

はじめに

2024年11月1日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(2023年11月20日成立。以下「改正法」という。)のうち、不動産特定共同事業契約に基づく権利に対する規制に係る改正条項が施行された。これにより、トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利が金融商品取引法(以下「金商法」という。)上の有価証券とみなされ、金商法の規制の下に置かれることとなった。

本稿は、今回の新たな規制の内容等について概説するとともに、金商法と不動産特定共同事業との関わりについて若干の総括を試みるものである。

1. トークンを用いた資金調達のしくみと規制対象

法改正の内容に入る前に、今回の法改正の前提となっている資金調達のしくみと規制対象について、ごく簡単に触れる。

IT化の進展に伴い、企業等がトークン(証券)と呼ばれるものを電子的に発行して、公衆から資金を調達することが行われるようになった。一般にこの行為はICO(Initial Coin Offering)と呼ばれている。そして、ブロックチェーンなど分散型台帳技術等を活用することで、ここでのトークンは株式等と同様に事実上流通し得るものとなっている。このうち、トークン発行者がトークン購入者に対して将来的な事業収益等を分配する債務を負っているものを投資性ICOという(STO(Security Token Offering)とも呼ばれる。)¹。

この投資性トークン(トークン表示権利/セキュリティトークン)が発行されるICOは、2019年5月の法改正により既に金商法の規制対象となっている²。トークンという言葉は金商法上には用いられていないが、いわゆるトークン化されていることが金商法上では「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。)に表示される場合」と表現されている(金商法第2条第3項柱書、同法第29条の2第1項第8号・金融商品取引業等に関する内閣府令第6条の3)。具体的には、契約上又は実態上、発行者等が管理する権利者や権利数を電子的に記録した帳簿の書換え(財産的価値の移転)と権利の移転が一連として行われる場合はこれに該当するとされ、例えば、あるアドレスから他のアドレスに移転されたトークン数量が記録されているブロックチェーンを利用する場合には、この記録されたトークン数量が財産的価値に該当するとされる³。

¹ 「仮想通貨交換業等に関する研究会 報告書」(平成30年12月 金融庁)p19、小森卓郎・岡田大・井上俊剛[監修]「逐条解説 2019年資金決済法等改正」(商事法務 2020年)(以下「小森他」という。)p24、松尾直彦「金融商品取引法〔第7版〕」(商事法務 2023年)(以下「松尾」という。)p61。

² 投資性ICOに該当しないICOは、そのトークンが多くの場合「暗号資産」に該当するため、資金決済に関する法律(資金決済法)の規制対象となる(小森他 p24)。

³ 「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)」(令和6年11月 金融庁企画市場局)p2。

2. 改正法の概要

それでは、トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利(以下「不特トークン」という。)に対する新たな規制を定めた条項について、その概要をみていく。以下では、金商法と不動産特定共同事業法(以下「不特法」という。)の主な改正条項を示した。今回の改正部分については、下線を付している。なお、これらは今回の改正に係る条項をすべて挙げたものではなく、また、条項の引用は、今回の法改正に係る新旧対照表での引用とは異なること(中略等省略部分が多い。)に留意されたい。

(1) 金融商品取引法の改正

【金融商品取引法】

(定義)

第二条 (略)

2 …(中略)… 次に掲げる権利は、証券又は証書に表示されるべき権利以外の権利であつても有価証券とみなして、この法律の規定を適用する。

一～四 (略)

五 民法(明治二十九年法律第八十九号)第六百六十七条第一項に規定する組合契約、…(中略)… その他の権利(外国の法令に基づくものを除く。)のうち、当該権利を有する者(以下この号において「出資者」という。)が出資又は拠出した金銭(これに類するものとして政令で定めるものを含む。)を充てて行う事業(以下この号において「出資対象事業」という。)から生ずる収益の配当又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権利であつて、次のいずれにも該当しないもの(前項各号に掲げる有価証券に表示される権利及びこの項(この号を除く。)の規定により有価証券とみなされる権利を除く。)

イ・ロ (略)

ハ 保険業法(平成七年法律第五号)第二条第一項に規定する保険業を行う者が保険者となる保険契約、…(中略)… 又は不動産特定共同事業法(平成六年法律第七十七号)第二条第三項に規定する不動産特定共同事業契約(同条第九項に規定する特例事業者と締結したもの)及び当該不動産特定共同事業契約に基づく権利が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。)に表示されるものを除く。)に基づく権利(イ及びロに掲げる権利を除く。)

ニ (略)

六・七 (略)

3～42 (略)

金商法では、第2条の第1項と第2項で「有価証券」について定義しており、ここで有価証券として位置づけられると金商法の規制下に置かれることとなる。第1項では権利を化体する証券・証書が発行されるいわば典型的有価証券が列挙されている。株券、社債券、国債・地方債証券、投資信託受益証券などである。第2項柱書では、第1項の有価証券の発行が予定されている権利であるが、券面が発行されていないもの(「有価証券表示権利」。ペーパーレスの株式、社債など。)が規定され⁴、第2項各号では、証券・証書に表示されるべき権利以外の権利であつて有価証券とみなされるもの(「みなし有価証券」)が列挙されている。具体的には、信託受益権(同項第1号)、合同会社の社員権(同項第3号)、いわゆる集団投資スキーム持分(同項第5号)などがある。

このうち集団投資スキーム持分とは、出資者が出資対象事業から生ずる収益の配当又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権利(同号柱書)をいい、匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約などにに基づく権利が例示されている。ただし、外見上集団投資スキーム持分に該当する権利であつても除外される類型が定められている(同号イ～ニ)。不動産特定共同事業契約に基づく権利も除外対象として定められている(同号ハ)。その趣旨は、不動産特定共同事業契約に対しては、保険業法上の保険契約等と同様に金商法の行

⁴ 第2項柱書では、他に有価証券として「特定電子記録債権」が挙げられているが、関係政令が制定されておらず、実態はない。なお、以下においては、特定電子記録債権に関する記述は割愛する。

為規制が準用されている(不特法第 21 条の2)ほか、不特法で不動産の特性を踏まえた固有の規制が数多く定められているからである⁵。

今回の金商法改正では、不動産特定共同事業に基づく権利を集団投資スキーム持分から除外する旨の規定において、括弧書で除外対象から不特トークンを除外する(つまり、除外対象から除かれることで集団投資スキーム持分として金商法の適用対象となる)文言が加えられたものである⁶。今回挿入された金商法第2条第2項第5号ハの「当該不動産特定共同事業契約に基づく権利が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。)に表示される」という文言は、1.で触れた金商法第2条第3項柱書等の文言と同一であり、トークン化されていることを意味している。

不特トークンを集団投資スキーム持分として金商法適用対象に組み込んだ趣旨は、次のように説明されている。すなわち、既に不動産投資に係る権利をトークン化した事例があるほか⁷、事業者団体が不動産特定共同事業における分散台帳技術の活用について検討を進めているなど、不動産特定共同事業に関連したトークン化に関する動きがある⁸。他方、不特法は、不動産事業に関する規制を規定するものであることから、現時点で分散台帳技術やトークン化に伴うセカンダリー取引の円滑化を想定した規制が置かれていない。今後、不特トークンの発行と流通が見込まれる中、分散台帳技術の活用やセカンダリー取引量の増加を見越して、より実効的な監督体制の整備が必要となる⁹。そのため、不特法に基づく監督を受けている不動産特定共同事業の特性も踏まえつつ、金商法に基づく販売・勧誘規制等を適用するよう、制度整備を行うべきであるとしている¹⁰。

(2)不動産特定共同事業法の改正

【不動産特定共同事業法】

(許可の申請)

第五条 第三条第一項の許可を受けようとする者は、主務大臣又は都道府県知事に、次に掲げる事項を記載した許可申請書を提出しなければならない。

一～五 (略)

六 不動産特定共同事業の種別(第二条第四項各号の種別をいう。以下同じ。)

七 不動産特定共同事業契約(当該不動産特定共同事業契約に基づく権利が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。)に表示されるものに限る。)の締結の勧誘の業務(以下「特定勧誘業務」という。)を行おうとする場合にあっては、別表各号の上欄に掲げるその行おうとする不動産特定共同事業の区分に応じそれぞれ当該各号の下欄に掲げる登録又は届出に関する事項

八 第四号事業(特定勧誘業務のみを行うものを除く。次条第十三号及び第六十七条第一項において同じ。)を行おうとする場合にあっては、金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号)第二十九条の登録(同法第二

⁵ 松尾 p78。

⁶ なお、特例事業(不特法第2条第8項)に係る不動産特定共同事業契約に基づく権利は、今回の改正前から集団投資スキーム持分の除外対象より除かれていたが(金商法第2条第2項第5号ハ)、これは特例事業制度の創設時からの位置づけである。特例事業の概要については、5.(2)参照。

⁷ 具体的には、不動産を裏付け資産とした受益証券発行信託の受益証券セキュリティトークンの事例が多いほか、匿名組合出資持分(GK-TK方式)のセキュリティトークンや投資事業有限責任組合持分(LPS)のセキュリティトークンの事例もみられる(一般社団法人 日本 STO 協会「セキュリティトークンに関する現状について」(デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会(金融庁)第11回・資料2 2023年6月6日)p12)。

⁸ なお、国内初の一般投資家向け不特トークンの発行事例として、2019年に募集開始、2021年に運用を開始したファンドがある(運用終了予定:2025.3)。古民家の再生・運用を目的とした匿名組合契約方式によるものであり、出資総額1500万円・投資単位1口5万円と小規模なファンドである。不特トークンの譲渡制限はあるものの移転先が適格機関投資家等に限定されていないため、金商法上は電子記録移転権利(3.(1)参照。)に該当すると考えられるが、改正法適用の猶予期間中に運用を終了するため、改正法施行後1カ月以内に届け出れば、改正法に抵触することはないとみられる(2.(3)参照。)。詳細は、<https://lifull.com/news/34452/>、<https://hello-renovation.jp/renovations/6814>を参照。

⁹ 金融審議会市場制度ワーキンググループ(第22回 2022年11月18日)事務局説明資料(資本市場の環境整備)p20。

¹⁰ 金融審議会市場制度ワーキンググループ第二次中間整理(2022年12月21日)p7。

十八条第二項に規定する第二種金融商品取引業の種別に係るものに限る。次条第十三号及び第六十七条第一項において同じ。)に関する事項

九 第二条第四項第一号に掲げる行為に係る事業(以下「第一号事業」という。)を行おうとする場合にあっては、特例投資家のみを相手方又は事業参加者とするものであるか否かの別

十 第三号事業を行おうとする場合にあっては、特例投資家のみを事業参加者とする特例事業者のみの委託を受けて行うものであるか否かの別

十一～十三 (略)

2 (略)

(欠格事由)

第六条 次の各号のいずれかに該当する者は、第三条第一項の許可を受けることができない。

一～十一 (略)

十二 特定勧誘業務を行おうとする場合にあっては、別表各号の上欄に掲げるその行おうとする不動産特定共同事業の区分に応じそれぞれ当該各号の下欄に掲げる登録を受けていない法人又は届出をしていない法人

十三 (略)

(変更の届出)

第十条 不動産特定共同事業者は、第五条第一項各号(第五号から第十号までを除く。)に掲げる事項について変更(同項第三号に掲げる事務所の所在地の変更については、第八条第一項各号及び前条第二項の規定に該当するものを除く。)があったとき、又は新たに特定勧誘業務を行うこととしたとき若しくは特定勧誘業務を行わないこととしたときは、三十日以内に、主務省令で定めるところにより、その旨を第三条第一項の許可を受けた主務大臣又は都道府県知事に届け出なければならない。

(登録の申請)

第四十二条 前条第一項の登録(同条第三項の登録の更新を含む。第四十四条、第五十三条第三号、第七十一条及び第七十七条第五号において同じ。)を受けようとする者は、主務大臣又は都道府県知事に、次に掲げる事項を記載した登録申請書を提出しなければならない。

一～六 (略)

七 特定勧誘業務を行おうとする場合にあっては、別表第一号の下欄に掲げる登録又は届出に関する事項

八～十 (略)

2 (略)

(変更の届出)

第四十七条 小規模不動産特定共同事業者は、第四十二条第一項各号(第五号から第七号までを除く。)に掲げる事項について変更(同項第三号に掲げる事務所の所在地の変更については、第四十五条及び前条第二項の規定に該当するものを除く。)があったとき、又は新たに特定勧誘業務を行うこととしたとき若しくは特定勧誘業務を行わないこととしたときは、三十日以内に、主務省令で定めるところにより、その旨を第四十一条第一項の登録を受けた主務大臣又は都道府県知事に届け出なければならない。

2 (略)

(適格特例投資家限定事業の届出等)

第五十九条 (略)

2 適格特例投資家限定事業を営もうとする法人(不動産特定共同事業者、小規模不動産特定共同事業者及び特例事業者を除く。)は、あらかじめ、主務省令で定めるところにより、次に掲げる事項を主務大臣に届け出なければならない。

一～五 (略)

六 特定勧誘業務を行おうとする場合にあっては、別表第一号の下欄に掲げる登録又は届出に関する事項

七・八 (略)

3～4 (略)

5 適格特例投資家限定事業者は、第二項各号(第六号を除く。)に掲げる事項に変更があったとき、又は新たに特定勧誘業務を行うこととしたとき若しくは特定勧誘業務を行わないこととしたときは、三十日以内に、主務省令で定めるところにより、その旨を主務大臣に届け出なければならない。

別表(第五条、第六条、第四十二条、第五十九条、第六十七条関係)

<p>一 第一号事業、小規模不動産特定共同事業(第二条第六項第一号に掲げる行為に係るものに限る。)又は適格特例投資家限定事業</p>	<p>金融商品取引法第二十九条の登録(同法第二十八条第二項に規定する第二種金融商品取引業の種別に係るものに限る。)又は同法第六十三条第二項の規定による届出(同条第一項第一号に掲げる行為に係るものに限る。)</p>
<p>二 第二条第四項第二号に掲げる行為に係る事業又は第四号事業のうち、不動産特定共同事業契約に基づく権利の流通性その他の事情を勘案して主務省令で定めるもの</p>	<p>金融商品取引法第二十九条の登録(同法第二十八条第一項に規定する第一種金融商品取引業の種別に係るものに限る。)</p>
<p>三 第二条第四項第二号に掲げる行為に係る事業又は第四号事業のうち、前号に規定する主務省令で定めるもの以外のもの</p>	<p>金融商品取引法第二十九条の登録(同法第二十八条第二項に規定する第二種金融商品取引業の種別に係るものに限る。)</p>

(1)の金商法改正に対応する形で、不特法も改正がなされている。不特トークンを取り扱う事業者においては、新たに金商法が適用されて金融商品取引業の登録等が必要になることから、不動産特定共同事業の許可等の要件にもこれに加わることになるからである。

今回の不特法改正では、「不動産特定共同事業契約(当該不動産特定共同事業契約に基づく権利が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。))に表示されるものに限る。))の締結の勧誘の業務」を「特定勧誘業務」と定義している(不特法第5条第1項第7号)。ここでの「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。))に表示されるもの」とは、1.で示した金商法上のトークン化を意味する文言と同じであり、したがって、「特定勧誘業務」とは、不特トークンに係る契約の締結を勧誘する業務を意味することになる。

そして、事業者が特定勧誘業務を行おうとする場合においては、許可等の要件に金商法に定める金融商品取引業の登録等を加えらるとともに(不特法第5条第1項第7号・第42条第1項第7号・第59条第2項第6号)、欠格事由として金融商品取引業の登録等を済ませていない法人を加えたものである(不特法第6条第12号(第44条第1号・第59条第4項でも第6条を引用。))。そして、不特法上の許可等に必要な金商法上の登録等は、事業類型ごとに別表にまとめられている(不特法別表)。

また、事業者が新たに特定勧誘業務を行うこととしたとき又は特定勧誘業務を行わないこととしたときは、主務大臣又は都道府県知事に届け出なければならない(不特法第10条・第47条・第59条第5項)。

(3)改正法の経過措置

改正法の施行日前に開始した不特トークンの取得勧誘等(3.(3)参照。)については、金商法第2章(開示規制)(3.(2)参照。)の規定は適用されない(改正法附則第5条)。

改正法施行の際、現に不特トークンに係る金融商品取引業を行っている者(金融商品取引業者を除く。)は、施行日から6カ月間は、当該金融商品取引業を行うことができる(改正法附則第6条第1項)。その間に金商法第29条の登録申請をした場合は、施行日から6カ月経過後も当該申請に係る登録・登録拒否の処分があるまでは当該金融商品取引業を行うことができる(同条第2項)。ただし、上記の不特トークンに係る金融商品取引業の継続のためには、施行日から1カ月以内の届出が必要であり、届出がなければ1カ月経過後には当該業務を継続できなくなる(改正法附則第7条)。

改正法施行の際、現に不特トークンに係る金融商品取引業を行っている金融商品取引業者は、施行日から6カ月間(変更登録拒否の処分があった場合は、当該処分の日まで)は、変更登録を受けなくとも当該金融商品取

引業を行うことができる(改正法附則第8条)。

なお、不特法については特に経過規定は置かれていない。したがって、改正法施行の際、現に特定勧誘業務を行っている事業者の取扱いが問題となる。変更の届出を義務づけられているのは「新たに特定勧誘業務を行うこととしたとき」(不特法第10条・第47条・第59条第5項)であるから、不特法上はこのような事業者に対して直接変更の届出を義務づける規定は存しない。他方、欠格事由の中に金商法上の登録・届出を済ませていない法人が挙げられており(不特法第6条第12項)、事後的にこれに該当した場合には許可等の取消の対象となり得る(不特法第36条・第53条・第59条第4項)¹¹。したがって、改正法施行時に特定勧誘業務を行っている事業者がいれば、猶予期間(6カ月)中に金商法上の登録等を経た上で不特法上の変更の届出を行うことになるのではないか。

3. 法改正後の規制内容

次に、不特トークンに関連して、具体的に新たにどのような規制が及ぶことになるのかについてみていく。金商法は、有価証券の概念・区分、情報開示に係る規制(開示規制)、金融取引業者等に対する規制(業規制)の順で条項が定められていることから、以下ではこの順に沿って不特トークンに対する規制について概説していく。

(1) 有価証券に係る規制区分

金商法は、有価証券のうち広く流通する蓋然性が高いと考えられるものを「第一項有価証券」、その蓋然性が低いものを「第二項有価証券」と整理し、規制内容において区別している¹²。第一項有価証券とは、①金商法第2条第1項各号の有価証券、②有価証券表示権利(金商法第2条第2項前段。2.(1)参照。)、③みなし有価証券(金商法第2条第2項後段・各号)であってトークン化された権利(電子記録移転権利)(金商法第2条第3項柱書)をいい、第二項有価証券とは、みなし有価証券(電子記録移転権利を除く。)(金商法第2条第2項後段・各号)をいう。③のみなし有価証券であってトークン化された権利を第一項有価証券としたのは、ブロックチェーンなど分散型台帳技術等を活用する場合、事実上流通し得ることをふまえたものである¹³。ただし、みなし有価証券であってトークン化された権利のうち広く流通する蓋然性が事実上低いもの¹⁴については、電子記録移転権利から除かれ、第二項有価証券となる(いわゆる適用除外電子記録移転権利)。

したがって、不特トークンは、原則として第一項有価証券に該当し、広く流通する蓋然性が事実上低いとされたものについては、適用除外電子記録移転権利として第二項有価証券に該当することになる。

(2) 開示規制

開示規制はすべての有価証券に適用されるわけではなく、「みなし有価証券」については原則として適用されない(金商法第3条本文・第3号)。みなし有価証券は、券面が発行されないこと等から、一般的に流動性が乏しく、その情報を広く開示する必要性が低いからである¹⁵。ただし、みなし有価証券であっても、電子記録移転権利は

¹¹ 「トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利に係る情報提供資料」(令和6年11月 金融庁・国土交通省)p3、松本岳人・山辺紘太郎・宮城栄司「逐条解説 不動産特定共同事業法 第2版」(きんざい 2022年)(以下「松本他」という。)p309。

¹² 松尾 p61。

¹³ 岸田雅雄[監修]「注釈金融商品取引法【改訂版】」[第1巻]定義・情報開示規制(きんざい 2021年)(以下「注釈金商法1」という。)p55[岸田雅雄・弥永真生]。

¹⁴ 法文上は、「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合」(金商法第2条第3項柱書)とされており、具体的には権利の取得・移転先が適格機関投資家等に限定され、かつ、移転について権利保有者からの申出及び権利発行者の承諾が必要な技術的措置がとられていることが要件となる(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(以下「定義府令」という。)第9条の2)。

¹⁵ 注釈金商法1p148[川口恭弘]。

適用対象となる(同号括弧書・ロ)。したがって、不特トークンについては、電子記録移転権利に該当する場合に限り開示規制の対象となる。

電子記録移転権利に該当する不特トークンの発行又は販売が有価証券の募集又は売出しに該当する場合には、原則として内閣総理大臣にその届出をしなければならず(金商法第4条)、有価証券届出書の提出を要する(金商法第5条第1項・第5項)。併せて、目論見書の作成・交付も義務づけられる(金商法第13条・第15条)¹⁶。

また、有価証券届出書が提出された不特トークンについては、原則として特定期間(=発行者の事業年度)¹⁷ごとに、特定期間経過後3カ月以内に有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない(金商法第24条第1項本文・同項第3号・同条第5項)。

(3)有価証券の募集・私募、売出し・私売出し、引受けについて

なお、上記の開示規制や次に触れる業規制に関連して、有価証券の募集・売出しなどについてその内容を確認しておく。

「有価証券の募集」とは、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)であって、一定要件に該当するものをいう。

第一項有価証券の場合、「有価証券の募集」とは、多数の者(50名以上¹⁸)を相手方とする場合など¹⁹に該当する取得勧誘をいう(金商法第2条第3項)。これに該当しない取得勧誘を「有価証券の私募」といい(同項柱書)、適格機関投資家私募²⁰、特定投資家私募²¹、少人数私募の三類型があり、転売制限要件が付されている(同項第2号イ～ハ、金商令第1条の4・第1条の5の2・第1条の7)。

第二項有価証券の場合、「有価証券の募集」とは、取得勧誘に応じることにより相当程度多数の者(500名以上)が当該取得勧誘に係る有価証券を所有することとなる場合をいう(同項第3号、金商令第1条の7の2)。これに該当しない取得勧誘を「有価証券の私募」といい(金商法第2条第3項柱書)、人数要件(499名以下)のみで第一項有価証券のような転売制限要件は存しない。

「有価証券の売出し」とは、既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込みの勧誘(=売付け勧誘等)であって、一定要件に該当するものをいう(金商法第2条第4項)、取引所金融商品市場における有価証券の売買、譲渡制限のない有価証券で発行者・発行者関係者²²以外が所有するものの売買などは、売付け勧誘等に該当しないものとされている(金商法第2条第4項柱書、金商令第1条の7の3)。

「有価証券の売出し」についても、第一項有価証券と第二項有価証券とで要件が異なっているが、その内容は

¹⁶ 電子記録移転権利に該当する不特トークンは、特定有価証券(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(金商法第5条第1項))に該当し(金融商品取引法施行令(以下「金商令」という。)第2条の13第12号)、開示規制においては特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第1条第5号の4の「特定内国電子記録移転権利」に該当することになる。

¹⁷ 特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令第23条第1号参照。

¹⁸ 適格機関投資家が含まれる場合であって、当該有価証券がその取得者である適格機関投資家から適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合に該当するときは、当該適格機関投資家を除く(金商法第2条第3項第1号)。

¹⁹ 多数の者を相手方とする場合以外として、「有価証券の募集」に該当する場合としては、後述する適格機関投資家私募、特定投資家私募、少人数私募の三類型のいずれにも該当しない場合がある。

²⁰ 適格機関投資家とは、有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令で定める者をいい(金商法第2条第3項第1号)、第一種金融商品取引業者、投資法人、銀行、保険会社、企業年金基金(純資産100億円以上で届出をしたもの)などが該当する(定義府令第10条)。

²¹ 特定投資家とは、適格機関投資家、国、日本銀行、投資者保護基金、特定目的会社、上場会社などが該当する(金商法第2条第31項、定義府令第23条)。また、法人及び一定の要件を満たす個人は、申出により特定投資家への移行が可能である(金商法第34条の3・第34条の4)。

²² 発行者関係者としては、発行者である法人の役員、主要株主等及び子会社等並びに金融商品取引業者等が該当する(金商令第1条の7の3第7号イ～ホ)。

「有価証券の募集」と同様である²³。そして、「有価証券の売出し」に該当しない売付け勧誘等は、いわゆる「有価証券の私売出し」と呼ばれている。有価証券の私売出しのうち、特定投資家向け売付け勧誘等(金商法第2条第6項柱書)²⁴のみが金融商品取業に含まれ、その他の私売出しは金融商品取引業の定義に該当しない²⁵。

「有価証券の引受け」とは、「当該有価証券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」(買取引受け)又は「当該有価証券の全部又は一部につき他にこれを取得する者がいない場合にその残部を取得することを内容とする契約をすること」(残額引受け)である(金商法第2条第8項第6号・第6項)²⁶。いずれも有価証券の募集・私募・売出し・特定投資家向け売付け勧誘等に際して行われるものに限る(同条第8項第6号括弧書)。

(4)業規制

金商法は、「金融商品取引業」に該当する行為を列挙するとともに(金商法第2条第8項)、その業務内容の範囲に応じて「金融商品取引業」を、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業等に区分し(金商法第28条)、各区分に応じた開業規制や行為規制を設けている。金融商品取引業に該当する行為のうち、不動産特定共同事業の流れに沿って不特トークンに関する主な業務を挙げていくと、まず不特トークンの発行に当たって、有価証券の募集・私募(金商法第2条第8項第7号)、有価証券の募集・私募の取扱い(同項第9号)がある。もし発行した不特トークンの全部又は一部を業者が買い取り、その業者が投資家に売りさばくのであれば、有価証券の引受け(同条第8項第6号)に当たる。発行済みの不特トークンに関しては、有価証券の売買(同項第1号)、有価証券の売買の媒介・取次ぎ・代理(同項第2号)がある。以下では、この流れに沿って事業者等がどのような規制に服することになるのかについてみていく²⁷。

①事業者による不特トークンの募集・私募に係る規制類型

発行者たる不動産特定共同事業者自らが不特トークンの取得勧誘を業として行うことは、「有価証券の募集・私募」(金商法第2条第8項第7号)(いわゆる自己募集・自己私募)に該当し²⁸、第二種金融商品取引業に該当する(金商法第28条第2項第1号)。したがって、第二種金融商品取引業の登録が必要となる(金商法第29条)。ただし、適格機関投資家等特例業務(適格機関投資家等を相手方として行う集団投資スキーム持分の自己私募)(金商法第63条第1項第1号)として行われる場合には、第二種金融商品取引業の登録は不要であり、事前の届出で足りる(同条第2項)。

²³ すなわち、第一項有価証券の場合、「有価証券の売出し」とは、多数の者(50名以上)を相手方とする場合などに該当する売付け勧誘をいう(金商法第2条第4項)。これに該当しない売付け勧誘が、「有価証券の私売出し」であり、適格機関投資家私売出し、特定投資家私売出し、少数私売出しの三類型があり、転売制限要件が付されている(同項第2号イ～ハ、金商令第1条の7の4・第1条の8の2・第1条の8の4)。第二項有価証券の場合、「有価証券の売出し」とは、取得勧誘に応じるにより相当程度多数の者(500名以上)が当該取得勧誘に係る有価証券を所有することとなる場合をいう(同項第3号)。これに該当しない有価証券の私売出しについては、人数要件(499名以下)のみで第一項有価証券のような転売制限要件は存しない。

²⁴ 特定投資家向け売付け勧誘等とは、第一項有価証券に係る売付け勧誘であって、特定投資家のみを相手方とし、顧客からの委託により又は自己のために行う売付け勧誘であって、その取得者から特定投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものをいう(金商法第2条第6項柱書・第4項第2号口)。

²⁵ 松尾 p376。

²⁶ これらに加えて新株予約権証券関連の行為(金商法第2条第6項第3号)もあるが、不特トークンとは関連しないため省略する。

²⁷ なお、不特トークンの売出しも理論的にあり得ないわけではないが、不動産特定共同事業の実態からみて想定しにくいと考えられる。

²⁸ なお、自己募集・自己私募が金融商品取引業となるのは、委託者指図型投資信託と集団投資スキームに限られている。これらは投資手段として広く用いられている上、商品組成と販売が一体として行われることが多く、投資者保護の必要性が高いこと、事業会社による株式や社債の自己募集・自己私募まで業規制の対象とすると、事業会社による資金調達を著しく狭めてしまうことを考慮したものとする(黒沼悦郎「金融商品取引法〔第2版〕」(有斐閣 2020年)(以下「黒沼」という。))p615)。

②事業者以外による不特トークンの募集・私募に係る規制類型

発行者たる不動産特定共同事業者以外の者が不特トークンの取得勧誘を業として行うことは、「有価証券の募集・私募の取扱い」(金商法第2条第8項第9号)に該当し、金融商品取引業に当たる。ここでの「取扱い」とは、有価証券の発行者などの他人のために、有価証券の募集・私募を代行する行為と解されている²⁹。そして、不特トークンが電子記録移転権利である場合には第一種金融商品取引業に該当し(金商法第28条第1項第1号)、適用除外電子記録移転権利である場合には、第二種金融商品取引業に該当する(同条第2項第2号)。したがって、電子記録移転権利である不特トークンの募集・私募の取扱いには、第一種金融商品取引業の登録が必要となり、不特トークンが電子記録移転権利でない場合でも、第二種金融商品取引業の登録が必要となる(金商法第29条)。

③不特トークンの引受けに係る規制類型

発行者たる不動産特定共同事業者以外の者が不特トークンを投資家に取得させることを目的に当該不特トークンの全部又は一部を発行者から取得することは、「有価証券の引受け」(金商法第2条第8項第6号)に当たり、第一種金融商品取引業に該当する(金商法第28条第1項第3号)。なお、買取引受けを行った有価証券を売りさばく行為は、形式的には「売出し」に該当するが、新規発行有価証券の分売の過程における行為との実態に着目して、有価証券の募集・私募であると解されている³⁰。

④不特トークンの売買、売買の媒介・取次ぎ・代理に係る規制類型

発行済みの不特トークンの売買、売買の媒介・取次ぎ・代理を業として行うことは、「有価証券の売買」(金商法第2条第8項第1号)又は「有価証券の売買…の媒介、取次ぎ又は代理」(同項第2号)に該当し、金融商品取引業に当たる。そして、不特トークンが電子記録移転権利である場合には第一種金融商品取引業に該当し(金商法第28条第1項第1号)、適用除外電子記録移転権利である場合には、第二種金融商品取引業に該当する(同条第2項第2号)。したがって、発行済みの不特トークンの売買、売買の媒介・取次ぎ・代理に当たっては、電子記録移転権利に該当する場合は第一種金融商品取引業、該当しない場合は第二種金融商品取引業の登録が必要となる。なお、ここでの売買とは「業として」行う売買であり、「対公衆性」のある行為で反復継続して行われるものと解されており、実際に反復継続して行われていなくとも、「対公衆性」及び「反復継続性」が想定される場合なども含まれる。したがって、単に自己のポートフォリオ改善のために行う投資目的の頻繁な売買などは含まれない³¹。

⑤開業規制と行為規制

①～④のいずれにおいても、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のであるが、その際の開業規制として、人的構成要件・業務遂行体制要件、法人要件(※)、国内営業所等設置要件、最低資本金・出資金要件、純財産要件(※)、自己資本要件(※)、主要株主要件(※)等を満たす必要がある(※は第一種のみ)の要件。金商法第29条の4第1項第1・2・4～6号)³²。また、登録に当たっては、日本STO協会への加入、または当該協会規則に準ずる内容の社内規則の作成及び当該社内規則を遵守するための体制整備

²⁹ 松尾 p377。

³⁰ 松尾 p376。ちなみに、これを売出し・私売出しと解すると、特定投資家向け売付け勧誘等以外の私売出しは金融商品取引業に該当しないことから、ここでの引受け行為自体も金融商品取引業ではないことになってしまう。

³¹ 松尾 p363。

³² 松尾 p421。

が必要になる(同項第4号ニ)³³。

また、金融商品取引業を営むに当たっての一般的な行為規制として、誠実公正義務³⁴、勧誘前の情報提供規制(標識掲示義務(金商法第 36 条の2第1項)、広告等規制(金商法第 37 条)など)、不適切な勧誘の禁止(金商法第 38 条)、契約締結前・締結時の書面交付義務(金商法第 37 の3・第 37 条の4)、適合性原則(金商法第 40 条)、損失補填等の禁止(金商法第 39 条)、インサイダー取引の未然防止規制(金商法第 38 条第9号、金融商品取引業等に関する内閣府令第 117 条第 1 項第 13 号～第 16 号)などが定められている³⁵。

なお、これらの開業規制・行為規制には、不特法上においても同旨又は類似の規制が設けられているものが多く、適合性原則と損失補填等の禁止については金商法の規定が準用されている(不特法第 21 条の2。5.(1)参照)。ちなみに、上に挙げた中で不特法に同旨・類似条項がないものとしては、開業規制では純財産要件、主要株主要件、行為規制ではインサイダー取引の未然防止規制が存する。

4. 不特法上の事業類型との対応関係

不特トークンの募集・私募やその代行、不特トークンの売買、売買の媒介・取次ぎ・代理に金商法が適用されるようになったからといって、不特法が適用除外になるわけではない。そこで、不動産特定共同事業の事業類型ごとにどのような許可等が必要になるかについてみていく。

まず、不動産特定共同事業者自らが不特トークンの取得勧誘を行うことは、「不動産特定共同事業契約を締結して当該不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引から生ずる収益又は利益の分配を行う行為」(不特法第2条第4項第1号)に該当し、第一号事業(不特法第5条第1項第9号)の許可を受けなければならない(不特法第3条第1項)。ただし、小規模不動産特定共同事業(不特法第2条第6項第1号)の要件に該当する場合(事業参加者の出資上限:原則 100 万円・出資合計額上限:1億円(不動産特定共同事業法施行令第2条第1項))については、小規模不動産特定共同事業の登録で足りる(不特法第 41 条第1項。いわゆる小規模第一号事業)。また、第一号事業であって適格特例投資家(不特法第2条第 13 項)³⁶のみを相手方又は事業参加者とするものについては、適格特例投資家限定事業(同条第 10 項)として届出のみで足りる(不特法第 59 条)。

次に、不動産特定共同事業者以外の者が不特トークンの取得勧誘を行うこと、発行済みの不特トークンの売買、売買の媒介・取次ぎ・代理を行うことは、「不動産特定共同事業契約の締結の代理又は媒介をする行為」(不特法

³³ なお、新規・成長企業による資金調達の手軽化を図るといった観点から、インターネットを通じて小口の資金調達を行う投資型クラウドファンディングを促進するため、発行価額総額1億円未満かつ1人当たり投資額 50 万円以下(金商令第 15 条の 10 の3)の電子募集取扱業務(=広くインターネットを通じて有価証券の募集の取扱い等を行うこと(金商法第 29 条の2第1項第6号))については、業規制が一部緩和されている(金商法第 29 条の4の2・第 29 条の4の3、金商令第 15 条の7第1項第6号・第8号・第 15 条の9第1項。岸田雅雄[監修]「注釈金融商品取引法【改訂版】(第2巻)業者規制」(きんざい 2022 年)(以下「注釈金商法2」という。)p100[大崎貞和]、松尾 p426。)。当該業務のうち、第一種金融商品取引業に係るものを第一種少額電子募集取扱業務、第二種金融商品取引業に係るものを第二種少額電子募集取扱業務といい、当該業務のみを行う金融商品取引業者をそれぞれ第一種少額電子募集取扱業者、第二種少額電子募集取扱業者と称する(金商法第 29 条の4の2第9項・第 29 条の4の3第3項)。したがって、クラウドファンディングを用いて不特トークンに係る募集を行う場合は、業規制が若干緩和されることになる。

³⁴ 今回の金商法等改正で、誠実公正義務に係る規定は金商法からは削除され、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第2条に新たに規定された。

³⁵ なお、金商法では、一部の類型にのみ適用される行為規制も存する。例えば、善管注意義務・忠実義務は投資助言業務・投資運用業・有価証券管理業務について(金商法第 41 条・第 42 条・第 43 条)、自己執行義務は投資運用業について(金商法第 42 条の3第2項)、分別管理義務は投資運用業・有価証券等管理業務について(金商法第 42 条の4・第 43 条の2～第 43 条の3)定められている。これらのうち、自己執行義務や分別管理義務については、不特法にも類似条項が存する。

³⁶ 適格特例投資家とは、特例投資家のうち、不動産に対する投資に係る専門的知識及び経験を特に有すると認められる者であり、不動産特定共同事業者、認可宅地建物取引業者、総合不動産投資顧問業者、金商法上の適格機関投資家などが該当する(不特規則第5条)。なお、特例投資家とは、銀行、信託会社等不動産に対する投資に係る専門的知識・経験を有すると認められる者及び資本金の額が5億円以上の株式会社をいう(不特法第2条第 13 項・不特規則第4条)。

第2条第4項第2号・第4号)に該当し、事業者が特例事業者(同条第9項。いわゆるSPCである(5.(2)参照。))以外である場合には第二号事業(不動産特定共同事業法施行規則(以下「不特規則」という。)第49条第2項柱書)の許可を、事業者が特例事業者である場合には第四号事業(不特法第2条第8項第3号)の許可を受けなければならない(不特法第3条第1項)。ここでの「媒介」には、不動産特定共同事業契約の締結の「勧誘」が含まれるとされる³⁷。また、「代理又は媒介」には、不動産特定共同事業契約上の地位の移転や持分の譲渡に関する契約の締結の代理・媒介も含むものとされる³⁸。なお、不動産特定共同事業契約の締結の代理又は媒介は、小規模不動産特定共同事業に含まれておらず、第一号事業のような登録で足りる特例は存しない。また、適格特例投資家限定事業者(不特法第2条第11項)と適格特例投資家との間の不動産特定共同事業契約の締結の代理又は媒介については、投資家保護の要請が極めて低いことから³⁹、第二号事業から除かれており(同条第4項第2号括弧書)、不特法上の許可等は不要である。

なお、不特法上の事業類型のうち、「特例事業者の委託を受けて当該特例事業者が当事者である不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引に係る業務を行う行為」(同条第4項第3号)、すなわち第三号事業(同条第8項第2号)、及び第三号事業と同じ行為であって小規模不動産特定共同事業の要件に該当する事業(同条第6項第2号)、すなわち小規模第二号事業(同条第8項第2号)については、不特トークンを発行する不動産特定共同事業であっても金商法の適用対象とはならない。これらは不特トークン発行の元となる現物不動産自体の取引に係る業務であり、有価証券の取扱いを行わないからである。また、適格特例投資家限定事業における不特トークンの取得勧誘等を事業者から受託して行う行為(=適格特例投資家限定事業における第二号事業に相当する行為)は、前述のとおり不特法の適用は受けず、金商法の規制のみに服することになる。

5. 不動産特定共同事業と金融商品取引法

最後に、今回の法改正前から存していた制度も含めて、不動産特定共同事業に対する金商法の適用関係について総括する。不動産特定共同事業における金商法との関わりは、以下の3つの場面に現れる⁴⁰。

(1) 金融商品取引法の準用

金商法第39条・第40条は、不動産特定共同事業契約の締結又はその代理・媒介について準用される(不特法第21条の2)。金商法第39条は、金融商品取引業者等について損失補填等を禁止するとともに、その顧客についても、金融商品取引業者等に損失補填等を要求することを禁止している。その趣旨は、投資家が自己責任の原則の下で投資判断を行うようにし、市場の価格形成機能を維持するとともに、一部の投資家のみ利益提供行為がされることによって生ずる証券市場の中立性及び公正性に対する一般投資家の信頼の喪失を防ぐことにある⁴¹。金商法第40条は、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不適当と認められる商品等の勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないよう業務を行う義務を定めている(適合性原則)。単なる説明義務ではなく、投資対象に不適当な投資家に対しては、そもそも投資勧誘を行わな

³⁷ 松本他 p24。

³⁸ 松本他 p27。

³⁹ 松本他 p24。

⁴⁰ なお、不動産特定共同事業自体に金商法が適用されるケースではないが、金融商品取引業者に対する兼業規制の一環として、第一種金融商品取引業又は投資運用業を行う金融商品取引業者が不動産特定共同事業を行う場合には、遅滞なくその旨を内閣総理大臣に届け出なければならないとされている(金商法第35条第2項第5号・第3項)。証券会社等のすべての業務リスクを健全性のチェックにおいて正確に反映させる趣旨である(注釈金商法2p298〔篠宮寛明〕)。なお、第二種金融商品取引業等を行う金融商品取引業者には兼業規制は存しない(金商法第35条の2)。

⁴¹ 最判 H15.4.18 民集 57-4-366。

い義務を金融商品取引業者等に課すものである⁴²。

いずれの準用も、平成 18 年の証券取引法全面改正(金融商品取引法制定)に併せて、幅広い金融商品に関する横断的な制度の整備を図るため、金融商品取引法に規定する所要の販売・勧誘規制の準用等を行うとして⁴³、銀行法、保険業法などとともに改正が行われたものである。

ただし、不動産特定共同事業のうち金商法が直接適用される類型((2)(3)参照。)については、準用の対象から除かれている(不特法第 21 条の2前段括弧書)。

(2) 第四号事業

第四号事業とは、「特例事業者が当事者である不動産特定共同事業契約の締結の代理又は媒介をする行為」を業として行うことであり(不特法第2条第4項柱書・第4号)、既述のとおり不動産特定共同事業契約上の地位の移転や持分の譲渡に関する契約の締結の代理・媒介も含む。特例事業とは、第一号事業を専ら行うことを目的とする法人が行うもので、不動産特定共同事業契約に基づき営まれる不動産取引に係る業務の全部及び不動産特定共同事業契約の締結の勧誘の業務の全部を⁴⁴それぞれ不動産特定共同事業者等へ委託することなどを要件とする事業をいい(同条第8項)、特例事業の届出(不特法第 58 条第2項)をした者が特例事業者である(不特法第2条第9号)。特例事業者としては、特別目的会社(SPC)が想定されている⁴⁵。

すなわち、特例事業者は第一号事業者とは異なり事業者としての実態を持たず、したがって、特例事業者が締結する不動産特定共同事業契約に基づく権利は、事業者自身の信用力に依拠した資金調達ではなく、むしろアセット・ファイナンスとしての性質が強く、不動産の特性を踏まえた固有の規制が数多く定められていることによる例外として取り扱うべき場合に当たらないとして⁴⁶、当該権利をみなし有価証券に含めたものである(金商法第2条第2項第5号ハ)。

ゆえに、第四号事業は、業として行う有価証券の募集・私募の取扱いや売買の媒介・取次ぎ・代理に該当することになり、金融商品取引業に該当する(同条第8項第9号・第 10 号)。第四号事業における不動産特定共同事業契約に基づく権利はみなし有価証券であるから、第四号事業者は第二種金融商品取引業の登録が必要となり(金商法第 28 条第2項第2号・不特法第5条第1項第8号)、金商法に定める開業規制、行為規制等に服することとなる(3.(4)参照。)

(3) 特定勧誘業務

「特定勧誘業務」とは、「不動産特定共同事業契約(当該不動産特定共同事業契約に基づく権利が電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値(電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る。)に表示されるものに限る。)の締結の勧誘の業務」(不特法第5条第1項第7号)であり、不特トークンに係る契約の締結を勧誘する業務を意味する。今回の法改正で新たに金商法の適用対象に組み入れられた業務であり、詳細は 2・3.にて触れたとおりである。

⁴² 黒沼 p555、注釈金商法2p541〔澤飯敦・大越有人〕。

⁴³ 証券取引法等の一部を改正する法律案要綱(平成 18 年3月 金融庁)p11。

⁴⁴ 法文上は「全部」とされていないが、業務の全部を委託する趣旨とされる(不動産特定共同事業法の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備に関する政令案及び不動産特定共同事業法施行規則の一部を改正する命令案に対する意見の募集結果(H25.12 国土交通省)No.62)。

⁴⁵ 松本他 p38。

⁴⁶ 松本他 p21。

むすび

以上、トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利に係る金融商品取引法上の規制などについて概観してみた。受益証券発行信託の受益証券を用いた不動産セキュリティトークンの発行などが広がる中で、不特トークンがこれからどの程度普及するかについては見通しにくいところである。特に流動性の高い電子記録移転権利として不特トークンを取り扱う場合、受託事業者は第一種金融商品取引業の登録と宅地建物取引業の免許の双方が必要となり、特に不動産企業にとっては参入に向けてかなりハードルが高くなるのではないかと考えられる。ただ、小口化しやすく高い流動性が期待できるというメリットを有するセキュリティトークンという手法を現物不動産への投資に持ち込むことは、不動産投資の更なる広がりにも資するとも考えられることから、今後の展開に注目しておく必要があると考える。

【参考文献】

脚注記載の文献のほか、

- ・国土交通省不動産・建設経済局不動産投資市場整備室「金融商品取引法改正に伴う不動産特定共同事業法の改正について」(2024年3月 日本不動産学会誌 Vol.37 No.4) p124
- ・山内大将・小山友太「2023年金融商品取引法等の一部を改正する法律案における不特法セキュリティトークン規制の概要と実務対応」(2023年12月 牛島総合法律事務所)
- ・不動産特定共同事業の利活用促進ハンドブック(令和6年7月 国土交通省不動産・建設経済局不動産市場整備課)
- ・増田雅史「2020年5月1日施行 改正金商法上のセキュリティトークンとは(第1回・第2回)」(2020年6月 BUSINESS LAWYERS)
- ・矢野貴之「セキュリティトークンの実体法上の位置付けおよび関連する法規制」(2023年3月 PwC's ViewVol.43) p30。

(齋藤 哲郎)