に、より必要性が高いものと考えられる。

ただし、運用報告書等の開示サイクルは3か月ごとにする一方で、有価証券報告書については、現行の半期報告書ではなく、年次の報告書一本にすることが望ましい。有価証券報告書提出義務のある信託受益権については、現行では、年次有価証券報告書に加え、四半期ではなく「半期報告書」の提出が義務付けられているが（金商法24条の5第1項・第3項、特定開示府令28条1項）、上述の四半期開示見直しについての考え方と同様に、3か月サイクルの運用報告書等が投資家に開示されれば、有価証券報告書の作成・提出は1年に1回でよいものと思われる。3か月サイクルの運用報告書等の交付を前提とした場合には、年次の有価証券報告書に加えて半期の有価証券報告書（監査証明付き）も義務付けられれば、開示負担は過重なものとなり、また運用報告書等の開示内容との重複が生じるために効率性も欠くことになるおそれがあることに留意するべきであろう。

### 3. 信託と公開買付規制

#### (1) 「買付け等」の対象となる信託取引

「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または売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所金融市場外で株券等の買付け等を行うこ

と」をいう（金商法27条の2第6項）。そして、公開買付規制の対象となる「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、これに類するものとして政令で定めるものを含む（金商法27条の2第1項柱書）。買付けその他の有償の譲受けに「類するもの」とは、具体的には、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その他内閣府令で定めるもの、とされている〔金融商品取引法施行令（施行令）6条3項〕。

信託譲渡については、現物出資による株式の取得も公開買付規制の対象となる「買付け等」（買付けその他の有償の譲受け）に該当するものとされていることからすれば<sup>(31)</sup>、信託譲渡も「買付け等」に該当し、公開買付規制の対象となるのが原則と考えられている<sup>(32)</sup>。ただし、たとえば、信託譲渡後も、信託期間において受益権の内容として受託者に対し信託財産たる上場株式に係る議決権その他の株主権の行使を指図し、配当を受領でき、受託者は信託期間中に当該上場株式を処分することができず、かつ、信託期間終了後においては委託者兼当初受益者に信託財産たる上場会社株式が償還されるような場合においては、「買付け等」に該当しないと解してもよいと考えられる<sup>(33)</sup>。

信託受益権について、有価証券信託受益証券以外の信託受益権については、公開買付規制の対象である「株券等」には該当しない（施行令6条1項）ことになっているが、受益権の譲渡については、立案担当者によれば、「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

のみならず、株券の譲渡まで実質的に含まれているものと考えられている」と解されている<sup>(34)</sup>。したがって、信託受益権の有償による譲受けは、基本的には株券等の「有償の譲受け」とみなされて「買付け等」に該当すると考える見解が一般的である<sup>(35)</sup>。他方で、贈与の場合など、信託受益権が無償で譲渡された場合には、「有償の譲受け」ではないために「買付け等」には該当しないと考えるべきである<sup>(36)</sup>。

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<sup>(37)</sup>もあるが、信託の場合、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ため、場合分けして考えることが適切であろう。この点、組合のケースにおいては、組合の解散に伴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」に原則として該当しないとされている<sup>(38)</sup>。こうした点をふまえ、小出卓哉弁護士は、信託終了に伴う現物交付については、組合の場合と平仄を取り、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あるとする<sup>(39)</sup>。

## (2) 固有財産・信託財産間における「株券等所有割合の合算」に関する問題

公開買付規制の基礎をなす「株券等所有割合」の計算からは、信託業を営む者が信託財

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（株券等所有割合）に参入しないことになる。一つは当該議決権を行使することができる権限がない場合で、もう一つは、当該株券等へ投資する必要な権限を有しない場合である（金商法27条の2第8項1号、他社株買付府令7条1項1号～3号）。実質的には、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、通常は同一の議決権行使がなされることが推定されるために、基本的には、合算することに問題はないとされる<sup>(40)</sup>。

しかしながら、信託財産の運用方針によって議決権の行使方法が異なることがあり、信託受託者の固有財産における議決権行使方針と信託財産における議決権行使を分けるような流れもある。それゆえ、そのような状況において、受託者ベースで株券等所有割合を合算することは不合理な場面が出てきうることが指摘される。こうした点を鑑みて、小出弁護士は、「固有財産、各信託財産ごとに株券等所有割合を計算したうえで、複数の信託財産に分散して株券等の買付けを行っている場合や、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、実質的基準による特別関係者として合算すること」を提唱する<sup>(41)</sup>。

信託と公開買付けに関するこうした提案ルールの論理は、信託の関係当事者の観点からはきわめて合理的で適切なものに思われる。そして、実質的特別関係者に関するルールが

適切に機能すれば、複数の信託財産に分散した買付け等を通じた規制の潜脱も十分に防ぐことができよう。他方で、規制当局の観点からは、株券等所有割合を固有財産・各信託財産ごとに計算（確認）し、かつ「実質的特別関係者」の存否を確認するという作業は、非常に煩雑なものになるのではないだろうか。そうすると、実効的な規制監督の難しさゆえに、信託を用いた公開買付け規制の潜脱が行われやすい状況は、この提案ルールの下でも生じるおそれがあるように思われる。そうした点にいかに対処できるかがこの提案ルールが機能するための課題であろう<sup>(42)</sup>。

### (3) 「別途買付けの禁止」に係る問題

公開買付け等は、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27の5、「別途買付けの禁止」）。こうした「別途買付けの禁止」と信託をめぐる問題については、(A)「信託銀行の親会社（銀行持株会社等）が公開買付けを行う場合」と、(B)「信託銀行自身（受託者の固有勘定）が公開買付けを行う場合」に分けて検討すべきであろう。

#### (A) 信託銀行の親会社（銀行持株会社等）が公開買付けを行う場合

信託銀行の親会社（銀行持株会社等）が公開買付けを行う場合、当該信託銀行は、金商法27条の2第7項1号によって親会社である公開買付けの特別関係者（形式的特別関係者）とされるため、金商法27条の2第7項2号（実質的特別関係者）に該当しない旨の申出書を関東財務局長に提出することで、対象会社（対象者）株式の買付けが可能になる（金商法27条の5第2号、他社株買付府令18条）。実際に、

信託銀行が運用に関する裁量権を有しない特定運用信託の場合について、こうした申出を行うことで、別途買付けの禁止の例外が認められたケースが存在するようである<sup>(43)</sup>。

なお、この方法による場合、他社株買付府令3号様式を提出する必要がある、そこでは、(i)将来にわたって公開買付け・特別関係者に対して公開買付け対象株式を譲渡しない、また公開買付け・特別関係者と共同して株主としての議決権の行使をしない旨の誓約、(ii)公開買付け以外の者と共同して行う株券等の取得等の合意に関する事項、(iii)申請書提出後に予定している別途買付けの内容を記載する必要がある<sup>(44)</sup>。

また、信託銀行の当該信託勘定が運用に関する裁量権を有する指定運用信託であったとしても、公開買付けである親会社やその特別関係者との間で対象会社株式の共同取得、譲渡、議決権の行使等の合意がなければ、金商法27条の2第7項2号に当然に該当するわけではない。それゆえ、3号様式に従い、届出書にこれらの合意がない旨の誓約を記載し提出することで、信託銀行による対象会社株式の取得は「別途買付けの禁止の例外」として認められると考えられる<sup>(45)</sup>。

#### (B) 信託銀行自身（受託者の固有勘定）が公開買付けを行う場合

信託銀行自身（受託者の固有勘定）が公開買付けを行う場合においても、金商法27条の2第1項を受けた金商法施行令9条にみなし規定を入れる等の手当てにより、別途買付けの禁止との関係では、信託財産と固有財産あるいは異なる信託財産間の関係を「特別関係者」として扱う方法が提案されている。その場合、少なくとも資本関係のある法人と同じ

程度に投資・議決権行使の意思決定の独立性が認められることが必要であるとし、特定運用信託の場合はそのまま「特別関係者」として扱うことができるが、指定運用信託の場合には、意思決定の独立性を確保する措置が取られていることが要件に挙げられている<sup>(46)</sup>。

以上の提案ルールは、「別途買付けの禁止の例外」を設けるロジックの一般論としては、合理的なものと考えられる。しかしながら、同提案者自身が同じ論文の他の箇所でも示唆するように、たとえ異なる部門が独立の判断権限を有することにしても、同じ傾向の議決権行使がなされる可能性があり、特に対象会社（対象者）による買収防衛策導入や発動等の議案に関する議決権行使については、対象会社の支配権の帰趨に直接の影響をもたらすことになる<sup>(47)</sup>。それゆえ、信託銀行自身（固有勘定）が公開買付者となる場合における、信託勘定での対象会社株式の取得については、別途買付け禁止の例外を認めるべき状況か否かについて改めて検討する必要がある。そのうえで、立法によって別途買付けの禁止の例外を認めるべきとする場合には<sup>(48)</sup>、その要件や運用のあり方を、銀行持株会社等が公開買付者となる場合に比べてより厳格なものにする必要があると考えられる。

#### 4. 信託とインサイダー取引規制

##### (1) インデックス運用とインサイダー取引規制

信託銀行などにおいては、信託財産の運用部門以外の部署が取引先企業等のインサイダー情報を取得した場合においても、信託財産の運用部門にその情報が伝達されないよう管理するなどの手当てを行うことで、インサイ

ダー取引規制に抵触しないよう留意している。しかし、運用部門自らが取引先企業等のインサイダー情報を取得することもありうる。その対応としては、当該企業等の株式等の取引を行わないことが原則となるが、運用裁量の乏しいインデックス運用を行う場合、仮にインデックス運用を行うファンドで当該企業等の株式等の売買を行うことができないとすると、いわゆるトラッキング・エラー（インデックスとファンドの収益率との乖離）が発生しうることになる<sup>(49)</sup>。インデックス運用は、アクティブ運用のように個別銘柄に着目した売買を行うわけではない。インデックス運用を行う場合においても、銘柄選択事態に運用者の選択の余地がないとしても、購入時期については選択の余地がありうるが、個別銘柄の売買を禁止するのではなく、例えば、そのような選択の余地を封じるような機械的な運用プログラムを組むことによってインサイダー取引の成立を防ぐことが対応可能と考えられる<sup>(50)</sup>。

インサイダー取引に対しては、刑事罰や課徴金等の制裁が科され、法人には両罰規定があるが、刑事罰を科すためには、インサイダー取引については過失犯処罰規定が置かれていないため、故意の存在（刑法38条1項）が必要であると解されている。この点、チャイニーズ・ウォール<sup>(51)</sup>等の情報遮断措置が確実に機能しているならば、投資部門・信託部門の役職員が、融資部門等が取得した情報を知って、インサイダー取引をしたわけではないとされることが通常であると考えられる。ところが、課徴金等の行政処分の場合には、従来、故意または過失等の主観的要件は不要と解されている。そして、金商法175条は、「自己の計算」においてインサイダー取引をした

者に対して課徴金を賦課する旨を規定しているが、課徴金を賦課する主体には法人が含まれると一般に解されており、文言上もそのように読むのが素直であるとされる。そうだとすると、チャイニーズ・ウォールを設けていても、法人レベルでは重要事実を知って当該法人の計算で当該有価証券の売買等を行ったと評価される場合には、実際にはチャイニーズ・ウォールにより当該情報について知らなかった役職員が当該売買等を行ったときであっても、当該法人に対して課徴金が賦課されるおそれが生じる<sup>(52)</sup>。

## (2) 「知る前契約」・「知る前計画」等

金融庁・証券取引等監視委員会が公表している「インサイダー取引Q&A」では、信託受託者に対するインサイダー取引規制の適用関係について直接に論じた項目はないが、「インサイダー取引Q&A【応用編】問3」において、「投資家の信頼の確保という観点からは、『会社関係者』が未公表の『重要事実』を知った後に売買等を行ったとしても、当該売買等が『重要事実』を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、それにより証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうおそれは乏しく、インサイダー取引規制によって抑止を図ろうとする売買等には該当しない」と考えられるとしたうえで、「取引の経緯等から、『重要事実』を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象とされることにはならない」という考え方が示されている。そして、このような場合の例として、『重要事実』が、その公表により株価の上昇要因となることが一般的に明白なときに、当該株式の売付けを

『重要事実』の公表前に行っている場合」と「『重要事実』を知る前に、証券会社に対して当該株式の買付けの注文を行っている場合」が挙げられている。また、「『重要事実』を知ったことと無関係に行われたことが明らかな場合」としては、いわゆる「『知る前契約』の履行又は『知る前計画』の実行として売買等を行う場合等が該当します」と説明されている<sup>(53)</sup>。

上記の「インサイダー取引Q&A」において、いわゆる「『知る前契約』の履行又は『知る前計画』の実行として売買等を行う場合は、『重要事実』を知ったことと無関係に行われたことが明らかな場合」と明記されている。現行金商法では、業務等に関する重要事実を知る前に締結された契約の履行として売買等がされる場合、または、業務等に関する重要事実を知る前に決定された売買等の計画の実行として売買等がされる場合は、インサイダー取引の適用除外となる（いわゆる「知る前契約」・「知る前計画」、金商法166条6項12号）。ただし、重要事実を知る前に締結された契約（決定された計画）であっても、「金融商品取引業者による確認等の一定の措置がとられていること」（措置要件）、ならびに「売買等の別、銘柄および期日ならびに当該期日における売買等の総額または数が、特定されていることまたは裁量の余地がない方式に決定されていること」という要件を満たさないかぎり、「知る前契約」・「知る前計画」として取引規制府令59条1項14号による適用除外の対象とならない。

この点、横畠裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』では、現行の金商法166条6項12号に相当する旧証券取引法190条の2第5項8号について、「これを限定する大

蔵省令が定められていないことから、一般的に重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかな売買等を除外するものとなっている」と述べ、同号を重要事実を知ったことと無関係に行われる売買についての一般的な適用除外規定ととらえている<sup>(54)</sup>。そして、このように金商法166条6項12号について一般的に重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等をインサイダー取引規制の適用対象から除外するものと解釈できることを前提として、「知る前契約・知る前計画に基づく売買ではあるものの、取引規制府令59条1項14号の第2の要件たる契約・計画が作成された日付を証明する措置を講じたこと（同号ロ）」の要件を充たしていない場合で、同府令所定の方法以外の方法によって、知る前契約・知る前計画が作成された日付を立証できるとき」は、金商法166条6項12号の特別の事情に基づく売買等に該当し、インサイダー取引規制の適用対象から除外されるとする見解がある<sup>(55)</sup>。

私見は、以上のような解釈論（横島説をふまえた飯田説）は成立しようと考えており、そうした考え方に従って、「知る前契約・知る前計画に基づく適用除外に“準じて”」、当該売買等をインサイダー取引規制の適用対象から除外することは認められてよいと考える。ただし、実務の観点から指摘されているように、金商法166条6項12号の形式的な文言解釈としては内閣府令で定める場合だけが適用除外の対象となると捉えることが自然であり、取引規制府令59条1項14号が「知る前契約」について形式的に措置要件を満たした場合に限りインサイダー取引規制の適用除外とすることを認めていること、「その他これに準ずる特別の事情に基づく売買等であるこ

とが明らかな売買等をする場合」が一般的な適用除外に当たるとの見解に立ったとしても、具体的にどのような場合が適用除外に当たるとの外縁は明確でないことをふまえると、実務上は、知る前契約・知る前計画に関する適用除外の形式要件に従って対応することが妥当と思われる<sup>(56)</sup>。

## 5. 金融商品取引業者等としての説明義務

### (1) 金融商品取引業者等の説明義務

金融商品取引業者または登録金融機関をあわせて「金融商品取引業者等」といい（金商法34条）、信託銀行は金商法において金融商品取引業者等としての規制に服する<sup>(57)</sup>。金融商品取引業者等の説明義務<sup>(58)</sup>については、金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人が、契約締結前交付書面等の一定の書面の交付に関し、あらかじめ、顧客に対して、金商法37条の3第1項3号から7号までに掲げる事項について、「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をすることなく、金融商品取引契約を締結する行為」を禁止している（金商法38条9号、金商業府令117条1項1号）。この「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」という文言は、ほぼ同様の文言が金融サービスの提供に関する法律（4条2項）にも規定されている。

### (2) 説明義務の具体的な対象

説明義務の対象については、最判平成23・4・22（民集65巻3号1405頁）は、「契約の

一方当事者が、当該契約の締結に先立ち、信義則上の説明義務に違反して、当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報を相手方に提供しなかった場合には、上記一方当事者は、相手方が当該契約を締結したことにより被った損害につき、不法行為による損害賠償責任を負うことがある」と判示している。

金融商品取引をめぐる紛争では、損害賠償責任の追及のために、民法の信義則違反を根拠とする説明義務違反が争われることが典型的である。それでは、上記最判平成23・4・22で判示されている「当該契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報」とは具体的にどのようなものであろうか。

例えば、為替（通貨）デリバティブ取引について考えてみる。為替（通貨）デリバティブ取引の契約締結時に説明すべきは、1ドルX円になるかどうかの見通しではなくて、ドル円相場がどのくらい変動したら、例えば10円円高になったらどのくらいの損失が発生する、またボラティリティがどれだけ上昇すれば損失が幾らになる等（中途解約の場合に影響）、リスクがイメージできる説明であって、その説明を受けて顧客が、1ドル80円になることはないから契約しようかとか、1ドル80円になることもあるかもしれないから契約しないとの判断ができることが重要である。

また、投資信託や仕組債等に関して、ヒストリカル・データやノックイン確率<sup>(59)</sup>が説明義務の対象となるか否かがしばしば議論の対象となるが、これらの性質は過去のデータであるために、直接的には説明義務の対象にならないと考えるべきであろう。他方で、当該商品の参照指標（例えば、株価や為替レート等）やボラティリティがどの程度変動すれば、

どの程度損益（時価ベース）が変動するかについては、説明義務の重要な対象となるべきことに留意する必要がある<sup>(60)</sup>。ヒストリカル・データやノックイン確率は、過去のデータであって、当該指標の今後動向や相場見通しではないために、逆に、これらの情報を提供されている顧客が、過去のデータをもとに今後の予測値と受け止めてしまうことを避けるべきであろう。比較的市場が安定している期間のノックイン確率などを情報提供されると、逆に顧客に非常に誤導的な効果が生じてしまう可能性がある。また、ノックイン確率は、参照指標のヒストリカル・データから計算される確率であるため、どの程度の期間のヒストリカル・データを抽出するのか、要するにノックイン確率の算出についてどのような前提の置き方をするのが非常に重要になる。

これらのノックイン確率や過去の指標データ等の説明よりも最大損失額のほうがむしろ顧客にとってはわかりやすく適切ではないかという見解もある<sup>(61)</sup>。あくまで両者の比較という観点であれば、基本的にはその通りであろう。ただし、最大損失額というものにも一定の前提があることに留意すべきである。上記のノックイン確率の場合と同様に、比較的市場が安定している期間のデータで計算したノックイン確率であれば、顧客に対して誤導的なものが出てくる可能性も高く、最大損失額についても同様のことが言える。逆に、金融危機の際の非常にボラティリティも高く、参照指標の水準が急変した時期のデータで算出すると、最大損失額は投資金額全損等非常に大きな数値になりがちとなる。顧客の投資判断に関して重要なことは、当該金融商品において参照指標がどの程度変動すれば、

どの程度損益（時価ベース）が変動するかを説明することである。

## 6. 有価証券報告書等に係る虚偽記載と信託

### (1) 有価証券報告書等に係る虚偽記載と損害賠償の請求権者

金商法では、有価証券報告書等の虚偽記載に関する提出者の賠償責任の規定（金商法21条の2）が設けられている。同条の目的は、虚偽記載に関する他の民事責任規定と同様に、虚偽記載により損害を被った投資者の損害を填補すること、および、開示書類の提出者に厳格な損害賠償責任を課すことによって虚偽記載を抑止することであるとされている<sup>(62)</sup>。こうした目的を効果的に達成するために、同条は、投資者保護の見地から、一般不法行為の規定の特則として、その立証責任を緩和している<sup>(63)</sup>。

金商法21条の2に基づく損害賠償の請求権者について、同条第1項の「(有価証券を)取得した者」は、株式の場合は、株式発行会社の振替口座簿や株主名簿に記録・記載されていた株主であると一般的に解されている。しかしながら、「同項の請求権者は株式発行会社の振替口座簿や株主名簿に記録・記載されていた株主に限る」と解するならば、当該有価証券に関する虚偽記載により実質的に損害を被った投資者であっても、同項に基づく損害賠償請求権を行使できない場合が生じ、不当な結論を招く可能性がある<sup>(64)</sup>。

例えば、海外在住の投資家が日本市場に上場している株式をカスタディ形式で保有している場合に<sup>(65)</sup>、こうした問題が生じる可能性がある。国際的な証券カスタディの慣行<sup>(66)</sup>

では、証券を直接に保有しているカスタディアン（本国のグローバル・カスタディアン及びその履行補助者と位置付けられる現地のサブ・カスタディアン）は、カスタディ契約において当該証券に関する訴訟を進行する権限を有していないことが一般的であるからである<sup>(67)</sup>。

### (2) 受益者による債権者代位権の行使とその要件

信託形式による証券の保有を想定した場合、金商法21条の2第1項の「(有価証券を)取得した者」が振替口座簿や株主名簿に記録・記載されていた株主（受託者）に限定されると考える立場に仮に立脚したとしても、一定の要件の下、受託者が有する損害賠償請求権を代位行使することにより、受益者は同項に基づき訴えを提起することができると考えられる。

信託の受益者が債権者代位権によって受託者の権利を行使することができるかについては、これまで若干の議論があるが、少なくとも、民法上の要件を満たす限り、受益者による債権者代位権の行使を否定する理由はないと考えられており<sup>(68)</sup>、受益者による債権者代位権の行使をより積極的に認めるべきとする見解もある<sup>(69)</sup>。

この点、信託の受託者と受益者の関係が、寄託（受寄者と寄託者）や委任（受任者と委任者）におけるような「債務者・債権者」の関係ではないとする反論があるかもしれない。受益者の有する「受益権」の法的性質については、わが国においても議論が継続している状況ではある。しかしながら、ここで重要なのは、現行信託法においては、「信託行為に基づいて受託者が受益者に対して負う債

務であって信託財産に属する財産の引渡しその他の信託財産に係る給付をすべきものに係る債権」を「受益債権」と定義し（信託法2条7項）、受託者は受益債権に係る債務の履行を信託財産に属する財産のみをもってなすべき義務を負う（信託法100条）ため、受託者と受益者には債務者・債権者の関係が明確に存在することである。

信託の受益者による（受託者に代位しての）債権者代位権の行使に関する要件については、上述の学説では、一般的な責任財産保全型を想定したうえで、「債務者（受託者）の無資力」を要件としているものもある<sup>(70)</sup>。しかしながら、金商法21条の2に基づく損害賠償請求権の代位行使に関しては、特定債権（債務者の資力の有無に関係しない債権）の保全を目的とする類型であり、責任財産保全の類型と異なり債務者（受託者）の資力の有無が直接には問題にならない<sup>(71)</sup>。

従来、債権者代位権の行使の類型には、強制執行の前段階としての責任財産（債務者に属する執行可能な全財産）保全のための類型のほかに、特定債権<sup>(72)</sup>の保全のための類型があると分類されてきた。具体例としては、不動産賃貸借における、賃借人による、賃貸人の有する妨害排除請求権等の代位行使<sup>(73)</sup>や、不動産の転々譲渡において、買主による、売主が前主に対して有する登記請求権（不動産登記の請求をすることができる権利）の代位行使<sup>(74)</sup>などである。さらには、抵当権者による、抵当不動産所有者の有する妨害排除請求権の代位行使<sup>(75)</sup>も、民法423条の法意に照らして認められてきた<sup>(76)</sup>。このように、債権者代位権の被代位権利は、債権に限らず、各種の請求権を含むとされている。また、債権者は、債務者に代位して訴訟上の行為（訴

えの提起など）をすることができると思われる<sup>(77)</sup>。

2017年改正民法における債権者代位権制度は、①責任財産の保全を目的とするものを基本としつつ、②債権者が自己の債権を簡易かつ優先的に回収するためにこれを用いることを認めており、また、③特定債権保全を目的とするものも認めている。これらを統合する債権者代位権の概念は、民法423条1項に規定されている。①②の類型については、保全の必要性の要件を債務者の無資力と考える見解<sup>(78)</sup>が一般的であるが、③の特定債権保全型の類型については、その必要性和相当性を要件として、個別的に判断される<sup>(79)</sup>。

金商法21条の2に基づく損害賠償請求権の代位行使に関しては、特定債権（損害賠償請求権）の保全を目的とする類型であり、責任財産保全の類型と異なり債務者（受託者）の資力の有無が直接には問題にならないために、「必要性・相当性」の要件が適用されるべきことになる。信託においては、信託財産に関する訴訟を進行する権限は原則として受託者にあると考えられるため、受益者による債権者代位権の行使については、「受託者が当該損害賠償請求権を行使しない」ことが必要性の具体的な要件であると考えられるであろう。相当性については、信託の当事者関係（受託者、受益者および委託者）が明確であり、かつ、受益者による債権者代位権行使の際に民法423条の6に基づいて受託者に対して訴訟告知がなされることであろう。

### (3) [補論]受託者は信託財産の「所有者」か？

以上の議論に関連して、「信託では、受託者が信託財産に関する所有権を有するため、受益者は金商法21条の2における損害賠償請

求権の請求権者となることができない」との見解もあるかもしれないが、そうした見解の前提となる「受託者は信託財産に関する所有権を有する」という理解は正確ではない<sup>(80)</sup>。日本法の下では、「受託者は信託財産の名義と管理・処分権限を有する」ものの、「受託者は信託財産に関する所有権は有していない」という理解が正当であろう。確かに、欧州大陸法的な基礎構造を有する日本の私法体系に、英米法の典型的な制度である Trust をできるだけ無理なく位置付けるために、“信託財産に関する「所有権」を受託者が有し、受益権はそれに対する強力な「債権」的拘束をかける”といった説明がなされることが、従来からしばしばあった。しかしながら、そうした説明はいわば“苦肉の策としての便宜的な説明”と理解すべきではないだろうか。「所有権」や「財産権」といった基本概念が、大陸法系の法域と英米法系の法域では異なっていることも、議論の混乱を招く一因であるといえよう<sup>(81)</sup>。

民法において、所有権は「法令の制限内において、自由にその所有物の使用、収益及び処分をする権利」（民法206条）と定義されているが、信託財産に関する受託者の権利は、この「所有権」の定義とはかなり齟齬がある。信託財産については、そもそも信託行為で定められた信託目的による拘束（信託法2条1項）があり、かつ受益者の受益権を通じた種々の拘束があるために、受託者は信託財産を自由に処分する正当な権限は与えられていない。さらに、受託者は「信託の利益を享受できない」（信託法8条）ことになっており、信託財産から利益を得ることすら禁じられている。それゆえ、日本法の下では「受託者は信託財産の名義と管理・処分権限を有す

るものの、信託財産に関する所有権は有しない」と理解することが正当であると筆者は考える。仮に受託者に信託財産に関する所有権を認めると仮定するならば、そこで“所有権”と表現されているものは、日本民法における「所有権」の定義とはかなり齟齬を生じるものと言わざるを得ない。

同様に、わが国の私法体系の下では、物権法定主義（民法175条）が存在するために、信託受益権を所有権（物権）として構成することも困難であるが<sup>(82)</sup>、金商法21条の2第1項に関する請求権者という観点から重要であるのは、信託財産に関する所有権の所在ではなく、信託財産に関する「名義の所在」、および「信託財産に関する損失を実質的に被るのは誰か」ということである。信託財産の名義については受託者に帰属するが、信託財産に関する損失を実質的に被るのは受益者である。

信託において、受託者は信託財産の名義と管理・処分権限を有するため、金商法21条の2第1項における損害賠償請求の請求権者は本来的には受託者であるといえる。しかしながら、受託者が当該損害賠償請求権を行使しない場合には、債権者代位権により、受益者が損害賠償請求権を代わりに行使できると解すべきである。

#### 【注】

- (1) 金融商品取引法における信託の位置付けについて概説するものとして、松本圭介＝堀弘「金融商品取引法制における信託の位置付け」信託233号71頁（2008）、有吉尚哉「信託と金融商品取引法」新井誠ほか編『信託法制の展望』（日本評論社、2011）〔以下、『信託法制の展望』とする〕92頁、等参照。
- (2) こうした「有価証券概念の拡大」について批判的に検討するものとして、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巻3・4号35頁(2008)、前田敏博・武井一浩ほか「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」財団法人資本市場研究会編『利用者の視点から見た投資サービス法』(財経詳報社、2005)20頁、藤田友敬「有価証券の範囲〔金融商品取引法研究会記録〕」25号6頁(日本証券経済研究所、2008)、小野傑「信託実務の課題」『信託法制の展望』517頁、等。
- (3) 有吉・前掲注1・93-94頁。
- (4) 同上・99-104頁。
- (5) 金商法上、信託受益権について、組合の持分などいわゆる集団投資スキーム持分と同様の規制を及ぼすことが望ましいとする見解として、有吉・同上・104頁、小川宏幸「信託受益権の非有価証券化の解釈論的試み」『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〕』(トラスト未来フォーラム、2017)〔以下、『金融商品取引法と信託規制』とする〕241頁、等がある。なお、法制度としての信託と株式会社等との異動については、渡辺宏之「信託と会社〔研究・信託法(9)〕」信託288号1-8頁(2021)等参照。
- (6) 信託の受益権が法形式一本で有価証券に定義された理由については、「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なります。したがって、法形式一本で入れた」とされている。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された(岩原紳作ほか「金融商品取引法セミナー〔第7回〕」ジュリスト1386号115頁〔神田秀樹発言〕(2009))。
- (7) 神作裕之教授は、第二項有価証券を通じて開示規制が潜脱されることを防止する観点から、有価証券投資事業権利等という概念で限定的に開示規制を課しているということだと理解されるとする。(シンポジウム「民事信託・商事信託の現代的課題(質疑応答)」〔以下、「シンポジウム質疑応答」とする〕信託法研究45号87頁(2021)〔神作裕之の発言〕)。
- (8) 神作裕之「商事信託と金融商品取引法」信託法研究45号58頁(2021)。
- (9) 同上。
- (10) こうした問題点の詳細について指摘し論じたものとして、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—」『金融商品取引法と信託規制』69頁、佐藤勤「信託の受益者に対する情報開示規制」同115頁、折原誠「金融商品取引法における信託規制の現状と課題」同1頁等。
- (11) 神田秀樹「金融商品取引法の構造と信託」新井誠古希『高齢社会における民法・信託法の展開』(日本評論社、2021)28-29頁。
- (12) 田中・前掲注10、神作・前掲注8参照。
- (13) 神作・前掲注8・58-60頁。
- (14) 神田・前掲注11・35頁。
- (15) 神作・前掲注8・59-60頁。
- (16) 前掲注7・「シンポジウム質疑応答」89-90頁〔井上聡発言〕。
- (17) 神作・前掲注8・62頁。
- (18) 前掲注7・「シンポジウム質疑応答」90頁〔井上聡発言〕。
- (19) 同上・91頁〔神作裕之の発言〕。
- (20) 同上・87頁〔神作裕之の発言〕。
- (21) 有吉・前掲注1・94-95頁。
- (22) 金融審議会ディスクロージャーワーキンググループ報告『一中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—』(2022年6月)24頁。
- (23) 同上・25-26頁。
- (24) 金融審議会ディスクロージャーワーキンググループ第8回議事録〔経団連・小畑オブザーバーによるコメント〕等参照。
- (25) 佐藤・前掲注10・183-184頁。
- (26) 同上。
- (27) 同上・182頁。オープン・エンド型(原則として運用期間中の払戻しに応じるタイプ)の有価証券について、ウェブによる情報開示が提案されている理由は、第二項有価証券である証券投資型ファンドは、株式などの第一項有価証券と比較して流動性が低いことから、厳格な公衆閲覧型の開示を要求する必要性が低いと考えられるからとされている。また、クローズド・エンド型(運用期間中の払戻しに応じないタイプ)の有価証券については、投資者に直接販売されることが一般的であることから、直接投資者に交付する方式による情報開示が提案されている(同上・151頁)。
- (28) 同上・178-180頁。
- (29) 西田勇樹ほか「AIJ 事案を踏まえた資産運用規制の見直し」金融法務事情1976号31頁(2013)。
- (30) 佐藤・前掲注10・181頁。
- (31) 金融庁「証券取引法の一部を改正する法律の一部の

- 施行に伴う関係政令の整備等に関する政令案に対するパブリックコメントの結果について」(2004年11月12日)。
- (32) みずほ信託プロダクツ法務研究会編『新たな信託ソリューションと法務』(金融財政事情研究会、2022)〔以下、『新たな信託ソリューションと法務』とする〕114頁〔石綿学〕。
- (33) 飯田秀総監修(金商法・実務研究会編著)『実務問答 金商法』(商事法務、2022)〔以下、『実務問答金商法』とする〕154頁〔峯岸健太郎〕。
- (34) 池田唯一ほか編著『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』(商事法務、2007) 50頁。
- (35) 新たな信託ソリューションと法務 114頁〔石綿学〕、『実務問答金商法』164頁〔峯岸健太郎〕等。反対、小出卓哉「信託と公開買付規制・大量保有報告規制」『金融商品取引法と信託規制』217-219頁(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、「買付け等」に該当すると解すべきとする)。
- (36) 『実務問答金商法』164頁〔峯岸健太郎〕。
- (37) 松尾直彦『金融商品取引法〔第6版〕』(商事法務、2021) 246頁。なお、議決権行使権限も投資権限もない受託者が委託者の指図に基づき株券等を購入する場合には、受託者ではなく委託者が買付け等の主体であると解される(松尾・同上)。
- (38) 金融庁「株券等の公開買付けに関するQ&A(問16)」(2010)。
- (39) 小出・前掲注35・217-218頁。同旨と思われる見解として『新たな信託ソリューションと法務』114頁〔石綿学〕。ただし、小出弁護士は、「信託譲渡による現物交付」についても、同様に考えるべきとしている。
- (40) 小出・前掲注35・214-216頁。
- (41) 同上。
- (42) 井上聡弁護士も、こうした小出弁護士の問題提起の意義を受け止めつつ、「どちらに寄せて原則・例外を判断するのがよいかについて、信託に関する適切なルールを定めることは、いずれの立場に立っても容易ではないだろう」と指摘する。井上聡「総括—信託規制に係る論点等〔信託セミナー—金融商品取引法と信託—〕」信託273号232頁(2018)。
- (43) 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」〔商事信託法研究会報告(平成26年度)〕信託264号53頁(2015)。
- (44) 同上・54頁。
- (45) 同上・54頁。
- (46) 同上・57頁。
- (47) 同上・50頁。
- (48) 別途買付けの禁止については、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あるとの見解もある(小出・前掲注35・219頁)。
- (49) 商事信託法研究会「信託を巡る金融商品取引法のインサイダー取引規制・開示規制上の諸問題」〔商事信託法研究会報告(平成26年度)〕信託264号5頁(2015)。
- (50) 同上・12頁。
- (51) 「チャイニーズ・ウォール」とは、利益相反のある複数の業務を抱える組織において、情報の流れを遮断したり、制限を加える体制である。なお、「チャイニーズ・ウォールと利益相反取引」の問題については、渡辺宏之「受託者の義務・責任(1)〔研究・信託法(4)〕」信託278号39-40頁および49-50頁注52-55(2019)参照。
- (52) 商事信託法研究会・前掲注49・9頁。
- (53) 『実務問答金商法』291-292頁〔有吉尚哉/上島正道〕。
- (54) 横島裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』(商事法務研究会、1989) 139頁。
- (55) 飯田秀総「インサイダー取引規制における内部情報の保有と利用の違い」江頭憲治郎古希『企業法の進路』(有斐閣、2017) 953頁。
- (56) 『実務問答金商法』295-296頁〔有吉尚哉/上島正道〕。
- (57) 金融機関については、通常は金融商品取引業者としてではなく、登録金融機関としての登録を受けることが想定されている。
- (58) これに対して、信託業法24条から26条では、信託の引受けや信託契約の締結にかかる、受託者の委託者に対する説明義務を中心に規定している。
- (59) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』(有斐閣、2020)〔以下、黒沼『金融商品取引法』とする〕564頁は、顧客が当該金融商品の時価を計算するために必要であることを理由に、ノックイン確率を説明義務の対象と考えるべきとする。しかし、ノックイン確率は、当該金融商品の過去の時価を計算するための参考数値と位置付けることはできるものの、金融商品の購入時以降の時価計算のための直接的な参考数値にはならないと考えられる。
- (60) ノックインに関する「シミュレーション情報の提供」をすれば足りるものと解されるべきではなく、「何(参照指標)がいくら変動すれば、損益(時価ベース)がいくら変動するかを顧客が理解できるための説

- 明が肝要である。
- (61) 司法研修所編『デリバティブ（金融派生商品）の仕組み及び関係訴訟の諸問題』（法曹会、2017）131頁。
- (62) 黒沼悦郎＝太田洋編著『論点体系 金融商品取引法』（第一法規、2014）145-146頁〔荒達也〕。
- (63) 最判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁。
- (64) こうした問題点を示唆する見解として、黒沼『金融商品取引法』237頁。ただし、私見は、裁判例で争点となったオプションの取得者（東京地判平成26年11月27日民集72巻5号490頁および東京地判平成29年2月23日民集72巻5号712頁参照）の請求適格に関しては、多重請求のおそれの観点から、原則としては虚偽記載に係る損害賠償の請求権者と認めるべきではないと考えている。
- (65) カストディ契約は、日本法上、通常は寄託と委任の複合的な契約と考えられ〔神田秀樹＝森田宏樹＝神作裕之『金融法概説』（有斐閣、2016）261頁〕、筆者もそうした見解に賛同するものであるが、場合によってはカストディ契約の法形式が信託とみなされるケースも想定し得よう。
- (66) 中島真志＝宿輪純一『証券決済システムのすべて〔第2版〕』（東洋経済新報社、2008）12-17頁等。
- (67) こうした場合には、金商法21条の2の趣旨に基づき損害の填補を通じた投資者保護の観点から、同条に基づく損害賠償の請求権者については、一定の要件の下で（多重請求のおそれが回避されていること等）、実質的な解釈がなされるべきであろう。
- (68) 能見善久『現代信託法』（有斐閣、2004）179頁、高橋陽一「受託者が法人である場合における役員の連帯責任に関する一考察」『資産の管理・運用・承継と信託に関する研究〔トラスト未来フォーラム研究叢書〕』（トラスト未来フォーラム、2019）32頁。
- (69) 植田淳「改正信託法の下での受益者の権利：いくつかの側面に関する考察」神戸外大論叢61巻5号21-24頁（2010）。
- (70) 能見・前掲注68・179頁、高橋・前掲注68・32頁。ただし、これらの見解は、「責任財産保全型」の類型における債権者代位権の行使を想定した見解であると見受けられる。
- (71) 植田・前掲注69・22頁も、受託者による権利不行使の場合に受益者による権利保全の必要がある場合（特定債権保全型）を例に挙げつつ、受託者の無資力を必ずしも要件とする必要はないとする。
- (72) 「特定債権」という用語については、『最高裁判所判例解説民事篇昭和50年度』（法曹会、1979）89頁〔東條敬〕、森田宏樹『債権法改正を深める』（有斐閣、2013）351頁、中田裕康『債権総論〔第4版〕』（岩波書店、2020）243-244頁等参照。この点に関連する用語や類型の整理の仕方は論者によってやや異なり、例えば、潮見佳男『プラクティス民法 債権総論〔第5版補訂〕』（信山社、2020）211-213頁は、「特定の債権」という用語を用いたうえで、債権者代位権において「個別権利実現準備型」という類型を用いることを提案している。
- (73) 大判昭和4年12月6日民集8巻944頁。
- (74) 大判明治43年7月6日民録16輯546頁、大判大正5年2月2日民録22輯74頁等。
- (75) 最大判平成11年11月24日民集53巻8号1899頁。
- (76) 中田裕康＝大村敦志＝道垣内弘人＝沖野真己『講義債権法改正』（商事法務、2017）114-115頁等。
- (77) 中田・前掲注72・250頁等。
- (78) 債権者代位権が現実を果たしている簡易な債権回収手段としての機能を重視し、債務者の無資力は債権者代位権の要件ではないとする見解（無資力要件不要説）もある。天野弘「債権者代位権における無資力理論の再検討」判例タイムズ280号24頁・282号34頁（1972）。
- (79) 中田・前掲注72・277頁。
- (80) 信託財産に関する所有権の有無および帰属の如何にかかわらず、前述のように、受益債権を通じて受託者と受益者には債務者・債権者の関係が明確に存在し、受益者による債権者代位権行使を可能とする前提をなしている。
- (81) 渡辺宏之「信託をめぐる国際的な状況と信託の法律構成〔研究・信託法(1)〕」〔以下、渡辺「研究・信託法(1)」とする〕信託270号52-54頁（2017）。
- (82) 受託者も受益者も信託財産に関する所有権を有しないことになれば、信託財産に対する所有権を觀念できなくなるという批判があるかもしれない。しかしながら、重要な点は、信託財産の所有者を定めることではなくて、信託財産の名義や訴訟の当事者が明確であることであろう。例えば、カナダのケベック州における信託法では、信託財産は“ownerless property”と位置付けられている。ケベック信託法では、信託財産に関する訴訟の当事者が不明な点がかつて問題となったことがあるが、立法により手当てが行われている（渡辺「研究・信託法(1)」67頁注86参照）。