

平成23年 金融商品取引法等の一部改正法と 不動産流動化取引への影響について



山中 淳二

長島・大野・常松法律事務所 弁護士



近藤 喜将

長島・大野・常松法律事務所 弁護士

1. はじめに

平成23年4月1日に、「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律案」（以下、「本改正案」という）が国会に提出され、同年5月17日に、本改正案に基づく改正法（以下、「本改正法」といい、本改正法による法改正を「本改正」という）が成立した^{注1}。本改正では、金融商品取引法（昭和23年法律第25号）（以下、「金商法」といい、本改正後の同法を「改正金商法」という）だけでなく、資産の流動化に関する法律（平成10年法律第105号）（以下、「資産流動化法」といい、本改正後の同法を「改正資産流動化法」という）や特定融資枠契約に関する法律（平成11年法律第4号）等も改正されており、本改正が不動産流動化実務に与える影響は少なからず生じるものと思われる。

注1

但し、本改正法では、本改正案のうち公認会計士制度の見直しに係る部分について改正が見送られ、本改正案の該当部分に関する規定が削除・修正されている（参議院による資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律案に対する修正案参照）。

注2

各項目の詳細については「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律案の概要」（平成23年4月1日提出、金融庁）、「参考資料（資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律案）」（平成23年4月、金融庁）（以下、「本改正案に係る参考資料」という）を参照されたい。

本改正の概要は、主に、①ライツ・オファリング（新株予約権無償割当てによる増資）に係る開示制度等の整備、②コミットメントライン契約（特定融資枠契約）の借主の範囲拡大、③銀行・保険会社等金融機関本体によるファイナンス・リースの活用解禁、④いわゆるプロ投資家等に限定した投資運用業の規制緩和等、⑤資産流動化スキームに係る規制の弾力化、⑥英文開示の範囲拡大、⑦無登録業者による未公開株式等の取引に関する対応（取引の無効ルール創設、広告・勧誘行為の禁止、罰則の引上げ）、⑧裁判所による差止命令の申立ての裁判管轄の拡大、⑨投資助言・代理業の登録拒否事由の拡充等である^{注2}。上述のとおり、本改正法は成立したものの、本改正で導入される新制度に関する具体的な適用要件等については、以下で述べるとおり、その詳細を政省令に委ねている部分が多く、今後の金融庁が作成し公表する政省令案の内容に注意していく

注3

本改正法の附則によれば、不動産流動化取引に関係すると思われる項目のうち②、④及び⑨については、本改正法の公布の日（平成23年5月25日）から1年以内に施行され、⑤については、本改正法の公布の日から6月以内に施行されることが予定されており、今後の不動産流動化取引を見据え、本改正による不動産流動化取引への影響について現時点から予め検討し対応を準備しておくことは有益であると考えます。

注4

なお、本稿は、平成23年5月25日時点において金融庁がそのホームページで公表している情報等を基にしている。

必要があるが、そのためにもまずは本改正の内容を把握しておくことが有益であると考えます。

そこで、本稿では本改正のうち特に不動産流動化取引に影響があると思われる②、④、⑤及び⑨の各内容を概説し、不動産流動化取引への影響について検討を行うことにする。なお、本稿における意見にわたる部分は筆者の個人的見解であり、筆者が所属する又は所属したいかなる団体の意見をも表明するものではない^{注3、注4}。

2. コミットメントライン契約（特定融資枠契約）の借主の範囲拡大

そもそも利息制限法や出資法においては、金銭の貸付に係る上限利息が定められており、原則として利息以外の貸付に係る手数料等も利息とみなして上限利息の計算がなされるところ、特定融資枠契約に関する法律の適用を受ける「特定融資枠契約」（いわゆるコミットメントライン契約）については、そのコミットメントに関する手数料（いわゆるコミットメントフィー）を利息制限法や出資法等の上限利息の計算に際して利息とみなさなくてよいとされる。現行の特定融資枠契約に関する法律では、この特定融資枠契約の借主となりうる者は、①資本金5億円以上又は負債200億円以上の株式会社、②資本金が3億円を超える株式会社、③有価証券報告書提出会社たる株式会社、④資産流動化法に基づく特定目的会社、⑤登録投資法人及び⑥資産流動化のための株式会社とされており（現行の特定融資枠契約に関する法律第2条）、不動産流動化の観点から言えば、いわゆるTK-GKスキームを用いる場合の資産保有SPCである合同会社が含まれていないため、不動産流動化においてかかる合同会社を借主とするコミットメントライン契約を利用することはできなかった。

しかしながら本改正では、特定融資枠契約の借主となりうる者に、(a)純資産の額が10億円を超える株式会社、(b)大会社（上記①乃至③及び(a)をいう。）の子会社、(c)資本金の額等が3億円を超えることその他の要件を満たす外国会社、(d)相互会社、(e)第一種金融商品取引業者及び投資運用業者、(f)証券金融会社、(g)貸金業者、(h)資産流動化のための合同会社が追加されている（本改正後の特定融資枠契約に関する法律第2条第1項）。本改正によって、現行法の下では資本金基準等の要件を満たしていなかった第一種金融商品取引業者や投資運用業者でも運転資金の調達手段として特定融資枠契約を利用することが可能となる。また、資産保有SPCとして合同会社を利用する不動産流動化取引においても、資金調達の手段として、特定融資枠契約を活用することも選択肢の一つとなりうる。

3. プロ投資家等に限定した投資運用業の規制緩和等

注5

本改正法では、「投資運用業の実態及び我が国の資本市場に与える影響その他の事情を勘案して政令で定める金額」とされており、具体的な金額基準についての政令案の公表が待たれる。

(1) プロ投資家等向け投資運用業の新設

本改正法では、投資運用業のうち、全ての運用財産に係る権利者が適格投資家のみであって、全ての運用財産の総額が政令で定める金額^{注5}を超えないとの要件を満たすものを「適格投資家向け投資運用業」と定め、適格投資家向け投資運用業を行おうとする場合の登録要件を現行法下の投資運用業の登録要件より緩和している（改正金商法第29条の5）。しかしながら、次に述べるとおり、この「適格投資家向け投資運用業」の具体的な要件や適用された場合の具体的な効果の内容は政省令に委ねられている部分が多く、現段階では不透明である。従って、今後の金融庁による政省令案の内容に注意していく必要がある。

まず、本改正法では、「適格投資家」とは、特定投資家に加えて、「その知識、経験及び財産の状況に照らして特定投資家に準ずる者として内閣府令で定める者又は金融商品取引業者（金融商品取引業の登録を受けようとする者を含む）と密接な関係を有する者として政令で定める者をいう。」とされている（改正金商法第29条の5第3項）。なお、本改正案に係る参考資料によれば、特定投資家に加え、投資運用業者が運用を行うファンドや投資運用業者の一定の役員又は親法人（プロ投資家に限る）等が適格投資家に含まれることが予定されているものと思われるが、適格投資家の範囲の詳細については、内閣府令案や政令案の公表が待たれるところである。

また、「適格投資家」の範囲に関して、本改正法では、①特定目的会社の発行する資産対応証券（優先出資、特定社債及び特定約束手形）を適格投資家以外の者が取得している場合における当該特定目的会社、②適格投資家以外の者を出資者とする集団投資スキームにより出資された金銭等の投資事業を行い又は行おうとする者（但し、当該投資事業に係る財産の運用が投資運用業者その他の政令で定める者により行われる場合を除く）、③これらの者に準ずる者として内閣府令で定める者は、適格投資家から除外されている（改正金商法第29条の5第4項）。このように、適格投資家から除外される範囲の詳細についても、内閣府令や政令で定められるとされており、今後の金融庁による内閣府令案や政令案の公表が待たれるところである。

(2) プロ投資家等向け投資運用業における登録要件の緩和

また、現行の金商法では、投資運用業の登録申請者が株式会社である場合、その登録を行うためには、当該株式会社は取締役会設置会社であり、かつ監査役設置会社又は委員会設置会社である必要があるが（金商法第29条の2第1

注 6

例えば、①業務に関する十分な知識・経験を有する役員・使用人の確保の状況及び組織体制に照らし、当該業務を適正に遂行することができるか、②役員・使用人のうちに、経歴、暴力団又は暴力団員との関係その他の事情に照らして業務の運営に不適切な資質を有する者があることにより、金融商品取引業の信用を失墜させるおそれがあるかといった基準（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業府令」という）第13条第1号、第2号）がある。また、登録申請者が、不動産信託受益権等を投資対象とする投資運用業（投資信託スキームを利用するものを除く）である不動産関連特定投資運用業（金商業府令第7条第7号）を行う場合については、不動産投資顧問業登録規程の総合不動産投資顧問業者としての登録を受けている者であること、又はその人的構成に照らして、当該登録を受けている者と同等の者であると認められるかといった基準も設けられている（金商業府令第13条第5号、平成19年金融庁告示第54号）。

注 7

本改正法では、本改正が適用される私募の取扱いに該当するための要件については、政令で定めるものとされている（改正金商法第29条の5第2項）。「当該有価証券がその取得者から適格投資家以外の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定めるものに限り」との本改正法の文言からすると、現行の適格機関投資家向け私募や特定投資家向け私募に該当するために要求される譲渡制限に準じた制限が設けられるものと推察されるが、詳細については政令案の公表が待たれる。

注 8

なお、現行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、「投信法」という）においても、投資法人の資産運用会社が行う当該投資法人の発行する投資証券や投資法人債券の私募の取扱い等については、第二種金融商品取引業とみなすこととされている（投信法第196条第2項、投資信託及び投資法人に関する法律施行令第120条）。

項第5号イ）、本改正では、適格投資家向け投資運用業の登録については、登録申請者は監査役設置会社又は委員会設置会社であれば足り、取締役会設置会社である必要はないとされている（改正金商法第29条の5第1項）。

さらに、現行の金商法上、投資運用業の登録には、投資運用業を適確に遂行するに足りる人的構成を有することが必要とされており（金商法第29条の4第1項第1号二）、その具体的な判断基準として、厳格且つ画一的な基準が規定され^{注6}、かかる基準によって登録審査が行われている。他方、本改正案に係る参考資料によれば、適格投資家向け投資運用業の登録については、顧客が適格投資家に限定されることを踏まえ、最低限必要な人員等があれば足りる旨の人的構成要件の緩和に関する特例が内閣府令等において定められるとされており、詳細については今後の内閣府令案等の公表が待たれるところである。

最後に、現行の金商法上、投資運用業者に課されている資本金規制（金商法第29条の4第1項第4号、金融商品取引法施行令（以下、「金商法施行令」という）第15条の7第1項）についても、本改正案に係る参考資料によれば、現行の5000万円以上との規制から1000万円へ引き下げるとされており、今後の金融庁による金商法施行令の改正案の公表が待たれる。

(3) ファンド持分の販売勧誘に係る規制の緩和

また、本改正では、適格投資家向け投資運用業を行う者が、投資信託の受益証券、投資法人の投資証券、投資法人債券、受益証券発行信託の受益証券等を通じて出資又は拠出された金銭等の資産運用権限の全部について投資一任契約（金商法第2条第8項第12号ロ）に基づく委託を受けている場合、適格投資家を相手方として行うそれらの各有価証券の私募の取扱い（適格投資家以外の者が当該有価証券を取得するおそれが少ないものとして政令で定めるものに限り）^{注7}については、当該業務（以下、「みなし第二種金融商品取引業」という）を第二種金融商品取引業とみなすものとされている（改正金商法第29条の5第2項）。現行の金商法では、当該業務は顧客の属性にかかわらず一項有価証券の私募の取扱いに該当するものとして第一種金融商品取引業に該当し、かかる業務を行うためには原則として第一種金融商品取引業の登録が必要とされているが^{注8}、本改正後は、第二種金融商品取引業の登録があれば、適格投資家向け投資運用業の登録をした投資運用業者自らが当該業務を行うことができるようになる。

なお、本改正法では、既に投資運用業の登録を行っている者又はこれから投資運用業の登録を行おうとする者が、投資運用業のうち「適格投資家向け投資運用業」に相当する部分の業務について、上記のみなし第二種金融商品取引業の規定を活用することを希望する場合の取り扱いについては必ずしも明確には

されていない。すなわち、その場合には投資運用業の登録に加えて適格投資家向け投資運用業の登録を別途行う必要があるのか（そもそも投資運用業の登録済の者が更に適格投資家向け投資運用業の登録を行うことが可能なこととして想定されているのか）、それとも投資運用業は適格投資家向け投資運用業を包含しているとして投資運用業者は当然にみなし第二種金融商品取引業に係る上記の関連法令の適用を受けることができるのかといった点については、本改正法からは必ずしも明らかではなく、今後解釈や政省令等による明確化が図られることが期待される。

4. 資産流動化スキームに係る規制の弾力化

本改正では、資産流動化スキームについて、①資産流動化計画の変更届出義務等の緩和、②特定目的会社等による資産の取得等に係る規制の緩和、③特定目的信託の仕組みを利用したイスラム債の発行を促進するための制度の整備が図られている。本稿では、特定目的会社を利用した不動産流動化取引を念頭に、①及び②について取り上げることとする。

(1) 資産流動化計画の変更届出義務等の緩和

資産流動化法では、特定目的会社が提出した資産流動化計画に変更があった場合には、所定の期間内に内閣総理大臣に届け出なければならないとされている（資産流動化法第9条）。しかし、投資家の保護に支障を来さない軽微な変更についてまで変更の届出をしなければならないとすることは、過剰な規制であって、むしろ資産流動化スキームの利用促進を阻害するものではないかとの指摘が従前よりなされていた。そこで、本改正では、特定資産の取得の時期の確定に伴う変更その他の軽微な変更については変更の届出を要しないこととしたものと思われる（改正資産流動化法第9条但書）。

なお、そうであるとしても、具体的にどのようなものがここでいう「軽微な変更」に該当するとされるかについては本改正法からは明らかでない。この点、本改正案に係る参考資料によれば、スキームの骨格に関わらない事項として、個別の証券発行や借入れ条件等についての変更届出義務の対象から除外することが予定されているようである。しかしながら、本改正法では、軽微な変更に該当する範囲の詳細については内閣府令で定めることとされるにとどまるので、今後の内閣府令案の公表が待たれる（改正資産流動化法第9条但書）。

また、資産流動化法上、資産流動化計画の変更には社員総会の決議や利害関係人の全員の事前承諾等が必要とされ、その手続きは煩雑であるが、本改正案に係る参考資料によれば、内閣府令によって資産流動化計画の変更を取締

役に委任することができる場合を定めることが予定されているようである。資産流動化計画の変更届出に係る規制の緩和と同様、投資家の保護に支障を来さない軽微な変更について取締役委任することを認めることが予定されているものと思われるが、上述のとおり、詳細については、内閣府令案等の公表が待たれる。

(2) 特定目的会社等による資産の取得に係る規制の緩和等

注9

特定目的会社が特定資産として不動産又は不動産信託受益権を保有する場合において、不動産に関連して使用される什器備品等の動産を特定目的会社が保有する場合の取扱いについては従前より議論のあるところであるが、本改正法によれば、かかる動産は従たる特定資産として取り扱われるものと考えられる。本改正によって、かかる従たる特定資産については、資産流動化計画によらない処分等の制限の対象から除外される等、通常の特定資産に比べて柔軟な取扱いが認められるものと思われるが、資産流動化計画における従たる特定資産の記載の要否及び方法等の詳細については明らかではなく、今後の政省令案等で明らかにされることが期待される。既存の不動産流動化案件における什器備品等の動産の取扱いにも影響を及ぼす可能性があることから、かかる点については注意が必要と考えられる。

① 優先出資又は特定社債の引受けの申込みをしようとする者に対する通知事項の変更

資産流動化法では、優先出資又は特定社債の引受けの申込みをしようとする者に対して特定資産に関する事項（種類、特定資産を特定するに足る事項等）を通知することとされているが（資産流動化法第40条第1項第7号、第122条第1項第3号）、本改正では、通知すべき特定資産に関する事項から、従たる特定資産に関する事項が除かれている（改正資産流動化法第40条第1項第7号、第122条第1項第3号）。本改正法では、「従たる特定資産」とは、不動産その他の特定資産に付随して用いられる特定資産であって、価値及び使用の方法に照らし投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるものとされており（改正資産流動化法第4条第3項第3号）、その具体的な範囲については内閣府令案の公表が待たれる^{注9}。

また、資産流動化法では、優先出資又は特定社債の引受けの申込みをしようとする者に対して、特定資産の価格についての第三者による調査結果を通知することが要求されている。特に、特定資産たる不動産については不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえて調査した結果の通知が要求されており（資産流動化法第40条第1項第8号、第122条第1項第18号）、現行法では、特定資産たる不動産については、不動産鑑定士による鑑定評価を取得した上で、さらに当該鑑定評価を踏まえた第三者による調査が必要とされており、二重の手間が生じている。そこで本改正法では、不動産鑑定士による鑑定評価を踏まえた第三者による調査を不要とし、不動産鑑定士による鑑定評価の評価額を通知すれば足りることとされている（改正資産流動化法第40条第1項第8号イ）。但し、従来は不動産鑑定士の選定について特に法令上の明文の制限はなかったが、本改正法では、「政令で定める不動産鑑定士」の鑑定評価額を通知することとされている点に注意が必要である。この業務を行うことができる不動産鑑定士の範囲について具体的にどのような制限が課されるかについては、今後作成され公表される政令案の内容に注意していく必要がある。

② 特定資産の譲り受け等における譲渡人等の通知義務の免除

これまでの資産流動化法では、(a) 特定目的会社が、資産流動化計画に

従い特定資産を譲り受けようとする場合には、その譲り受けに係る契約書に、当該特定資産の譲渡人が、当該特定資産に係る資産対応証券に関する有価証券届出書等に記載すべき重要な事項につき、譲受人たる当該特定目的会社に告知する義務を有する旨の記載がないときは、当該特定資産を譲り受けてはならないとされ、また (b) 特定目的会社が、資産流動化計画に従い信託の受益権を譲り受けようとする場合においては、当該信託に係る契約書に、当該信託の受託者が当該信託に係る信託財産の管理及び処分に関する重要な事項につき知った事実を遅滞なく受益者に通知する義務を有する旨の記載がないときは、当該受益権を譲り受けてはならないとされていた（資産流動化法第 199 条、201 条）。従前よりかかる告知義務を課すことの実効性について議論のあるところであったが、本改正においていずれも削除されている。また、特定目的会社が特定資産に係る業務委託を行う場合の、信託の受託者又は業務受託者の重要事項についての告知義務（資産流動化法第 200 条第 2 項第 1 号、同 4 項第 4 号）についても、同様に削除されている。

③ 特定目的会社による借入規制の緩和

これまでの資産流動化法では、特定目的会社は、原則として借入れを行うことはできず、特定目的会社が行うことができる借入れは、特定資産を取得するために必要な資金の借入れ（特定目的借入れ）、資産流動化計画に定められた方法により特定社債、特定約束手形又は特定目的借入れに係る債務の履行に充てるための資金の借入れその他投資者の保護に反しない場合として資産流動化法施行規則で定める場合に行われる借入れ（いわゆる「その他借入れ」）に限定されていた（資産流動化法第 210 条、第 211 条）。このうち、特定目的借入れについて、本改正では、特定目的借入れを行うための要件から「特定資産を取得するため」との目的要件が削除されている（これに伴い、名称も新たに「特定借入れ」と定義されている）（改正資産流動化法第 2 条第 12 項、第 210 条）。既存の特定目的借入れ等に係る債務の弁済に充てるために特定目的借入れを行うことの可否については、上述の目的要件との関係で議論のあったところであるが、本改正により、特定借入れとしてかかる借入れを行えることが条文上も明らかにされたものと思われる。なお、「特定借入れ」については、引き続き、借入先が限定されており、また資産流動化計画において借入れの限度額が定められていることも借入れを行うための要件とされているので、留意が必要である（改正資産流動化法第 210 条）。

また、「特定借入れ」について規制が緩和されることに伴い、「その他借入れ」のうち資産流動化計画に定められた方法により特定社債、特定約束手形又は特定目的借入れに係る債務の履行に充てるための資金の借入れに

については新たに借入期間の制限（1年以内）が追加され、また、その他の「その他借入れ」については、「一時的な資金繰りのために」との文言が追加され、従前よりも利用場面が制限されている（改正資産流動化法第211条）。特定借入れについて目的要件が削除されたことに伴い、従来「その他借入れ」を利用していた場面で、「特定借入れ」を利用することが可能となることを踏まえた改正と思われるが、「その他借入れ」について、その利用場面が制限されるのであれば、借入先等他の要件については内閣府令において従前よりも緩和されることが期待される。

5. 投資助言・代理業の登録拒否事由の拡充

本改正では、金商法に基づく投資助言・代理業の登録拒否事由に、他の業種（第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業及び投資運用業）と同様、「金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者」が追加されている（改正金商法第29条の4第1項第1号ニ）。すなわち、現行の金商法第29条の4では、金融商品取引業の登録に係る登録拒否事由として、人的構成要件（金商法第29条の4第1項第1号ニ）が定められているが、投資助言・代理業の登録の際には適用がないこととされている。ところが、平成23年2月8日付の証券取引等監視委員会による「投資助言・代理業者に対する検査結果について」と題する公表資料によれば、平成21年3月以降平成23年1月末までに74の検査先への検査が実施され、そのうち11先において、重大な法令違反等が認められた^{注10}。また、同公表資料によれば、証券取引等監視委員会は、かかる検査結果を踏まえ、金融庁長官に対して投資助言・代理業の登録拒否事由に人的構成要件を追加する必要があるとの建議を行ったとのことであり、かかる状況を踏まえ、本改正において投資助言・代理業の登録拒否事由に人的構成要件が追加されることになったものと思われる。

しかしながら、本改正法では、投資助言・代理業の登録をしようとする者が、どのような態勢を整備すれば「金融商品取引業を適確に遂行するに足りる人的構成」を有すると認められるのかは明らかではなく、今後の内閣府令案の公表が待たれる。

6. おわりに

以上、主に本改正法及び金融庁の作成にかかる本改正案に係る参考資料を基に、特に不動産流動化取引と関連性のある点について本改正法による改正点を概説してきた。本改正の具体的な内容や要件等については、政令や内閣府令等の下位の法形式に委ねられているところも多いため、本改正に係る政令案や内閣府令案等が公表されていない現段階では、本改正が今後の不動産流動化取

注 10

本改正案に係る参考資料では、法令等の知識や証券業務に関する経験等のある役職員が全くいない業者において、顧客に対して法定の書面を全く交付していなかった事例が挙げられている。その他平成23年2月8日付の証券取引等監視委員会による「投資助言・代理業者に対する検査結果について」別紙2では、①ファンド設立以来、適格機関投資家からの出資がないまま、適格機関投資家等特例業務の届出を行った上、有価証券投資事業を行う匿名組合契約等に係る出資持分の私募及び運用が行われていた事例、②無登録業者への名義貸しの事例、③架空の運用実績等を作成し、事実と相違する広告を公開していた事例等が挙げられている。

引に与える影響については不透明な部分がまだ多く残っている。従って、今後の本改正に係る政省令案に関する議論の動向等を注視するとともに、本改正及び本改正に係る政省令の改正等によって、更なる投資家の保護と不動産流動化取引の推進の両立が実現されるよう、期待したい。

やまなか じゅんじ

1998年に東京大学法学部を卒業後、2000年に長島・大野・常松法律事務所に入所し、2005年にDUKE大学ロースクールを卒業。現在は不動産開発、不動産ファンドやJREITの組成、不動産に関するM&A案件、CMBSなどの不動産証券化案件、その他不動産に関する取引を全般的に取り扱っている。

こんどう よしまさ

2004年に東京大学法学部を卒業後、2006年まで東京国税局管内税務署等に所属。2007年に長島・大野・常松法律事務所に入所し、現在は不動産証券化取引に関する分野等を取り扱っている。