非上場有価証券特例仲介等業務の新設と不動産ファンドへの活用可能性

糸川 貴視
長島・大野・常松法律事務所
弁護士

直木 元
長島・大野・常松法律事務所
弁護士

1. はじめに

資本市場の活性化に向けて、資産運用の高度化・多様化及び企業と投資家の対話の促進を図りつつ、市場の透明性・公平性を確保するため、「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」(2024年5月22日公布)により金融商品取引法(以下「金商法」という。)が改正され、投資運用関係業務受託業の導入、投資運用業に関する規定の整備、非上場有価証券特例仲介等業務の新設等がなされた(2025年5月1日施行)。

本記事では、本改正による非上場有価証券特例仲介等業務の新設に焦点を当て、その概要と資産の流動化に関する法律(以下「資産流動化法」という。)に基づく特定目的会社を用いた不動産ファンド[注1]への活用可能性を概説する。

2. 非上場有価証券特例仲介等業務の概要

非上場有価証券の流通を活性化するために[注2]、第一種金融商品取引業のうち、プロ投資家を対象とする非上場有価証券の仲介等業務を「非上場

注1
不動産証券化の仕組みとして実務上用いられているものとしては、特定目的会社の他に、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく投資法人を用いるもの、会社法上の合同会社と商法上の匿名組合を組み合わせるもの、不動産特定共同事業法により規律される不動産特定共同事業等がある。

注2
本改正は非上場株式のセカンダリー取引の活性化以外にも資産運用会社等が投資信託等を販売する際の登録要件を緩和することも目的としている(金融審議会「市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書」(2023年12月12日)参照)。

有価証券特例仲介等業務」と定義した上で[注3]、第一種金融商品取引業の登録要件等が緩和されている[注4][注5]（金商法29条の４の４等）。

(1) 非上場有価証券の仲介業務

非上場有価証券特例仲介等業務の対象となる有価証券は、金融商品取引所に上場されていないものであればその種類に限定はない[注6]（金商法29条の４の４第8項1号）。非上場有価証券の仲介業務は、かかる有価証券について、募集・私募の取扱い及び売出し・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い又は売付けの媒介（金商法29条の４の４第8項1号イ）、買付けの媒介（同号ロ）を行うことであるが、対象となる投資家は原則としてプロ投資家に限定されている[注7]。

(2) 登録要件等の緩和

非上場有価証券特例仲介等業者については、届出業務や承認業務といった業務範囲規制が適用されず（金商法29条の４の４第3項、4項）、自己資本規制比率や金融商品取引責任準備金の積立に係る規律の適用もない（金商法29条の４の４第5項）。また、第一種金融商品取引業者の最低資本金は原則として5000万円であるところ、非上場有価証券特例仲介等業務のみを行う場合には1000万円となる（金商法29条の４第1項4号イ、金商法施行令15条の７第1項3号、6号）[注8][注9]。

注３
なお、非上場有価証券特例仲介等業務について、本文では特に非上場有価証券の仲介業務にフォーカスして説明しているが、これに加えて、非上場有価証券の仲介業務に関して顧客から金銭の預託を受ける業務もその範疇である（金商法29条の４の４第8項）。ただし、金銭の預託を受ける業務も行うと監督指針上の人的構成要件の緩和（後記（3）参照）の適用を受けられなくなるため、参入のハードルが高くなる点に注意が必要である。非上場有価証券の仲介業務に関して顧客から金銭の預託を受ける業務の範囲について付言すると、取引の決済のために必要なものであって、預託の期間が顧客から金銭の預託を受けた日の翌日から１週間を超えないものに限定されている（金商法29条の４の４第8項2号、金商法施行令15条の10の5）。このように限定されている理由は、非上場有価証券特例仲介等業務においては、本文で述べるとおり第一種金融商品取引業に課されている厳格な登録要件等が緩和されていることから、その業務のリスクを限定する必要があるためであるとされる（齊藤将彦・平林高明・藤野哲生・和氣宏昭・西川昇大・福原亮輔「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律の解説－資産運用の高度化・多様化に向けた見直し－」（商事法務No.2363、2024年）8頁）。

注４
立案担当者は本改正の趣旨について、「自らが売買契約の主体とならず仲介業務に特化する業者については、証券会社が行う業務を想定した厳格な登録要件等をそのまま適用するのではなく、業務の性質に応じた登録要件等とすることも、当該業務のリスクとの均衡において許容されるものと考えられる」と述べている（前掲注3・7頁）。

注５
日本証券業協会も、本改正をうけて、定款や自主規制規則等を改正、整備している。非上場有価証券特例仲介等業者は、3種類に区分される協会員のうち、特定店頭デリバティブ取引業者や株式投資型クラウドファンディング業者等と並んで特定業務会員に位置付けられることとなった。

注６
ただし、店頭売買有価証券は除く（金商法施行令15条の10の4）。

注７
非上場有価証券の仲介業務には、プロ投資家同士の取引に関する仲介業務及び一般投資家が売主となりプロ投資家が買主となる取引に関する仲介業務が含まれているところ、後者の仲介業務については、当該一般投資家に対する勧誘に基づかないものに限られている（金商法29条の４の４第8項1号）。一般投資家とはプロ投資家以外の者を指しており（金商法29条の４の４第8項1号イ）、プロ投資家は特定投資家、当該有価証券の発行者等その他内閣府令で定める者とされているところ、これを受けて内閣府令で定める者として、当該有価証券の発行者の役職員や親会社等が規定されている（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）16条の３第1項）。

注８
もっとも、本稿との関係では、本文で後述するとおり投資運用業者が非上場有価証券特例仲介等業者として登録を受けることも想定されるところ、この場合には業務範囲規制が適用され（金商法29条の４の４第3項括弧書き）、最低資本金についても、投資運用業に関して顧客から金銭又は有価証券の預託を受けないとき等に1000万円となる場合（金商法施行令15条の７第1項4号）を除いては、5000万円となることに注意が必要である。

注９
他方で、利益相反管理体制の整備義務（金商法36条1項）や非公開情報の授受等のファイアーウォール規制（金商業等府令153条1項7号ないし9号）、外務員登録（金商法64条）についてはこのような特例が存在しないことから、引き続き規制対象となると考えられる。

(3) 業務管理体制等

また、非上場有価証券特例仲介等業者については、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（以下「監督指針」という。）において人的構成要件が緩和されている。すなわち、第一種金融商品取引業者は、常勤役職員の中に、その行おうとする第一種金融商品取引業の業務を3年以上経験した者が複数確保されている必要があるところ、非上場有価証券特例仲介等業者が上記(1)の非上場有価証券の仲介業務（特定投資家を相手方として行うものに限り、PTS運用業務を行う場合を除く。）のみを行う場合には、その第一種金融商品取引業の業務経験が1年以上に短縮され、かつ、その業務経験を有する者も1名以上確保されていれば足りることとされている（監督指針Ⅳ－4－1(2)ハ）[注10]。

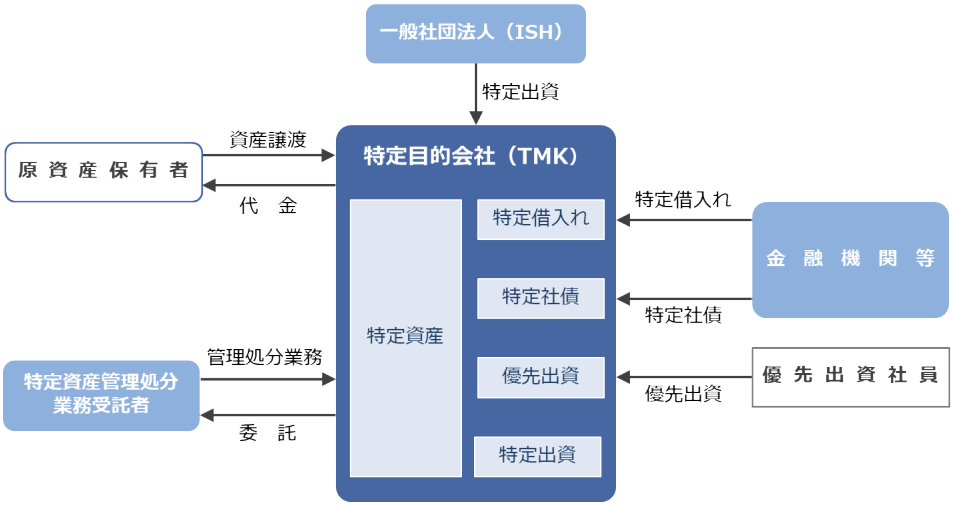
3. TMKストラクチャーへの活用可能性

(1) TMKストラクチャーの概要

資産流動化法に基づく特定目的会社を利用する不動産流動化のストラクチャーを、そのローマ字表記（Tokutei Mokuteki Kaisha）の頭文字を取ってTMKストラクチャーという。TMKストラクチャーの仕組みの概略は以下のとおりである。

①一般社団法人が特定出資することにより特定目的会社を設立する。②特定目的会社は資産対応証券（優先出資、特定社債、特定約束手形）、特定借入れにより資金を調達し、現資産保有者から現物不動産、不動産信託受益権を取得する。③特定目的会社は、特定資産管理処分業務受託者に対して特定資産の管理・処分を委託する。資産流動化法、不動産特定共同事業法及び金商

<TMKストラクチャー図>



注10
その他、非上場有価証券特例仲介等業者が非上場有価証券特例仲介等業務の範囲を超えた第一種金融商品取引業を行うことがないよう、以下の措置（取引の当事者の属性の事前確認や金銭の預託の期間の管理体制の整備を含む。）がとられていることが求められる（監督指針Ⅳ－3－6(1)、金商法35条の3、金商業等府令70条の2第10項）。
①一般投資家を相手方として及び一般投資家に対する勧誘に基づき当該一般投資家のために売付けの媒介又は募集・私募・売出し・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを行うことを防止するための必要かつ適切な措置
②一般投資家のために及び一般投資家に対する勧誘に基づき当該一般投資家を相手方として買付けの媒介を行うことを防止するための必要かつ適切な措置
③顧客から金銭の預託を受ける場合には、金商法29条の4の4第8項2号の金銭の預託として適切に管理するための措置

法上の各規制から、実務上は、特定資産が現物不動産の場合には宅建業者を特定目的会社のアセットマネジャーとし、特定資産が不動産信託受益権の場合には投資助言業者又は投資運用業者をアセットマネジャーとすることが多い。④特定目的会社は、特定資産からの収益及び特定資産の売却により、特定社債の償還や優先出資に係る利益の配当等を行う。

(2) 資金調達に係る制約

上記②において特定目的会社の発行する資産対応証券は金商法上の有価証券に該当するところ（金商法2条1項4号、2項柱書き前段）、資産対応証券による資金調達においては法令上及び実務上、次のような制約が存在する。

ア　自己募集・私募（資産流動化法207条）

資産流動化法上、特定目的会社の取締役又は使用人は、後記イで述べる資産流動化法208条2項による届出がなされた場合を除いて、資産対応証券の自己募集・私募の取扱いを行うことができる（資産流動化法207条）。また、金商法上、資産対応証券は自己募集・私募規制の対象となっていない（金商法2条8項7号）。

したがって、特定目的会社自身が投資家に勧誘・販売することについて第二種金融商品取引業の登録は不要である[注11]。

もっとも、この場合、特定目的会社には金融商品取引業者等と同様の行為規制が課される（資産流動化法209条1項）。すなわち、資産対応証券の自己募集・私募を行う特定目的会社は、広告等の規制（金商法37条）、契約締結前の書面の交付（金商法37条の3）、契約締結時等の書面の交付（金商法37条の4）、禁止行為（金商法38条）、損失補填等の禁止（金商法39条）、適合性の原則等（金商法40条）、親法人等又は子法人等が関与する行為の制限（金商法44条の3）、顧客に対する誠実義務（金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律2条1項）等の規制に服するところ、資産の流動化のためのヴィークルである特定目的会社がこれらの規制を遵守できるような体制を構築することは実際上は困難である。

加えて、TMKストラクチャーにおいては、特定目的会社の取締役には公認会計士や税理士等が就任する場合が多いところ、自己募集・私募に係る勧誘の事務を取締役に引き受けてもらうことは現実的には難しく、また、使用人を雇用して自己募集・私募の事務を担わせることも、社会保険への加入義務や労働法上の規制との関係から現実的ではない。

以上を踏まえ、筆者らにおいては、特定目的会社自身が資産対応証券の自己募集・私募を行う事例はほとんどないと理解している。

イ　オリジネーター特例（資産流動化法208条）

そこで、特定目的会社の発行する資産対応証券については、第三者による募集・私募の取扱いの方法により投資家を募ることが検討される。資産対応証券は上記のとおり金商法上の有価証券であるため、これらを行う第三者においては第一種金融商品取引業の登録が必要である（金商法28条1項1号、2条8項9号）。

この点、特定資産の譲渡人（オリジネーター）が特定目的会社の管轄財務局長等に届出をすれ

注11
「「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について」（平成19年7月31日公表）中の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」63頁、No.130。

ば、当該オリジネーターは、第一種金融商品取引業の登録を受けることなく、資産対応証券の自己募集・私募の取扱いを行うことができるとする資産流動化法上の特例が存在する（資産流動化法208条）。

もっとも、この場合も、上記アと同様、オリジネーターには金融商品取引業者等と同様の行為規制が課されることから（資産流動化法209条1項）、オリジネーターが本特例を利用することについても消極的であるというのが筆者らの認識である。

以上を踏まえて、実務上は、第一種金融商品取引業者に対して募集・私募に係る業務の委託がなされることが一般的である。

(3) 非上場有価証券特例仲介等業務の活用可能性

非上場有価証券特例仲介等業務の対象となる有価証券は、上記のとおり非上場有価証券のうち店頭売買有価証券を除く有価証券であるから、特定目的会社の発行する資産対応証券は非上場有価証券特例仲介等業務の対象に含まれる。

TMKストラクチャーにおいては通常、税務上の導管性要件を充足させるために、金融機関等に対して特定社債が発行され、プロ投資家に該当する投資家に対して優先出資が発行されることから[注12]、本改正により、非上場有価証券特例仲介等業者が募集・私募の取扱い等を行うことが可能である場面が通常となった。

この結果、これまで不動産証券化の文脈で、例えば匿名組合などの私募の取扱いを行っていた第二種金融商品取引業者である不動産仲介業者が新たに特定目的会社の特定社債や優先出資の私募の取扱いに参入することが考えられる。

また、投資助言業者又は投資運用業者たる不動産アセットマネジャー（特に第二種金融商品取引業者のライセンスも持っているものが親和的かと思われる。）による参入も考えられる。特定目的会社における特定資産が不動産信託受益権の場合には、上記のとおり投資助言業者又は投資運用業者をアセットマネジャーとすることが多いところ、金融庁からは本改正に際して、非上場有価証券特例仲介等業務を含む第一種金融商品取引業に係る担当者が投資運用業に係る担当者を兼務することが一律禁止されているわけではなく、弊害防止措置に関する規定（金商法44条）等を踏まえつつ、その業務内容等に応じて、個別具体的な事案に即して実質的に判断されるべきものであるとの考え方が示されているところである[注13]。このため、業務体制上の整理は必要であるものの、不動産アセットマネジャーが、外部委託をせずに自ら私募の取扱い等を行っていくことも企画されると想定される。

注 12
租税特別措置法の定める一定の要件を満たす場合、特定目的会社が行う利益配当の額は損金の額に算入するものとされているため、いわゆる二重課税の問題を回避することができる。かかる要件を導管性要件と呼び、そのうちの一つである所有先要件として、次のいずれかに該当することが求められる（同法67条の14第1項第1号ロ）。
①その発行（公募に限る。）をした特定社債（特定短期社債を除く。）の発行価額の総額が1億円以上であるもの
②その発行をした特定社債が機関投資家等のみによって保有されることが見込まれているもの
③その発行をした優先出資が50人以上の者によって引き受けられたもの
④その発行をした優先出資が機関投資家等のみによって引き受けられたもの
なお、②との関係で、特定目的会社によるデット資金の調達に当たっては実務上、特定社債の発行のみによるか、又は特定社債の発行と特定借入れの組み合わせによる場合が多い。

注 13
「令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等に関するパブリックコメントの結果等について」（令和7年3月28日公表）中の「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」12頁、No.32。

4. おわりに

以上みてきたように、非上場有価証券特例仲介等業務のTMKストラクチャーへの活用は、特定目的会社が資産対応証券による資金調達をするに当たっての新しい現実的な選択肢として検討に値すると考えられる。ただし、第一種金融商品取引業者としての規制がすべて適用外となるものではないため、適用される規制への遵守体制整備の負担も踏まえて採否を検討する必要がある。

後注
本稿のうち意見に係る部分は筆者らの個人的な見解であり、筆者らが現在及び過去において所属する団体の見解を述べたものではないことに留意されたい。

いとかわ　たかし

長島・大野・常松法律事務所パートナー。J-REITを含む様々な発行体による有価証券の発行案件、買収ファイナンス、証券化、ストラクチャードファイナンス等のファイナンス取引及びこれらに関連するファイナンス規制を中心に取り扱う。また、不動産取引、M&Aを含む企業法務全般にわたり幅広く助言を行っている。
2006年京都大学法学部卒業。2008年京都大学法科大学院修了、京都大学大学院医学研究科「医学領域」産学連携推進機構勤務。2009年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2015年Duke University School of Law卒業(LL.M.)。2015年～2017年三井不動産株式会社勤務。

なおき　げん

2022年京都大学法学部卒業。2024年京都大学法科大学院修了。2025年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。