信託に関する規制及び信託会社の実務(2)
—信託と金融商品取引法

LGT ウェルスマネジメント信託株式会社
法務・コンプライアンス部長　弁護士　小　出　卓　哉 編
法務・コンプライアンス部　藤　本　夏　子 著
久　野　貴　秀 著

— 目　次 —

第１回　信託業法（本誌293号）
第２回　信託と金融商品取引法
第１節　信託と金融商品取引法（総論）
第２節　信託受益権と金商法の規制（発行者・発行時概念）
1.　信託受益権の有価証券化
2.　信託受益権及び受益証券発行信託の受益証券の発行者・発行時
第３節　信託と金融商品取引法（参入規制）
1.　総　　論
2.　信託の設定と金融商品取引業
3.　信託設定の代理・媒介と金融商品取引業
4.　信託受益権の売買と金融商品取引業
5.　信託受益権の売買の代理・媒介と金融商品取引業
6.　信託会社と有価証券の引受け
7.　信託会社と運用業
8.　信託会社と有価証券等管理業
第４節　信託と金融商品取引法（行為規制、その他）
1.　信託業法上の信託の引受け時及び引受け後の行為規制
2.　特定信託契約
3.　信託業務の外部委託に係る規制
（以上、藤本夏子）
第５節　信託と金融商品取引法（開示規制）
1.　総　　論
2.　信託受益権の発行開示・継続開示
3.　信託で投資するファンドとその規制
4.　公開買付規制
5.　大量保有報告書制度
第６節　信託と金融商品取引法（不公正取引）
1.　総　　論
2.　インサイダー取引規制
3.　相場操縦行為規制
（以上、久野貴秀）

第１節　信託と金融商品取引法（総論）

大正11年（1922年）に制定された信託業法の下では信託業を営むことができていたのは、事実上、兼営法に基づく信託銀行をはじめとする金融機関に限られていたが、平成16年（2004年）信託業法が12月に抜本的に改正・施行され、信託会社が信託業を行うことができるようになった。続けて、平成18年（2006年）６月に証券取引法の一部を改正する法律により、金融商品取引法（金商法）が成立し、この際に、同法の施行に伴う関係法律の整備

等に関する法律の一つとして信託業法の一部改正が行われた。信託業法と金商法はいずれも業として、それぞれ信託業又は金融商品取引業を営む者等に適用される業者規制の性質を有しており、それぞれの法律の目的は、業者規制、顧客（信託業法においては委託者及び受益者、金商法においては投資家）保護及び国民経済の健全な発展に資するという点において共通しており（信託業法１条）（金商法１条）、それぞれ参入基準・監督規制・行為規制等のルールを整備している。

金商法は、投資家保護のための横断的規制の整備という観点、また、投資性の強い金融商品・サービスに同等の規制（広告規制、開示規制、善管注意義務、書面・報告書等の交付、分別管理等）を課すという趣旨から、金商法制定時の信託業法の一部改正において、①信託業法上の信託受益権販売業者の規定が削除され、当該業務は金商法に基づく第二種金融商品取引業に統合され、信託受益権の売買等を行う者は金商法による登録を受けることとなったが、信託会社は業務の一つとして信託受益権の売買当事者として売却（譲渡）する場合は金融商品取引業から除外されるとされた（金商法施行令１条の８の３第１項４号、定義府令16条１項１号）。また、②信託会社が行う信託業のうち金利・通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により信託の元本について損失が生ずるおそれがある信託契約を特定信託契約（信託業法24条の２、信託業法施行規則30条の２）とし、特定信託契約に係る一定の行為に関しては、金融商品取引法の規定が準用され（信託業法24条の２）、同法に基づく規制が課されることとなった[(1)]。

これらの金商法の制定に伴う信託業法の改正に加え、金商法は、銀行等が有価証券関連業を行うことを原則禁止としつつも、弊害が生じるおそれが少ないと認められる一部の業務は銀行等が登録金融機関としての登録を受けて行うことが可能となった（金商法33条の２）。信託兼営銀行も銀行であるため、信託兼営銀行は、金融商品取引業の登録ではなく、登録金融機関としての登録を受けることにより金融商品取引業務を行うことができることとなり、同時に登録金融機関としての業務を行う場合には金融商品取引業と同等の行為規制が課されることとなった[(2)]。一方で、信託会社は、「銀行等」の定義に含まれていないため、登録金融機関としての登録を受けることができない。

金商法の規定は直接的・間接的に、信託業務と密接に関係しているなか、信託会社は登録金融機関としての登録を受けることができないため、信託銀行とは異なる視点から、信託会社の実務において、金融商品取引業に類似する行為を伴う場合に、当該信託に関する行為は金商法の参入規制・行為規制が適用されるのかについて検討することは有益であると考える。

まず、信託業法と金商法における「業」の概念について見てみると、完全に一致しているわけではない。信託業法において、「信託業」とは「信託の引受けを行う営業」をいうとされており（信託業法２条）、信託業の開業は内閣総理大臣の免許を受けた者でなければ営むことができない（運用型信託会社（信託業法３条））が、その信託業務の内容が信託財産の管理に限定されている場合は、例外的に内閣総理大臣の登録を受けて営むことができる（管理型信託会社（信託業法７条））とされている。一方で、金商法では、「対公衆

性」のある行為を「反復継続」して行うことを「業として行う」こととし、金融商品取引業の要件としている（金商法２条８項柱書）。つまり、信託業と金商業では、「営利性」を含むか否かの範囲は異なっており、また信託業においては「対公衆性」の有無は要件となっていない[(3)]。このように両法において「業」の要件が完全に一致しているわけではないものの、実質的には、信託業を営むためには免許又は登録を受ける必要があるため、信託業に係る開業規制は財政面及び業務遂行能力面のいずれにおいても、金商業に係る開業規制との同等性は十分確保されていると考えられる。したがって、信託業として免許又は登録を受けた信託会社が、その業務を行う範囲において金融業品取引業に類似する行為を伴う場合に、当該行為を行うために適格性を有しているか否かにつき、金商法に基づく登録審査において監督当局が別途審査する必要性は低いものと考えられる。

このため、二重規制排除の観点から、金商法において、同法上の登録を要する一定の業務（例えば、投資運用業）は、信託会社が信託業に関連して行うこれらに類似する業務については、金商法の規制を受けないよう調整がなされている。そして、金商法は同法上の参入規制は適用除外としつつも、投資者保護の観点から、信託会社が行う金商業に類似する行為に関する一定の行為規制が信託会社にみなし適用されている。一方で、同様の調整が行われていない業務も存在するため、次節以降で、信託会社としての視点から、信託会社が営業信託（商事信託）として行う信託業に関連する行為について、金融商品取引法（金商法）の参入規制・行為規制の適用について整理し検討することとする。

第２節　信託受益権と金商法の規制（発行者・発行時概念）

1.　信託受益権の有価証券化

金商法の制定前は、信託受益権は有価証券として扱われておらず、信託受益権を扱う行為は、証券取引法において業規制の対象とはされていなかった。金商法の制定により、①金銭の出資や金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標等に関連して、③より高いリターンを期待してリスクをとるという基準を踏まえて有価証券の範囲が拡大され、すべての信託受益権は有価証券と位置付けられ、同法の適用を受けることとなった[(4)]。金商法上、①受益証券発行信託の受益証券は、第一項有価証券（金商法２条１項14号）、②受益証券発行信託の受益証券以外の信託受益権は第二項有価証券（みなし有価証券）（金商法２条２項１号）とされ、信託受益権を業として扱う行為が金融商品取引業として規制の対象となった。

2.　信託受益権及び受益証券発行信託の受益証券の発行者・発行時

信託受益権はみなし有価証券であるため、金商法上の規制の適用を検討するにあたっては、「発行者」及び「発行時」を定める必要がある。信託受益権の「発行者」と「発行時」の概念は、後述する「信託と金融商品取引法（参入規制）」、及び次節において検討する開示に関する規制に関連するため、まず「発行者」及び「発行時」に関する金商法の規定を整理する。

(1) 信託受益権及び受益証券発行信託の受益証券の「発行者」

金商法においては、「発行者」とは、「有価証券を発行し、又は発行しようとするもの」と定義したうえで、開示情報を有している者に開示義務を課すとの観点から、開示情報を提供できる者を「発行者」としている。信託受益権の発行者は受託者であるが、信託受益権は資産金融型有価証券としての性質を有することを踏まえて、信託の種類毎に、以下の通り信託の受益権（信託受益権・受益証券）の「発行者」が定められている（金商法２条５項括弧書、定義府令14条１項、２項、３項）。

① 委託者指図型信託の場合は「委託者」

委託者指図型信託の場合は、委託者が信託財産の運用の指図を行い、受託者はその指図に従って信託財産の管理・処分を行うだけなので、実質的には委託者が信託に関する情報を有していると考えられることから、自益信託・他益信託のいずれかであるかを問わず、委託者が「発行者」とされている。

② 委託者非指図型で金銭を信託財産とする自益信託の場合は「受託者」

受託者に信託財産の処分の裁量権がある金銭の信託（自益信託）の場合は、委託者は金銭を信託し、受託者は裁量権をもって当該金銭を処分するため、受託者が信託に関する情報を有していると考えられることから、受託者が「発行者」とされている。

③ 上記①②以外の信託の場合は「委託者及び受託者」

信託財産が金銭以外の物・権利等である自益信託の場合は、受託前の財産に関する情報については委託者が有しており、受託後の信託財産に関する情報は受託者が有していること等から、委託者及び受託者の双方が発行者とされている[(5)]。

なお、実務上、信託会社は、委託者非指図型の自益信託で信託財産の種類を金銭に限定しない包括信託契約の取扱いを行うことが多いが、この場合の「発行者」については、「金銭と金銭以外の財産が併せて信託される場合」は、上記②の「金銭を信託財産とするもの」に該当しないと考えられるため、「委託者及び受託者」が「発行者」となると考えられるとされている[(6)]。

④ 有価証券信託受益証券の場合

受益証券発行信託の受益証券のうち「有価証券信託受益証券」[(7)]については、信託財産である有価証券を発行し、又は発行しようとする者が「発行者」とされている（定義府令14条２項３号）。すなわち、信託財産となっている有価証券の発行者が「発行者」として、開示を行うこととなる。

【図表：信託受益権の発行者と発行時】[8]

運用指図権	受益者	信託の運用方法・信託財産	発行者	発行時
委託者指図型	自益信託	すべて	委託者	受益権譲渡時
	他益信託	すべて	委託者	信託効力発生時
委託者非指図型	自益信託	合同運用金銭信託（元本補てん無）	受託者	信託効力発生時
		合同運用金銭信託（元本補てん有）	受託者	受益権譲渡時
		信託財産が金銭（合同運用以外）	受託者	受益権譲渡時
		信託財産が金銭以外	委託者・受託者	受益権譲渡時
	他益信託	すべて	委託者・受託者	信託効力発生時

(2)　信託受益権及び受益証券発行信託の受益証券の「発行時」

信託法では、信託受益権の「発行時」について、受益権は信託の成立時に発生して受益者に帰属し、受益証券は受託者によって信託行為の定めに従い遅滞なく発行されるとされている。信託は、信託行為の効力発生（つまり委託者・受託者間の信託契約の締結）により有効に成立し（信託法３条、４条）、これにより信託受益権が発生し、受益者は当然に受益権を取得する（信託法88条）。また、受益証券発行信託の「発行時」については、当該受益証券発行信託の受託者は、信託行為の定めに従い、信託の成立後遅滞なく、当該受益証券発行信託の受益権に係る受益証券を発行しなければならないとされている（信託法207条）ため、信託の効力発生時が「発行時」であると考えられる。

一方で、金商法では、受益権の発生及び譲渡について、有価証券の発行と言える状態、すなわち流通市場に置かれるようになったのは何時かという観点から「発行時」が定められている（金商法２条５項、定義府令14条４項１号）[9]。

①　自益信託（単独運用）の場合は、「委託者が信託受益権を譲渡する時」

自益信託（単独運用）の場合は、「委託者が信託受益権を譲渡する時」が発行時とされている（金商法２条５項、定義府令14条４項１号イ）。委託者兼受益者が信託を設定し信託の効力が生じた段階では、自らの財産を信託受益権に転換して保有しているにすぎず、信託受益権は信託関係の中に止まっていると考えられることから、「信託の効力が生じた時」ではなく、委託者兼当初受益者が受益権を譲渡する時が「発行時」と考えられている[10]。

また、平成26年の定義府令の改正により、自益信託から除かれる合同運用信託から元本補てん契約のある金銭信託が除かれたため、元本補てん契約のある合同運用金銭信託の受益権は、委託者兼受益者の「受益権譲渡時」が「発行時」となった。

②　①以外の信託の場合は、「信託の効力が生じた時」

合同運用の自益信託の場合（元本補てん契約のある金銭信託を除く）、他益信託の場合は「信託の効力が生じた時」とされている（金商法２条５項、定義府令14条４項１号ロ）。

第３節　信託と金融商品取引法（参入規制）

1.　総　　論

上記のとおり、信託受益権が有価証券として指定され、また、信託受益権の「発行者」及び「発行時」が規定されていることから、各種の金融商品取引業（金商法２条８項各号）への該当性を整理する必要がある。

この点、以下では、①「信託の設定」、②「信託設定の代理・媒介」、③「信託受益権の売買」、④「信託受益権の売買」、⑤「信託受益権の売買の代理・媒介」といった行為について、金融商品取引業に該当するか、また、⑥「有価証券の引受け」（金商法２条８項６号）、⑦「運用業」、⑧「有価証券等管理業務」（金商法28条５項、２条８項16号、17号）について、信託会社その他の信託関係者に対する適用の有無を検討する。

2.　信託の設定と金融商品取引業

まず、信託受益権の発行時が「受益権譲渡時」とされている信託の類型（委託者指図型信託で他益信託である場合、委託者非指図型信託で信託財産が金銭で合同運用以外の場合等）については、信託設定時には金商法上の有価証券が発行されていないため、信託の設定が金融商品取引業に該当することはない。

受託者が「発行者」であり信託受益権の発行時が「信託効力の発生時」とされている信託の類型（委託者非指図型信託のうち、自益信託であり、元本補てんの無い合同運用金銭信託）については、自己募集であり、信託受益権の自己募集については、発行者が「募集又は私募」を行う際に、規制の対象となる有価証券には含まれていないため、金融商品取引業に該当しない（金商法２条８項７号、金商法施行令１条の９の２参照）[11]。

3.　信託設定の代理・媒介と金融商品取引業

信託設定の代理・媒介においては、それが第二種金融商品取引業に該当するのは、受託者が「発行者」であり信託受益権の発行時が「信託の効力発生時」とされている信託の類型（委託者非指図型信託のうち、自益信託であり、元本補てんの無い合同運用金銭信託）に限定される[12]。

4.　信託受益権の売買と金融商品取引業

信託受益権の発行時が「受益権譲渡時」とされている信託であっても、「信託の効力発生時」とされている信託であっても、信託受益権の売買を業として行った場合には、金融商品取引業（金商法２条８項１号）に該当する可能性がある。

なお、信託受益権の発行者については、信託受益権が「有価証券の募集又は私募」（金商法２条８項７号）の対象となる有価証券に該当しないことから、「有価証券の募集又は私募」には該当しない。

信託受益権の発行時において既発行のものであった場合には（金商法２条４項）、「有価証券の売出し等」（金商法２条８項８号）を業として行った場合には、金融商品取引業に該当する可能性がある。

5.　信託受益権の売買の代理・媒介と金融商品取引業

信託受益権の発行時が「受益権譲渡時」とされている信託であっても、「信託の効力発生時」とされている信託であっても、信託受益権の売買の代理・媒介等（金商法２条８項

２号）を業として行った場合には、金融商品取引業に該当する可能性がある。

また、信託受益権の発行者以外の者が発行者のために「有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募等の取扱い」（金商法２条８項９号）を業として行った場合には、金融商品取引業に該当する可能性がある。

なお、信託会社（管理型信託会社は除く）等が行う信託受益権の売買等に関しては、登録が免除されている（金商法65条の５第１項）。但し、当該行為に関しては、信託会社を金融商品取引業者とみなして金商法上の行為規制が課せられている（金商法65条の５第２項）。

また、信託受益権の売付けの勧誘をすることなく、金融商品取引業者等に勧誘等の全部を委託することによって信託受益権を販売する場合には、金融商品取引業には該当しないものとされている[13]（金商法２条８項、金商法施行令１条の８の６第１項４号、定義府令16条１項１号）。

6.　信託会社と有価証券の引受け

金商法上、有価証券の募集若しくは売出し又は私募に際し、当該有価証券の全部又は一部を取得させることを目的として当該有価証券の全部又は一部を取得すること等を業として行う場合は、「有価証券の引受け」に該当する。信託受益権が金商法上の有価証券とされたことから、その引受けは「有価証券の引受け」となり、これを業として行う場合には、形式上は、第一種金融商品取引業に該当することとなる（金商法２条８項６号、同条６項）。しかし、信託受益権については、上記「第２節　2. 信託受益権及び受益証券発行信託の受益証券の発行者・発行時」にて述べた通り、信託の種類により「発行者」は「委託者」、「受託者」又は「委託者及び受託者」のいずれか、「発行時」は「信託受益権譲渡時」又は「信託の効力発生時」のいずれかであることから、信託受益権を取得させることを目的として、その全部又は一部を取得する信託会社の行為等が、直ちに金商法の「有価証券の引受け」に該当することとはならない[14]。

信託受益権の発行者及び発行時の区別による「有価証券の引受け」の該当性は、次の通りである。

下記図表の通り、信託受益権の「発行者」が「受託者」であり、かつ、「発行時」が「信託の効力発生日」である場合に、業として信託受益権を投資家に取得させる目的で信託を設定し、受益権を取得する行為が「有価証券

【図表：発行者及び発行時の区別と「有価証券の引受け」の該当性】

		発　行　者	
		委託者 委託者及び受託者	受託者
発行時	受益権譲渡時	該当しない （有価証券の自己募集にすぎないため）	該当しない （信託設定時は有価証券の発行前であるため）
	信託の効力発生時	該当しない （有価証券の自己募集にすぎないため）	該当する場合あり

の引受け」に該当する場合がある。例えば、委託者非指図型の自益信託で合同運用金銭信託（元本補てん無）の場合は、委託者兼受益者は、信託の効力発生時に受益権を取得しているため、受益権を取得させることを目的として当該受益権の全部又は一部を取得すること等を行った場合には、有価証券の引受けに該当することとなる[15]。

信託会社が、固有財産で自己が受託した信託の信託受益権を引受ける行為は、金融商品取引業から除外されている（金商法施行令１条の８の６第１項４号、定義府令16条１項７号）。これは、信託会社による信託の引受けには信託業法による業規制が課されている観点からも、信託受益権の引受け（委託者の信託の設定の意思表示に対してこれを引受ける旨の意思表示を行い、信託関係を発生させること）を、新たに発行される有価証券の取得の申込の勧誘とは考えず、原則として、金商法は適用されないこととなっているためである[16]。

7.　信託会社と運用業

⑴　信託会社と自己運用業（金商法２条８項15号）

運用型信託会社が、信託の受託者として、信託契約に基づき信託財産の運用を一任されている場合、委託者（兼受益者）が信託した金銭その他の財産を主として有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として信託勘定で運用することは、「金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に基づいて有価証券又はデリバティブ取引に係る権利に対する投資として、金銭その他の財産の運用」（金商法２条８項15号）を行っていることになる。

信託財産の運用に関しては、運用型信託会社がこれを反復継続して行うことは、金商業の規制対象となっている信託財産の他、動産、不動産、知的財産権等に関しても信託業法の適用を受けているため二重規制を避けるという観点から、金融商品取引業者としての登録は免除されている（金商法65条の５第５項）。すなわち、当該行為は、投資運用業としての登録は要しないため、運用型信託会社は、金商法の業規制の適用を受けず、また、投資顧問業協会への加入も必要ではないため投資顧問業協会の諸規則（自己発行証券、グループ会社発行証券を運用対象とする場合の顧客の事前同意と事後開示等）も適用されない[17]。

⑵　信託財産の運用と有価証券等の売買・取得の勧誘

運用型信託会社は、信託財産の運用として有価証券の売買を行う場合、信託財産の投資対象の有価証券に関して、一定の情報を委託者・受益者等に説明すると考えられるが、当該行為は委託者（兼受益者）への有価証券の取得の勧誘とみなされて、金融商品取引業の登録を要するのであろうか。この点につき、運用型信託会社が行う当該行為について金商法上の登録を免除する規定は存在しない。したがって、運用型信託会社が信託財産の運用を行う際、信託の委託者又は受益者に対して、特定銘柄の有価証券のみを投資対象として勧誘するような行為は、当該有価証券の売買の勧誘とみなされるおそれがあると理解すべきであろう。

では、運用型信託会社が顧客から受託した信託財産の投資対象として日本で開示が行われていない外国で発行された有価証券（外国

籍ファンド等）（以下「外国籍ファンド」という）を取得する場合の当該外国籍ファンドに関する情報提供行為は、金商法の適用を受けるのであろうか。金商法上、海外発行の有価証券であっても、募集又は売出しが行われる場合には、金商法の規制の対象となりうる。金商法では「有価証券の募集」及び「有価証券の売出し」は、それぞれ「新たに発行される有価証券の取得の申込の勧誘」及び「既に発行された有価証券の売付けの申込又はその買付けの申込の勧誘」のうち一定のものをいうとされており（金商法２条３項、４項）、「勧誘」の有無が要件となっている。また、「勧誘」の定義は金商法上明確ではないものの、一般に、特定の有価証券について投資者の関心を集め、その取得・買付けを促進することとなる行為であると解されている[18]。そして、金商法の発行開示規制においては、文書の頒布、説明会における説明、広告といった情報提供行為も「勧誘」に該当するとされている[19]。

一方で、信託会社が、特定信託契約の締結後に当該特定信託契約に基づき特定の銘柄の対象有価証券（金商業等府令96条４項）を信託財産とする方針であるときには、あらかじめ委託者に対して法令で定める一定の事項を記載した契約締結前交付書面を交付しなければならない（準用金融商品取引法37条の３第１項７号、信託業法施行規則30条の23第３項）。具体的には、契約締結前交付書面において、対象有価証券として定められている有価証券（例えば、本邦において開示されていない外国籍ファンド等）を信託財産の投資対象とする場合においては、当該外国籍ファンド等に関する一定の情報（名称、関係法人、純資産価額（NAV）の算出方法・頻度、公表の方法等）を信託契約締結前交付書面において開示し説明する義務が課せられている。この点につき、金融商品取引業等に関する内閣府令改正時のパブコメでは、投資一任契約の締結の勧誘において、「一又は複数の投資信託・外国投資信託の組入を予定した営業活動をすること」について、「個別事例については実体に即して実質的に判断される必要があるが、投資一任契約の『営業活動』が、実質的に投資一任契約の締結の勧誘に該当し、当該投資一任契約の締結後に投資一任業者の投資判断に基づいて投資運用を行う場合には、『募集の取扱い』に該当しないものと考えられる。」と説明されている。また、「契約締結前交付書面に投資対象とする方針の特定の銘柄の有価証券の名称を特定し、説明を行うことは、直ちに第一種金融商品取引業又は第二種金融商品取引業に該当するものではないが、実質的に個別商品の勧誘販売を行う場合には、第一種金融商品取引業又は第二種金融商品取引業の登録が必要となる。」とも説明されている[20]。この説明は、投資一任契約の締結に関するものであるが、特定信託契約の締結についても同様の解釈ができると考えられる。したがって、特定信託契約の締結後に当該特定信託契約に基づく特定の銘柄の対象有価証券を投資の対象とする方針である場合に、準用金商法に基づき開示を行うべき事項について外国籍ファンドを説明する範囲内においては、「実質的に個別の外国籍ファンドの販売勧誘を行う場合」とはみなされず、第一種金融商品取引業又は第二種金融商品取引業に該当するものではなく、当該行為は「勧誘」に該当しないものと思慮される。

また、法定の開示事項以外の外国籍ファンドに係る情報（例えば、過去のパフォーマン

スや組み入れ銘柄例）に係る情報提供を行う場合も、あくまでも特定信託契約の締結後の運用戦略に関する説明として行う限りにおいては、委託者兼受益者との運用方針の合意に必要な行為であると理解でき、信託会社が有価証券の取得の勧誘を行っているとみなされるリスクは低いものと考えられる。但し、当該情報提供行為が、外国籍ファンドの目論見書や海外投資家向けに作成されたファンドの勧誘資料（それらの翻訳を含む）の顧客への配布を伴うような場合は、「勧誘」に該当すると誤認されないよう、留意が必要である。

8. 信託会社と有価証券等管理業

金商法上、有価証券等の管理を業として行う行為は、第一種金融商品取引業に該当する金融商品取引業（金商法28条５項、２条８項16号・17号）である。これらの行為は、平成18年の金商法施行時に、口座管理業務が、他人の権利についての管理を行う点で保護預かりと類似するという理由で、金融商品取引業と位置付けられた[21]。

信託会社が行う信託財産の管理は有価証券等の保管･管理を伴うが、当該行為に関して、金商法65条の５に規定する金商法29条の適用除外には含まれておらず、金商法上の登録の要否については調整規定が存在しない。では、信託会社が信託財産として所有する有価証券等に関して行う有価証券等管理業務に類似する行為について、金商法上の第一種金融商品取引業者としての登録を要するのであろうか。

金商法上の「有価証券等管理業務」（金商法28条５項）とは、(a) 第一種金融商品取引業に関連して行う法２条８項１号から10号に掲げる行為（有価証券の売買、市場デリバティブ取引若しくは外国市場デリバティブ取引、これらの媒介・取次ぎ・代理、有価証券の引受け、及び有価証券の募集又は私募等）について、有価証券・金銭・電子記録移転権利の預託を受ける行為に係る業務（金商法２条８項16号）、並びに（b）社債株式振替法に基づき社債等の振替に係る行為を行う業務（金商法２条８項17号）である[22]。

まず、金商法２条８項16号については、信託会社は通常、第一種金融商品取引業者又は外国における類似する業を営む証券会社等を通じて、証券会社等に開設した口座で信託財産である有価証券の売買やデリバティブ取引を行っており、自らが営む第一種金融商品取引業に関連して有価証券の売買やデリバティブ取引に関して資産管理を行うものではない。つまり、信託会社は「金商法２条８項第１号から第10号まで（第一種金融商品取引業）に掲げる行為に関して」当該行為の結果取得した有価証券等を管理している訳ではないため、信託会社が行う信託財産である有価証券等の保管・管理自体は、金商法２条８項16号に掲げる行為に該当しないと考えられる。

次に、金商法２条８項17号については、社債株式振替法に基づいて口座管理機関となり、投資家から口座の開設を受けて振替社債等の振替をする行為（株券廃止に伴う振替株式の振替業務も含まれる）を規制の対象とするためであり、一定の資産管理を規制の対象とすることとされている[23]。

この点､金商法施行時のパブコメにおいて、信託会社の行う受益権販売業務については金商法65条の５第１項で同法29条の適用が除外されているが、信託会社が行う社債株式振替法に基づく社債等の振替業務について、金商法29条の適用を除外し、金融商品取引業者と

しての登録を不要とする規定を整備してほしいとの意見に対し、「有価証券等管理業務」は、これを行う者の財務の健全性を確保しなければ、権利者が権利を喪失する危険が生じうるものであることから、信託会社が当該業務を行う場合を含め、これを「金融商品取引業」の定義から除外することは必ずしも適当でないと考えられるとの回答が出ている[24]。

このパブコメ回答においては、「権利者が権利を喪失する危険が生じうる」という点を理由としているところ、(a) 信託会社は信託財産に属する財産と固有財産及び他の信託の信託財産に属する財産とを分別管理することが求められており（信託業法28条３項、信託法34条）、すでに厳格な分別管理義務が課せられていること、また、(b) 信託財産は受託者からの倒産隔離が図られていること（信託法25条１項）から、顧客は当該信託会社の信用リスクを負うわけではない。

そのため、パブコメの回答は、信託会社が「有価証券等管理業務」を行う場合を金商業から除外することは困難という回答を行ったにすぎず、信託会社が信託財産の管理として口座管理機関に口座を開設している場合（すなわち、信託会社が加入者であるにすぎない場合）まで「有価証券等管理業務」に該当するとの回答とは考えられない。また、信託受託者が加入者である場合の取扱いもほふりの規程において想定されている（株式等の振替に関する業務規程25条16号）[25]。

以上から、信託会社が信託財産の管理として行い、振替機関に口座を開設したとしても、加入者として行っている限りは、金商法２条８項17号の適用はないと考えられる。

第４節　信託と金融商品取引法（行為規制、その他）

1.　信託業法上の信託の引受け時及び引受け後の行為規制

信託会社が行う信託の引受けに関しては、原則として信託業法に基づく規制の適用を受け、また、信託の引受けを業として行う行為は、金融商品取引法上の金融商品取引業には該当しないものとされている（金商法２条８項７号、金商法施行令１条の９の２）。信託業務に係る行為規制は、引受け時のものと引受け後のものに分けられることができるが、引受け時の行為規制は、信託の引受けに係る行為準則（信託業法24条１項）、適合性の原則（信託業法24条２項）、信託契約締結時書面の説明義務（信託業法25条）、信託契約締結時書面の交付義務（信託業法26条）等が挙げられる。また、信託の引受け後の行為規制は、受託者としての忠実義務（信託業法28条１項）、善管注意義務（信託業法28条２項）、分別管理義務及び信託業の信用失墜防止体制整備義務（信託業法28条３項）の他、信託財産に係る行為準則（信託業法29条１項）、利益相反行為の制限（信託業法29条２項）、信託財産状況報告書の交付義務（信託業法27条）に加え、重要な信託の変更等に係る規制等その他の行為規制が設けられている。

これらの信託業法上の信託の引受けに係る行為規制に加えて、同じ経済的性質を有する金融商品については同じ規制をかけるという金商法の観点から、投資性の強い信託については投資者保護を図るため、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変更により信託の元本について損失が生ずるおそれがある信託契約は「特定信託契

【図表：信託の引受けに係る行為規制の類型と金商法による上乗せ規制】

行為規制の類型	上乗せ規制の内容
信託の引受けに係る行為準則（勧誘ルール）	特定信託契約の締結又は解約に関し、個人顧客に迷惑を覚えさせるような時間に電話又は訪問により勧誘する行為を禁止。（準用金商法38条６号、信託業法施行規則30条の24第１号・３号）
信託契約締結前書面の交付・説明	特定信託契約の締結前に、顧客に対し法定事項を記載した書面を交付しなければならない。（準用金商法37条の３）
特定投資家への告知義務等	特定投資家との間で初めて特定信託契約を締結する場合、その契約締結までに、特定投資家以外の顧客（一般投資家）として取扱うよう申出ることができる旨を告知しなければならない。（準用金商法34条）
説明義務	特定信託契約を締結する場合は、①相場等の変動により損失が生じるおそれがあるときには、その旨、②特定信託契約に関する租税の概要、③顧客が信託会社に連絡する方法、④信託会社が対象事業者となっている認定投資者保護団体の有無等を説明しなければならない。（準用金商法37条の３第１項５号・７号、信託業法施行規則30条の23）
広告規制	特定信託契約の締結の業務の内容について広告その他の広告類似行為を行うときは、広告の表示方法、表示内容につき金商法上の規制を受ける。

約」として、前述の信託の引受けに係る信託業法上の規制への上乗せ規制として金商法の一定の規定が準用されている（信託業法24条の２）。

契約締結前交付書面に関しては、「金融商品取引契約の締結」には、「金融商品取引契約の変更」も含まれているとされているため[26]、信託会社が特定信託契約を変更する場合にも、信託契約締結前の書面の交付義務が課されていることとなる。もっとも、特定信託契約を変更する場合であっても、信託契約締結前書面の書面記載事項に変更がない場合や、変更事項を記載した「契約変更書面」を交付している場合等には、契約締結前交付書面の交付は要しないこととされている（信託業法施行規則30条の22第１項３号）。

また、契約締結前交付書面の交付を要しない場合として、上場有価証券の売買等に関しては、過去一年以内に包括的書面である上場有価証券等書面を交付している場合については、個別の取引について契約締結前交付書面を交付することを要しないとされており（金商業等府令80条１項１号）、この場合には一年毎に再度の書面交付が必要となるが、信託契約は金融商品取引である継続的な取引であるため、契約の締結前に契約締結前交付書面を一度交付すれば一年毎の当該書面の再交付は要しない。

さらに、上記「第３節　7.⑵ 信託財産の運用と有価証券等の売買・取得の勧誘」に記載の通り、契約締結前の書面交付義務については、AIJ 事件後の金融商品取引法等の改正により、信託契約を締結後にファンド等特定の有価証券を投資対象とする場合には、当該対象有価証券に関する一定の事項について開示することが求められることとなった（準用金融商品取引法37条の３第１項７号、信託業法施行規則30条の23第３項）。

なお、適合性の原則と契約締結時の書面交付義務については、信託業法においても同様の規定が存在することから、特定信託契約による信託の引受けに関して金融商品取引法の

規定は準用されない。

2.　特定信託契約

信託業法上、「金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変更により信託の元本について損失が生ずるおそれがある信託契約として内閣府令で定めるもの」が「特定信託契約」に該当する。これは、具体的には、①公益信託、②元本全部の補填契約のある信託、③信託財産を預貯金等のみにより運用する信託であって、顧客が支払うべき信託報酬その他の手数料の額が信託財産の運用により生じた収益の額の範囲内で定められるもの、④管理型信託（委託者又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り信託財産の管理又は処分が行われ、かつ、信託財産につき保存行為又は財産の性質を変えない範囲内の利用行為若しくは改良行為のみが行われる信託）、⑤金銭・有価証券等以外の物又は権利の管理処分信託、⑥その受益権が電子決済手段に該当する信託[27]、以外の信託をいうとされている（信託業法施行規則30条の２第１項）。つまり、例えば、指定金銭信託は受託者の裁量で運用を行う信託であるから「特定信託契約」に該当し、特定金銭信託は委託者又は委託者から委託を受けた投資顧問会社からの指図に基づき受託者はその指図通りに運用を行う信託であるから「特定信託契約」に該当しないこととなる。

もっとも、信託会社が実務を行う上で、その取扱う信託商品が「特定信託契約」に該当するか否かの判断が難しい信託も存在する。例えば「有価証券運用信託」は、信託された株式等の有価証券を管理し、①貸株取引や貸借取引で再運用することにより収益を得ること（貸付運用型）、又は②有価証券を担保としてコール資金等を借入れ、その資金を貸付けや有価証券に運用することにより収益を得ること（担保運用型）を目的とする信託である。当該信託においては、通常、信託する有価証券の銘柄は委託者（兼受益者）が決定し、信託契約終了時に受託者は貸付先から返却された同一銘柄の有価証券を委託者（兼受益者）に返還する。

貸株取引や貸借取引が「信託財産の保存行為（信託業法２条３項１号）」及び「信託財産の性質を変えない範囲内における利用行為又は改良行為（信託業法２条３項２号）」と言えるのかについては、信託会社等に関する総合的な監督指針3-4-5(2)において「預貯金を貸付債権に変更する行為」は、信託財産の性質を変えない範囲内における利用行為を超えるものであるとされている。したがって、①の貸株取引や貸借取引で再運用を行う有価証券運用信託は、特定信託契約に該当すると考えられる。このように判断が難しい信託の場合に「特定信託契約」に該当するか否かは、当該信託商品が信託業法施行規則30条の２第１項に掲げる信託のいずれかに該当するかにつき、当該商品の特性に照らして個々に検討することになろう。

3.　信託業務の外部委託に係る規制

ここでは、運用型信託会社が、信託財産の運用のために外国業者から投資助言を受ける場合・外国業者への運用権限の委託を行う場合には、当該外国業者は本邦において投資助言業・投資運用業の登録が必要なのかについて検討する。この点、金融商品取引業者又は登録金融機関のうち投資運用業を行う者（信託業務を兼営する信託銀行）（金商法施行令17条の11第１項、２項）が、①外国の投資助

言業者から投資助言を受ける場合、②外国の投資運用業者に運用権限の一部を委託する場合に、当該外国の投資助言業者又は投資運用業者は金商法上の投資助言業又は投資運用業に該当する行為を行う者としての登録の義務は免除されている（金商法61条１項第２項）。これ対し、運用型信託会社が受託した信託財産の運用を行う際には、外国の投資助言業者又は投資運用業者に金商法上の登録義務を免除する規定が存在しない。

金商法61条の趣旨は、外国法人等が国内の者を相手方として、投資助言業務や投資運用業を行う場合、金商法29条に基づき原則として金融商品取引業の登録を受けることが必要であるが、相手方が投資運用業を行う金融商品取引業者及び登録金融機関のみである場合には、当該相手方は専門的知識・経験を有しており、投資者保護の必要性は低いと考えられることから、例外的に金融商品取引業の登録を受けることなく、当該業務を行うことができるというものである[28]。したがって、投資者保護の観点からは、信託財産の運用に際して、運用型信託会社が外国の投資助言業者から投資助言を受ける場合や、外国の投資運用業者に信託財産の運用権限の一部を委託する場合は、登録金融機関である信託銀行がこれらの行為を行う場合と比較しても、金融商品の運用を取扱う信託業務を行う運用型信託会社は、専門的知識・経験を有していることを免許申請時に監督当局が審査していることから、そのような信託会社への投資者保護の必要性が低いことに実質的な違いはないと考えられる。すなわち、運用型信託会社を相手方とする場合には、信託銀行を相手方とする場合と同様に、当該外国業者の金商法上の登録は免除されると理解して問題ないものと考えられる。

このような整理は、(a) 外国証券業者が、運用型信託会社を含む金融機関を相手方として有価証券関連業を行う場合に金融商品取引業から除外されていること（金商法58条の２、金商法施行令17条の３第１号ロ）、(b) 外国のデリバティブ業者が信託会社（特に運用型に限っていない）を相手としてする場合に金融商品取引業から除外されていること（金商法２条８項、施行令１条の８の６第１項４号、定義府令16条１号の２イ(3)）を考慮しても不合理なものとはいえないと考えられる。

第５節　信託と金融商品取引法（開示規制）

1.　総　　論

本節では開示規制や開示制度に関連する規制について取り上げる。特に信託会社の実務と関連する「発行開示・継続開示」「公開買付規制」「大量保有報告制度」、その他、信託が投資する外国籍ファンドに係る規制について実務面から押さえるべきポイントを述べる。いずれの規制も信託会社の実務上、有価証券の勧誘・販売は行うことは少なく、携わる機会が多い規制ではないものの、留意すべき要点を押さえておくことは有意義であると考える。

2.　信託受益権の発行開示・継続開示

有価証券の募集又は売出しを行う場合には事前に内閣総理大臣に有価証券届出書を提出する必要がある（金商法４条１項）。有価証券届出書による発行開示制度は、発行者及び当該有価証券に係る情報を適切に投資家に提供し、円滑な資金調達を行うことを目的とし

ており、一定の例外を除いて義務とされている。また、継続開示制度としては、有価証券報告書・半期報告書等の提出義務がある（金商法24条１項・５項）。

信託会社の実務で取扱う有価証券のうち、その発行に関わる機会があるものは主に信託受益権（金商法２条２項１号）であることから、信託受益権の発行開示・継続開示について以下に述べる。なお、本稿では受益証券発行信託の受益権（金商法２条１項14号）は検討の対象外としている。

結論としては、①信託財産の50％超を有価証券に投資し、②取得者数が500名を超える見込みであり、③発行価額・売出価額の総額が１億円以上、の全てを満たす場合において、有価証券届出書や有価証券報告書の提出義務が課されることになる。

⑴　開示制度の対象となる有価証券投資事業権利等

第一の検討ポイントは開示制度の対象となる信託受益権であるか否かの検討である。信託受益権全般は開示制度の対象外（つまり、金商法第２章（２条の３～27条）の対象外）となっている一方で、信託受益権のうち、その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（有価証券投資事業権利等と呼ばれる）信託の受益権は開示制度の対象とされている（ただし、年金に係る信託受益権や振替法の規定により締結する加入者保護信託契約に係る信託受益権等は除かれる）（金商法３条３号イ、金商法施行令２条の10第１項１号・２号）。ここでいう「有価証券」とは、「金商法２条１項･２項で規定する有価証券のすべて」を指す（平成19年パブコメ121頁項番２）。従って、最終投資対象が金銭や不動産等の非有価証券であっても、不動産に投資する親信託受益権を投資対象とする子信託受益権は有価証券に投資を行う信託受益権とみなされることに留意が必要である。また、「投資に充てて」とは「新たに有価証券に対する投資に充てて運用を行うこと」を指す。そのため、新たに投資を行う事の無い有価証券の管理又は処分のみを目的とする信託は開示制度の対象には含まれない（平成19年パブコメ121頁項番７・８）（特定有価証券開示ガイドライン3-2）。

この有価証券投資事業権利等について注意が必要なのは、投信法との関係である。投信法では、主として[29]有価証券（二項有価証券を除く）に対する投資として運用を行う委託者指図型投資信託のことを「証券投資信託」と定義し（投信法２条４項）、証券投資信託を除くほか、信託財産を主として有価証券に対する投資として運用することを目的とする信託契約を締結することを禁止している（投信法７条）。また、同様に信託会社等が信託財産を主として有価証券に対する投資として運用することを目的とする委託者非指図型投資信託の信託契約を締結することも禁止している（投信法48条）。従って、投資信託契約を除いて主として株式や社債等の一項有価証券に対する投資として運用する信託契約の締結は禁止されていることから留意が必要である[30]。図に纏めると以下となる。

主として投資を行う信託財産の対象	投信法で禁止される信託の類型	開示規制の適用可能性	備　　考
一項有価証券	適用（禁止）	有	投信法上の証券投資信託、又は有価証券に対する投資として運用することを目的とする委託者非指図型投資信託（信託の受益権を分割して複数の者に取得させる目的としない信託は対象外）
二項有価証券	不適用	有	有価証券投資事業権利等として、開示規制の適用の有無を検討
その他	不適用	有/無	投信法上の特定資産（投信法施行令3条）に該当しない資産の場合は投信法の対象外

(2)　取得者基準と取得者数の計算

次に、検討すべきポイントは取得者基準である。信託受益権の募集又は売出しについては、その取得勧誘・売付け勧誘等に応じることにより、500名以上が当該信託受益権を保有することとなる取得勧誘について募集・売出しとされている（金商法２条２項３号・同条４項３号、金商法施行令１条の７の２・同令１条の８の５）。この500名の数え方であるが、一般的な一項有価証券の少人数私募や私売出しの場合は勧誘件数でカウントするのに対し、信託受益権の場合、取得勧誘又は売付け勧誘等によって所有することとなる者の数で判定する（平成19年パブコメ28頁項番48）。従って、後述の１億円の発行価額の総額基準を満たしているものの当初募集時には500名の取得者を見込んでおらず、有価証券届出書を提出しなかった場合でも、その後の追加募集時に、取得者数が500名を超えることが見込まれる場合には有価証券届出書の提出が必要となり、また、追加の募集を行わなかったとしても、信託受益権の転売や分割によって取得者数が500名を超えた場合は有価証券報告書の提出義務が発生することに留意が必要である（平成19年パブコメ29頁項番54）。一方で、当初は取得者が500名を超えており、有価証券届出書や有価証券報告書を提出していたものの、その後の転売や償還等で所有者が500名未満になった場合は、届出の取り下げ願いを提出する必要がある（特定有価証券開示ガイドライン4-2）。そのため、信託受益権の募集・売出しを行う場合はその取得者数を適宜・適切に管理する体制の構築[31]が求められる。

(3)　発行価額・売出価額の総額基準

最後に検討すべきポイントは、発行価額・売出価額の総額基準である。当該金額が１億円以上の募集・売出しに該当する場合には有価証券届出書及び有価証券報告書の届出が必要となる（金商法４条１項５号）。この１億円の計算方法は、募集又は売出しに係る払込予定金額の総額で算定することとされている（特定有価証券開示ガイドライン4-1）。

以上から、①信託財産の50％超を有価証券に投資し、②取得者数が500名を超える見込みであり、③発行価額・売出価額の総額が1億円以上、の全てを満たす場合において、有価証券届出書や有価証券報告書の提出義務が課されることになる。ここで注意すべき

は、①と②の条件を満たし、発行価額の総額が１億円未満である場合においてその総額が1,000万円を超える場合、及び既に開示がされている有価証券については売出価額の総額が１億円以上のものについては有価証券通知書の提出が必要とされている点である（金商法４条６項、特定有価証券開示府令５条４項）。

前述の①～③の条件を満たす場合は有価証券届出書・有価証券報告書による開示制度の対象となる一方で①と③のみを満たす場合は少人数向け勧誘として、勧誘をする者は勧誘の相手方にa.金商法４条１項の規定による届出が行われていない旨、b.金商法２条２項に掲げる権利であること、を告知することが要求されている（金商法23条の13第４項、特定有価証券開示府令20条１項）。なお、この告知事項では一項有価証券のような一括転売禁止条項の制限は無い（平成19年パブコメ30頁項番57）。ただし、前述のように信託受益権の転売や分割によって所有者数が500名を超えた場合には、有価証券報告書の提出義務が課されるので留意が必要である。

有価証券届出書の提出義務を回避することを目的として、a.経済的性質は実質的に同内容の信託受益権の回号を分割して募集又は売出しを行おうとする場合、b.権利の内容を変えて（例えば匿名組合出資持分と信託受益権等）複数発行する場合、所有人数や発行価額や売出価額の総額の計算についてはどのように考えるべきだろうか。

まず、所有人数の計算については、a.・b.どちらの場合においてもそれらの取得者の人数を合算する必要がある（平成19年パブコメ28頁項番48）。一方で総額の計算については、a.の場合のみ合算して計算することとなる。それは、特定有価証券開示府令によって、当該募集又は売出しを開始する日の前１年以内に募集又は売出しが行われた同一の種類の有価証券の発行価額又は売出価額の総額を合算して計算する必要があると規定され（金商法４条１項５号、特定有価証券開示府令２条１の２号）、この「同一の種類」の定義が金商法２条１項各号及び２項各号ごとに区分されているからである（特定有価証券開示府令１条10号）。

⑷　有価証券届出書･有価証券報告書の作成･提出

有価証券届出書や有価証券報告書の提出義務者は発行者である。信託受益権の発行者が誰になるのかについては、連載第１回目の第３節　2.【信託受益権の発行者・発行時、規制の適用】を参照されたい。有価証券届出書や有価証券報告書の提出方法は現在では金融庁の提供する電子情報開示システムであるEDINETを利用するのが一般的である。EDINETの利用には金融庁の専用ページから提出者届出を行い、電子開示システム届出書と添付書類を最寄りの管轄財務局に提出し、書類に不備が無ければ財務局よりEDINETのユーザーIDとパスワードが記載された書類が送られてくる。これらの手続きには数日～十数日を要することから、有価証券届出書や有価証券報告書の提出を予定している場合には早めの対応が必要である。

有価証券届出書の届出についてはどの時点で行うべきかの制限は無いものの、届出が必要な場合において届出を行っていなければ、有価証券届出書提出前の勧誘は禁止され（金商法４条１項）、また、有価証券届出書の効力が発生するまでの期間は当該有価証券を取

得させることが禁止されている（金商法15条１項）。有価証券届出書は内閣総理大臣が受理した日から15日間を経過した日にその効力が生じる（金商法８条１項）。また、当初の発行時以降も継続して信託受益権を発行、販売し続けている場合には、有価証券届出書を更新し、再度提出する必要がある。この実務は通常、有価証券届出書の効力を途切れさせないために、特定有価証券開示ガイドライン8-1及び8-2の規定に則り、１年ごとに有価証券届出書の提出を行い、新有価証券届出書の効力発生日を提出日の翌日とすることが一般的である。なお、有価証券届出書の提出に代えて、募集事項等記載書面と有価証券報告書を合わせて提出することで有価証券届出書の提出とみなす、みなし有価証券届出書制度を利用することもできる（金商法５条12項、特定有価証券開示府令11条の６第１項）。有価証券届出書の書面中に契約締結前交付書面に記載すべき事項の全てが記載されている場合、契約締結前交付書面の届出が不要とされている（金商業等府令97条）ことから、有価証券届出書の作成に当たっては、契約締結前交付書面との平仄についても留意が必要である。

有価証券報告書の提出については、信託受益権の場合では、信託の計算期間毎に信託期間終了後３ヶ月以内に提出が必要である（金商法24条１項・５項）。なお、信託の計算期間は信託業法により原則として１年を超えてはならないこととされている（信託業法26条３項）。また、信託の計算期間が６ヶ月を超える場合は半期報告書の提出義務が課されるので留意が必要である。

上述の通りに有価証券届出書が提出される信託受益権の募集又は売出しについては、発行者は目論見書を作成しなければならないこととされている（金商法13条１項）。また、目論見書は信託受益権の勧誘の際に投資家への交付が必要となる（金商法15条２項）。この勧誘時において、投資家に目論見書が交付される場合には、契約締結前交付書面の記載事項の全てが目論見書に記載されている等、一定の条件の下、免除されている（金商法37条の３第１項、金商業等府令80条１項３号）。

本章では第二項有価証券である信託受益権について述べてきたが、信託法185条に規定する受益発行信託の受益証券（金商法２条１項14号）は第一項有価証券として取り扱われることに留意が必要である。受益証券発行信託の受益証券は主にJDRやETNとして金融商品取引所において取引されている。

3.　信託で投資するファンドとその規制

第２章では、信託受益権に係る発行・継続開示について触れたが、本節では、信託内で実際に投資を行う場合の、特に外国籍ファンドに投資する場合について検討が必要なポイントを整理する。

まず、本稿で取扱う外国籍ファンドとは、日本以外の外国法を準拠とする外国で組成されるファンド、投資信託や投資法人、集団投資スキーム持分を指す。外国籍ファンドは日本の投資信託や投資法人等と比較し、比較的自由度の高い商品設計や運用手法を使うことができ、また、海外における最先端テクノロジーのリサーチや有力な投資先の発見、投資機会の活用等、有利な点も多く、外国籍ファンドへの投資は運用成績の向上への期待も大きい。

⑴　信託受託者の検討事項：適格機関投資家の届出

外国籍ファンドへの投資を行う際は、より手数料率の低いプロフェッショナル・インベスター向けのシェアクラスに投資する場合が多く、日本における適格機関投資家のステータスを求められる場合がある。信託会社（運用型信託会社に限る）は金融庁長官への届出を行わなければ適格機関投資家として取り扱われない（金商法２条３項１号、定義府令10条１項21号）ため、まず、適格機関投資家の届出を行うことを検討することになる。適格機関投資家であれば、国内における、いわゆるプロ私募（適格機関投資家私募）にも参加できることから、運用の柔軟性を持たせるため、適格機関投資家の届出を行っている信託会社は多い（本稿執筆時点で運用型信託会社12社中９社が適格機関投資家の届出を行っている）。

適格機関投資家への届出後、外国籍ファンドへの投資については、以下の論点を検証した上で行われることが求められよう。

⑵　発行体に対する検討事項：取得勧誘・売付け勧誘の有無

まず、第一に取得勧誘・売付け勧誘の有無である。これは信託会社が他の金融商品取引業者から外国籍ファンドの取得勧誘や売付けの勧誘を受けている場合は、適格機関投資家私募（金商法２条３項２号イ）や適格機関投資家私売出し（金商法２条４項２号イ）に該当する可能性があり、国内法上の届出が行われていない旨と転売制限の告知義務が課される（金商法23条の13第１項）。また、勧誘が外国の金融商品取引業者である場合は、無登録営業の可能性も検討しなければならない（設定者自ら勧誘する場合は第二種業、その他の販売会社による勧誘の場合は第一種業の登録が必要）（平成19年パブコメ146頁項番３）。一方で、信託会社自らがリサーチを行ったり、外部の投資顧問会社等から助言を受けたりすること等により、自発的に外国籍ファンドを発掘・把握し、購入申し込みを行う場合は、取得勧誘や売付け勧誘の蓋然性は相当程度に低くなるものと考えられる。

⑶　発行体に対する検討事項：投信法上の届出の要否

次に、外国投資信託、外国投資法人の届出である。これは外国籍ファンド（外国投資信託受益証券・外国投資法人の投資証券等）の募集の取扱い等が行われる場合には、あらかじめ、内閣総理大臣に届けなければならないという規制である（投信法58条・220条）。この「募集の取扱い等」の定義は広範で、投信法施行規則24条にて規定されており、募集（の取扱い）や私募（の取扱い）だけでなく、有価証券の売買も含まれている点に留意が必要である。従って、これらの行為が国内で行われる場合には、事前にファンドマネジメント会社等より、外国籍ファンドの届出が必要となる。この規制の趣旨は、「外国投資信託の受益証券又は外国投資証券が国内において流通することとなる場合には、投資者保護を図る観点から規制当局においてその実態を把握する必要があるため、必要な情報の届出を発行者に求めることにある」（平成19年パブコメ589頁項番１）とのことである。この規制の趣旨から鑑みるに、国内での流通を防止するような措置を行わなければ外国籍ファンドの届出が必要であるということになる。また、次の場合については外国投資信託、外国

投資法人の届出は適用除外とされている（投信法施行令30条、128条、投信法施行規則94条、94条の２、259条、259条の２）。a. 金融商品取引所に上場されている外国投資信託受益証券・外国投資証券の場合、b. 株価指数連動型ETF に類する外国投資信託受益証券・外国投資証券について、第一種金融商品取引業者が外国金融商品取引所において行う売買の媒介、取次ぎ、又は代理行為（委託の媒介、取次ぎ、代理を含む）等。

⑷　信託会社に対する検討事項：企業開示ガイドライン上の留意事項

委託者との契約内容についても留意が必要である。企業開示ガイドライン2-5では、発行者や金融商品取引業者等が取得勧誘・売付け勧誘を行う場合、相手方が「一般投資者に有価証券が交付されるおそれのある信託の契約に基づいて、有価証券を取得し、又は買い付けようとする信託銀行」であることを知っている場合には「適格機関投資家に該当しないものとして取扱う」と記載されている。ここでの「信託銀行」には信託会社も含まれると解するのが一般的である。従って、信託契約で契約終了時に現状有姿で受託資産を一般投資家である委託者等に返還する契約となっている場合は、信託会社は適格機関投資家扱いとはならない点に留意が必要である。信託契約によって、金銭にて返還する契約とする等の対応が必要である。

その他、特定の外国籍ファンドを信託財産とする方針であるときは、契約締結前交付書面や信託財産状況報告書において所定の事項を記載する必要がある（連載第１回目の第４節2. を参照[32]）。

4.　公開買付規制

公開買付制度とは、株券等（金商法27条の２第１項柱書）について有価証券報告書の提出義務を負っている発行者の株券等を、発行者以外の者が、原則として市場外取引[33]の方法で取得する場合であって、当該買付者及び特別関係者（金商法27条の２第７項）の株券等の取得後の株券等取得割合がその取得方法に応じて一定の割合を超える場合、公開買付けの方法によらなければならない、という規制である。

公開買付けの方法では、主に、a. 情報開示規制（公開買付届出書による開示等）、b. 公開買付期間に関する規制（公開買付期間の設定、公開買付撤回規制、買付条件規制等）、c. 公平性な売買機会確保のための規制（買付価格の均一性、別途買付けの禁止、全部買付の義務等）が課される。

また、5. で述べるインサイダー取引規制とも関連するが、公開買付者等関係者については、上場会社等の公開買付け若しくはこれに準じる行為の実施に関する事実を知った場合、当該公開買付け等の実施に関する事実が公表された後でなければ、当該上場株券等に係る買付け等を行うことはできず、また同様に、上場会社等の公開買付け等の中止に関する事実を知った場合、当該公開買付け等の中止に関する事実が公表された後でなければ、当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等をすることができない（金商法167条）。

通常の信託実務において、信託会社が自らの運用として特定の銘柄を公開買付によって取得する場面はあまり想定し得るものではないものの、規制上の論点はいくつかあるため、そちらを概説したい。

まず、信託会社が保有する株券等は基本的

に公開買付規制における株券等所有割合の計算からは除外される（金商法27条の２第８項１号、他社株府令７条１項１号）。しかしながら、除外には条件が付されており、具体的には「議決権の行使権限又はその指図権を有しない」かつ「株券等に投資するのに必要な権限を有しない」ことを満たす必要がある。従って、特定運用のような委託者が個別に銘柄を指定して運用を行い、議決権も行使するようなタイプの信託は公開買付規制の対象外となり（一方で委託者側は公開買付規制の対象となる）、指定運用のような受託者側に議決権や指図権がある場合には公開買付規制の対象になると考えられる。また、特定運用の場合においては、公開買付届出書の提出義務者は委託者になると考えられる。一方で管理型信託会社の場合においては、基本的に議決権の行使権限を有さず、株券等に投資することはないため、公開買付規制の対象とはならないと考えられる。

運用型信託会社が行う、株券等の運用においては、基本的にその運用ガイドライン等において、一銘柄当たりの保有数量の上限を定め、市場外での取得を制限したりすること等によって、公開買付規制の対象となる取引を回避することが一般的である。なお、今後の公開買付規制の改正により、立会内取引も公開買付規制の対象とされる方向であることから、個別銘柄の投資判断、発注の際にはそれぞれプレ・トレードチェック等のチェック機能をより有効に働かせることの検討が必要となるものと考えられる。

5.　大量保有報告書制度

本章では大量保有報告書制度について取り上げる。大量保有報告書制度は、いわゆる５％ルールとして上場株券等の発行済株式総数に対する保有割合（株券等保有割合）が５％超の保有者に対して、５％を超えて保有することとなった日から５営業日以内に大量保有報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法27条の23第１項）。そして、提出後、株券等保有割合が１％以上増減した場合には５営業日以内に変更報告書の提出が必要となる（金商法27条の25第１項）。大量保有報告書と変更報告書は前述の EDINET による提出・開示が一般的である。

信託の実務においては、委託者・受託者、どちらが大量保有報告書の提出義務となるかの判断が問われる。大量保有報告書の提出義務を負う者は、株券等の「保有者」であり、これは金商法上の保有者の定義と顧客との信託契約の内容によって以下のように分かれるため、個別の契約毎に検討を要する。

①　金商法27条の23第３項本文保有者

これは、「自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者」と「株券等の引渡請求権を有する者」に分かれる。信託の契約において、信託譲渡が行われ信託会社名義で保管されている株券等については、当該本文保有者又は後述の②・③に該当するかの検討が必要となる。一方で信託契約により、株券等が顧客の要請により速やかに引き渡されることとされている場合は、株券等の引渡請求権を有する者として、顧客を当該本文保有者として取扱うという考え方もある[34]。

②　金商法27条の23第３項１号保有者

１号保有者は、金銭の信託契約その他の契約または法律の規定に基づき、株券等の発行者の株式として議決権を行使する権限又は当該議決権その他の権利の行使につい

て指図を行うことができる権限を有し、かつ当該発行者の事業活動を支配する目的を有し、一方で株券等の投資決定権限を待たない者となる。従って、投資決定権限は信託会社が有し、議決権行使権限を委託者が持つような金銭の信託契約はこの1号保有者に該当する。

③　金商法27条の23第３項２号保有者

２号保有者は、投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資をするのに必要な権限を有する者となる。信託会社が投資決定権限を持つ信託契約の場合、信託会社がこの２号保有者に該当し、大量保有報告書の提出義務が課されることになる。また、この場合において、委託者が１号保有者となる場合には、信託会社は毎月１回以上、株券等の保有状況について説明した通知書を作成し、交付しなければならない点に留意が必要である（金商法27条の24）。

第６節　信託と金融商品取引法（不公正取引）

1.　総　　論

本節では、不公正取引のうち、インサイダー取引規制及び相場操縦行為規制について取り上げる。信託会社の実務において、不公正取引が行われる蓋然性は低いと考えられるものの、一度、不公正取引が行われた場合、会社のレピュテーションに著しい打撃を与え、信託会社の信頼を揺るがしかねない事態になる。本節では、各規制の概説と信託会社の実務において押さえるべきポイントを詳述する。

2.　インサイダー取引規制

本章ではインサイダー取引規制について取り扱う。信託会社の実務において、インサイダー情報に触れる機会はほとんどないものと考えられる。それは、日本における信託会社の規模はまだまだ小さく、自社でアナリストを揃え日本株のリサーチ[35]を行ったり、上場企業の資金調達やM&A等に関与[36]する会社は一般的ではないと考えられるからである。従って、そのような信託会社では、リサーチ部門や投資銀行部門を抱えるような証券会社で行われている、組織的かつ厳格なインサイダー取引管理態勢の構築は行っていないように見受けられる。一方で、金融庁の信託会社等に関する総合的な監督指針においては、「信託会社は、法人関係情報を入手し得る立場であることから、その厳格な管理と、インサイダー取引等の不公正な取引の防止が求められる。」との要請があることから、実務において検討が必要なポイントを整理したい。

(1)　インサイダー取引規制の概要

インサイダー取引規制は金商法166条により規定されている。インサイダー取引規制の対象となるのは、「上場会社等」が発行する「特定有価証券等」の「売買等」である。「上場会社等」は社債券、優先出資証券、株券又は新株予約権証券、投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券又は外国投資証券で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するもの、その他の政令で定める[37]有価証券の発行者を指す（金商法163条１項、金商法施行令27条）。また、「特定有価証券」とは、当該上場会社等に係る社債券、優先出資証券、株券又

は新株予約権証券、投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券又は外国投資証券、その他の政令で定める有価証券（総称して「特定有価証券」）と「関連有価証券」を指す（金商法163条１項）。関連有価証券には、特定有価証券をのみを投資対象とする投資信託や特定有価証券を原資産とするオプション等が含まれる（金商法施行令27条の４）。また、「売買等」とは、売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け、合併若しくは分割による承継、又はデリバティブ取引を指す（金商法166条１項柱書）。

インサイダー取引規制の対象となる者は会社関係者、元会社関係者（会社関係者でなくなって１年以内の者）、及びこれらの者からの情報受領者となる（金商法166上１項柱書、同３項）。会社関係者には、上場会社等の役員、代理人、使用人、その他の従業者、上場会社等の会計帳簿閲覧請求権を有する者、上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者、上場会社等と契約を締結している者・契約の締結の交渉をしている者等が含まれる（金商法166条１項各号）。情報受領者とは、会社関係者又は元会社関係者から重要事実の伝達を受けた者、及び会社関係者又は元会社関係者から職務上重要事実の伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等でその職務に関し当該業務等に関する重要事実を知った者となる（金商法166条３項）。

インサイダー取引規制の対象となる情報は重要事実と呼ばれ、金商法166条２項各号にてその該当する事実が列挙されている。重要事実は主に上場会社及びその子会社に関する決定事実、発生事実、決算に関する事実、バスケット条項、及び公開買付け等事実に大別される。それぞれに、投資者の判断に及ぼす影響が軽微なものとして、取引規制府令にて軽微基準が定められている。

平成25年の金商法改正により、インサイダー取引規制が強化され、会社関係者及び元会社関係者による情報伝達・取引推奨行為に対する規制が導入されている（金商法167条の２）。この情報伝達・取引推奨行為とは、重要事実を知った会社関係者又は元会社関係者が、当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的を持って、他人に対し重要事実を伝達したり、又は重要事実の伝達は伴わなくても売買等を勧める行為を指す。従って、会社関係者又は元会社関係者が未公表の重要事実を知った状態で、「XX銘柄を買って/売ってみると良いよ」と伝えることそのものが禁止されている。こちらの情報伝達・取引推奨行為については、金融庁からQ&Aが公表[38]されており、一般的な株式推奨行為について、以下の回答がなされている。

（問）
証券会社等において、一部の役職員が上場会社等の未公表の重要事実を知っていたとしても、チャイニーズウォールにより営業部門の役職員がそれを知らなければ、当該営業部門の役職員が顧客に取引推奨することは可能でしょうか。

（答）
証券会社等の一部の役職員が上場会社等の未公表の重要事実を知っていたとしても、取引推奨を行う営業部門の役職員がそれを知らない場合には、当該取引推奨行為は基本的に規制違反とはならないものと考えられます。

従って、インサイダー情報を取扱う者とそうでない者との間にチャイニーズウォール（情報隔壁）が築かれ、適切に情報が管理されているのであれば、会社自体がインサイダー情報を保有していたとしても、株式等の売買推奨等は問題ないと解されている。

(2) インサイダー取引規制への対応：監督指針

信託実務において、インサイダー取引規制への対応として、重要なポイントは、前述の金融庁監督指針である。監督指針では、以下の要請がされている。

① 役職員による有価証券の売買その他の取引等に係る社内規則を整備し、必要に応じて見直しを行う等、適切な内部管理態勢を構築しているか。

② 役職員によるインサイダー取引等の不公正な取引の防止に向け、職業倫理の強化、関係法令や社内規則の周知徹底等、法令等遵守意識の強化に向けた取組みを行っているか。

③ 法人関係情報を入手し得る立場にある信託会社の役職員が当該法人関係情報に関連する有価証券の売買その他の取引等を行った際には報告を義務付ける等、不公正な取引を防止するための適切な措置を講じているか。

これらについて、①役職員の有価証券取引に係る社内規程を整備し、②役職員への研修を定期的に実施し、③役職員の有価証券取引をコンプライアンス部門等へ届出を行わせる、等の措置が必要である。これらの措置を実効性のあるものとすべく、役職員がインサイダー情報（と思わしき情報も含む）を入手した場合には、一切の口外を禁止するとともに、コンプライアンス部門等に報告させる措置も合わせて必要となる。また、役職員が上場会社等の役職員から業務に関して直接インサイダー情報を入手した場合、当該上場会社等に対してそのインサイダー情報の公表を要請する対応も求められる。これは、発行者が未公表のインサイダー情報を、取引関係者に伝達する場合、発行者は同時又は速やかに当該情報の公表を行わなければならない、いわゆるフェアディスクロージャールールに基づくもので、信託会社はフェアディスクロージャールールの対象となる取引関係者に一見、該当しないように見えるものの（重要情報公表府令４条）、当該上場会社等の投資者に対する広報に係る業務に関して重要情報の伝達を受けるもの（金商法27条の36第１項２号）には、適格機関投資家や有価証券に対する投資を行うことを主たる目的とする法人その他の団体が含まれるため（重要情報公表府令7条）、より保守的なアプローチを検討する必要がある。

なお、インサイダー取引規制上の「公表」とは、基本的に新聞・テレビ等報道機関2社以上が報道してから12時間経過、金融商品取引所の適時開示情報伝達システム（TDnet）による公衆縦覧、金融商品取引所からの開示となる（金商法施行令30条、取引規制府令56条）。

(3) インサイダー取引規制への対応：運用行為

運用型信託会社の運用行為については、どのような点に留意すべきだろうか。

まず、株式購入信託や株式処分信託について検討をすると、金融庁のインサイダー取引規制に関するQ&A[39]が参照になる。こ

のQ&Aにおける回答において、(1)　信託契約が重要事実を知ることなく行われたものであって、(2)　①当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、又は②当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合、においては、インサイダー取引規制に違反しないとされている。②について、信託会社側で確認することは実務上困難であるため、信託会社の実務としては、委託者が重要事実を有していない旨を確認した上で、信託契約を締結した後は委託者の指図を受けることなく、購入又は売却を実施していくこととすることが望ましいと考えられる。

次に、信託会社がインデックス運用を行っている場合の取扱いについてであるが、これは、金融庁の2015年9月2日公表の「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）」及び「金融商品取引法等に関する留意事項について」（金融商品取引法等ガイドライン）の一部改正（案）に対するパブリックコメントの結果並びにインサイダー取引規制に関するQ&Aの追加等について[40]、のパブリックコメント回答項番34～36が参考になる。これは、いわゆるインサイダー取引規制の対象外となる「知る前契約」「知る前計画」の適用条件についての回答であるが、この回答において“「売買等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における売買等の総額又は数」について、運用者の裁量が排除されている必要があります。”“売買のタイミングについては、「期日」の単位まで裁量が排除されている必要があるため、期日選択の裁量を有する場合には、要件を満たさないと考えられます。”と記載されており、インデックス運用が機械的に、売買をいつ行うのかといった期日も含めて運用担当者の裁量が排除されている状態で行われる必要があることから、留意が必要である。

(4)　インサイダー取引規制への対応：委託者によるインサイダー取引

また、インサイダー取引は信託会社だけではなく、委託者である顧客によるインサイダー取引を防ぐための措置を講じる必要もある。

一般的な証券会社で行われているように、顧客が上場会社の内部者であるか否かの確認を行い、内部者である場合は、その旨を届け出てもらうとともに、当該顧客が当該内部者である上場株式についての売買指図を行う場合には、事前にインサイダー情報を有していないことを確認した旨で、指図を受け付ける等の態勢を構築する必要がある。また、当該顧客が上場会社の役員・主要株主である場合には金商法163条の規定に基づき、当該顧客は信託会社を通して役員・主要株主の売買報告を最寄りの財務局宛に行う義務があるため、留意が必要である。

一方で、信託会社は日本証券業協会が提供する上場会社の役員情報データベースであるJ-IRIS[41]の利用権限は有していないため、顧客が上場会社の内部者であるか否かの確認を行う際には、顧客からの申告のみに頼らず、自ら自発的に顧客の内部者該当性についてリサーチを行う等のより慎重な対応が求められる。

3. 相場操縦行為規制

相場操縦行為とは、有価証券やデリバティブの取引に関し、取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる目的や取引を誘引する目的、相場を固定等させる目的をもって、相場に不正な影響を与え、公正な価格形成を阻害する行為であり禁止されている（金商法159条）。これら取引の類型は、金商法159条にて規定されている。具体的各行為は証券取引等監視委員会のホームページ[42]にて公表されているが、以下となる。

(1) 仮装売買・馴合売買（金商法159条１項）
(2) 変動操作取引（金商法159条２項）
・買い上がり買付け
・下値支え
・終値関与
・見せ玉
(3) 違法な安定操作取引（金商法159条３項）

一般的な証券会社では、社内に売買審査部門を設けて、より細かな閾値を設定して取引のモニタリングを行っているのが一般であるが、信託会社ではそもそも（委託者からの指図を含めた）株式等の取引が少なく、そのような態勢を設置するのが困難な会社も多いと思われる。しかし、一方で昨今のSMBC日興證券に係る相場操縦事件のように、自社の売買部門から相場操縦行為が行われる可能性は排除できないものと考えられる。従って、有価証券やデリバティブ取引を行う信託会社は、その業務の種類、リスク量に応じて、上述の行為に該当する取引をマニュアルで排除することを定めることや、プレ・トレードチェックや事後モニタリングを実施する等の態勢の構築が求められる。

また、顧客の指図についての売買モニタリングについては、信託会社では上述の通り、一般的な証券会社とは異なり、顧客からの指図がそれほど多いとは考えづらいため、起こり得る取引類型をある程度絞り込み、効果的にモニタリングする等の対応が有効ではないかと考えられる。

【注】

(1) 一般社団法人信託協会『信託業務基礎（第１分冊 信託の概要）』
(2) 金商法34条においては、金融商品取引業者と登録金融機関を「金融商品取引業者等」と定義している。
(3) 田中和明『詳解　信託法務』（清文社、2010年）82頁
(4)「投資サービス法に向けて　金融審議会金融分科会第一部会報告」平成17年12月
(5) 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」回答（以下「金商法パブコメ回答」）、No.６
(6) 金商法パブコメ回答31頁、No.３
(7) 金商法２条１項各号の有価証券を信託財産とするもので、当該信託財産である有価証券に係る権利の内容が当該受益権の内容に含まれる旨その他内閣府令で定める事項が当該信託に係る信託行為に定められているもの（金商法施行令２条の３第３項）
(8) 公益財団法人トラスト未来フォーラム『金融商品取引法と信託規制』（2017年）のうち、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―」90頁
(9) 佐藤勤『信託法概論』（経済法令研究会、2009年）282-283頁
(10) 小出卓哉『逐条解説　信託業法』（清文社、2008年）376頁
(11) 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール　第２巻　業規制』（商事法務、2014年）1316頁
(12) 小出卓哉『信託に関する規制及び信託会社の実務(1)―信託業法』（信託293号）176頁
(13) 松本圭介・堀弘「金融商品取引法制における信託の位置づけ」（信託233号）77頁
(14) 金商法パブコメ回答53頁、No.88
(15) 前掲公益財団法人トラスト未来フォーラム『金融商品取引法と信託規制』のうち、折原誠「金融商品取引法における信託規制の現状と課題」24頁

⑯　前掲小出『逐条解説　信託業法』371頁

⑰　信託兼営金融機関についても同様に特例が設けられ（金商法33条の８）、銀・証分離の原則の例外として投資運用業を許容され（同条１項）、また委託者非指図型投資信託の受託者として行う投資運用業（金商法２条８項14号）及び信託型の自己運用（金商法２条８項15号）は登録金融機関業務の登録から除外されている。

⑱　松尾直彦『金融商品取引法（第６版）』（商事法務、2021年）135頁

⑲　前掲松尾『金融商品取引法（第６版）』135～136頁

⑳　金融庁「金融商品取引業等に関する内閣府令案」等改正案に対するパブリックコメントの結果等について」回答、29頁、No.131～133

㉑　三井秀範＝池田唯一監修『一問一答　金融商品取引法』（商事法務、2006年）110頁

㉒　社債株式振替法上の振替機関、口座管理機関の定義は、口座管理機関は（1）振替機関等から社債等の振替を行うための口座の開設を受け（振替機関等の加入者となり）、他の者のために口座の開設をするもの（社債株式振替法44条１項の規定による口座の開設を行った者）、及び（2）振替機関が、他の振替機関等から口座の開設を受けて、当該他の振替機関の業務規程に従って口座の開設をする場合（社債株式振替法44条２項に規定する場合の振替機関）とされている。高橋康文・尾崎輝宏・倉田勲編著『逐条解説　新社債、株式等振替法』（金融財政事情研究会、2004年）42頁

㉓　前掲神田・黒沼・松尾『金融商品取引法コンメンタール　第２巻　業規制』93頁

㉔　金商法パブコメ回答95頁、No.254

㉕　ほふりの web においても、信託会社が制度参加者になっている事例はない。
https://www.jasdec.com/reading/search_html.php

㉖　金商法パブコメ回答283頁、No.63

㉗　令和４年６月３日に成立した「安定的かつ効率的な資金決済制度の構築を図るための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律」（令和４年６月10日法律第61号）による信託業法施行規則31条の２第１項の改正により、特定信託契約に該当することとなる予定。

㉘　岸田雅雄監修『注釈　金融商品取引法　第二巻　業者規制　第28条から第66条の26』（きんざい、2010年）742頁

㉙　投資信託財産の総額の二分の一を超える額を有価証券に対する投資として運用することを指す（投信法施行令６条）。

㉚　一方で、投信法７条で信託の受益権を分割して複数の者に取得させる目的としないものは除外されているため、個別の信託契約に基づいて、主として一項有価証券に投資すること自体は問題無いと考えられる。

㉛　同様の取得者数の管理方法として、譲渡制限のない海外発行証券については、日本証券業協会が実施・公表している「少人数私売出しに係る有価証券の所有者数について」の制度があるが、信託受益権等の二項有価証券については同様の制度は無い。
https://www.jsda.or.jp/shijyo/foreign/index10.html

㉜　(ⅰ)対象有価証券の名称、対象有価証券の価額の算出方法等、(ⅱ)ファンド関係者の商号等、(ⅲ)信託会社とファンド関係者の資本関係・人的関係、(ⅳ)ファンド資産に係る外部監査の有無等（信託財産状況報告書においては、当期末現在における信託財産額の３％に満たないものは除かれる）

㉝　立会外市場内取引（東証の ToSTNET 取引）を含む。なお、一部の例外を除き立会内取引（いわゆるザラ場取引）での買付けは現行の公開買付規制からは除外されているものの、2023年３月の金融審議会によって市場内（立会内）取引も公開買付規制の対象とする方向で検討が行われている。
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20230302/1.pdf

㉞　根本敏光著『大量保有報告制度の理論と実務』（商事法務、2017年）427頁脚注

㉟　セルサイド（証券会社等の金融商品の売り手）のアナリストは、そもそもがセルサイド（アナリストのコストは顧客の売買手数料が原資）の立ち位置である点、及び、個別企業のレーティングをアナリストレポート等で公表する都合上、取材対象を悪く評価し辛くなり（実際、取材対象企業から抗議を受けることもある）、全般的に評価が甘くなりやすいと言われている。その点、自社でリサーチ部門を構築すると前述のようなバイアスが除去され、その企業評価を自社の投資判断のみに活用でき得る。その点においてバイサイド（運用会社等の金融商品の買い手）のアナリストを配置する意義がある。一方で欧州では MiFidII の施行により、リサーチ費用のアンバンドリング化が実施され、バイサイドはリサーチレポート等を有償で購入する施策が導入されている。

㊱　このような場合、承認業務（信託業法21条２項）の

承認申請の検討が必要となる。

(37) これらの有価証券を受託証券とする有価証券信託受益証券で金融商品取引所に上場されているもの、又は店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するものの発行者も含まれる（金商法施行令27条の２第２項）。従って、信託会社が上場会社が発行する有価証券の有価証券信託受益証券の発行者となる場合、信託会社は上場会社等に含まれ、その役職員は会社関係者と見なされる可能性がある。

(38) https://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf

(39) https://www.fsa.go.jp/news/30/shouken/190729insider_qa_.pdf

(40) https://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20150902-1.html

(41) https://www.jsda.or.jp/anshin/j-iriss/index.html

(42) https://www.fsa.go.jp/sesc/support/hukousei/hukousei.html

（ふじもと・なつこ、くの・たかひで）