

---

---

論 説

---

---

# 信託の受益権等の 発行開示および流通開示に関する規制

佐 藤 勤

- 一 はじめに
- 二 証券取引法および金融商品取引法における信託の受益権等の規制の沿革
  - 1 新たな有価証券概念の導入
    - (1) 有価証券類似の金融商品に関する情報開示制度の整備の必要性
    - (2) 「幅広い有価証券」概念の導入
    - (3) 新たな有価証券概念の導入に伴う法規制の整備
    - (4) 日本版金融サービス法の必要性
  - 2 金融商品取引法のもとの投資商品（有価証券）規制
    - (1) 金融商品取引法の成立
    - (2) 投資商品（有価証券）の定義
    - (3) 有価証券の「性質」および「内容」に応じた開示制度の整備
    - (4) 投資運用業者等による開示制度
  - 3 金融商品取引法成立後における信託の受益権等の開示の効率化・簡素化
    - (1) 投資信託の開示制度の見直しの提言
    - (2) 投資信託の受益証券を含む信託の受益権等の開示制度に関する改正
- 三 信託の受益権等に関する開示制度
  - 1 公衆縦覧型の開示規定が適用される有価証券
  - 2 信託の受益権に対する公衆縦覧型の開示規定の例外的適用
    - (1) 証券投資型ファンドに対する公衆縦覧型の開示規定の適用
    - (2) 有価証券投資事業権利等から除外される証券投資型ファンド
    - (3) ESOP 信託の特例
  - 3 信託の受益権等の募集および売出し
    - (1) 募集および売出しの概念
    - (2) 取得勧誘（募集）とみなされる売付け勧誘等（売出し）
  - 4 信託の受益権等の発行者および発行時期
    - (1) 信託の受益権等の発行者および発行時期を別に定める意義

(2) 信託の受益権等の発行者

(3) 信託の受益権等の発行時

5 資産金融型証券にかかる開示されるべき情報の内容

#### 四 ま と め

## 一 はじめに

我が国では、社会資本が高度経済成長期を中心に大量に整備・蓄積され、今後それらに必要となる維持管理・更新費が、着実に増加していくことが予想される。我が国が今後も経済成長を続けるには、新たな社会資本の形成も必要である。しかしながら、1,100兆円を超える債務を抱える国、地方公共団体の厳しい財政状況や急激に進展しつつある少子高齢化の状況を踏まえると、公的資金のみに依存して社会資本の新規投資や維持管理・更新を行い続けることには自ずと限界がある。

このような時代背景を踏まえれば、東日本大震災からの復興<sup>1)</sup>や地方を含めた都市の再生等を目指す手段として、厳しい財政事情のなかで、社会資本の維持管理のみならず新設を行うには、1,700兆円を超える潤沢な民間資金を積極的に活用する必要がある。その手段として、民間資金を社会資本の維持管理・新設に活用するファンド（信託など）や土地信託手法がある。

一方、政府は2010年、新成長戦略<sup>2)</sup>において、大都市の再生等を目指す手段として、PFI<sup>3)</sup>、PPP<sup>4)</sup>の積極的な活用を図ることを提言するとともに、PFI制度に、コンセッション方式の導入、公務員の民間への出向の円滑化、民間資金導入のための制度整備、地方公共団体への支援体制の充実など、PFI制度の拡充を2011年に行うことを決定した。これを受け、2011年6月、「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律」が改正され<sup>5)</sup>、これらの制度が導入された。

ところで、民間資金を今まで以上に社会資本の維持管理・新設に利用するには、機関投資家のみならず、小口の投資者を含めた国民一般の投資者から

も資金を効率的に集めることが求められる。そのためには、信託の受益権や受益証券発行信託の受益証券（以下、「信託の受益権」と「受益証券発行信託の受益証券」を合わせて「信託の受益権等」という）などの投資対象の流動性を含めた資本市場の制度の整備が必須となる。そこで、東京証券取引所は、インフラの民間運営の進展という社会的潮流に対して市場開設者の責務として応える観点から、インフラ事業のプロジェクト・ファイナンスを支援するため、上場インフラ市場の制度整備と上場の実現を目指し<sup>6)</sup>、「上場インフラ市場研究会」を立ち上げ、2013年5月14日に報告書<sup>7)</sup>を公表し、ここでは、上場インフラファンドの組成形式として、「投資法人・投資信託」、「受益証券発行信託」の二つの形式が望ましいと提言している。

金融庁・財務省が主催する金融・資本市場活性化有識者会合は、豊富な家計資金と公的年金等が成長マネーに向かう循環の確立、すなわち資産運用ビジネスの発展促進と中長期的な資産形成に資する投資商品の提供に向けた環境整備の必要性を指摘し、特に「国内のインフラの更新費用等が巨額に上る見通し等を踏まえ、PPP/PFIを推進するための地方財政上の工夫について検討を進めるとともに、民間資金の活用に向けた課題を整理していく必要がある。また、インフラファイナンス市場の整備・発展を更に促進していく必要がある」と指摘している<sup>8)</sup>。

本稿は、金融仲介機能を有する信託制度をインフラファイナンスの器として利用するための重要な基盤である、公衆縦覧型の開示制度について、その問題点と課題を検討する。そこで、まず、「信託の受益権等」がなぜ金融商品取引法の規制対象とされているのか、その沿革を検証する。次に、信託の受益権等に関する公衆縦覧型の開示規定の詳細を検討する。そして、最後に、本稿のまとめとして、信託の受益権等に関する現行の規制の問題点と課題を明らかにする。

#### 注

- 1) 東日本大震災復興対策本部「東日本大震災からの復興の基本方針」（2011年7月29日）は、「民間の資金・ノウハウを活用したファンドや官民連携（PPP）、PFIや

土地信託手法による復興の促進…(略)…民間や個人からの自発的な資金援助の活用等を図る」とし、民間活力による復興を提言している（同方針5頁）。

- 2) 2010年6月18日閣議決定。
- 3) Private Finance Initiative の略。公的主体が直接施設を整備せず、民間に設備と公共サービス提供を委ねる手法をいう。1999年、「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律（平成11年法律第117号）」に基づき導入された。
- 4) Public-Private Partnership の略。民間資金やノウハウを活用して社会資本を整備し、公共サービスの充実を進めていくPFIや民間委託などの手法をいう。
- 5) 「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律の一部を改正する法律（平成23年法律第57号）」。
- 6) 日本取引所グループ中期経営計画（2013年度—2015年度）（2013年3月26日）。
- 7) 東京証券取引所インフラ市場研究会「上場インフラ市場研究会報告——我が国における上場インフラ市場の創設に向けて——」（2013年5月14日）。
- 8) 金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化に向けて重点的に取り組むべき事項（提言）」（2014年6月12日）。その後公表された意見書では、「投資者がインフラ資産に容易に投資できるよう、インフラファンドの組成・上場の促進に必要な環境を整備すべきである」と指摘している（金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化有識者会合意見書」〔2015年6月30日〕）。

## 二 証券取引法および金融商品取引法における 信託の受益権等の規制の沿革

### 1 新たな有価証券概念の導入

#### (1) 有価証券類似の金融商品に関する情報開示制度の整備の必要性

1988年9月、資本市場の機能という視点から、金融制度改革についての審議を開始するため、「証券取引審議会基本問題研究会」（以下「基本問題研究会」という）が設置された。その主要な目的の一つは、証券化の進展に対応し、有価証券類似の金融商品に投資者保護の点から法の網をかぶせることにあった。基本問題研究会は、1989年5月31日、「金融の証券化<sup>9)</sup>に対応した資本市場の在り方について」という中間報告を公表し、証券化関連商品<sup>10)</sup>など有価証券類似の金融商品についても、投資者の的確な投資判断に資する

とともに、自己責任の原則を基礎とする投資者保護を図るため、情報開示制度の体系的な整備の必要性を指摘した。

## (2) 「幅広い有価証券」概念の導入

この中間報告の指摘を受け、基本問題研究会に設置された第一部会は、我が国資本市場の健全かつ円滑な発展を図るには、証券化関連商品について、投資家保護のための法制上の枠組み等を整備することが重要であることを指摘し、「幅広い有価証券」概念の導入、ならびに情報開示制度および取引の公正確保のための規制等の見直しの方向性を、次のように明らかにした<sup>11)</sup>。

まず、「幅広い有価証券」概念について、伝統的な有価証券（私法上の有価証券）と経済的、実体的にみて同一または類似の機能を有するものは、ペーパーとしての証券または証書という形態の有無にかかわらず、投資者保護のための法制上の対象とし（「有価証券」として指定<sup>12)</sup>）、さらに今後、様々な証券化関連商品の出現に対応しうるよう有価証券の概念をできる限り幅広くとるとともに、弾力的対応を可能とするようある程度抽象的概念を用いた「幅広い有価証券」概念により、規定していくことが適当であると提言している<sup>13)</sup>。

次に、証券化関連商品に関する情報開示制度については、当時の資本市場法制（証券取引法）が、制度の考え方、方法、内容等については、共通の原則で律することが可能であるとの考え方を示しつつも、企業金融型証券<sup>14)</sup>を前提とした制度であったため、開示内容、開示方式、損害賠償責任を負う主体（発行者など）の再検討が必要であると指摘している。

これらの提言・指摘を受けた基本問題研究会は、「幅広い有価証券」概念の採用に伴う情報開示制度の整備の詳細を検討するため、ディスクロージャー小委員会（以下「小委員会」という）を立ち上げた<sup>15)</sup>。小委員会は、資産金融型証券<sup>16)</sup>について、「開示内容、開示の形式については、資産金融型証券の実態に即して、その在り方を検討する必要がある」と、「開示主体としての発行者をいかにして特定するかということが問題にな」と指摘し、開示主体

については、「投資家保護の観点からは、開示に伴う責任を負う者を証券取引法上の発行者、即ち、開示主体として捉えていくことが適当である」と提言している<sup>17)</sup>。

この小委員会の提言を受けた基本問題研究会は、1991年5月、証券取引法による投資者保護のための枠組みが証券化関連商品に及ぶようにするため、「証券化関連商品をも包摂しうる新たな有価証券概念<sup>18)</sup>を採用する必要があること」、ならびに証券化関連商品を含めた新たな有価証券概念の採用に伴う情報開示制度の整備については、「投資者保護の観点からは、開示に伴う責任を負う者を証券取引法上の発行者としてとらえていくことが適当である」こと、および「証券の仕組み、証券所有者の法的権利、運用対象資産の内容のほか、実質的にその証券を仕組み資金を取得するオリジネーターや資産の管理運用に関わる者に関する情報等を、投資者に理解しやすい形で開示させること」という提言を含む報告書（証券取引審議会基本問題研究会「証券取引に係る基本的制度の在り方について」〔1991年5月24日〕。以下「基本問題研究会報告」という）を公表した。ここで注目すべきことは、開示に伴う責任を負うものを発行者、つまり開示主体として捉えることを提言している点である。

### (3) 新たな有価証券概念の導入に伴う法規制の整備

#### ① みなし有価証券の範囲の拡大

基本問題研究会報告の提言を受け、1992年6月19日、「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律（平成4年法律第87号）」（以下「92年改正法」という）が成立した。92年改正法では、証券または証書に化体することが予定されていない権利そのものを証券取引法の対象とする新たな有価証券、いわゆる「みなし有価証券」の範囲が拡大された。

すなわち、従来は、無券面化された振替社債や登録国債など、証券取引法2条1項各号に限定列挙された有価証券に表示されるべき権利に関し、有価証券が発行されていない場合の権利のみを「みなし有価証券」（有価証券表示権利としての「みなし有価証券」）としていたが（証取2条2項前段）、92年改正法で

は、証券・証書が存在しない権利自体も、同条2項各号に限定列挙することにより、みなし有価証券に加えられた（同項後段）。

具体的には、金融機関または住宅金融専門会社の貸付債権を信託する信託の受益権のうち政令で定めるものとし、政令で住宅ローン債権信託受益権を有価証券に指定し（証取2条2項1号・2号、97年改正前証取令1条の3）<sup>19)</sup>、これに加え、流通の状況、投資性などの経済的性質を勘案し、一定の金銭債権<sup>20)</sup>を政令により有価証券に指定することとされた（「みなし有価証券」の政令指定）（証取2条2項3号）。その後、1997年5月1日に住宅ローン債権信託受益権に限定していた政令が改正され、金融機関または住宅金融専門会社の貸付債権を信託する信託の受益権に拡大された<sup>21)</sup>。

さらに2000年6月2日に投資事業有限責任組合契約に基づく権利およびこれに類する組合契約<sup>22)</sup>に基づく権利が<sup>23)</sup>、2005年4月27日に有限責任事業組合契約に基づく権利およびこれに類する組合契約が<sup>24)</sup>、証券取引法2条2項に加えられることにより、みなし有価証券に指定された。これら契約がみなし有価証券に指定されたのは、これらの組合契約を利用することにより、一般的な投資信託や特定目的会社と類似する商品を組成することが可能となったことから、これらの組合契約についても投資信託や特定目的会社と同等の投資者保護の仕組みを整備することが必要であることが理由とされる<sup>25)</sup>。

このように、92年改正法においては、基本問題研究会報告の証券化関連商品を含めた新たな有価証券の概念を採用すべきという提言に対しては、証券化関連商品を中心に従来の枠組み、すなわち証券・証書の存在を原則として、かつ限定列挙することによって有価証券を定義する方式自体は維持し、その限定列挙を拡大することによって、「新たな有価証券」の概念を取り入れることにとどまり、「新たな有価証券」の概念を採用した包括的な有価証券の定義は採用されなかった<sup>26)</sup>。したがって、真の意味での「新たな有価証券」の概念が取り入れられたわけではない。

しかし、その後の1997年6月13日に公表された証券取引審議会の「証券



市場の総合的改革——豊かで多様な 21 世紀の実現のために——という報告書は、「現行の証券取引法の体系が、投資性と市場性を兼ね備えた商品に対する適切な規制の方法として、公衆縦覧型のディスクロージャー制度と市場における高度な公正取引の確保を中心として構築されていることから、現行の証券取引法の体系のまま、その適用範囲を性格の異なる金融商品にまで拡大していくことは適当でない」と指摘し、当時の証券取引法が市場性のある金融商品を前提に公衆縦覧型の開示制度などの規制を構築していることを理由に、当時の証券取引法の規制を維持しつつ、有価証券の概念を拡大していくことに否定的な考え方を示していた。

## ② 発行者および発行時の概念の見直し

社債や株式など企業金融型証券においては、当該有価証券を発行する者が、当該有価証券に関する情報を最もよく知る者であるといえるし、これらの有価証券の場合、証券・証書の存在が前提となる。そこで、92 年改正法による改正前の証券取引法は、有価証券の発行者についても、証券・証書の存在を前提に「有価証券を発行し、又は発行しようとする者」を発行者と定義していた。ところが、証券化関連商品などに代表される資産金融型証券においては、証券・証書が存在しないことが多く、発行されたとしても、その発行者が必ずしも当該有価証券について有益な情報を有しているとは限らない。

そこで、92 年改正法では、証券・証書の存在（発行）が前提となる証券取引法 2 条 1 項各号（有価証券表示権利としての「みなし有価証券」を含む。以下同じ）の有価証券については、従来どおり、「有価証券を発行し、又は発行しようとする者」を発行者と定義し、証券・証書が存在しないことが前提の同条 2 項各号の有価証券については、権利の種類ごとに、当該有価証券に関する有益な情報を有するであろう者を、新たに定められる省令<sup>27)</sup>で発行者と定めることとした（証取 2 条 5 項）。本来は、資産金融型証券について、投資者保護の観点から、開示に伴う責任を負いうる者を発行者とすべきであったが、証券・証書の存在（発行）が前提となる 2 条 1 項の有価証券は企業金融



型証券、証券・証書が存在しないことが前提の2条2項各号の有価証券は資産金融型証券であるとみなし、証券取引法が整備された。

発行者をどのように定義するかについては、基本問題研究会報告が、「投資者保護の観点からは、開示に伴う責任を負うる者を証券取引法上の発行者としてとらえていくことが適当である」と指摘していた。ここでいう「開示に伴う責任を負うる者」は、「不実記載があつたり、記載すべきことが記載していなかつたり、そういう場合に、刑事責任とか損害賠償とか、そういうものを負い得る者という考え方」であつたとされる<sup>28)</sup>。しかしながら、92年改正法は、2条2項の有価証券として指定された住宅ローン債権信託受益権について、当初信託財産である住宅ローン債権の詳細を熟知し、かつ資金調達の主体である金融機関（委託者）に開示責任を負わせることが適当であることを理由に、委託者を発行者、委託者が最初に投資者に受益権を譲渡した時点を発行時と定義した<sup>29)</sup>。

証券取引法のもとでは、発行者が有価証券を投資家に販売する目的をもって勧誘を行う場合、それが「募集」または「売出し」に該当するものであれば、有価証券届出書などの開示書類を提出する義務が生ずる。「募集」および「売出し」を簡単に説明すれば、「募集」とは、新たに「発行」する有価証券の取得を多数の投資者に勧誘する行為をいい、「売出し」とは、すでに「発行」された有価証券の取得を多数の投資者に勧誘する行為をいう。ところが、住宅ローン債権信託受益権のように、新たな投資者に有価証券を発行する行為に該当すると考えられる原委託者（金融機関）による「信託の受益権」（有価証券）の投資者への譲渡は、すでに存在する「信託の受益権」を譲渡する行為であり、本来は「売出し」に相当する。しかしながら、この譲渡は、「有価証券」を新たに市場に流通させる行為で、企業金融型証券での「募集」に相当することから、新たに「みなし募集」という概念を創設し、「募集」とみなすこととした（同法2条3項、定義省令9条）。これは2006年に成立した金融商品取引法に「取得勧誘類似行為」として引き継がれた（同法2条3項括弧書）。

### ③ 投資者に開示すべき情報の内容

92年改正法によって、企業金融型と性格が異なる住宅ローン債権信託受益権などの資産金融型証券<sup>30)</sup>が証券取引法上の有価証券として位置づけられるようになったことから、資産金融型に適した企業内容開示制度を整備する必要性が生じた。

そこで、新たに「特定有価証券」という概念を創設し<sup>31)</sup>、企業金融型証券において発行者の事業年度ごとに発行者の企業内容等を開示させることに代えて、同一の資産を裏付けとして発行される証券ごとに、毎計算期間その内容を継続開示するようにした<sup>32)</sup>。

運用対象資産の内容、証券の仕組み、資産の管理・運用を行う者に関する情報などの開示すべき具体的な情報の内容については、新設された「特定有価証券の内容等の開示に関する省令」に、資産金融型証券の特性に応じ定められた。

### (4) 日本版金融サービス法の必要性

我が国では、90年代後半から実施されてきた「金融システム改革」(いわゆる「日本版ビッグバン」)以降、21世紀を支える金融の新しい枠組みとして、幅広い金融サービスに対して統合的に対応しうる「日本版金融サービス法」に関する議論・検討が活発に行われてきた<sup>33)</sup>。

金融審議会は、2000年6月27日の答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」において、利用者保護とイノベーションの促進を図るため、機能別・横断的なルールとして、「日本版金融サービス法」が必要であるとしている。

この「日本版金融サービス法」の第一歩として、1996年11月に当時の橋本総理大臣の指示によって開始した金融システム改革、いわゆる「日本版金融ビッグバン」の一環で、2000年5月31日、「金融商品の販売等に関する法律(平成12年法律第101号)」および「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律(平成12年法律第97号)」が制

定された。後者により「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」および「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の一部改正がなされ、集団投資スキームに関する法整備<sup>34)</sup>が行われた。

主要国・地域では、幅広い投資（金融）商品を対象とする横断的法規制が整備されている。例えば、アメリカでは、1933年証券法（Securities Act of 1933）における「証券（security）」には、「投資契約（investment contract）」が含まれており<sup>35)</sup>、これは「一般的に、金銭を専ら他者の努力による利益の期待を持って共同事業に投資する取引（a contract, transaction, or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party）」と解されている<sup>36)</sup>。また、イギリスでは、2000年金融サービス・市場法（Financial Services and Markets Act 2000）における投資物件（investments）の定義には、集団投資スキームのユニット（units in collective investment schemes）、差金契約（contracts for difference）、保険契約（contracts of insurance）、預金（deposits）、不動産担保ローン（loans secured on land）等が含まれている<sup>37)</sup>。EUの金融商品市場指令（MiFID: Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EC）では、「金融商品（financial instrument）」の概念が導入され、これには、株式・債券・投資信託に加えて、既存の金融商品（株式・債券・為替）や商品取引から派生してできた金融商品（デリバティブ）、集団投資スキームの持分（units in collective investment undertaking）が含まれている<sup>38)</sup>。

このような状況に対応すべく、金融審議会第一部会（以下「第一部会」という）は、2005年7月7日、証券取引法を改組し制定することが適当であるとされた「投資サービス法」の基本的考え方等を示した「中間整理」をとりまとめ、広く意見を求めた。第一部会は、中間整理およびそれに対する意見を踏まえ、投資サービス法の法制化に向けて主要論点等に関する検討を行い、同年12月22日に、「投資サービス法（仮称）に向けて」（以下「第一部会報告」という）を公表した。

そこでは、金融商品ごとの縦割りの規制を見直し、幅広い金融商品を対象

とした法制を目指すことが必要であり、すなわち同種の性格を有する法律を可能な限り投資サービス法（仮称）に統合すべきことを提言している。幅広い金融商品（第一部会報告では、投資サービス法（仮称）の対象となる金融商品を「投資商品」と定義している。以下本稿においても、規制の対象とすべき幅広い金融商品を「投資商品」という）の範囲については、① 金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、② 資産や指標などに関連して、③ より高いリターン（経済的効果）を期待してリスクをとるもの、が含まれるとした。③の「リターン」と「リスク」の意義については、様々な整理がありうるが、ここでは、「リターン」は「金銭的収益」への期待を中心に捉え、「リスク」は金銭、通貨の価格、有価証券市場における相場その他の指標にかかる変動により元本欠損が生ずるおそれ、いわゆる「市場リスク」と、発行者等の業務または財産の状況の変化により元本欠損が生ずるおそれ、いわゆる「信用リスク」のいずれかのリスクがあることを中心に捉えるべきとする<sup>39)</sup>。

## 2 金融商品取引法のもとでの 投資商品（有価証券）規制

### (1) 金融商品取引法の成立

第一部会報告の提言を受け、2006年6月7日、「証券取引法等の一部を改正する法律（平成18年法律第65号）」、および「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（平成18年法律第66号）」が成立し、「証券取引法」は、「金融商品取引法」として改組され、「利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上」、「貯蓄から投資に向けての市場機能の確保」、および「金融・資本市場の国際化への対応」の三つの趣旨・目的をもって整備された。

そして、このような趣旨・目的をもって整備された金融商品取引法制の内容は、「投資サービス規制」、「開示制度の整備」、「取引所の自主規制業務の適正な運営の確保」、「罰則の引上げ」の四つの柱からなる。本稿では、「投

資サービス規制」のうち、規制対象範囲の拡大に関連する「集団投資スキーム持分の包括定義」（幅広い金融商品の範囲）、および信託の受益権を中心とした集団投資スキーム持分に関連する「開示制度の整備」について、検討を行う。

## （2）投資商品（有価証券）の定義

### ① 証券取引法のもとでの投資商品（有価証券）の定義

基本問題研究会報告は、「有価証券の定義は、有価証券が証券取引法における基本的な概念であることを考えると、できる限り明確にする必要がある」と指摘し、「できる限り具体的に列挙すべき」としつつも、「個別列挙には限界があり、投資者保護の観点からは」、個別列挙に加え、「包括条項を設けることが必要である」としている。

これに対し、「抽象的な文言による包括的な有価証券定義は、カバレッジの点では優れたものになり得るとも考えられるが、定義規定の明確性及び証券取引法の規制内容に適した商品に限定するという点で困難な問題がある」という指摘もある<sup>40)</sup>。そこで、証券取引法は、集団投資スキームを個別に法律において具体的に列挙する方法により有価証券を指定し<sup>41)</sup>、新たな仕組みの集団投資スキーム等の投資商品が登場した場合には、政令指定によって有価証券として指定する方式を採用していた。

有価証券の定義のあり方については、神田秀樹教授が、1989年に公表された論文で、アメリカの1933年証券法および1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）の証券概念を例に、「証券取引法的投資家保護規制を構成する際に、わが国の現在のような有価証券概念の立て方に問題がある」と指摘し、「法的形式」に着目した「限定列挙性」を持った証券取引法の有価証券定義規定を、「経済的な実体」に着目した包括的な定義規定に見直すべきと提言していた<sup>42)</sup>。

## ② 集団投資スキーム持分の定義

金融商品取引法は、第一部会報告や神田教授の提言を受け<sup>43)</sup>、信託の受益権（同法2条2項1号<sup>44)</sup>、受益証券発行信託の受益証券（同条1項14号）、投資信託の受益証券（同項10号）、外国貸付債権信託の受益権（同項18号）など、集団投資スキーム持分を「法的形式」により個別に指定するとともに、規制の隙間をなくすため、集団投資スキーム持分の包括的定義規定を設けている（同条2項5号<sup>45)</sup>。

この包括的定義規定を設けるに際し、金融庁内では、「包括的定義規定」ではなく、政令追加指定方式による「幅広い定義規定」とする案もあったが、2005年10月に明らかになった証券取引法の規制対象外であった事業型ファンドの問題事例<sup>46)</sup>等を勘案し、利用者保護の徹底を図る観点から、中間整理の提言<sup>47)</sup>どおりに、事業型ファンドも含む<sup>48)</sup>「包括的定義規定」を設けることとなった<sup>49)</sup>。この改正により、「法的形式」に着目し、「法律で具体的に列挙」した有価証券概念の定義に加え、「経済的な実体」に着目した「包括概念」を含む有価証券概念が採用されたといえる<sup>50)</sup>。

ところで、集団投資スキームには明確な定義はなく、1999年に公表された第一部会の「中間整理（第一次）」<sup>51)</sup>では、仕組み行為者（スポンサー）が主として多数の投資者の資金をプールし、各種の資産に投資・運用する仕組み、および特定の資産から生ずるキャッシュフローを専門家たるアレンジャー等が組み替えて主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達を行う仕組みを、集団投資スキームと定義している。前者を「資産運用型」、後者を「資産流動化型」という。そして、その受け皿となるファンド等（いわゆる投資ピークル）には、信託、投資法人、特別目的会社、匿名組合、任意組合、特別勘定等の法的形式が採用されている<sup>52)</sup>。このような「集団投資スキーム」の機能と仕組みを活用する金融商品としては、投資信託、商品ファンド、不動産ファンド、実績配当型金銭信託、変額保険、確定拠出型年金（以上「資産運用型」）、資産流動化（証券化）商品（以上「資産流動化型」）、等がある。

信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

金融商品取引法における集団投資スキーム持分の包括的定義規定は、「投資商品」の要件を踏まえ、(i) 投資者から金銭の出資・拠出を受け<sup>53)</sup>、(ii) 出資・拠出された金銭<sup>54)</sup>を用いて事業・投資<sup>55)</sup>を行い、(iii) 当該事業から生ずる収益等を出資者に分配するスキームにかかる権利である、という三つの要件から構成されている(同法2条2項5号<sup>56)</sup>)。したがって、金銭ではなく、現物により出資や拠出が行われる権利は、脱法的なものなどを除き<sup>57)</sup>、この集団投資スキーム持分の包括的定義規定には該当せず、有価証券とはならない。同法2条2項各号の有価証券が投資商品の三つの要件を満たしているかを分析したものが[表1]である。

[表1] 「投資商品」性の分析

|                            | 投資商品の3要素                    |                  |                                 | 金商の除外規定等   |
|----------------------------|-----------------------------|------------------|---------------------------------|--|
|                            | 金銭の出資、金銭等の償還の可能性            | 出資・拠出の目的         | 高いリターンを期待してリスクをとるもの             |  |
| 信託の受益権<br>(1号)             | 財産(金銭含む)<br>(信託3条1項)        | 管理または処分          | 信託財産の引渡し<br>(信託2条7項)            | なし   |
| 持分会社の社員権<br>(2号)           | 金銭その他の財産の出資<br>(会社578条)     | 事業(投資を含む)の遂行     | 利益の配当あり<br>(会社621条)             | すべての社員が有限責任社員の場合に限る  |
| 民法の組合契約に基づく権利<br>(5号)      | 金銭および労務の出資<br>(民667条)       | 事業(投資を含む)の遂行     | 利益の分配あり<br>(民674条)。             | 出資または拠出の額を超えて収益の配当または出資対象事業にかかる財産の分配を受けないものを、集団投資スキームから除外(金商2条2項5号ロ) |
| 匿名組合契約に基づく権利<br>(5号)       | 金銭その他の財産の出資<br>(商536条2項)    | 事業または投資の遂行       | 利益の分配あり<br>(商535条)              | 同上   |
| 投資事業有限責任組合契約に基づく権利<br>(5号) | 金銭その他の財産の出資<br>(投資有限組合6条2項) | 投資<br>(投資事業組合3条) | 利益の分配あり<br>(投資有限組合16条, 民674条)   | 同上   |
| 有限責任事業組合契約に基づく権利<br>(5号)   | 金銭等<br>(有限組合11条)            | 事業(投資を含む)        | 利益の分配あり<br>(有限組合33条・56条, 民674条) | 同上   |



なお、集団投資スキーム持分でも、金融商品取引法上、個別に有価証券として指定されている権利（例えば、信託の受益権、投資信託の受益証券等）については、同法2条2項5号（6号）の定義する集団投資スキーム持分に該当しない（同法2条2項5号柱書末尾括弧書）。そこで、本稿では、特段の断りのない限り、同法に個別に列挙された投資信託の受益証券、信託の受益権等を含む集団投資スキーム持分を「集団投資スキーム持分」または「広義の集団投資スキーム持分」といい、同法2条2項5号および6号の定める包括的定義規定によって定義される集団投資スキーム持分を「狭義の集団投資スキーム持分」という。

### ③ 「法的形式」にのみに着目した有価証券概念の定義の問題点

神田教授は、投資商品の定義を踏まえた有価証券概念の定義の仕方について、(i)「法的形式」によって定義ができるもの<sup>58)</sup>、(ii)「法的形式」だけでは定義が困難であって、「法的形式」プラス「経済的な実体」で定義すべきもの、(iii)「経済的な実体」でなければ定義できないもの、の三つの類型があるとしている<sup>59)</sup>。金融商品取引法の集団投資スキーム持分の定義規定は、(i)に基づき有価証券を定義していた証券取引法の枠組みを維持しつつ、規制の隙間のないよう、一部「経済的な実体」を加味した、(ii)の方式によって定義されたものに進化したといえよう<sup>60)</sup>。

ところで、金融商品取引法は、組合契約（狭義の集団投資スキーム持分）については、「組合契約に基づく権利」という法形式だけでは、投資商品とはいえないことから、証券取引法のもとの投資事業有限責任組合契約等の組合契約に係る権利の規定（同法2条2項3号）を拡充、見直し、当時の「法的形式」要件のみで定義されている規定に、「経済的な実体」の要件を加えたものをもって、有価証券を定義している（金商2条2項5号・6号<sup>61)</sup>。他方、信託の受益権（同項1号・2号）、持分会社の社員権（同項2号・3号<sup>62)</sup>については、同じ法的性質を有する「貸付債権信託の受益権」（証取2条2項1号）または「株券」（同条1項6号）もしくは「出資証券」（同項5号、5号の2）の定義が

すでに証券取引法において「法的形式」のみによって定義されていたことから、その定義に準じて「法的形式」のみによって、有価証券を定義したものと考えられる<sup>63)</sup>。また、信託の仕組みを利用した集団投資スキームである「投資信託の受益証券」（金商2条1項10号）が「法的形式」のみによって有価証券と定義されていたことから、信託の受益権を「組合契約に基づく権利」の定義に加え、狭義の集団投資スキーム持分として再定義できなかったのかもしれない。いずれにしても、信託は、財産の移転<sup>64)</sup>もしくは管理<sup>65)</sup>、または債務の履行の確保（保全）（以下、債務の履行の確保を目的とした信託を「保全型の信託」という）の手段に利用されることがあるにもかかわらず<sup>66)</sup>、「信託の受益権」という法形式だけで有価証券と定義されたことにより、規制すべき対象ではないものまで規制の対象に加えてしまうという新たな問題が生じ<sup>67)</sup>、これが信託の利用を阻んでいるともいわれる。

この点に関しては、「法的形式」のみによって「信託の受益権」を定義することは、第一部会報告が、信託の受益権について、元本補てん付信託、公益信託、管理目的信託などの信託の受益権、「投資性」のない、または小さい商品については、規制の対象外、すなわち有価証券から除外すべきことが適当であるとしていることに反する<sup>68)</sup>。第一部会報告は指摘していないが、管理目的信託などの信託は、少なくとも金銭の出資が伴わない信託であり、第一部会報告の提言する規制の対象とすべき「投資商品」の要件を充足しない<sup>69)</sup>。

なお、第一部会報告では、信託の受益権については、信託業法上の信託受益権販売業の対象となる場合、「投資商品の一つとして投資サービス法の規制対象とすることが適当」とされている。ここでいう「信託の受益権」は、当時の信託銀行が取り扱っていた「伝統的な金融商品」としての「信託の受益権」を意味し<sup>70)</sup>、いわゆる民事信託<sup>71)</sup>は含まれないものと考えられ、その意味で、限定的に使われていた。この問題に関して、高橋正彦教授は、「信託受益権については、組合の出資持分等と同様に、集団投資スキームとしての経済実態など、実質的な投資対象性が認められるものに限定して、み

なし有価証券に限定すべき」であったと指摘している<sup>72)</sup>。

このように、信託の受益権については、投資商品とはいえない範囲まで有価証券とされ、信託の利用の妨げとなっている。このため、「法形式」でのみ有価証券概念が定義されている「信託の受益権」について、「経済的な実体」を加味した定義に見直すべきではないかと考える<sup>73)</sup>。しかしながら、どのような「経済的な実体」を持った金融商品を「投資商品」として規制の対象とすべきかを線引きすることは、現実的には難しい<sup>74)</sup>。

他方、有価証券の定義規定は、投資者保護規制の入口概念である有価証券概念を決定する機能を有することから、有価証券は、規制対象から漏れることのないよう、最広義に定義される必要があるとの指摘がなされている<sup>75)</sup>。この指摘はもっともであり、規制が不要であれば、個々の規制において適用を排除するという手法（立法）もありうる。例えば、現に加入者保護信託、顧客分別金信託、顧客区分管理信託、発行者保証信託および履行保証金信託の受益権については、その「経済的な実体」を踏まえ、公衆縦覧型の開示規定の適用が排除されている（金商3条3号ロ、同法施行令2条の10第1項1号チ・リ、特定有価証券開示府令1条の4）。ただし、これらの信託の受益権と同様の性質を持った信託の受益権であっても、明文の除外規定がなければ、原則として、適用を除外されないので、信託実務の発展の足かせとなる場合もある<sup>76)</sup>。

#### ④ 政令指定による有価証券の定義

最後に、規制の隙間をなくすため、投資者保護が必要なものを有価証券に機動的に指定することができる規定が設けられている。このいわゆる「みなし有価証券」の政令指定の対象については、伝統的な有価証券と同様の「流通性」および「経済性」が要件とされていた。しかし、投資性のある金融商品（「投資商品」）が業として販売・勧誘される場合には、単に相対取引が多数行われることとは異なる経済的な実体があり、公益または投資者保護の必要性があると考えられることから、「流通の状況が前項の有価証券に準ずるもの」という流通性の要件を削除し、有価証券と「同様の経済的性質」を有す

る場合には、政令指定が可能とし、また対象範囲も必ずしも「金銭債権」と捉えられないものもありうることから「権利」に拡張された（金商2条2項7号<sup>77)</sup>。この「みなし有価証券」の政令指定の要件において、「流通性」が削除されたことは、「投資性」と「市場性」を兼ね備えた商品を規制の対象としていた証券取引法<sup>78)</sup>と異なり、金融商品取引法が「投資性」を有する、より広範囲の投資商品を規制の対象とすることを明らかにしたことを意味するうえで、重要である。

政令では、学校債のうち、一定の要件を満たすものを、有価証券と指定している（金商令1条の3の4）。これは、第一部会報告が「特に投資性が強い学校債については政令指定に向けた検討を進めることが適当<sup>79)</sup>」との提言を受けたものである。金融商品取引法では、同法2条1項各号に掲げる有価証券（以下「同条1項各号に掲げる有価証券および有価証券表示権利〔同条2項前段〕ならびに特定電子記録債権〔同項中段〕を「第1項有価証券」という）としての学校債券と（金商令1条2号，定義府令4条），同条2項各号に掲げる有価証券（以下「第2項有価証券」という）としての学校債を（金商令1条の3の4，定義府令8条），それぞれ有価証券と指定している（金商2条1項21号・2項7号）。

### (3) 有価証券の「性質」および「内容」に応じた開示制度の整備

#### ① 資産金融型商品に適した開示制度の整備

金融商品取引法では、有価証券の開示制度については、第一部会報告を踏まえ、有価証券の「性質」、および「流動性」に応じた開示制度の整備がなされた。その制度の概要は、[表2]である。

まず、金融商品取引法の開示制度の対象となる有価証券を、その性質に応じて、株券や社債券等の企業としての発行体自体の信用力による価値を置く「企業金融型商品」、資産流動化証券、投資信託の受益証券等の発行体の保有する資産をその価値の裏付けとする「資産金融型商品」とに分類し、それぞれに適した開示内容となるように、開示制度を整備した。

第1に、金融商品取引法は、資産金融型商品を「特定有価証券」とし、そ

〔表2〕 有価証券の性質・流動性に応じた開示制度の概要

| 有価証券の性質             | 流 動 性 等            |          |                            |
|---------------------|--------------------|----------|----------------------------|
|                     | 第1項有価証券            | 第2項有価証券  |                            |
|                     |                    | 事業型ファンド等 | 証券投資型ファンド<br>(有価証券投資事業権利等) |
| 企業金融型商品             | 企業内容等の開示に関する内閣府令   | 開示制度適用除外 |                            |
| 資産金融型商品<br>(特定有価証券) | 特定有価証券の内容等に関する内閣府令 |          | 特定有価証券の内容等に関する内閣府令         |

の定義を「その投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報とその発行者が行う資産の運用その他これに類似する事業に関する情報である有価証券として政令で定めるものをいう」と定義し、明確化した（同法5条1項、金商令2条の13<sup>80)</sup>。具体的には、投資信託の受益証券（金商令2条の13第2号）、受益証券発行信託の受益証券（同条3号）、有価証券信託受益証券（同条6号）、有価証券投資事業権利等（同条7号）、などが、特定有価証券とされた。

第2に、資産金融型商品については、その特性に合わせ、開示制度が整備された。第一部会報告では、資産金融型商品（特定有価証券）に関する開示の内容については、発行体の保有する資産の内容に加え、運用者・運用サービスの内容に関する開示情報の充実を図ることを求めている<sup>81)</sup>。そこで、金融商品取引法は、特定有価証券にかかる有価証券届出書の記載内容を、「当該会社が行う資産の運用その他これに類似する事業にかかる資産の経理の状況その他資産の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項」と定め（同法5条1項2号・5項5号）、有価証券届出書等の記載内容が資産の運用等に関する情報であることを明確化するとともに、資産の運用者に関する情報<sup>82)</sup>や資産の運用サービスに関する情報<sup>83)</sup>の充実が図られた。なお、有価証券報告書等の継続開示書類についても同様の改正が行われた（同法24条5項・24条の5第3項）。

次に、第2項有価証券は、証券取引所に上場される流動性の高い有価証券

と異なり、有価証券の券面が発行されない等の理由から、一般的に流動性が乏しく、その情報を公衆縦覧によって、広く開示する必要性が低い。そこで、第2項有価証券については、次に述べる「有価証券投資事業権利等」を除き、開示規定（金商2章）を適用しないこととしている（同法3条3号）。ただし、第一部会報告では、流動性に乏しい有価証券については、その情報を公衆縦覧に供する必要性が乏しく、むしろ直接提供の方が開示の徹底が図れると指摘し<sup>84)</sup>、このような考え方に沿って開示制度を整備することを提言していたが、開示制度自体の適用除外とすることまで提言してはしなかった<sup>85)</sup>。「有価証券投資事業権利等」については、次の②で詳細な検討を行う。

公衆縦覧型の開示規定が適用されない特定有価証券については、その販売勧誘時に、金融商品取引業者等の行為規制である契約締結前の書面交付義務を通じて投資者に情報が提供されることにより、その保護が図られることになる（金商37条の3第1項<sup>86)</sup>）。販売勧誘時に提供される情報内容が金融商品取引法第2章の定める開示規定等で求められる情報の内容と比較し、投資者保護上問題がないか<sup>87)</sup>、保有時の発行後の投資者に対する情報の提供をどのように義務付けるか<sup>88)</sup>、について検証する必要がある。

## ② 有価証券投資事業権利等

有価証券投資事業権利等とは、主として「有価証券」に対する「投資」を事業として行う資産運用型の集団投資スキーム持分（証券投資型ファンド<sup>89)</sup>）で、政令で定めるものをいう（金商3条3号）。「主として有価証券に対する投資を事業」とは、集団投資スキーム等の総出資総額の50%超を有価証券に投資する事業をいい（金商令2条の9・2条の10）、信託の受益権の場合、信託財産に属する資産の価額の総額の50%超を有価証券に対する「投資」に充てて運用を行うもののうち<sup>90)</sup>、各種年金信託の受益権など、政令<sup>91)</sup>に列举された信託の受益権を除いたものが、有価証券投資事業権利等に該当する。

ここでいう「投資」とは、信託財産を新たに「有価証券に対する投資に充てて運用」を行う信託をいうことから、有価証券の管理を目的する信託は、

有価証券投資事業権利等に該当しない<sup>92)</sup>。流動性が乏しいにもかかわらず公衆縦覧型の開示規定が証券投資型ファンドである有価証券投資事業権利等に適用されるのは、投資規模等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からとされる<sup>93)</sup>。この点については、情報開示制度は、証券投資型ファンドの投資対象となる有価証券の発行者やその有価証券へ投資する者の利益を図るための制度ではないとの批判や<sup>94)</sup>、投資者保護の必要性については、証券投資型ファンドの出資者も事業型ファンド<sup>95)</sup>（ここでは、証券投資型ファンドを除いた集団投資スキーム持分をいう）の出資者も変わりがないという指摘<sup>96)</sup>がある。

証券投資型ファンドに対し公衆縦覧型の開示規定を適用する理由が、このような理由であるならば、規模、広がり大きい企業年金信託などの証券投資型ファンドへの適用が排除されることの説明がつかないように思われる。

#### (4) 投資運用業者等による開示制度

##### ① 運用報告書の交付および届出義務

金融商品取引法の制定<sup>97)</sup>によって廃止された「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（昭和61年法律第74号）」や金融商品取引法の制定<sup>98)</sup>によって改正される前の「投資信託及び投資法人に関する法律（昭和26年法律第198号）」（以下、改正前を「改正前投資信託法」、改正後を「改正後投資信託法」または「投資信託法」という）では、投資顧問会社などの運用者（投資顧問業者、投資信託委託業者）に対し、運用の委託を受けている財産の状況を定期的に顧客へ報告する義務を課していた（投資顧問業32条、改正前投信33条）。

そこで、金融商品取引法はこの規定を引き継ぎ、運用業者（投資運用業を行う金融商品取引業者および登録金融機関）は、運用報告書を交付しなくても投資者の保護に支障のないものとして内閣府令で定める場合を除き、委託を受けている運用財産について、定期的に運用報告書を作成し、投資者に交付する旨を定めている（同法42条の7、金商業等府令134条3項・4項〔現4項・5項〕）。



## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

ここでいう投資者は、投資一任契約の相手方（金商2条8項12号）、投資信託の受益証券の権利者（同項14号）、または有価証券等の運用を行うことを目的として金銭の出資や拠出を受けた信託の受益権（同法2条2項1号・2号）や狭義の集団投資スキーム持分（同項5号・6号）の権利者（金商2条8項15号、自己運用業の顧客）である（同法42条）。

さらに、自己運用業務（金商2条8項15号）を行う投資運用業者等は、当該自己運用業務に関して運用報告書を作成したときは、権利者の数が500名以上の場合、遅滞なく、これを内閣総理大臣に届け出なければならない（同法42条の7第3項、金商令16条の14）。ただし、規制の重複を避けるため、運用財産について有価証券報告書を提出しなければならない場合には、この運用報告書の内閣総理大臣への届出義務は免除される（金商42条の7第3項但書、金商業等府令135条）。

この運用報告書の交付・届出義務は、投資運用業の行為規制の一部であることから、証券投資型ファンドの運用者に対してのみ課され、事業型ファンドの運用者には課されない<sup>99)</sup>。なお、規制の重複を避けるため、他の法令の規定により、6か月に1回以上、運用財産について運用報告書に記載すべき事項を記載した書面を交付している場合について、運用報告書交付義務が免除されている（同法42条の7第1項但書、金商業等府令134条4項〔現5項〕）。また、改正後投資信託法では、委託者指図型投資信託の「仕組み」に関する規制として、運用報告書の交付・届出義務が別途定められ（同法14条1項・6項）、金融商品取引法の運用報告書交付の規定の適用が排除されている（同条7項）。

運用報告書は、有価証券報告書などの継続開示制度と同様の、投資者への情報開示制度の一つである。運用報告書は、投資者に対して投資運用業による投資成果を評価するために必要な運用財産の状況や投資運用業の投資判断の内容に関する情報や、投資運用業の公正性・透明性の確保に資する運用財産の運用に関する費用や利益相反のおそれのある行為等に関する情報を開示する制度であり<sup>100)</sup>、主として流通市場における投資者を対象とした投資判

断（権利〔有価証券〕の取得、処分判断）に必要な情報を提供するための制度である継続開示制度とはその目的が異なることや、情報開示方法も公衆縦覧（間接開示）と交付（直接開示）と異なることから、統合することが困難なため<sup>101)</sup>、この二つの制度は併存している。

これに対し、証券投資型ファンドについては、運用報告書を通じ、投資者に直接十分な情報の開示がなされていることから、公衆縦覧型の開示をさらに要求する合理性はないとする指摘がある<sup>102)</sup>。しかし、運用報告書は、既存の投資者に対してのみ交付されるものであり、新たに投資を行おうとしている者に対しては交付されることはないので、運用報告書を通じてのみをもって、投資者に対し十分な情報が開示されるとはいえない。

ただし、受益証券が金融商品取引所に上場されている投資信託については、(i) 個別株式と同様にその日々の価格が報道されるなど投資家に広く情報提供されていること、(ii) 公衆縦覧型開示が行われていること、(iii) 金融商品取引所上場の外国投資信託（ETF）について運用報告書の交付義務が適用除外されることとの整合性を図ること等を理由にして、運用報告書の交付および届出義務が免除とされていることから（投信14条1項3号、投信施行規則25条1号）<sup>103)</sup>、新たに投資を行おうとしている者に対しても投資判断に必要なとされる情報が確実に提供される仕組み（例えば、簡易な公衆縦覧型の開示制度）を構築できれば、継続開示制度と運用報告書とを統合することができるのではないだろうか。

## ② 信託兼営金融機関および信託会社が行う自己運用業の特例

金銭の信託を受けた受託者が行う信託財産の有価証券等の運用も自己運用業となる（金商2条8項15号ロ）。しかしながら、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律1条1項の認可を受けた金融機関は、登録金融機関の登録を受けることなく自己が受託した信託財産の運用を行うことができることから（金商33条の8）、運用報告書の交付等義務を負わない。

信託会社（管理型信託会社を除く）についても、金銭の信託における有価証

券等の運用に関する自己運用業に関する金融商品取引法の業者規制の適用が排除されていることから、投資運用業の登録を受けずに自己が受託した信託財産の有価証券等の運用を行うことができるとともに、運用報告書の交付等義務を負わない（金商 65 条の 5 第 5 項）。

いずれの場合も信託法および信託業法が、投資者（受益者）に対する定期的な報告義務を課していることから、規制の重複を排除するためのものである（信託 37 条，信託業 27 条，信託兼営 2 条 1 項・19 条）。

### 3 金融商品取引法成立後における信託の 受益権等の開示の効率化・簡素化

#### (1) 投資信託の開示制度の見直しの提言

金融担当大臣による金融審議会に対する諮問に基づき、金融審議会金融分科会に 2012 年 3 月に設置された「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」において、投資信託については、国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保等、および投資法人については、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等の二つの観点から、投資信託・投資法人法制の見直しに関する検討が行われ、2012 年 12 月に「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告書」（以下「最終報告」という）が取りまとめられた。

まず、最終報告は、投資信託の開示制度について、オープン・エンド（追加型投資信託の継続募集を行う場合、1 年ごとに提出することとされている有価証券届出書<sup>104</sup>）と、継続開示として提出が求められている有価証券報告書については、基本的に開示項目が重複していることを踏まえて、可能な限り書面の統合を図っていくことが適当であるとしている。そこで、同報告は、企業内容等の開示においてすでに採用されている組込方式および参照方式の

有価証券届出書の導入，ならびに有価証券届出書「第1部 証券情報」に相当する情報を記載した書面（募集事項等記載書面）を有価証券報告書と併せて提出した場合には，これらの書類を有価証券届出書とみなす制度（みなし有価証券届出書制度）を導入すべきという，二つの提案を行った<sup>105)</sup>。

また，投資信託においては，有価証券報告書等の継続開示の提出（公衆縦覧）とともに，投資者（受益者）に直接交付される運用報告書が，投資者への情報開示制度として存在する（投信14条）。運用報告書は，受益者の投資判断にあたって重要な情報を掲載しているものであることから数百頁にも及ぶことがあり，受益者は情報を取捨選択することが困難となっているとともに，投資信託委託会社においても，多大なコストが発生している。

そこで，最終報告は，運用報告書を，運用状況に関する極めて重要な事項を記載した「交付運用報告書」と，より詳細な運用状況等も含めて記載した「運用報告書（全体版）」とに二段階化し，「交付運用報告書」は，すべての受益者に交付等することを義務付け，「運用報告書（全体版）」は，投資信託委託会社のホームページでの掲載など投資者にアクセスしやすい方法による提供を原則としつつ，受益者から請求があった場合のみ書面による交付を義務付けることが適当であるとした<sup>106)</sup>。

## （2）投資信託の受益証券を含む信託の受益権等の開示制度に関する改正

### ① みなし有価証券届出書制度および交付運用報告書制度の導入

最終報告の提言を受け，2013年6月12日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成25年法律第45号）」（以下「2013年改正法」という）は，みなし有価証券届出書制度を導入し，証券情報のみを記載した「募集事項等記載書面」を有価証券報告書と併せて提出することにより，有価証券届出書を提出したものとみなし（みなし有価証券届出書制度），有価証券届出書と有価証券報告書等との重複の解消を図った（金商5条10項から12項・7条3項から5項，特定有価証券開示府令11条の6）。

2013年改正法において導入された募集事項等記載書面の対象となる有価

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

証券（信託の受益権等に限る）は、内国投資信託受益証券（投資信託の受益証券）、外国投資信託受益証券（外国投資信託の受益証券）に加え、内国信託受益証券（受益証券発行信託の受益証券〔有価証券信託受益証券を除く〕）、内国信託受益権（金商2条2項1号に掲げる信託の受益権のうち、発行・継続開示の対象となるもの）、外国信託受益証券（外国受益証券発行信託の受益証券〔有価証券信託受益証券を除く〕）、外国信託受益権（同項2号に掲げる信託の受益権のうち、発行・継続開示の対象となるもの）、これらの特定有価証券を受託有価証券とする特定有価証券信託受益証券（特定有価証券にかかる有価証券信託受益証券）（特定有価証券開示府令11条の6第1項・3項）とされた。

また、2013年改正法は、投資信託及び投資法人に関する法律を改正し、運用報告書に記載すべき事項のうち重要なものを記載した書面（交付運用報告書）を作成し受益者に交付することを、投資信託委託会社に義務付けた（同法14条4項）。さらに、投資信託委託会社は、交付運用報告書を作成した場合、遅滞なく内閣総理大臣に届け出なければならないとされた（同条6項）。

運用報告書については、原則は書面により交付する必要があるものの（投信14条1項）、委託者指図型投資信託約款において電磁的方法（投信規則25条の2において定められた方法）により提供することを定めている場合には、受益者の個別の承諾を得ることなく、電磁的方法によって、具体的には投資信託委託会社のウェブサイトに掲載する等の方法によって提供できることとされた（投信14条2項）。

2013年改正法を受けた「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（平成26年内閣府令第49号）」（以下「2014年改正内閣府令」という）では、「募集事項等記載書面」制度に関する規定の整備が行われた（同府令1条17号の3・11条の6）。

② 投資信託の受益証券を含めた信託型特定有価証券の開示項目の簡素化  
特定有価証券（資産金融型証券）は発行体の保有資産をその価値の裏付けとするものであり、発行体や受託者など（以下「発行体等」という）が提供するサー

ビスの内容は重要であるが、発行体等自体の情報は必ずしも重要ではない。ところが、2014年改正内閣府令による改正前においては、信託型の特定有価証券の場合、受託者に関する情報開示は、企業金融型証券の発行者と同じ情報の開示を求め、その記述のみで大量の頁を要していたという事実があった。

そこで、2014年改正内閣府令は、開示制度の枠組みの見直しに加え、信託型の特定有価証券<sup>107)</sup>の発行・継続開示による負担の適正化を図るため、これらの有価証券にかかる有価証券届出書および有価証券報告書の「受託者情報」等の記載を簡素化するとともに<sup>108)</sup>、継続開示会社の場合、その記載の一部（財務諸表等）を有価証券報告書等の添付で代替することを認めることとした（特定有価証券開示府令4号様式・4号の2様式・5号の4様式・5号の5様式・6号様式・6号の2様式・第8号の4様式・8号の5様式・9号様式・9号の2様式<sup>109)</sup>）。

#### 注

- 9) 金融の証券化とは、主として企業金融の分野において、銀行借入から変動利付債やコマーシャル・ペーパー等を中心とする証券形態による資金調達が増加することと、事業会社等の企業が資産を流動化して、市場において不特定多数の投資家から資金調達を行う仕組みが発達したことの両者を含むものである（証券取引審議会基本問題研究会「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」〔1989年5月31日〕）。
- 10) 証券化関連商品とは、「不特定多数の投資家の存在を指向し、資金調達者と投資家の間、さらには投資家相互間の自由な取引により円滑な資金調達及び資金運用を目指すもの」（証券取引審議会基本問題研究会第一部会『「金融の証券化」に対応した法制の整備等について」〔1990年6月15日〕）であって、証券取引法の枠外にある商品のことをいう（証券取引審議会基本問題研究会・前掲注9）。
- 11) 証券取引審議会基本問題研究会第一部会・前掲注10)第1章第2節第1款の3。
- 12) 1990年代前半の証券取引法のもとでは、法律上限定列举されていない証券化関連商品は、政令で指定されない限り、同法による投資者保護が及ばない仕組みとなっていた。すなわち、証券取引法上の限定列举による有価証券の定義規定（同法2条1項・2項）は、同法の定める開示規制や不正取引規制など、証券取引法の規制範囲を画する重要な機能を有していた（竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」龍田節＝神崎克郎編『証券取引法体系』23頁〔商事法務、1986年〕）。有価証券が投資者保護規制の外延を画するという枠組みは、金融商品取引法のもとでも変わらない。

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

- 13) 1990年代前半の金融制度改革に至るまで、証券取引法2条1項では、1号から8号まで、国債証券、地方債証券、特別の法律により法人の発行する債券、社債券、株券というように、証券・証書が存在したものを、法的形式によって、「有価証券」と指定し、同条2項では、証券・証書が発行されているものが「有価証券」であることを前提に、まだ証券・証書が発行されていない場合であっても、これを「有価証券」とみなすとして、1項を補完する形で、「有価証券」の概念を定義していた(高橋正彦「証券化の進展と有価証券概念」証券経済研究61号95頁〔2008年〕)。

なお、1項9号では、「その他政令で定める証券又は証書」が加えられ、限定的ではあるが、弾力的な対応が可能な作りとなっていた。

- 14) 企業自身が証券の発行者であり、発行者によって調達した資金を自らの事業資金として用いるものである(証券取引審議会基本問題研究会第一部会・前掲注10)第1章第5節の1の(注))。また、企業体としての発行体自体にその価値の基礎を置く証券である(清水一夫「ディスクロージャー制度の改正に関する解説〔3〕」商事1327号22頁〔1993年〕)。

- 15) 1990年10月2日。

- 16) 資産の流動化により資金調達を行うことを目的とするいわゆる資産担保証券(アセット・バック・セキュリティ)と不特定多数の投資家から集めた資金をプールして資産に運用する投資信託類似のものの双方を含んだ広い意味のものである。資産金融型証券の発行者は受託会社という単なる信託財産の管理者か、あるいはたとえ会社であってもペイ・スルー型債券における特別目的会社のように単に財産を管理する主体であり、実質的にその証券を仕組み、資金を取得する委託者や親会社は別に存在し、発行によって調達された資金は、主として資産に投資として運用されるという特色がある(証券取引審議会基本問題研究会第一部会・前掲注10)第1章第5節の1の(注))。

- 17) ディスクロージャー小委員会「ディスクロージャー制度の見直しについて」(1991年4月26日)。

なお、ここでいう「開示に伴う責任を負いうる者」とは、「不実記載があったり、記載すべきことが記載していなかったり、そういう場合に、刑事責任とか損害賠償とか、そういうものを負い得る者という考え方」であったとされる(上柳克郎ほか「平成4年証券取引法の改正について(20)——募集・売出しの定義(3)、発行者の定義、私募の取扱い(1)——」インベストメント48巻5号44頁〔河本発言〕〔1995年〕)。

- 18) 基本問題研究会報告では、有価証券の定義は、①複数の者が資金を拠出し、②その拠出した資金をもとに資金の拠出者以外の第三者が事業の経営または資産の運用を行い、③当該資金の拠出者はその事業の経営または資産の運用の果実としての利益の分配を受けること、を基本とすることが適当であるとされた。



さらに、同報告は、① 投資者が資金を抛出し、資金の受領者（以下「管理運用者」という）が当該資金をもとに事業の経営または資産の運用を行うこと、② 抛された資金が、他の投資者により抛された資金とともに、管理運用者により、一括して管理または運用されること、③ 投資者は、契約または仕組み（以下「契約等」という）に基づき、管理運用者から資金の管理または運用に伴う果実の分配を受けることができること、④ 当該契約等に基づく投資者の地位または権利が譲渡可能であること、という要件のいずれにも該当する契約等に基づく投資者の地位または権利を表章する証券または証書といった内容で、有価証券の包括条項を設けることを提言している。

- 19) 具体的には「一の金融機関又は住宅金融専門会社の住宅の取得に必要な資金の貸付けの契約に基づく金銭債権を信託する信託（当該信託に係る契約の際における受益者が委託者であるものに限る。）の受益権」が政令により、有価証券に指定された。
- 20) 証券取引法の対象となる有価証券は、利息、配当等の金銭を目的としたものであることから、その趣旨をより明らかにするため、あえて「権利」とせず「金銭債権」に限定した（大蔵省内証券取引制度問題研究会編『すべてが分かる金融制度改革』14頁〔財政詳報社、1993年〕）。

なお、川口恭弘教授は、「投資者保護の観点からは、政令指定によりみなし有価証券とすることができるものを金銭債権に限定することは適当ではない」と指摘する（川口恭弘「証券取引法における有価証券の範囲・目論見書制度の見直し」商事1709号6頁〔2004年〕）。
- 21) 1998年6月15日に公布された「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（平成10年法律第107号）」によって、証券取引法2条2項1号の定義規定自体がこの政令と同一の内容に改正された。
- 22) 投資事業有限責任契約に関する法律3条1項1号から11号に掲げる事業の全部または一部を事業とする民法に基づく組合契約および匿名組合契約に基づく権利が含まれる（証取令1条の3の2）。
- 23) 証券取引法等の一部を改正する法律（平成16年法律第97号）によって新設された証券取引法2条2項3号・4号。
- 24) 有限責任事業組合に関する法律（平成17年法律第40号）の附則3条によって改正された証券取引法2条2項4号・5号。
- 25) 金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中心とする金融システムに向けて」21頁（2005年12月24日）、田原泰夫ほか「証券取引法等の一部改正の概要——平成16年法律第97号の解説——」商事1703号9頁（2004年）、尾崎輝宏ほか「証券取引法の12月施行に伴う政省令改正の概要」商事1718号18頁（2004年）。

なお、投資事業有限責任組合は、従来中小未公開企業等に対象を限定していた

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

が、2004年4月30日に施行された「中小企業等投資事業有限責任組合に関する法律の一部を改正する法律（平成16年法律第34号）」によって、その対象が企業の規模や公開・非公開を問わず、広く事業者一般の発行する株式、新株予約権、新株予約権付社債等の取得および保有が可能になった。

- 26) 包括条項が採用されなかった理由としては、① 有価証券に該当するか否かによって、罰則の適用が決まるため、罪刑法定主義の観点から、有価証券の定義は明確でなければならないこと、② 証券取引法の規制内容に適した商品に限定することが困難であること、③ 銀行・証券の垣根に関しては若干緩和されたとはいえ、証券取引法のワンセット規制の体系のもとで、同法の有価証券とされると、その規制は大蔵省（当時）の管轄になるため、政令指定を経ないで無価証券か否かが決まる仕組みでは、縦割り行政のもとで、省庁間の管轄の調整が困難になること、などの事情が挙げられる（大蔵省内証券取引制度問題研究会編・前掲注20）14頁、証券取引法研究会「平成4年証券取引法の改正について（17）」インベストメント48巻1号47頁〔洲崎報告〕〔1995年〕、高橋・前掲注13）98頁）。
- 27) 証券取引法第二条に規定する定義に関する省令。
- 28) 上柳ほか・前掲注17）44頁〔河本発言〕。
- 29) 受益権証券の手取金を受け取り、さらにいわゆる買戻し方式がとられる場合には、デフォルトのリスクを担保する委託者に開示の責任を負わせるのが適当であるとの判断から、委託者を発行者とみなすことにしたものと指摘する見解がある（上柳ほか・前掲注17）41頁）。
- 30) 発行体自体とは別個の資産をその価値の基礎とする証券（清水・前掲注14）22頁）。
- 31) 92年改正法による改正後証券取引法24条1項括弧書、92年改正法に関連して改正された証券取引法施行令3条の4第5号、証券取引法施行令三条の四第五号に掲げる特定有価証券を定める省令。
- 32) 特定有価証券の継続開示については企業金融型証券の開示規定を適用せず、準用規定および読み替え規定を置いた（証取24条4項・24条の5第2項）。
- 33) 1998年6月に金融庁・新しい金融の流れに関する懇談会の「論点整理」がとりまとめられ、1999年7月6日に第一部会「中間整理（第一次）」、同年12月21日に同「中間整理（第二次）」が公表された。
- 34) 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」については、法律名を「資産の流動化に関する法律」に改称し、流動化対象資産の拡大、信託を利用した流動化の仕組みを創設した。また、「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」については、法律名を「投資信託及び投資法人に関する法律」に改称し、投資対象資産を拡大した。
- 35) 15 U.S.C. § 77b(a)(1).

なお、同様の定義は、1934年証券取引所法3条a項10号(15 U.S.C. § 78c(a)(10))においても定められている。

- 36) SEC v. W. J. Howey Co, 328 U.S. 293, 299 (1946).
- 37) Financial Services and Markets Act 2000, Sch. 2 Pt. 1.
- 38) Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EC, Annex. II, 1(4), 2004 O.J. (L.145) 1, 43.
- 39) 第一部会報告7頁。
- 40) 証券取引審議会総合部会・投資対象ワーキング・パーティー「魅力ある投資対象」(1997年5月16日)。
- 41) 投資信託の受益証券(証取2条1項7号)、特定目的信託の受益証券(同項7号の4)、貸付債権信託の受益権(同条2項1号)投資事業有限責任組合契約、民法上の組合契約、匿名組合契約、投資事業有限責任組合に基づく権利(同項3号)などを限定列举している。
- 42) 神田秀樹「金融の証券化と有価証券概念」商事1187号4頁(1989年)。
- 43) 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題〔II〕」商事1824号23頁(2008年)。
- 44) 信託の受益権を有価証券とした結果、信託業法上の信託受益権販売業者の行為はすべて金融商品取引業として取り扱われ、金融商品取引法の業者規制に服する。そのため、信託業法から信託受益権販売業者に関する規定が削除された。
- 45) 金融商品取引法の集団投資スキーム持分の包括的定義規定(金商2条2項5号)では、投資者が1名であっても、同定義における集団投資スキームに該当することとなる。その意味で集団投資スキームとは異なるものである(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1368号9頁〔2008年〕、神作裕之「運用型集団投資スキームの業規制——投資信託・投資法人制度とプロ向けファンド規制の見直し——」金法2023号41頁〔2015年〕)。
- 46) 2003年から、通信機器のリース事業を投資対象とする匿名組合(事業型ファンド)への出資を募集し、17,000人から487億円を集めたが、2005年10月17日に民事再生法開始決定を受け、事実上破たんした。翌年の4月18日、民事再生手続廃止、同年6月7日、破産手続開始決定を受ける。
- 47) 第一部会「中間整理」6頁(2005年7月7日)。
- 48) 金融商品取引法施行前(証券取引法)から、一部の事業型ファンド(有限責任事業組合契約に基づく権利)が有価証券とみなされていた(同法2条2項4号)。
- 49) 松尾・前掲注43)24頁。
- 50) 松尾直彦教授は、「形式的には『有価証券』の概念は維持されているものの、神田教授等の指摘等を踏まえ、その概念内容は、『仕組み性』と『投資対象性』をメルクマールとするものに実質的に変容している」と指摘し、金融商品取引法の施行に

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

よって、「いわゆる『幅広い有価証券』概念をようやく実現することができた」と評している。

- 51) 第一部会・前掲注 33)「中間整理（第一次）」21 頁。
- 52) 金融庁・新しい金融の流れに関する懇談会・前掲注 33) 5. (1)。
- 53) 金銭の出資と労務の出資とが混在する仕組みは、それ自身が全部適用除外となるのではなく、金銭を出資した組合員の権利のみが有価証券に該当すると解される（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）〔2007 年 7 月 31 日公表〕の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」〔以下「2007 年 7 月 31 日パブコメ回答」という〕中の「有価証券とみなされる権利の定義〔第 2 条第 2 項〕」No.7・No.8〔3 頁・4 頁〕における「金融庁の考え方」。
- 54) 金銭に類するものとして、有価証券、為替手形、約束手形が金銭に含まれる（金商令 1 条の 3 第 1 号から 3 号）。
- 55) 金融商品取引法 2 条 2 項 5 号は、金銭等を充てて行う事業と規定している。ここでいう「事業」には、「投資」が含まれる（花水康「集団投資スキームの規制」商事 1778 号 17 頁〔2006 年〕）。
- 56) 花水・前掲注 55) 16 頁。
- 57) この点に関して、黒沼悦郎教授は、「何が脱法かは難しい問題ではあるが、実質的に『投資』と見られるものは『金銭等の出資』があると解すべき」とする（黒沼悦郎「金融商品の種類」河本一郎＝龍田節編『金融商品取引法の理論と実務』16 頁〔経済法令研究会，2007 年〕）。
- 58) アメリカの 1933 年証券法および 1934 年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）は、法形式として限定列挙されている「株式（stock）」、「ノート（note）」であっても、経済的な実体を踏まえ、有価証券であるか否かを判断している（藤田友敬「有価証券の範囲」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』6 頁〔日本証券経済研究会，2010 年〕）。
- 59) 神田秀樹「投資サービス法における基本概念」資本市場研究会編『投資サービス法への構想』14 頁（資本市場研究会，2005 年）。
- 60) 金融商品取引法が「経済的な実体」にのみ着目して「有価証券」の概念を定義しなかった理由は、①「有価証券」概念は長年にわたって広く一般的に定着していること、② 主要国・地域においても「証券」または「有価証券」概念が用いられていること、③「有価証券」の用語は他の法律で多数引用されており、仮に「有価証券」概念を変更する場合、法案の次期通常国会提出という目標の達成が事実上困難となること等が挙げられている（松尾・前掲注 43) 23 頁）。

なお、このような定義の仕方をした場合、2 条 2 項各号の括弧書で除外された権利（2 条 2 項各号〔5 号を除く〕）が、5 号の「経済的な実体」による包括的な定義に

より、有価証券とみなされることがあるかが、問題となる（黒沼悦郎「金融商品取引法の適用範囲と開示制度」金法 1779 号 11 頁〔2006 年〕）。

- 61) 組合契約に基づく権利のみならず、「その他の権利」という用語を使用して、出資または拠出をした金銭を充てて行う事業から生ずる収益の配当または当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができるという「経済的な実体」を有する権利を包括的に「有価証券」と定義している。
- 62) ただし、合名会社と合資会社の社員権は、政令で定められたものに限り有価証券とみなされ、そこで制限がかかる（金商令 1 条の 2）。そこでは、すべての投資者が有限責任しか負わない場合に限り、有価証券とみなされるとしている。
- 63) 立法担当官の解説によれば、「信託受益権は、その販売段階においては、購入者による金銭の出資、購入者に対する金銭等の償還の可能性を持つものであり」、第一代会報告の投資商品の基準に合致することを理由に、「有価証券」とみなし、金融商品取引法の規制の対象としたとする（小島宗一郎ほか「金融商品取引法の目的・定義規定」商事 1772 号 20 頁〔2006 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〕』99 頁〔商事法務、2008 年〕）。

また、神田秀樹教授は、信託の受益権が法形式で定義された理由について、「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当たります。したがって、法形式一本で入れた」と述べている。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する（岩原紳作ほか「金融商品取引法セミナー〔第 7 回〕」ジュリ 1386 号 115 頁〔神田発言〕〔2009 年〕）。

- 64) エスクロー目的の信託、遺言信託などがある。
- 65) 不動産管理信託、著作権信託、知的財産管理信託などがある。
- 66) 保全型の信託の典型は、金融商品取引法 43 条の 2 第 2 項、金融商品取引業等に関する内閣府令 141 条および 141 条の 2 に基づく顧客分別金信託がある。

近年、保全型の信託の利用が広がっているとして、その例とし、顧客分別金信託以外に、顧客区分管理信託（金商 43 の 3、金商業等府令 143 の 2）、加入者保護信託（社債株式振替 51 条 1 項）、発行保証金信託（資金決済 16 条）、履行保証金信託（同法 45 条）、社内預金引当信託（貸借 3 条および同法施行規則 2 条 1 項 2 号）、前払保証金信託（老福 14 条の 4 第 2 項、29 条 7 項、同法施行規則 1 条の 13、20 条の 10、厚生労働大臣が定める有料老人ホームの設置者等が講ずべき措置〔平成 18 年厚生労働省告示第 266 号〕）、退職給付信託（退職給付会計基準）、デットアサンプション信託、セキュリティ・トラストがある。

このような類型の信託を、「担保としての信託」（道垣内弘人「担保としての信託」ジュリ 1811 号 26 頁〔2007 年〕）、「担保目的による信託」（金融法委員会「信託

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

法に関する中間論点」ジュリ 1217 号 158 頁〔2002 年〕〕ということがある。また、公共工事の前払金に関する信託（最判平 14・1・17 民集 56 卷 1 号 20 頁）もこの類型の信託と整理できる。

保全型の信託については、水野大「履行確保のための信託・決済のための信託」ジュリ 1450 号 14 頁（2013 年）。

- 67) 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 卷 3・4 号 59 頁（2008 年）。高橋正彦教授は、信託の受益権一般がみなし有価証券とされたことの理由として、① 信託業法により、信託業務を扱う機関が金融機関に限られなくなったこと、② 立法技術上、いわゆる民事信託と商事信託とを明確に区別することが難しいこと、③ みなし有価証券の指定基準から流動性の要件が削除されたため、規制に適した金融商品の範囲が拡大したこと、などの事情があったものと推察されるとする（高橋・前掲 69 頁）。

藤田友敬教授は、投資とはいいいく目的のための信託として、マンション管理組合の倒産の場合のことを考え、預託金に信託を設定し住民を受益者とする信託や、扶養目的の信託、不動産等の資産の流動化する信託を例として挙げ、「形式基準によって有価証券を定義した場合、そこで指定された法形式に汎用性が高いと、明文で除外規定を置かなければ、本来規制の対象とすべきか疑わしいものについてまで規制の対象に加えてしまうと指摘している（藤田友敬「有価証券の範囲」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』12 頁〔日本証券経済研究会、2010 年〕）。

- 68) 第一部会報告（別紙 1）4。
- 69) 信託協会は、このような理由を挙げ、信託機能の活用の一層の促進のため、金融商品取引法の「信託の受益権」に関する規定（同法 2 条 2 項 1 号）の見直しを要している（信託協会「規制・制度の改革に関する提案」①の 7〔2012 年 9 月 20 日〕〔信託 252 号 58 頁（2012 年）〕）。
- 70) 第一部会・前掲注 33)「中間整理（第一次）」8 頁。
- 71) 受託者がその営業として引き受ける信託を商事信託、営業として引き受けられたのではない信託を民事信託という（三菱 UFJ 信託銀行編著『信託の法務と実務〔6 訂版〕』19 頁〔金融財政事情研究会、2015 年〕）。
- なお、近年、民事信託を、受託者の果たす役割が財産の管理・保全または処分である信託をいい、これに対し、商事信託を、受託者の果たす役割が財産の管理・保全または処分である信託をいう見解がある（神田秀樹「日本の商事信託——序説」鴻常夫先生古稀記念『現代企業立法の軌跡と展望』583 頁〔商事法務、1995 年〕）。
- 72) 高橋・前掲注 67) 69 頁。
- 73) ただし、現行の金融商品取引法 2 条 2 項 1 号の文言からは、「信託の受益権」の範囲を解釈によって狭めることは困難であるとされる（岩原紳作ほか・前掲注 63) 118



頁〔藤田発言〕。

神作裕之教授は、所有と経営が法律上分離されていることから投資に適合的であることに着目して、株式会社の株式と同様、信託の受益権を法形式で定義するのであれば、あとは、「業」の解釈なり、個々の有価証券の媒介とか募集といった概念の解釈論で、範囲を絞ることが必要ではないかと、指摘している（岩原神作ほか・前掲注 63）116 頁〔神作発言〕。

なお、立法段階において、信託受益権のうち性質や目的の点で金融商品に該当しないものについては、金融商品取引法の規制が及ばないような建付けとすることが望ましいとする見解を示していたものとして、前田敏弘＝武井一浩「信託受益権を中心とした投資商品概念・発行者概念・ファンド規制等のあり方」神田秀樹責任編集＝資本市場研究会編『利用者の視点からみた投資サービス法』20 頁（財務詳報社、2006 年）。

金融庁は、顧客分別金信託や退職給付信託などの保全型の信託について、「具体的には、個別事例ごとの実態に即して実質的に判断されるべき」として、実態を踏まえ、信託の受益権の取得勧誘に該当するか判断するというコメントを示している（2007 年 7 月 31 日パブコメ回答「有価証券の募集（私募）・売出しの定義〔第 2 条第 3 項・第 4 項〕」No.1・No.2〔18 頁・19 頁〕）。

また、シンジケートローンにかかる担保権の信託に関連して、「当該信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為等により確保されており、実質的にローンとは別の付加価値を有さないのであれば、実態としては各行がローンの担保権を有するものと変わらない」とし、シンジケート団のアレンジャー行が参加行を募る行為は私募の取扱い（第 2 種金融商品取引業）にあたらぬとの考え方が示されている（金融庁・証券取引等監視委員会「金融商品取引法の疑問に答えます」5 頁〔2008 年 2 月 21 日〕、池田唯一＝澤飯敦「金融商品取引法質疑応答集の公表」商事 1826 号 32 頁〔2008 年〕）。これに対して、松尾教授は、この解釈は「縮小的実質的解釈」であるから、慎重に検討される必要があり、「『信託受益権とローンの不可分一体性』が厳格に確保される必要がある」という（松尾直彦「金融商品取引法の解釈について」金法 1831 号 23 頁〔2008 年〕）。

74) 高橋・前掲注 67) 60 頁。

75) 神田・前掲注 59) 15 頁。

76) 小野傑弁護士は、「従来から有価証券とされていた受益権以外のすべての受益権も取り込みそれを有価証券とみなし、金商法規制の網をかける一方、発行者・発行時等の技巧的な手法を用いて適用関係の不都合を回避する現在の規制は、信託実務の発展の足かせとなっている」と、現行の「信託の受益権」の定義の仕方を批判している（小野傑「信託実務の課題」新井誠ほか編『信託法制の展望』521 頁〔日本評論社、2011 年〕）。



## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

- 77) 小島ほか・前掲注 63) 20 頁。
- 78) 証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革——豊かで多様な 21 世紀の実現のために——」(1997 年 6 月 13 日)。
- 79) 第一部会報告 40 頁。
- 80) 証券取引法でも「特定有価証券」という用語は使われていたが、その定義は明らかではなかった(証取 24 条, 証取令 3 条の 3)。
- 81) 第一部会報告 23 頁。
- 82) 例えば、企業金融型商品での「内部統制報告書」(金商 24 条の 4 の 4) に代えて、資産の運用者に関する内部管理体制等の開示を求めている(特定有価証券開示府令 4 号様式・記載上の注意(16)〔現(17)〕, 同令 5 号の 2 様式・記載上の注意(13)-c〔現(14)-c〕)。
- 83) 例えば、ファンド・オブ・ファンド型の投資信託の受益証券では、投資先のファンドの選定方法として重視している事項の開示が(特定有価証券開示府令 4 号様式・記載上の注意(14)〔現(15)〕), 資産流動化証券では「管理資産の管理を行う会社の管理資産の管理及び処分に関する基本的態度」の開示が(同令 5 号の 2 様式・記載上の注意(13)-b〔現(14)-b〕), 求められている。
- 84) この指摘のもととなった金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告——今後の開示制度のあり方について——」(2005 年 6 月 28 日)は、譲渡性が制限されている有価証券については、当該有価証券にかかる潜在的な投資者が存在しないまたは限定されるため、当該有価証券の発行時における有価証券届出書やその後の有価証券報告書等の提出といった公衆縦覧型開示を求めていく必要性が乏しいものと考えられるとし、当該有価証券の発行時およびその後において継続的に当該有価証券に関する情報を当該有価証券の所有者に直接開示することが行われている場合には、公衆縦覧型開示を免除することも検討していくべきであると提言している。
- 85) 第一部会報告 25 頁。
- 86) 契約締結前交付書面制度が、公衆縦覧型開示制度における目論見書(相対型ディスクロージャー)に相当するものである(松尾直彦ほか「金融商品取引法の行為規制〔上〕」商事 1814 年 25 頁〔2007 年〕)。

金融商品取引法 37 条の 3 第 3 項および同法施行令 16 条の 2 は、特に規模の大きい(500 名以上の者が契約を締結することとなるもの)ものについては当局としても把握する必要があることから、あらかじめ金融商品取引契約にかかる契約締結前の書面の内容を内閣総理大臣に届け出ることを、金融商品取引業者に義務付けている(神田秀樹ほか「新しい投資サービス法制——金融商品取引法の成立」商事 1774 号 16 頁〔松尾発言〕〔2006 年〕)。
- 87) 神田ほか・前掲注 86) 15 頁〔黒沼発言〕〔田中発言〕。黒沼教授は、金融商品取引

法制定当時ではあるが、同等の投資判断資料は提供されていないと指摘している（黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一考察」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論〔下巻〕』609頁〔商事法務、2007年〕）。

- 88) 事業型ファンドの運用は、投資運用業に該当しないので、持分の権利者に運用報告書が送付されることはない。
- 89) 投資信託、投資事業有限責任組合、商品ファンド、不動産特定共同事業ファンド、信託などがある（経済産業省・経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会「報告書」4頁〔2005年12月27日〕）。
- 90) 信託設定時に有価証券の比率が50%を超えていなくとも、50%を超える見込みがある場合には、有価証券投資事業権利等に該当し、開示の対象とされる（2007年7月31日パブコメ回答「開示規制の適用除外証券〔第3条〕」No.3〔120頁〕）。なお、このことは、「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（特定有価証券開示ガイドライン）」A3-2①によって、明らかにされた。
- 91) 金融商品取引法施行令2条の10第1号。
- 92) 「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（特定有価証券開示ガイドライン）」A3-2。
- 93) 谷口義幸＝野村昭文「企業内容等開示制度の整備」商事1773号43頁（2006年）、谷口義幸＝峯岸健太郎「開示制度に係る政令・内閣府令等の概要〔下〕」商事1811号26頁（2007年）。

なお、有価証券への投資事業を行うもの（投資事業有限責任組合契約に基づく権利など）については、証券取引法時代から開示の対象となっていたこととのバランスに配慮しているとの指摘がある（川口恭弘「組織再編・集団投資スキーム持分等の開示制度」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』51頁〔日本証券経済研究所、2010年〕）。
- 94) 黒沼・前掲注60)14頁。

黒沼教授によれば、情報開示制度は、投資判断資料の提供を目的とし、主として商品（契約）の価値を判断するための情報を提供することにその目的があるとされる（黒沼・前掲注87)600頁）。
- 95) 例えば、有限責任事業組合契約に基づく権利がある。
- 96) 中村聡「金融商品取引法と実務上の課題」商事1791号23頁（2007年）。
- 97) 「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（平成18年法律第66号）」。
- 98) 「証券取引法等の一部を改正する法律（平成18年法律第65号）」。
- 99) 中村聡弁護士は、事業型ファンドについても、証券投資型ファンドと同様の規制をしていくことが今後の課題であると指摘している（中村・前掲注96)25頁）。
- 100) 神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタール2 業規制』501頁〔石田眞得〕

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

(商事法務，2014年)。

- 101) 常時募集が行われ、流通市場というものが存在しないオープン・エンド型の投資信託については、有価証券報告書を廃止できないかという指摘がある（金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」〔第5回〕議事録〔大崎発言〕〔2012年5月11日〕）。
- 102) 投資運用業者一般に対して運用報告書の交付義務が課せられていることから、ある証券投資型ファンドの販売が募集に該当せず、発行開示、継続開示の義務が生じないとしても、ファンド保有者には投資判断に必要な情報が提供されることとする（大崎貞和『解説 金融商品取引法〔第3版〕』31頁〔弘文堂，2007年〕）。
- 103) 酒井和也ほか「投信法・資産流動化法に係る政令・内閣府令等の概要」商事1819号8頁（2007年）。
- 104) 有価証券届出書の届出免除制度の一つとして、募集金額（売出金額）が少額（1億円未満）の場合、届出が免除される（金商4条1項5号）。この少額の判断とする金額は、1年間である（特定有価証券開示府令2条）。これを根拠として、現行実務では、継続して投資信託の受益証券（同法2条1項10号）等の特定有価証券の募集または売出しを行っている場合、有価証券届出書である投資信託委託会社等は、継続開示書類である有価証券報告書を定期的（1年ごと）に提出するとともに、同時期に発行開示書類である有価証券届出書を提出している。
- 105) 最終報告8頁。
- 106) 最終報告7頁。
- 107) 内国投資信託受益証券，外国投資信託受益証券，内国資産信託流動化受益証券（金商2条1項13号に掲げる有価証券），外国資産信託流動化受益証券（同項17号に掲げる有価証券のうち，同項13号に掲げる有価証券の性質を有するもの），内国信託受益証券，内国信託受益権，外国信託受益証券，外国信託受益権，これらの特定有価証券を受託有価証券とする特定有価証券信託受益証券。
- 108) 例えば，改正後の特定有価証券開示府令5号の4様式（内国資産信託流動化受益証券）の第3部【受託者，原委託者及び関係法人の情報】の第1【受託者の状況】は，「受託者の概況」，「事業の内容及び営業の概況」（改正前「事業の状況」），「経理の状況」，「利害関係人との取引制限」（新設），「その他」で構成され（「整備の状況」は削除された），【受託者の状況】については，「受託者の資本金の額」，「発行可能株式総数」，「発行済株式総数」，「機構」を記載することが求められている（記載上の注意(28)）。
- 109) 内国・外国投資信託受益証券については，投資信託委託会社のみが開示義務者であることもあり，改正前からすでに「受託者情報」の記載はなかった。  
また，この改正において，特定有価証券信託受益証券について，組込方式，参照方式および発行登録制度の利用が認められた（特定有価証券開示府令11条の2第2

項6号・11条の3第1項5号・18条1項5号)。

### 三 信託の受益権等に関する開示制度

#### 1 公衆縦覧型の開示規定が適用される有価証券

金融商品取引法の定義する有価証券(同法2条1項・2項)を投資者に販売することが「募集」または「売出し」に該当する場合、原則として、有価証券の発行者とされた者は、当該募集または売出しについて、内閣総理大臣に届出をしているのでなければ、有価証券を販売することができない(同法4条1項)。このため、有価証券の販売が募集または売出しに該当する場合、有価証券の発行者は、当該有価証券に関する公衆縦覧型の開示が強制されることになる<sup>110)</sup>。なお、情報の非対称性が低いことや発行者の経済的・事務負担を軽減することなどの理由から、一定の条件を満たす場合には、この公衆縦覧型の開示が免除される(同項但書)。

これとは別に、金融商品取引法は、(1)発行者の信用度が特に高い場合<sup>111)</sup>、(2)金融商品取引法とは別の法律によって監督当局への届出その他の監督がなされている場合<sup>112)</sup>、(3)一般に流動性が乏しく、公衆縦覧型の開示を強制する必要性が低い場合など、投資者に対する公衆縦覧型の開示の必要性が低い場合、公衆縦覧型の開示に関する規定(同法2章)の適用を免除している(同法3条)。

信託の受益権は、(3)に該当し、原則として、金融商品取引法の公衆縦覧型の開示規定が適用されない(同法3条3号)。(3)は、金融商品取引法の創設によって新たに導入されたもので<sup>113)</sup>、証券取引法のもとでは、公衆縦覧型の開示規定が適用されていた。(3)について、金融商品取引法のもとで公衆縦覧型の開示規定の適用が免除されるのは、譲渡性が制限され、所有者が特定されている有価証券については、第一部会報告の「有価証券報告書などの開示書類を公衆縦覧に供する必要性に乏しく、その情報をむしろ直接提供す

の方が開示の徹底が図られる」<sup>114)</sup>との提言を受けたものである。

## 2 信託の受益権に対する公衆縦覧型の 開示規定の例外的適用

### (1) 証券投資型ファンドに対する公衆縦覧型の開示規定の適用

金融商品取引法は、「主として有価証券に対する投資を事業」にかかる権利についての情報は、当該権利の保有者はもとより、市場における他の投資者の投資判断にとっても重要であることを理由に、第2項有価証券のうち、主として有価証券に対する投資を事業とする集団投資スキームの持分等を「有価証券投資事業権利等」と定義し、第2項有価証券であっても、例外的に公衆縦覧型の開示規定を適用するとしている（同法3条3号、金商令2条の9・2条の10）。この点については、二2(3)②において、述べたとおりである。

信託の受益権については、信託財産の50%を超える額を「有価証券に対する投資に充てて運用する信託の受益権」が有価証券投資事業権利等とされる（金商令2条の10第1項1号）。ここでいう「投資に充てて運用する信託」に、有価証券の管理信託や処分信託などが該当するかが問題となる。この疑念を排除するため、金融庁は、2007年10月2日、「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（特定有価証券開示ガイドライン）」（以下「特定有価証券開示ガイドライン」という）を改正し、「信託を受けた有価証券の管理を目的とする信託であり、当該有価証券をもって新たに『有価証券に対する投資に充てて運用』を行わない」信託、つまり当初信託財産が有価証券であって、その有価証券を処分し新たな有価証券を取得しない信託は、有価証券投資事業権利等から除かれることを示し、有価証券管理信託や有価証券処分信託に公衆縦覧型の開示規定が適用されないことを明らかにした（同ガイドラインA3-2但書<sup>115)</sup>）。

また、有価証券投資事業権利等に該当する信託の受益権に対し、公衆縦覧

型の開示規定を例外的に適用することには、第1項有価証券を信託し、その受益権を流通させれば、公衆縦覧型の開示規定の適用を免れるという脱法行為を抑止する機能もある。

「有価証券投資事業権利等」という概念を創設し、例外的に公衆縦覧型の開示規定を適用することについては、証券投資型ファンドの投資対象となる有価証券の発行者やその有価証券へ投資する者の利益を図るための制度ではないとの批判や<sup>116)</sup>、投資者保護の必要性については、証券投資型ファンドの出資者も事業型ファンド（ここでは、証券投資型ファンドを除いた集団投資スキーム持分をいう）の出資者も変わりがないという指摘<sup>117)</sup>があることは、すでに述べたとおりである。

「有価証券投資事業権利等」という概念を創設したことには以上のような批判もあるが<sup>118)</sup>、法形式上は第1項有価証券であるが、実務上は流通性がない投資信託の受益証券について、公衆縦覧型の開示規定が適用されることとのバランスから、投資信託の受益証券と同じ「経済的な実体」を有する証券投資型ファンドに対し、公衆縦覧型の開示規定を適用することには一定の合理性はある。

## (2) 有価証券投資事業権利等から除外される証券投資型ファンド

有価証券投資事業権利等とされる信託の受益権のうち、[表3]の信託の受益権は、有価証券投資事業権利等から除かれ、公衆縦覧型の開示規定は、適用されない（金商3条3号ロ、金商令2条の10第1項1号、特定有価証券開示府令1条の4）。

これら一部の証券投資型ファンドに対し公衆縦覧型の開示規定の適用が排除される理由は、明らかではない。公衆縦覧型の開示規定の適用が除外されている信託の受益権は、①証券投資型ファンドの一類型で退職後の年金給付や従業員の福利厚生を目的として政策的に創設された制度に関する信託の受益権<sup>119)</sup>、②同じく法令に基づき設定される加入者保護信託、顧客分別金信託、および履行保証金信託という保全型の信託に分類される信託の受益

信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

[表3] 有価証券投資事業権利等から除外される信託の受益権

| 信託類型   | 信託分類  |          |                |
|--|-------|----------|----------------|
|  | 運用形態  | 信託財産     | 受益者            |
| 厚生年金基金信託の受益権（金商令2条の10第1項1号イ）   | 特定，指定 | 包括（現物移換） | 自益             |
| 国民年金にかかる信託の受益権（同号ロ・ハ）  | 特定，指定 | 包括（現物移換） | 自益             |
| 確定給付企業年金信託の受益権（同号ホ）  | 特定，指定 | 包括（現物移換） | 自益，他益          |
| 確定拠出企業年金信託に関する法律に根拠を有する企業年金信託の受益権（同条へ）                               | 特定    | 金銭       | 他益             |
| 年金積立金管理運用独立行政法人が運用する年金資金に関する信託の受益権（同条ト）                              | 特定，指定 | 包括，金銭    | 自益             |
| 社債等の振替に関する法律における加入者保護信託の受益権（同号チ）                                     | 特定，指定 | 金銭       | 他益             |
| 金商法における顧客分別金信託の受益権（分別金信託の受益権）（同号リ，特定有価証券1条の4第1号，2号）（金商業等府令142条の4第1項） | 特定，指定 | 金銭       | 元本：他益<br>収益：自益 |
| 資金決済に関する法律における履行保証金信託の受益権（同号リ，特定有価証券1条の4第3号）（加入者保護信託に関する命令143条1項1号）  | 特定，指定 | 包括       | 元本：他益<br>収益：自益 |
| 勤労者財産形成促進法における財形給付金信託の受益権（同号ヌ）                                       | 指定    | 金銭       | 他益             |
| 信託型の商品ファンドの信託の受益権（同号ル）   | 指定    | 金銭       | 自益，他益          |

権，③形式上は有価証券投資事業権利等の定義に該当するが，その実体は商品投資そのものである信託型の商品ファンド<sup>120)</sup>の信託の受益権<sup>121)</sup>，に分類できる。

③の信託型の商品ファンドは，実体として商品投資そのものであり，有価証券投資事業権利等として，公衆縦覧型の開示規定を適用する必要性はなく，②の類型に属する保全型の信託は，「より高いリターン（経済的効果）を期待してリスクをとるもの」という「投資商品」の要件が欠け，金融商品取引法の規制の対象の範囲外ともいえることや，その規模や市場への影響力の観点を考慮しても，公衆縦覧型の開示規定の適用を排除することは妥当であろう。他方，①の類型に属する信託については，有価証券投資事業権利等という概念を創設し，公衆縦覧型の開示規定を例外的に適用する趣旨，およ



び市場への影響力などを考慮すれば、公衆縦覧型の開示規定を適用すべき性質をもった信託の受益権ではないかと考える<sup>122)</sup>。

なお、元本補てん付信託の受益権については、預金と同様、投資性がない、または小さいことから、公衆縦覧型の開示規定の適用を及ぼす必要はないとの指摘がある<sup>123)</sup>。しかしながら、有価証券投資事業権利等に、公衆縦覧型の開示規定を適用するのは、その情報が、当該権利の保有者のみならず、市場における他の投資者の投資判断にとっても重要な情報であることが、その理由とされる。そうであれば、たとえ信託の受益権自体に投資性がないとしても、その組み入れ資産である有価証券についての情報については、他の投資者にとって有益であるとされ、公衆縦覧型の開示規定の適用が必要になるともいえる。そもそも、元本補てん付信託の受益権は、経済的な実体をみれば、投資商品の要件が欠け、金融商品取引法の保護を及ぼす必要性はなく、有価証券の指定から除外すべきと考える<sup>124)</sup>。

### (3) ESOP 信託の特例

信託型の従業員インセンティブプラン（以下「ESOP [Employee Stock Ownership Plan] 信託」という）は、企業（委託者）が金銭を拠出して、従業員を受益者とし、その金銭を信託する。受託者は、その金銭のほぼすべてでもって、委託者の株式を取得する。この場合、この信託は、有価証券投資事業権利等となり、制度の対象となる従業員が500名以上（金商令1条の7の2）であれば<sup>125)</sup>、金融商品取引法の公衆縦覧型の開示規定が適用されることとなる（同法3条3項、金商令2条の10第1項）。

しかしながら、このような信託の受益権にかかる信託財産に関する情報の開示を義務付ける必要性は、投資者保護の観点では、相当低い。さらに、2009年12月11日に、企業内容等の開示に関する内閣府令が改正され、ESOP信託等を導入している場合には、有価証券報告書において、その制度の仕組みの概要、従業員等持株会が取得する株式の総数・総額等の情報の記載を求め、他の投資者の保護を図る仕組みを取り入れている。

そこで、2009年の改正と同時に施行された「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規制等の一部を改正する内閣府令（平成21年内閣府令73号）」によって改正された特定有価証券開示ガイドラインA2-3、A24-3によって、当該ESOP信託が企業内容等の開示に関する内閣府令の定義する「従業員等持株会」<sup>126)</sup>に該当し、受託者による委託者の株式の取得が有価証券の引受けに該当しない要件を満たす場合（定義府令16条1項7号の2）には、持株会を唯一の受益者とみなし、公衆縦覧型の開示規定の適用を排除している。

一方、従業員持株会のうち、組合型の従業員持株会は、その権利を有価証券とみなさなくとも、公益または出資者の保護のために支障がないと考えられることから、有価証券から除外されている（金商2条2項5号二、金商令1条の3の3第5号、定義府令6条）<sup>127)</sup>。つまり、組合型の従業員持株会は、株券の発行者である会社の役員・従業員その他の内閣府令で定める者（役員等）が当該会社の他の役員等と共同して当該会社の株券の買付けを、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行うことを約する民法上の組合契約であるが（金商2条2項5号）、経済的な実体を踏まえ、規制の入口としての「有価証券」から除外され、金融商品取引法の規制が及ばない<sup>128)</sup>。これも、信託の受益権を法的形式のみで指定していることによる不合理の一つである。

### 3 信託の受益権等の募集および売出し

#### (1) 募集および売出しの概念

公衆縦覧型の開示を要するか否かを決定する最も重要な概念が、募集および売出しである。ある有価証券の投資者への販売が募集または売出しに該当する場合には、有価証券届出書による公衆縦覧型の開示および目論見書による投資者に対する直接の開示が必要となる（金商5条）。募集または売出しに該当し有価証券届出書等を提出した有価証券については、以後原則として当

該有価証券が流通している限り、公衆縦覧型の開示を定期的に行うことが義務付けられる（同法24条1項、金商令3条・3条の6第4項）。このことから、募集および売出しの概念は、非常に重要である。

募集とは、多数の者を相手方として、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘（以下「取得勧誘」という）を行うことであり、売出しとは、多数の者を相手方として、すでに発行されている有価証券の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘（以下「売付け勧誘等」という）を行うことである<sup>129)</sup>。ここで、多数の者とは、受益証券発行信託の受益証券などの第1項有価証券の場合、勧誘に応じる者が50名以上であることをいい（金商2条3項1号・2号、4項1号・2号、金商令1条の5・1条の8）、信託の受益権などの第2項有価証券の場合、勧誘に応じて所有する者が500名以上であることをいう（金商2条3項3号・4項3号、金商令1条の7の2・1条の8の5）<sup>130)</sup>。ただし、取得勧誘や売付け勧誘等の相手方が有価証券投資について専門的な知識および経験を有する場合など、一定の条件を満たす場合には、募集または売付けに該当しない（金商2条3項・4項）<sup>131)</sup>。

## （2）取得勧誘（募集）とみなされる売付け勧誘等（売出し）

売付け勧誘等ではあるが、実質上はむしろ取得勧誘に類すると認められるものがある。そこで、金融商品取引法は、このような売付け勧誘等を売出しの定義から除外し、募集の定義に含め、取得勧誘類似行為と定義し（同法2条3項括弧書）、公衆縦覧型の開示規定を適用することとしている。

例えば、自益信託（合同運用の信託を除く）の場合には、当初の委託者が信託を設定した時点では、自らの財産を信託の受益権等に転換して保有しているにすぎない。そこで、信託の受益権等を投資者に譲渡するために委託者が行う信託の受益権等の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘を取得勧誘と捉えている（定義府令9条3号・6号）<sup>132)</sup>。つまり、原委託者が有価証券を譲渡するために行う売付け勧誘等については、既発行の有価証券ではあるが、実質上はむしろ新規発行と同視できることから、売出しから除外し

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

(金商2条4項括弧書)、取得勧誘類似行為と定義のうえ、募集に含めている(同条3項、定義府令9条)。

信託についてみれば、原委託者による、① 自益の特定目的信託の受益証券(定義府令9条2号)、② 単独運用の自益信託である受益証券発行信託の受益証券(同条3号)、③ 単独運用の自益信託の受益権(同条6号)、および④ 元本補てん契約付の合同運用指定金銭信託である自益信託の受益権(同号二重括弧書<sup>133)</sup>)の売付け勧誘等(売出し)が、取得勧誘類似行為とされる。合同運用の自益信託の受益権等(④を除く)の場合には、委託者自らが投資者として信託するものと考えられることから、受託者が信託の設定を勧誘することが取得勧誘になる(定義府令9条3号括弧書・6号括弧書)。

これに対し、他益信託受益権等については、特別な定めのないことから、原則どおり、信託の受益権等の取得の申込みの勧誘が取得勧誘と捉えられる<sup>134)</sup>。

なお、委託者が買戻した信託の受益権等を再度譲渡する行為は、取得勧誘にあらず、場合によっては売出しに該当する<sup>135)</sup>。

## 4 信託の受益権等の発行者および発行時期

### (1) 信託の受益権等の発行者および発行時期を別に定める意義

金融商品取引法における公衆縦覧型の開示は、発行者に情報を開示させる仕組みを採用している(同法4条1項・24条1項・5項)。同法の「発行者」とは、有価証券を発行し、または発行しようとする者をいう(同法2条5項)。株券、社債券など、企業金融型証券については、この定義により発行者がだれであるか明らかである。しかしながら、多くの資産金融型証券(特定有価証券)においては、発行者がだれであるのか明らかでない。

証券または証書の発行が予定されていない第2項有価証券の場合、いつ有価証券が発行されたかも明らかでない。信託の受益権等の場合、投資者が投資の判断に必要とされる有価証券(信託の受益権等)の内容に関する情報をだ

れが提供できるか、またその信託の受益権等がいつ流通市場に置かれるかなど個々の信託の仕組みによって異なる。

そこで、金融商品取引法は、第1項有価証券のうち、資産金融型証券（受益証券発行信託の受益証券など）については、具体的な権利ごと発行者を定め（同法2条5項、定義府令14条1項・2項）、信託の受益権などの第2項有価証券については、具体的な権利ごとに発行者と発行時を定めている（金商2条5項、定義府令14条3項・4項）。

## （2）信託の受益権等の発行者

### ① 金融商品取引法の定義する信託の受益権等の発行者

92年改正法では、基本問題研究会報告の「投資者保護の観点からは、開示に伴う責任を負いうる者を証券取引法上の発行者としてとらえていくことが適当である」との提言を受け、住宅ローン債権信託（資産流動化型の信託）については、当初信託財産である住宅ローン債権の詳細を熟知し、かつ資金調達の主体である金融機関（委託者）を発行者として、その者に開示責任を負わせている。これに対し、第一部会報告は、有価証券の発行者について、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者』を発行者として捉えるとの考え方に沿って整理していくことが適当と考えられる」としている<sup>136)</sup>。

そこで金融商品取引法は、信託の受益権等の発行者を、(i) 委託者または委託者から指図権の委託を受けた者のみの指図により信託財産の管理または処分が行われる場合（自益・他益を問わない）は「委託者」、それ以外の場合のうち、(ii) 金銭を当初の信託財産<sup>137)</sup>とする自益信託については「受託者」、(iii) 有価証券信託受益証券（金商令2条の3第3号）<sup>138)</sup>の場合、当該有価証券信託受益証券にかかる信託の信託財産である有価証券を発行し、または発行しようとする者、(iv) (i)から(iii)以外については「委託者および受託者」と定義している（金商2条5項、定義府令14条2項1号・2号・3号、3項1号）<sup>139)</sup>。この場合、発行者が複数になる場合には、「発行者」に義務付けられる届出等は、すべての「発行者」の連名で行うことになる<sup>140)</sup>。ただし、信託の受

信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

益権等（有価証券信託受益証券を除く<sup>141)</sup>）については、発行後の信託財産に関する情報は基本的に受託者に集中することから<sup>142)</sup>、委託者および受託者が発行者となる場合であっても、信託の受益権等の発行後については、受託者のみが発行者とされる（委託者は免除される）（特定有価証券開示府令10条2項括弧書・22条の2）。

以上の金融商品取引法における信託の受益権等の発行者の定義を表に整理したものが、[表4]である。

[表4] 金融商品取引法における信託の受益権等の発行者の定義

| 信託種類             | 運用形態 | 当初信託財産   |                                     | 受益者   | 発行者                    |
|------------------|------|--|-------------------------------------|-------|------------------------|
| 有価証券信託<br>受益証券以外 | 特定運用 |  |                                     | 自益・他益 | 委託者                    |
|                  | 指定運用 | 金銭のみ<br>(金銭の信託)                                |                                     | 自益信託  | 受託者                    |
|                  |      | 物(有価証券を含む)(物の信託)<br>金銭と物(包括信託) <sup>143)</sup> |                                     | 他益信託  | 委託者および受託者<br>(発行後:受託者) |
| 有価証券信託<br>受益証券   | 管理型  | 同一種類の第1項有価証券<br>(企業開示府令1条の2第2号)                | 株式、社債(特定有価証券以外)<br>投資信託受益証券(特定有価証券) | 自益・他益 | 信託財産である有価証券の発行者        |

ここから、次の原則を導ける（ただし、「有価証券信託受益証券」にかかるものを除く）。発行時の情報開示については、当初信託財産が金銭の場合、それには個性がなく、提供されるべき核となる情報は、信託引受け後の信託財産の管理および運用の仕方であることから、その実質的な権限者である受託者または指図権者（以下「受託者等」という）を発行者とし、情報開示の責任を負わせ、当初信託財産が金銭以外の場合、当初信託財産の情報も重要となることから、受託者等に加えて、信託の委託者を発行者とし、情報開示の責任を負わせている。ただし、信託の受益権等が発行され、流通市場に置かれた後（継続開示）は、当初信託財産に関する情報提供は不要となることから、受託者等のみに情報開示の責任を負わせれば十分である。この原則を踏まえた具体的な発行者の定義の提案は、次の②で行う。

第一部会報告は、基本問題研究会報告と異なり、「開示に伴う責任を負う者」という観点を考慮せず、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者」という視点のみで、発行者を捉えるところに特徴がある。そのため、有価証券の発行によって便益を受ける者、例えば、資金調達の主体等の要素は考慮されていないことが、ここでわかる。

金融商品取引法では、ここでいう「指図権者」は、委託者または委託者から指図の権限の委託を受けた者<sup>144)</sup>に限られ(定義府令14条2項2号イ)、これら以外の第三者が受託者に指図する場合は、除かれる。「『開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者』を発行者として捉える」という考え方に従えば、「指図権者」を委託者または委託者から指図の権限の委託を受けた者に限定する必要性は極めて低い。信託の財産の管理・運用形態が複雑になれば、複数の者が多様な形態で信託財産の管理・運用に携わることもあり、現行の法制度では、開示義務を負う者、つまり発行者が適切に定まらない可能性もある。

2007年7月31日パブコメ回答(前掲注53)参照)の「有価証券の発行者の定義[第2条第5項]」のNo.6で、立法担当官は、「委託者非指図型の信託の場合、発行後の信託に関する情報は受託者に集中するため、委託者は信託の状況を常時把握しているとは言い難いものと考えられます。したがって、この場合において継続開示義務を負う者は『受託者』のみとされています」と説明している。この説明は、「開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者を開示義務者とする」という基本原則が発行者の決定において貫かれていることを明らかにするものである。

## ② 信託の受益権等の発行者のあり方

ここまでの分析から、発行者概念については、(i) 損害賠償を負担できる者、(ii) 有価証券の発行から便益または利益を得る者、(iii) 開示に必要な情報を確実に入手して提供できる者など、多様な考え方があるが、金融商品取引法は、第一部会報告で提言された(iii)の考え方を受け、発行者を定義



している。そこで、これらの見解を念頭に置きつつ、信託の受益権等に関する情報の開示義務を負担すべき「発行者」をどのように考えるべきかを検討する。なお、ここでは、現行規制では公衆縦覧型の開示規定の適用が排除されている「事業型ファンド」についても、公衆縦覧型の開示規定の適用を及ぼすことを前提に検討を行う。

まず、資産運用型の集団投資スキーム持分については、証券投資型ファンドと事業型ファンド（資産流動化型を除く）とにわけて、証券投資型ファンドについては、当該ファンドの運用者が具体的な投資の決定を行っていることから、運用の実態に精通し、当該ファンドに関する詳細な情報を把握または入手できる者といえ、その者に、発行時および流通時を通じて、情報開示の責任を負わせることが適当である<sup>145)</sup>。

資産運用型の集団投資スキーム持分のうち、事業型ファンド（資産流動化型を除く）についても、証券投資型ファンドと同じように、投資顧問会社等の「運用者」が受託者に対し、投資対象財産の管理を含めた取得・処分指図を行う仕組みであることから、証券投資型ファンドと同様に、「運用者」に情報開示の責任を負わせることが適当である。

もっとも、有価証券以外の実物資産（代表例は不動産。今後利用が見込まれるインフラ資産等の事業資産）の投資においては、取得後の投資対象資産の管理・運営が投資効率の面から重要な役割を果たすことが多い。例えば、不動産投資の場合、アセット・マネージャーが資産全体の財務戦略を策定して対象不動産の購入や売却に関する決定や助言を行い、プロパティ・マネージャーが受託者やアセット・マネージャーの委託を受けて、対象不動産の収益を最大化させるための管理業務を行うという仕組みが一般的である。このような仕組みを採用している場合においても、アセット・マネージャーが当該ファンドに関する詳細な情報を把握または入手できる者として適当であるといえるか疑問がある。しかしながら、ファンドに組み入れられる資産（物件）が複数の場合<sup>146)</sup>、情報開示の責任を負わせる者が複数となり、その責任関係があいまいになること<sup>147)</sup>、アセット・マネージャーがプロパティ・マネージャー

を兼務するか、または選定することが多いことから、アセット・マネージャーを「運用者」とし、その者に開示に伴う責任を負わせることが、やはり妥当である。

これらに対し、事業型ファンドのうち、資産流動化型の集団投資スキーム持分については、信託の委託者である信託財産の原保有者が当該信託財産に関する情報（含むキャッシュ・フロー）を把握していること、そして「資金調達者」として発行される有価証券に関する詳細な情報を入手すべき責任を負わせることが適当であると考えられること<sup>148)</sup>から、少なくとも発行時においては、委託者に情報開示の責任を負わせることが適当と考える。

ただし、発行後（流通時）においては、委託者が当該信託財産の管理を行い続けるかは、組成される信託の仕組みによって異なることや<sup>149)</sup>、資金調達後も委託者に情報を入手すべき責任を負わせることは過大な負担を伴うおそれがあることから、流通時も委託者に情報開示に関する責任を負わせることが適当であるとは必ずしもいえない。このため、資産流動化型の集団投資スキーム持分では、当該案件を主導的に組成する者が情報開示の責任を負わせる者として適切ではないかという指摘もある<sup>150)</sup>。しかしながら、主導的に組成する者を法律の明文において特定することは難しく、案件の仕組みや組成方法によっては、情報開示の責任を負う者を特定できないこともある。そこで、信託に関する情報を法的に把握することが可能な受託者に流通時における情報開示の責任を負わせることがやはり妥当であろう。

これまでに検討した信託の受益権等における最適な情報開示責任者を表にしたものが〔表 5-1〕である。この表では、元本補てん付信託、公益信託、管理目的信託など、「投資性」のない、または小さい信託については、公衆縦覧型の開示規定を含め、金融商品取引法の規制から除外されるべきことから<sup>151)</sup>、これらの信託については、考慮していない。なお、これらの「投資性」のない、または小さい信託をも考慮し、現行の金融商品取引法と同様の基準によって〔表 5-1〕を補正した表が〔表 5-2〕である。

〔表 5-2〕でわかるように、ここで提案した「発行者」の定義と金融商品取

信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

〔表 5-1〕 信託の受益権等における最適な情報開示責任者

| 信託の類型  |       | 当初信託財産 | 信託財産   | 発行時 | 流通時 |
|--------|-------|--------|--------|-----|-----|
| 資産運用型  | 証券投資型 | 金 銭    | 有価証券   | 運用者 | 運用者 |
|        | 事業型   |        | 有価証券以外 | 運用者 | 運用者 |
| 資産流動化型 |       | 金銭以外   | 金銭以外   | 委託者 | 受託者 |

〔表 5-2〕 信託の受益権の発行者

| 当初信託財産 | 信託財産に対する実質的支配権者 |    | 発行時  | 流通時  | 金融商品取引法による発行者<br>(相違するもののみ) |
|--------|-----------------|----|------|------|-----------------------------|
| 金 銭    | 特定運用            |    | 指図権者 | 指図権者 | 委託者指図型のみ委託者                 |
|        | 指定運用            | 自益 | 受託者  | 受託者  |                             |
|        |                 | 他益 |      |      | 委託者および受託者                   |
| 金銭以外   | 特定運用            |    | 委託者  | 受託者  | 流通時=委託者                     |
|        | 指定運用            |    |      |      | 発行時=委託者および受託者               |

引法のもとでの「発行者」の定義とが相違するのは、特定運用の金銭の信託、指定運用の金銭の信託の他益信託、ならびに金銭以外の財産の信託における特定運用の流通時および指定運用の発行時である。

特定運用の場合、金融商品取引法のもとでは、委託者または委託者から指図の権限の委託を受けた者のみの指図によって、信託財産の管理または処分が行われる場合に限り、発行者は委託者とされるが、理論上はこのような限定が必要かは、疑問がある。指定運用の金銭の信託の他益信託については、金融商品取引法のもとでは、委託者および受託者が発行者と定義されているが、当初信託財産は個性のない金銭であり、運用主体は受託者であることから、委託者に情報開示の責任を負わせる必要性は低く、受託者のみ情報開示の責任を負わせることが妥当である。また、金銭以外の財産を信託する場合には、当初信託財産に関する情報については、たとえ指定運用であっても、委託者が当初信託財産に関する情報を把握していると考えられることから、信託後の運用者がだれであるかにかかわらず、委託者に情報開示の責任を負わせることが妥当であろう。

### (3) 信託の受益権等の発行時

#### ① 金融商品取引法の定義する信託の受益権等の発行時

金融商品取引法は、証券または証書の発行が予定されていない信託の受益権については、権利の発行時を定め（同法2条5項後段、定義府令14条4項）、証券の発行が予定されている受益証券発行信託の受益証券については、特別な定めがないことから、信託の定めに従い受益権が発生したときが<sup>152)</sup>、権利の発行時となる。

そこで、信託の受益権について、金融商品取引法は、自益信託（元本補てん契約付の合同運用指定金銭信託<sup>153)</sup>以外の合同運用信託を除く）の場合、当初の委託者が信託を設定した時点では、自らの財産を信託の受益権に転換して保有しているにすぎないことから、信託の受益権が投資者に譲渡されたときをもって、有価証券の発行時としている（定義府令14条4項1号イ）。それ以外の自益信託、つまり元本補てん契約付の合同運用指定金銭信託以外の合同運用の信託および他益信託の場合には、当該信託の受益権にかかる信託の効力が生ずるときを有価証券の発行時と定めている（同府令14条4項1号ロ）。

また、本来、「募集」は「新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘」（取得勧誘）のうち、一定の要件を満たすものをいい（金商2条3項）、「売出し」は「既に発行された有価証券の売付け又はその買付けの申込みの勧誘」（売付け勧誘等）のうち、一定の要件を満たすものをいう（同条4項）。このような定義であれば、例えば、自益信託の場合には、当初の委託者が信託の受益権等を取得した時点では自らの財産を信託の受益権等に転換して保有しているにすぎず、投資勧誘が行われていないともいえる。そこで、信託の受益権等を投資者に譲渡するために委託者が行う信託の受益権等の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘を取得勧誘と捉え（「取得勧誘類似行為」といって「売出し」から排除される<sup>154)</sup>）、金融商品取引法の実効性を確保している（同法2条3項括弧書、定義府令9条3号・6号<sup>155)</sup>）。

なお、他益信託の場合には、特に例外規定は設けられていないことから、原則どおりとなる<sup>156)</sup>。ただし、いくつか注意すべき論点があるので、以下

で検討する。

(i) 金銭の抛出を伴う他益信託の受益権等の取得勧誘

立法担当官によって書かれた解説によれば、例えばある者（委託者）が信託の設定を目的に投資者を勧誘し、その勧誘によって集められた金銭を信託財産として、その金銭の出資者を受益者とする信託（または受益証券発行信託）を設定する場合には、当該勧誘は、金融商品取引法における信託の受益権等の取得勧誘に該当するとされる<sup>157)</sup>。

このことから、信託を設定する旨を告げて集められた金銭などを勧誘した者（委託者）が一括して信託し、その受益権等を投資者に付与するような信託を行う場合には、その勧誘行為は取得勧誘となる。

(ii) 金銭の抛出を伴わない他益信託の設定（勧誘を伴わない）

取得勧誘および売付け勧誘等の「勧誘」は、一般的に、特定の有価証券について投資家の関心を高め、その取得・買付けを促進することとなる行為で、有価証券の発行・売出価格等の取引の条件を表示する必要はないと説明される<sup>158)</sup>。また、募集における「取得」は、有償でありさえすれば、売買取引に関係しないもの（金銭を対価としないもの）をも含むと解する余地があるとされ<sup>159)</sup>、売出しにおける「売付けの申込み」は、有価証券を有償で処分するためのすべての企図もしくは申込み、または有償で買い付けるように勧誘することをいい<sup>160)</sup>、「買付けの申込み」は、これと同義といえる<sup>161)</sup>。ここで「有償」が金銭を含むものかは明らかではないが、金銭に限らず、有償でありさえすればよいとされる<sup>162)</sup>。

取得勧誘や売付け勧誘等がこのような概念であるとするれば<sup>163)</sup>、委託者が自らの金銭などの財産を信託して、その信託の受益権を第三者に与える信託の設定行為は、有償性が欠け、かつ信託の受益権等の取得を促進することとなる行為が通常伴わないことから、取得勧誘や売付け勧誘等に該当しないと考える<sup>164)</sup>。

もつとも、2009年12月11日に公布・施行された特定有価証券開示ガイドラインA2-3は、一般に他益信託が用いられるESOP信託に関して、公衆縦覧型の開示規定が適用されることを前提とした留意事項を示している<sup>165)</sup>。なぜ他益信託であるESOP信託に、公衆縦覧型の開示規定が適用されるのかは、そこでは説明がなされていない。参考となるものとしては、「企業内容等の開示に関する留意事項（企業内容等開示ガイドライン）」（以下「企業内容等開示ガイドライン」という）B2-3がある。そこでは、新株予約権証券無償割当てについては、「新株予約権証券の取得勧誘に該当することに留意する」とし、新株予約権証券無償割当てを新株予約権証券の「取得勧誘」に該当するものと取り扱うことを明らかにしている。この理由については、「新株予約権の無償割当てについては、新株予約権の行使時の払込みを含めて考える必要があり、実質的には株主割当てによる株式の募集と同様であると考えられることから、新株予約権証券の無償割当てについては、取得勧誘に該当する」と説明されている<sup>166)</sup>。

そこで、新株予約権証券無償割当ての考え方をESOP信託に当てはめて考えると、次のような理由が挙げられる。ESOP信託は、従業員持株会<sup>167)</sup>に加入する従業員を受益者とし、従業員持株会は定期的にESOP信託から株式を取得する信託である<sup>168)</sup>。このような仕組みを前提とすれば、従業員持株会の加入の勧誘は、間接的ではあるがESOP信託の受益権の取得の勧誘といえ、従業員の持株会の掛金が受益権取得の対価といえる。このような一連の実態を鑑みれば、ESOP信託の制度の導入は「取得勧誘」に該当する可能性があるといえよう。ただし、すでに述べたように、一定の要件を満たす場合には、持株会を唯一の受益者とみなすことによって、その取得勧誘は「募集」に該当しないこととし、公衆縦覧型の開示規定の適用を排除している（特定有価証券開示ガイドラインA2-3、金商2条3項1号・3号）。

したがって、他益信託であっても、制度の実態から、対価性があり、かつ信託の受益権等の取得について関心を高め、その取得（または買付け）を促進する行為があるとされれば、投資者保護の観点から、当然取得勧誘に該当し、

公衆縦覧型の開示規定の適用があるといえる。

他方、加入者保護信託、顧客分別金信託などの分別金信託のように、法令上、事業者が顧客からの預託を受けた金銭を保全するための分別管理義務が定められている場合にあって、当該義務の履行として信託を行う旨を当該事業者が当該顧客に伝えるような行為は、対価性に欠けることおよび信託の受益権の取得を促進する行為が伴わないことから、信託の受益権の取得勧誘に該当しないといえる<sup>169)</sup>。

また、社内預金引当信託、信託型デットアサンプション、退職給付信託、信託型ライツプランなどは、一定の条件が成就した際に、「信託行為の定めにより」、「受益者として指定された者は、受益の意思表示をすることなく受益権を取得」（信託 88 条 1 項）する信託のように、条件の成就により受益者として指定された者に受益権を取得させる行為は、信託の受益権の取得勧誘に該当しない<sup>170)</sup>。規約型確定給付企業年金などの他益型の企業年金も、年金規約等の受給要件を充足した場合に、一定の手続を経ることによって、受益権を取得することになることから、同じく、信託の受益権の取得勧誘に該当しない。

以上の金融商品取引法における信託の受益権等の募集概念を表にしたものが、[表 6]である。

## ② 信託の受益権等の募集概念

これまでの考察を基礎に信託の受益権等の募集（取得勧誘）をどのように考

[表 6] 金融商品取引法における信託の受益権等にかかる取得勧誘

| 信 託 類 型 |                      | 募 集（含む取得勧誘類似行為）                    |
|---------|----------------------|------------------------------------|
| 自 益     | 単 独                  | 既発行の信託の受益権等の売付けの申込みまたはその買付けの申込みの勧誘 |
|         | 合 同                  |                                    |
|         | 元本補てん付指定金銭信託<br>上記以外 | 受託者の信託引受け勧誘                        |
| 他 益     | 単 独                  | 金銭拠出の勧誘                            |
|         | 合 同                  |                                    |



えるべきか検討する。

資産運用型の集団投資スキームは、多数の投資者の資金をプールし、各種の資産に投資・運用する仕組みであるから、投資者が信託の受益権等を取得するとき、すなわち当該信託の効力発生時に信託の受益権等が発行されたと捉え、その信託の引受けの勧誘（自益信託）またはそれに伴い行われる金銭の出資もしくは抛出の勧誘（他益信託）を取得勧誘とするのが妥当である。

他方、資産流動化型の集団投資スキームは、特定の資産から生ずるキャッシュフローを専門家たるアレンジャー等が組み替え、主として多数の投資者に信託の受益権等を販売する仕組みであるから、信託の受益権等が投資者に販売される時、すなわち自益信託の場合、信託の受益権等の投資者への販売勧誘行為である、信託の受益権等の売付けの申込みまたは買付けの申込みの勧誘を取得勧誘とし、他益信託の場合、その信託の受益権等の取得を条件とする、金銭の抛出の勧誘を取得勧誘とするのが妥当である。

以上を表にしたものが、〔表7〕である。なお、元本補てん付信託、公益信託、管理目的信託など、「投資性」のない、または小さい信託については、公衆縦覧型の開示規定を含め、金融商品取引法の規制から除外されるべきと考えることから<sup>171)</sup>、ここでは、これらの信託については、考慮していない。

〔表7〕 信託の受益権等の取得勧誘

| 信託の類型                  | 受益者 | 信託の受益権等の取得勧誘                            | 金融商品取引法の規定による取得勧誘            |
|------------------------|-----|---|------------------------------|
| 資産運用型<br>(金銭の信託)       | 自 益 | 信託の引受けの勧誘<br>(信託の効力発生時)                 | 同 左<br>(ただし、合同運用〔元本補てん型を除く〕) |
|                        | 他 益 | 金銭の出資または抛出の勧誘<br>(信託の効力発生時)             | 同 左                          |
| 資産流動化型<br>(金銭以外の財産の信託) | 自 益 | 信託の受益権等の売付け・買付けの勧誘<br>(受益権譲渡時)          | 同 左                          |
|                        | 他 益 | 信託の受益権等の取得を条件とする、金銭の抛出の勧誘<br>(信託の効力発生時) | 同 左                          |

## 5 資産金融型証券にかかる開示 されるべき情報の内容

発行体自体の価値を証券の価値の基礎としない、すなわち証券の仕組み（キャッシュフローや裏付けとなっている資産価値など）を証券の価値の基礎とする資産金融型証券については、その実態・特性に合わせて、証券の仕組み、証券の価値の基礎となっている資産やその管理・運用に関する情報を開示させることが必要となる<sup>172)</sup>。

そこで、金融商品取引法は、このような証券を、「その投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報がその発行者が行う資産の運用その他これに類似する事業に関する情報である有価証券として政令で定めるもの」として、特定有価証券と定義し（同法5条1項括弧書、金商令2条の13、特定有価証券開示府令8条）、企業の信用力で発行が行われる有価証券（企業金融型証券）の開示規定（金商5条1項から4項・24条1項から4項）の規定を読み替えて、適用（準用）している（同法5条5項・24条5項）。なお、資産金融型証券に関する開示内容や開示様式は、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令に定められている<sup>173)</sup>。

### 注

- 110) 有価証券に関する情報開示は、募集および売出しともに、発行者が行うとされる。これは、開示の内容が有価証券の発行者の企業内容（特定有価証券の場合、発行体の保有する資産内容）を中心とするところから、有価証券の発行者のみがこれを効果的に行うことができることによる（神崎克郎ほか『金融商品取引法』278頁〔青林書院、2012年〕）。
- 111) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』104頁（有斐閣、1984年）、証券取引審議会基本問題研究会第一部会・前掲注10)。
- 112) 鈴木＝河本・前掲注111) 104頁、証券取引審議会基本問題研究会第一部会・前掲注10)。また、同報告書は、ディスクロージャー制度の適用除外の対象とするのは、「別途、証券取引法のディスクロージャー規制と同様又は類似の規制が行われ、実質的に同等の投資家保護が図られているような場合、あるいは投資家保護上問題がないと考えられるような場合とすることが適当である」と指摘している。

- 113) 2006年、「証券取引法等の一部を改正する法律（平成18年法律65号）」によって、創設された。
- 114) 第一部会報告25頁。
- 115) これに対し、当初信託財産が有価証券で、これを換価処分し、他の有価証券に運用を行うような信託の受益権は、有価証券投資事業権利等となる（小出卓哉「金融商品取引法施行後における信託実務（下）」金法1827号42頁〔2008年〕）。
- 116) 前掲注94）。
- 117) 前掲注96）。
- 118) 有価証券の保有状況は、市場における当該有価証券の需給状況、支配権市場（支配権の変更等）の状況を明らかにするうえで重要である。なお、これらに関する情報を市場参加者に提供するものとしては、大量保有報告書制度がある。
- 119) 厚生年金基金信託、国民年金にかかる信託、確定給付企業年金信託、確定拠出企業年金信託、年金積立金管理運用独立法人が運用する年金資金に関する信託は、いずれも金銭等を信託会社等に信託し、その元本および運用収益等の償還（交付）を受ける信託であって、投資商品の要件を充足する。しかしながら、それぞれの信託は、信託の設定に関する根拠法を持ち、その法のもと、規制されている。したがって、これらの信託について金融商品取引法の規制を及ぼすかは、個々の金融商品取引法の規制の趣旨・目的から判断されるべきものと考ええる。なお、各企業年金信託の詳細については、三菱UFJ信託銀行編・前掲注71）参照。
- 120) 信託型の商品ファンドとは、信託の受託者が投資者から信託として引受けた金銭を匿名組合契約等に基づき営業者に出資し、その営業者が商品投資を行う信託である。この場合における匿名組合契約等の持分は、第2項有価証券であることから、信託型の商品ファンドは、有価証券投資事業権利等に当たる。
- 121) 同様の問題は、信託の受益権に投資する信託の受益権にも当てはまる。そこで、信託協会は、有価証券投資事業権利等に該当するかの基準となる有価証券の組み入れ比率の算定に際し、信託の受益権（有価証券投資事業権利等であるものを除く）を除外することを要望している（信託協会・前掲注69）①の8）。
- 122) ただし、開示制度を、市場における投資者を対象とする投資判断（権利〔有価証券〕の取得、処分の判断）に必要な情報を提供する制度であると理解するならば、投資者への勧誘が行われないこれらの信託の受益権について、公衆縦覧型の開示規定の適用を排除することは妥当である。
- 123) 信託協会・前掲注69）①の8）。
- 124) 信託協会「規制改革に関する提案」1（2014年10月16日）（信託260号93頁〔2014年〕）。
- 125) 信託の受益権に公衆縦覧型の開示規定が適用されるには、さらにその取得の勧誘に応じ、500名以上の者が信託の受益権を所有することが必要となる（金商2条3

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

項3号・4項2号，金商令1条の8の5)。

- 126) 「役員，使用人その他の従業員（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令第16条第1項第7号の2イ(1)に規定する対象従業員を含む。）又はこれらの者を対象とする持株会」に会社の「株式を一定の計画に従い，継続的に取得，又は売り付けることを目的として」，会社の「株式の取得又は買い付けを行う信託その他の仕組みを利用した制度」をいう（特定有価証券開示ガイドラインA2-3，企業開示府令2号様式記載上の注意（47-2）a）。
- 127) さらに拡大従業員持株会（株券発行会社が25%以上の議決権を保有する会社等，株券発行会社と密接な関係を有する関係会社の従業員が株券発行会社の株券の取得を目的として組成する持株会）についても，同様の理由から，有価証券から除外されている（金商2条2項5号二，金商令1条の3の3第6号，定義府令7条1項1号）。取引先持株会（株券発行会社の取引先が株券発行会社の取得を目的として組成する持株会）についても，一定の要件のもと，有価証券から除外されている（金商2条2項5号二，金商令1条の3の3第6号，定義府令7条1項2号）。
- 128) 証券取引法のもとでも有価証券から除外されていたので，その整合性も考慮された（松尾直彦＝松本圭介編著『実務論点 金融商品取引法』23頁〔金融財政事情研究会，2008年〕）。
- 129) 一般的に「取得の申込みの勧誘」または「買付けの申込みの勧誘」とは，特定の有価証券についての投資者の関心を高め，その取得を促進することとなる行為をいうものと理解されている（神崎克郎ほか・前掲注110）317頁，大谷潤ほか「上場企業の資金調達円滑化に向けた施策に伴う開示ガイドライン等の改正」商事2046号34頁〔2014年〕）。

なお，具体的には，企業内容等開示ガイドラインB4-1に例示されている行為が含まれる。

- 130) 集団投資スキームの組成は，一般に，投資者の需要等を踏まえつつ，その内容を確定させていく方法等がとられる場合が多い。このため，集団投資スキーム権利（持分）等にかかる募集または売出しについては，株券，社債券のような有価証券の募集または売出しとは異なり，その判定基準を「勧誘者数」ではなく，その勧誘に応じることによって当該有価証券を所有することとなる人数が基準とされた（金商2条3項3号・4項2号）（谷口＝野村・前掲注93）43頁）。

基準となる人数については，有価証券報告書（継続開示書類）の提出義務者の要件として，株券等の所有者が一定数以上の場合（外形基準）が定められており，その数が当時500名であったこと（証取24条1項4号，証取令3条の6第2項）と平仄を合わせたものといわれている（大崎・前掲注102）29頁）。

基準となる人数を継続開示制度と平仄をとったことについては，発行開示の強制が，継続開示の強制と異なり，有価証券の募集・売出しに際して，多数の者に対し

て一斉に有価証券の販売が勧誘され、いわゆる販売圧力が生じ、勧誘に直面した投資者が投資判断に資する情報を欲していることであることを無視したものと、批判がある（黒沼・前掲注 87）610 頁）。

また、勧誘者数ではなく、所有者数を基準とした点については、発行開示を強制する理由の一つが販売圧力にあることを考えれば、やはり勧誘者数を基準に考えるべきとの指摘がある（黒沼・前掲注 92）15 頁）。

- 131) 取得勧誘（募集）に該当しないものを「有価証券の私募」という（金商 2 条 3 項）。有価証券の私募には、適格機関投資家向け私募（同項 2 号イ）、特定投資家向け私募（同項 2 号ロ）、少人数向け私募（同項 2 号ハ）がある。売付け勧誘等（売出し）に該当しないもの（一般的に「私売出し」という）には、適格機関投資家向け私売出し（金商 2 条 4 項 2 号イ）、特定投資家向け私売出し（同項 2 号ロ）、少人数向け私売出し（同項 2 号ハ）がある。
- 132) 自益信託の受益権等の分売に際して、委託者自身が勧誘を行うことは当然に考えられるが、伝統的な有価証券の発行者に関する考え方では、委託者自身が当該信託の受益権の発行者であるか疑義が生ずるため、これが募集であるか売出しであるかを明らかにするため、この規定が設けられている（上柳克郎ほか「平成 4 年証券取引法の改正について（18）——募集・売出しの定義——（1）インベストメント 48 巻 2 号 55 頁〔1995 年〕）。
- 133) 「貸金業法施行規則及び金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（平成 26 年号外内閣府令第 18 号）」により新設された（2014 年 3 月 26 日公布、同年 4 月 1 日施行）。
- 134) 三井＝池田監修・松尾編著・前掲注 63）132 頁。
- 135) 上柳ほか・前掲注 17）41 頁。
- 136) 第一部会報告 27 頁。
- 137) 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令 14 条 3 項 1 号ロ括弧書は、「金銭を信託財産とする場合に限る」（定義府令）とし、信託財産がなんであるかを基準にしているように規定している。これに対し、2007 年 7 月 31 日パブコメ回答では、「信託の設定に際して」と、当初の信託財産がなんであるかを基準として判断する旨述べている（同「有価証券の発行者の定義〔第 2 条第 5 項〕」No.3・4〔31 頁〕）。
- 138) 有価証券信託受益証券については、星治『『上場信託』の可能性について——上場証券発行信託の上場商品での活用——』信託 246 号 22 頁（2011 年）。
- 139) 委託者および受託者が発行者となる場合であっても、これら信託の受益権の発行後の情報は、基本的に受託者が保有することとなると考えられることから、受託者のみが有価証券報告書の提出義務を負うこととなっている（特定有価証券開示府令 22 条の 2 第 2 号）。

信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

- 140) 2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.5 (31頁)。
- 141) 当該有価証券信託受益証券にかかる信託財産である有価証券の発行者に当該信託財産である有価証券に関する情報は集中する。
- 142) 谷口＝峯岸・前掲注93)24頁。
- 143) 2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.3・4 (31頁)。
- 144) さらに受託者と密接な関係を有する者も除外される(定義府令14条2項2号イ括弧書)。
- 145) 同様の考え方を唱えるものとして、前田敏博ほか「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」神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『利用者の視点からみた投資サービス法』49頁(財経詳報社、2006年)。
- 146) 前田敏博ほか・前掲注145)48頁。
- 147) 「発行者」が複数の場合、連名で義務を履行することになる(2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の発行者の定義〔第2条第5項〕」No.5〔31頁〕)。
- 148) 自益信託の場合には、受益権譲渡時が発行時とされることにも留意する必要がある。
- 149) 例えば、不動産を裏付資産とする証券化の場合や特定の事業から撤退する際に当該事業にかかる資産の処分として証券化を行う場合などが考えられる(前田敏博ほか・前掲注145)48頁)。
- 150) 前田敏博ほか・前掲注145)48頁。
- 151) 第一部会報告(別紙1)4。
- 152) 信託法上、受益証券の発行時期等、受益証券の発行に関する具体的な手続に関する定めはない。ただし、受益証券は「受益権を表示する証券」と定義されることから(信託185条1項)、受益証券が発行される旨の定めがあれば、当該受益証券に化体される受益権が発生するとその発行を請求することができるものと考えられる。それゆえ、受益証券発行信託の場合、受益権が発生するときをもって、受益証券が発行されたものとするのが妥当である。

なお、株券の場合、株式を発行した日以後(会社50条1項・102条2項・209条)、遅滞なく株券を発行しなければならない(同法215条1項)。
- 153) 金融機関の信託業務の兼営等に関する法律6条の規定により元本の補てんの契約のある金銭信託。
- 154) 金融商品取引法2条4項括弧書。
- 155) 前掲注132)。
- 156) 三井＝池田監修・松尾編著・前掲注63)132頁。
- 157) 谷口＝峯岸・前掲注93)25頁。

- 158) 前掲注 129)。
- 159) 鈴木=河本・前掲注 111) 119 頁, 上柳ほか・前掲注 132) 57 頁。
- 160) アメリカの 1933 年証券法 2 条 a 項 3 号は, 発行市場の開示の基礎をなす「売付け」(sale or sell) を有償の処分行為を意味するものと定義している (15 U.S.C. §78b (a)(3))。
- 161) 鈴木=河本・前掲注 111) 119 頁, 上柳ほか・前掲注 132) 57 頁。
- 162) 金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項は, 有価証券の公開買付けの定義に関し, 有価証券の買付けが他の有価証券との交換を含むことを明確にしている。
- 163) ただし, 一般論としてどのような行為をもって「取得勧誘」に該当するか, その外延は明らかではなく, 特に ESOP 信託のような他益信託について, 受益者に対する「取得勧誘」が存在するのか, 存在するとして具体的にどのような行為が「取得勧誘」に該当するのか, 一義的に判断することは難しいと指摘する実務家もいる (有吉尚哉「日本版 ESOP の法的論点と実務対応〔下〕」商事 1882 号 32 頁〔2009 年〕)。
- 164) 立法担当官の解説は, 金銭の支払いの対価として受益証券発行信託の受益証券または信託の受益権を発行する旨の勧誘により集められた金銭を信託財産として金銭の支払者を受益者とする旨の信託を行う場合における勧誘行為を他益信託の取得勧誘の例として挙げている (谷口=峯岸・前掲注 93) 25 頁(注 4))。
- また, 法令等において, 事業者が顧客から預託を受けた金銭を保全するための分別管理義務を履行するための信託を設定する際に, その旨を顧客に伝える行為は, 基本的に「取得勧誘」にあたらないとされている (2007 年 7 月 31 日パブコメ回答「有価証券の募集(私募)・売出しの定義〔第 2 条第 5 項・第 4 項〕」No.1・No.2〔18 頁・19 頁〕)。
- 165) ESOP 信託について, そもそも, ① 受益者が何ら出捐をしない他益信託であって, ② 信託契約において受益権の譲渡禁止が定められ, ③ 福利厚生目的の制度として設計されている場合において, 募集規制を及ぼす必要性には疑問があると指摘する見解がある (葉玉匡美=生瀬雅志「従業員持株 ESOP 信託の法務上の問題点」商事 1915 号 20 頁〔2010 年〕)。
- 166) 金融庁『「証券取引法等の一部を改正する法律の施行等に伴う関係ガイドライン(案)」に対するパブリックコメントの結果について」(2007 年 10 月 2 日公表)の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」中の「企業内容等開示ガイドライン〔法第 2 条(定義)関係〕」No.2 (1 頁)。
- 167) 従業員持株会は, 一般的に民法上の組合の形態をとる。
- 168) ESOP 信託の仕組みについては, 有吉尚哉「日本版 ESOP の法的論点と実務対応〔上〕」商事 1881 号 25 頁 (2009 年), 内ヶ崎茂「従業員持株 ESOP 信託の導入効果とスキーム設計」商事 1914 号 26 頁 (2010 年), 三菱 UFJ 信託銀行編著・前掲注



71) 548 頁。

169) 特定有価証券開示ガイドライン A2-1。

なお、他益信託の場合、当該信託の受益権の発行者は、委託者または委託者および受託者となるため、たとえ委託者が「取得勧誘」を行っていると思われられていても、当該委託者の行為は、信託の受益権等の発行者による自己募集に該当し、金融商品取引業には該当しない（金商2条8項7号、2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の募集（私募）・売出しの定義〔第2条第3項・第4項〕」No.1〔18頁〕）。

170) 2007年7月31日パブコメ回答「有価証券の募集（私募）・売出しの定義〔第2条第3項・第4項〕」No.2（18頁）。前掲注169)のなお書参照。

171) 第一部会報告（別紙1）4。

172) 第一部会報告は、「資産金融型商品の開示制度の整備に際しては、運用者・運用サービスの内容に関する開示情報の充実や開示書類の提出などにあたったのより柔軟な手続を認めることについて留意する必要がある」と指摘している（第一部会報告23頁）。

173) 企業金融型証券に関する開示内容や開示様式は、企業内容等の開示に関する内閣府令に定められている。

## 四 ま と め

最後に、これまでの検討において明らかになった主要な問題点・課題を整理し、私の意見を述べるとともに、今後の研究課題とすることによって、まとめとしたい。

第1の問題は、組合契約に基づく権利（狭義の集団投資スキーム持分）については、「法的形式」プラス「経済的な実体」をもって、有価証券概念を定義しているにもかかわらず（金商2条2項5号・6号）、信託の受益権（同項1号・2号）については、「法的形式」のみによって、有価証券概念が定義されていることである。このため、規制対象とすべきでない信託の受益権までが金融商品取引法の規制対象とされ、そのため、信託の利用が阻害されている。この問題は、「法的形式」のみで「信託の受益権」を有価証券とみなす規定（同項1号）を削除し、「法的形式」プラス「経済的な実体」をもって有価証券とみなす組合契約に基づく権利に関する規定に「信託の受益権」を取り込むこ

とによって、金融商品取引法の規制範囲を適正化し、解決すべきと考える。

第2の問題は、事業型ファンドに公衆縦覧型の開示規定が適用されないことである。ここで留意しなければならないのは、証券取引法のもとでは、事業型ファンドである有限責任事業組合契約に基づく権利には、公衆縦覧型の開示規定が適用されていたことである。

金融商品取引法では、投資者に対する情報提供の手段は、公衆縦覧型の開示制度<sup>174)</sup>、運用報告書、契約締結前の書面交付制度（同法37条の3）の三つが用意されている。「流動性」に乏しい有価証券は、金融商品取引業者を通じ相対で取得されることから、投資者を捕捉しやすく、そのため、公衆縦覧型の開示を強制するより、むしろ投資者に直接情報を提供の方が開示を徹底でき、かつ費用も低減できると考えられる。そこで、金融商品取引法は、「流動性」の乏しい有価証券の情報提供については、公衆縦覧型の開示制度を採用せず、契約締結前の書面交付制度という直接開示による開示制度を、代替手段としている<sup>175)</sup>。事業型ファンドも、この「流動性」に乏しい有価証券の一つである。

このような金融商品取引法の投資者に対する情報提供の枠組みについては、四つの事項を詳細に検討する必要がある。

第1に、事業型ファンドの運用の運用者は、投資運用業にあたらないので、運用報告書の交付義務が課されていないことから、発行後の情報開示が十分であるとはいえない<sup>176)</sup>。第2に、契約締結前交付書面によって提供される情報が、有価証券届出書の記載事項と同程度の投資判断に資する情報となっているかについて<sup>177)</sup>、詳細な検討が必要である。第3に、情報提供の機会が十分とはいえない。例えば、契約締結前の書面交付制度は、信託の受益権等の自己募集（金商令1条の9の2に掲げる場合を除く）や（金商2条8項7号）<sup>178)</sup>、自ら販売した信託の受益権等の買取りには適用されないことから（同法37条の3第1項但書、金商業等府令80条1項5号イ）、これらの取引を行おうとする投資者に必要な情報が提供されているとはいえない<sup>179)</sup>。最後に、規制の実効性を確保する制度についても、同程度の制度が備わっているのかに

についても、検証されなければならない。規制の実効性の確保については、公衆縦覧型の開示規制の場合、虚偽の開示を是正させる行政手続（金商9条1項・10条1項・11条1項，24条の2など）、課徴金（同法172条から172条の4）、虚偽の情報開示に対する刑事（同法197条1項1号，197条の2第5号・6号，200条5号など）および民事の責任制度（同法16条から22条・23条の12・24条の4・24条の4の6・24条の4の7第4項・24条の6第2項・25条の5第5項など）があるが、運用報告書および契約締結前の書面交付義務の場合、行政処分（同法51条）、刑事の責任制度（同法198条2号の4，205条12号，207条1項3号・6号）<sup>180)</sup>があるにすぎないことから、十分とはいえない。

第3の問題は、証券投資型ファンドに対し公衆縦覧型の開示規定を適用する必要があるかである。情報開示を強制する理由は、発行開示については、多数の者に対して一斉に有価証券の販売が勧誘され、いわゆる販売圧力が生ずることにあり、継続開示については、有価証券の売買のために情報を必要とする投資者がいることであるとされる<sup>181)</sup>。

金融商品取引法の公衆縦覧型の開示制度の趣旨をこのように解するならば、証券投資型ファンドのみに公衆縦覧型の開示規定を適用するのではなく、少なくとも発行開示に関する公衆縦覧型の開示規定については、広く集団投資スキーム持分にも適用すべきである。これについては、オープン・エンド型の証券投資型ファンドは、転々流通することが想定されないことから、公衆縦覧型の開示を義務付ける必要性は低く、現行の契約締結前の書面交付制度と運用報告書によって、投資者保護が図れるとし、株式のように転々流通することが予定されているクローズド・エンド型の証券投資型ファンドのみに、公衆縦覧型の開示を義務付ければ十分であるとする指摘や<sup>182)</sup>、集団投資スキーム持分の場合、その運用者が、開示された情報を通じて自らの運用ノウハウが外部に知られることを嫌がるという問題点も指摘される<sup>183)</sup>。これらの指摘を考慮しつつ、現行の枠組みにとらわれることなく、証券投資型ファンドを含め、集団投資スキーム持分の開示制度を検討することが今後の課題である。

## 注

- 174) 金融商品取引法は、金融商品取引業者等が投資者に有価証券を取得または売り付ける前またはそれと同時に、同法 13 条 2 項 1 号に定める事項に関する内容が記載された目論見書を交付することを義務付けている（同法 15 条 2 項本文）。しかし、この目論見書の交付は、有価証券の取得または売付けの行為と同時にでもよいとされていることから、投資判断にかかる情報の提供の仕組みとしては適切なものではない。
- 175) 松尾直彦ほか「金融商品取引法制の概要」商事 1771 号 11 頁（2006 年）。

なお、目論見書が交付されている場合、原則として、契約締結前の書面交付は免除され、重複規制が排除されている（金商 37 条の 3 第 1 項但書、金商業等府令 80 条 1 項 2 号）

- 176) 黒沼・前掲注 57) 17 頁。事業型ファンドの運用者には、金融商品取引法の業者規制が適用されないことから、情報開示を含めた投資者保護に問題があると指摘される（中村・前掲注 96) 24 頁）。もっとも、事業型ファンドを含む集団投資スキーム持分の自己募集は第二種金融商品取引業と位置付けられ（金商 28 条 2 項・2 条 8 項 7 号へ）、自己募集を行う業者は契約締結前交付書面の交付義務を負う（同法 37 条の 3）。

なお、信託の受託者（信託業務兼営金融機関、信託会社）は、運用報告書の交付義務を負わない（金商 33 条の 8・65 条の 5 第 5 項）。信託業法は、信託の計算期間ごとに、信託財産状況報告書を受益者に交付することを求めている（同法 27 条 1 項・信託兼営 2 条 1 項）。

- 177) 契約締結前の書面交付義務を通じて投資者に提供される情報のうち、信託の受益権特有の情報には、次のものがある（金商業等府令 84 条）。① 信託財産の種類、信託期間、信託財産の管理処分に関する事項、信託財産の交付に関する事項、② 信託財産の管理または処分の権限を有する者および権限の内容に関する事項、③ 信託の設定時の第三者による財産の評価の有無その他信託財産の評価に関する事項、④ 信託行為において定められる信託の受益権の譲渡手続に関する事項、⑤ 取引の種類別、⑥ 売付けの代理もしくは媒介または募集、私募もしくは売出しの取扱いの場合にあっては、売主または買主に関する事項、⑦ 信託の目的、⑧ 次の(i)から(v)の定めがある場合は、その旨および当該定めの内容、(i) 受託者と受益者が費用の償還または前払いにつき合意を行う定め、(ii) 受益者の意思決定に関する特別の定め、(iii) 信託終了の事由に関する特別の定め、(iv) 合意による信託終了に関する特別の定め、(v) 受託者の辞任および新受託者の選任に関する特別の定め、⑨ 信託受益権等の損失の危険に関する内閣府令に掲げる事項、⑩ 信託財産に関する租税その他の費用に関する事項、⑪ 信託財産の計算期間に関する事項、⑫ 信託財産の管理又は処分の状況の報告に関する事項、⑬ 受託者の氏名または名称および公告の方法、⑭ 信託財産である金銭を固有財産または他の信託財産である金銭と合同運用

## 信託の受益権等の発行開示および流通開示に関する規制

する場合は、その旨および当該信託財産と固有財産または他の信託財産との間の損益の分配にかかる基準、<sup>⑮</sup> 自己信託または限定責任信託にかかる信託受益権の場合、内閣府令に定める事項。

- 178) 2007年7月31日パブコメ回答「契約締結前の書面交付義務〔第37条の3〕」No.37(278頁)。
- 179) 信託の受益権等の解約(信託契約の解約)が金融商品取引契約の締結にあたるかは明らかではない。なお、投資信託の解約や、金利スワップ等にかかる契約の解約は、金融商品取引契約の締結にあたらないとされる(2007年7月31日パブコメ回答「契約締結前の書面交付義務〔第37条の3〕」No.37・No.38〔278頁〕)。
- 180) 運用報告書の虚偽記載等については、AIJ事案を受け、2013年6月19日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成25年法律第45号)」によって、罰則が強化された。
- 181) 龍田節『証券取引法I』92頁(悠々社、1995年)、黒沼・前掲注87)602頁。
- 182) 大崎貞和「投資サービス法をめぐる若干の論点について」資本市場クォーターリー9巻2号20頁(2005年)。
- 183) 大崎・前掲注102)。

【付記】 本研究は、JSPS 科研費 26380154 の助成を受けたものです。

