

第 33 回 非上場株式等の取引及び私募制度等に関するワーキング・グループ

2024 年 11 月 7 日（木）13 時 30 分
日 本 証 券 業 協 会 第 1 会 議 室
（ 太 陽 生 命 日 本 橋 ビ ル 8 階 ）

議 案

- J-Ships における適用対象の追加等に係る論点及び検討事項等

以 上



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

非上場株式等の取引及び 私募制度等に関するWG(第33回資料)

J-Shipsにおける適用対象の追加等に係る
論点及び検討事項等

2024年11月7日
日本証券業協会

1. 受益証券発行信託に係るJ-Ships規則の適用等

(1)検討の背景(証券会社からの検討要請)

(2)スキームの概要

① 受益証券発行信託の概要

② 要望会社が想定する受益証券発行信託の信託財産(PEファンド)の概要

(3)J-Ships規則の適用対象に受益証券発行信託の受益証券を追加することに関する論点(案)

(4)STで発行することに関する論点(案)

2. 店頭有価証券ST等に係るJ-Ships規則の検討事項

(1)検討の背景

(2)スキームの概要

(3)店頭有価証券をSTで発行すること等に関する論点(案)

3. 今後の非上場WG・規則改正のスケジュール

(1) 検討の背景（証券会社からの検討要請）

- 非上場企業に対する成長資金の供給を実現する枠組みとして、非上場株式に投資するPEファンドの投資家層の拡大(新たな成長資金の担い手の裾野拡大)に向けて取り組むことが挙げられる。
- その一例として、PEファンドへの出資持分を信託財産とした受益証券発行信託を設定し、その受益証券を小口化して投資家に販売することが考えられる。ただし、PEファンドの契約の複雑性やリスク特性を踏まえると、販売対象は一定以上の知識・経験・財産を持つ特定投資家に限定することが想定される。
- そうした中、現在、「店頭有価証券等の特定投資家に対する投資勧誘等に関する規則(以下「J-Ships規則」という。)」においては、制度創設時に受益証券発行信託の受益証券での利用が想定されていなかったため、適用対象外となっている。
- 上記を踏まえ、J-Ships規則の適用対象に受益証券発行信託の受益証券を追加することを検討していただきたい。
- 併せて、当該受益証券について、その後のセカンダリー取引を想定し、流通をさせやすいセキュリティ・トークン(以下「ST」という。)により発行することも含めて検討いただきたい。

(2) スキームの概要

① 受益証券発行信託の概要

【受益証券発行信託】

- ・ 信託行為において受益権を表示する証券(受益証券)を発行する旨の定めのある信託(信託法185条)
- ・ 受益証券発行信託の受益証券は、いわゆる「第一項有価証券」に該当(金商法2条①十四)
- ・ 信託財産について、(投資信託における“特定資産”のような)制限は無し
- ・ 受益証券の不発行も認められており、ST化が可能(信託法185条②)
- ・ 活用事例:JDR、現物型ETF、不動産ST

<参考:信託法における受益証券発行信託の主な規定>

(受益証券の発行に関する信託行為の定め)

第百八十五条 信託行為においては、この章の定めるところにより、一又は二以上の受益権を表示する証券(以下「受益証券」という。)を発行する旨を定めることができる。

- 2 前項の規定は、当該信託行為において特定の内容の受益権については受益証券を発行しない旨を定めることを妨げない。
- 3 第一項の定めのある信託(以下「受益証券発行信託」という。)においては、信託の変更によって前二項の定めを変更することはできない。
- 4 第一項の定めのない信託においては、信託の変更によって同項又は第二項の定めを設けることはできない。

(受益証券発行信託における受益権の譲渡の対抗要件)

第百九十五条 受益証券発行信託の受益権の譲渡は、その受益権を取得した者の氏名又は名称及び住所を受益権原簿に記載し、又は記録しなければ、受益証券発行信託の受託者に対抗することができない。

- 2 第百八十五条第二項の定めのある受益権に関する前項の規定の適用については、同項中「受託者」とあるのは、「受託者その他の第三者」とする。
- 3 第一項の規定は、無記名受益権については、適用しない。

(2) スキームの概要

② 要望会社が想定する受益証券発行信託の信託財産(PEファンド)の概要

【PEファンド(LPS:投資事業有限責任組合)】

- 「投資事業有限責任組合契約に関する法律(LPS法)」に基づく「投資事業有限責任組合契約(LPS)」
 - LPSの出資者(組合員)は、「業務を執行し、無限責任を負う無限責任組合員(General Partner)」と「業務を執行せず、有限責任を負うにとどまる有限責任組合員(Limited Partner)」の2種類に区分されるところ、受益証券発行信託はLPとして出資
 - 商法に基づく「匿名組合」と異なり、LPS法に基づき監査等の義務が課せられている(LPS法第8条)
- 当該組合は原則として国内の事業者に投資することを目的 (LPS法第2条、第3条)
- 当該組合は、いわゆる「第二項有価証券」に該当(金商法第2条第2項第5号又は6号)

(3) J-Ships規則の適用対象に受益証券発行信託の受益証券を追加することに関する論点(案)

現在、一般投資家に公募で販売することができることを踏まえ、「受益証券発行信託」をJ-Ships規則の対象にも追加することに問題は無いと思われるが、以下の点についてどのように考えるか。

【信託財産等について】

① 信託財産についての制限の要否及びその方法

- ・法令上、信託財産に制限が無いことを踏まえどのように考えるか。
 - 例えば、「暗号資産を信託財産とする受益証券発行信託」が販売される可能性もありうるが、信託財産に制限を設ける必要性についてどのように考えるか。
 - なお、規則において信託財産を制限する場合、対象資産として例えば以下の要素が考えられる。
 - 金商法上の対象となる有価証券(2項有価証券含む)
 - 投信法に定める「特定資産」(8頁参照)
 - 一方で、公募受益証券発行信託も同様の問題があるなかで、基本的に販売会社である証券会社において投資勧誘を行うことがふさわしいか等を判断し、組成・販売されていると思われるところ、J-Ships規則「第3条 検証及び審査」において投資勧誘を行うことがふさわしいか等の検証を求める明示的な規定が置かれており、投資勧誘を行うにふさわしい商品が提供されることは規則上担保されていると考えられる。以上を踏まえ、規則上の手当てやQ&A上の手当ての必要性について、どのように考えるか。

1. 受益証券発行信託に係るJ-Ships規則の適用等

(3) J-Ships規則の適用対象に受益証券発行信託の受益証券を追加することに関する論点(案)

【信託財産等について】

② 審査の要否及びその内容

- ・受益証券発行信託に対する「発行者の審査」についてどのように考えるか。
 - 投資信託については「別の法令に基づき体制整備が求められている委託者等が発行者であること」から発行体に関する審査は不要としている。
 - 一方で、受益証券発行信託にはそのような規制は無いため、同じように発行者に関する体制整備等が法的に担保されていない投資証券等を参考にすることでどうか。
 - その場合、審査項目としては投資証券等と同様(資産の運用等に対する体制整備の状況、法令遵守状況を含めた社会性、反社会的勢力への該当性など)としつつ、審査対象となる発行者については委託者・受託者・信託勘定など、受益証券発行信託の仕組みを踏まえた規定(Q&Aで明確化など)とすることが考えられる。
- ・受益証券発行信託の「信託財産に関する審査」についてはどのように考えるか。
 - 対象資産整理(上記①)次第で対応は変わり得るのか。
 - 「審査」ではなく「検証」にて対応をすることも考えられるのか。(Q&A 問20参照)

<参考:「特定投資家向け銘柄制度(J-Ships)」に関するQ&A 問20>

問 20 投資信託等の場合でも発行者(委託者)への審査は必要ですか。

答 20 国内籍の投資信託受益証券を取り扱う場合は、勧誘対象となる投資者の範囲の検証が必要となりますが、金融商品取引業者及び一般社団法人投資信託協会の正会員として体制整備が求められている国内の委託会社等が発行者であるため、発行者への審査については不要です。一方、外国籍の投資信託受益証券を取り扱う場合には、外国証券の取引に関する規則第 50 条第2号に定める基準に適合していることを確認する必要があります。また、投資証券等の取扱いに際しては、国内投資証券であれば特定投資家投資勧誘規則第3条第2項第2号に定める項目の審査、外国投資証券であれば外国証券の取引に関する規則第 50 条第3号に定める項目の審査を行う必要があります。

(関連規定) 特定投資家投資勧誘規則第3条第2項第2号、外国証券の取引に関する規則第50 条第2号、第3号

【その他】

- ① 「特定証券情報」や「発行者情報」を作成する際に留意すべき事項の有無及びその内容
- ② 現状の二ーズ等を踏まえ、現時点においては国内で組成されるもののみを対象として議論すること

1. 受益証券発行信託に係るJ-Ships規則の適用等

<参考:投信法における「特定資産」に関する主な規定>

○投信法施行令

(特定資産の範囲)

第三条 法第二条第一項に規定する政令で定める資産は、次に掲げるものとする。

- 一 有価証券
- 二 デリバティブ取引(暗号等資産(金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号)第二条第二十四項第三号の二に規定する暗号等資産をいう。第十九条第五項第二号において同じ。)及び暗号等資産関連金融指標(同法第百八十五条の二十二第一項第一号に規定する暗号等資産関連金融指標をいう。第十号八及び第十九条第五項第二号において同じ。)に係るものを除く。第十号八及び二、第百十七条第四号並びに第百二十五条第一項第二号において同じ。)に係る権利
- 三 不動産
- 四 不動産の賃借権
- 五 地上権
- 六 約束手形(第一号に掲げるものに該当するものを除く。第十九条第五項において同じ。)
- 七 金銭債権(第一号、第二号、前号及び第十号に掲げるものに該当するものを除く。第十九条第五項において同じ。)
- 八 当事者の一方が相手方の行う前各号、第十一号又は第十二号に掲げる資産の運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産を主として当該資産に対する投資として運用し、当該運用から生ずる利益の分配を行うことを約する契約に係る出資の持分(第一号に掲げるものに該当するものを除く。第十九条第五項において「匿名組合出資持分」という。)
- 九 商品(商品先物取引法(昭和二十五年法律第二百三十九号)第二条第一項に規定する商品をいう。以下同じ。)
- 十 商品投資等取引(次のイからロまでに掲げる取引をいう。以下同じ。)に係る権利イ商品投資に係る事業の規制に関する法律第二条第一項に規定する商品投資(同項第三号に掲げるものを除く。)に係る取引(以下「商品投資取引」という。)
- ロ商品先物取引法第二条第十四項に規定する店頭商品デリバティブ取引ハ当事者が元本として定めた金額について当事者の一方が相手方と取り決めた商品の価格若しくは商品指数(商品先物取引法第二条第二項に規定する商品指数をいう。以下同じ。)の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払い、相手方が当事者の一方と取り決めた商品の価格、商品指数若しくは金融指標(金融商品取引法第二条第二十五項に規定する金融指標をいい、暗号等資産関連金融指標を除く。)の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払うことを相互に約する取引(これらの金銭の支払とあわせて当該元本として定めた金額に相当する金銭又は商品を授受することを約するものを含む。)
- ハ又はこれに類似する取引(デリバティブ取引並びにイ及びロに掲げる取引に該当するものを除く。)
- ニ当事者の一方の意思表示により当事者間においてハに掲げる取引を成立させることができる権利を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引又はこれに類似する取引(デリバティブ取引に該当するものを除く。)
- 十一 再生可能エネルギー電気の利用の促進に関する特別措置法(平成二十三年法律第百八号)第二条第二項に規定する再生可能エネルギー発電設備(第三号に掲げるものに該当するものを除く。以下「再生可能エネルギー発電設備」という。)
- 十二 公共施設等運営権(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(平成十一年法律第百十七号)第二条第七項に規定する公共施設等運営権をいう。以下同じ。)

(4)STで発行することに関する論点(案)

受益証券発行信託について、その後のセカンダリー取引を想定し、流通をさせやすいSTにより発行することが想定されているところ、金商法上、STで発行されたとしても有価証券の性質は変わらないこととされているため特段問題は無いと思われるが、STでの発行に関し以下の点についてどのように考えるか。

【ST発行での主な論点】

① STで発行する際の情報提供(発行開示)

- ・法令上、当該有価証券を公募STで発行する場合には「有価証券届出書」への追加的な記載が求められるが、「特定証券情報」においてもSTの特性を踏まえた追加的な記載を求めることでどうか。(次頁参照)

② STで発行する際の情報提供(継続開示)

- ・法令上、STで発行した有価証券に関する「有価証券報告書」については、有価証券届出書の追記部分(「事業等のリスク」「投資リスク」)を引用する形で追加的な記載が必要とされているが、「発行者情報」においてもSTの特性を踏まえた追加的な記載を求めることでどうか。(次頁参照)

③ その他検討事項

- ・現状、J-Ships規則において発行や流通形態に関する審査を求める規定はない。ST発行に際しては、信託の委託者・受託者に加え、「プラットフォーマー」という第三者や技術が関与することとなるが、協会員がSTを取り扱う場合、変更登録が必要になり、その際、使用するPFに係る事項を含むSTの取扱態勢について日証協等に報告し、確認を得る必要がある。また、その後の取引状況についても報告を行う必要があること、上記特定証券情報・発行者情報で情報は記載されること等を踏まえると、本規則上の手当ては必要ないのではないかと。
- ・その他、ST発行で留意すべき事項はあるか。

1. 受益証券発行信託に係るJ-Ships規則の適用等

有価証券届出書:内国信託受益証券(特定有価証券開示府令第六号様式)

第一部【証券情報】

第1【内国信託受益証券の募集(売出)要項】 1【内国信託受益証券の形態等】

利用する技術・プラットフォームの名称、内容及び選定理由

第二部【信託財産情報】

第1【信託財産の状況】

3【信託の仕組み】

技術提供者・プラットフォーム提供者の名称及び
運営上の役割並びに関係業務の内容

5【投資リスク】

資産の流出その他の特定内国電子記録移転権利等固有のリスクの特性
リスクに関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある事項
リスクに対する管理体制

第3【証券事務の概要】

技術提供者・プラットフォーム提供者に支払う報酬及び手数料の金額又は料率

技術提供者・プラットフォーム提供者に支払う手数料(申込手数料、解約手数料、管理報酬等を除く)の金額または料率、徴収方法及び徴収時期

(参考)特定証券情報 様式3(※)

第一部【証券情報】

2【投資証券の形態等】

第二部【ファンド情報】

第1【ファンドの状況】

1【投資法人の概況】

(2)【投資法人の仕組み】

3【投資リスク】

7【管理及び運営の概要】

信託受益証券の様式作成にあたっては、それぞれ対応する項目にSTも前提とした記載要領を盛り込むことかどうか

有価証券報告書:内国信託受益証券(特定有価証券開示府令第九号様式)

第1【信託財産の状況】

5【投資リスク】 ※記載内容は有価証券届出書と同様

(参考)発行者情報 様式6(※)

第一部【ファンド情報】

第1【ファンドの状況】

3【投資リスク】

※ 投資証券と信託受益証券は異なるが、信託受益証券の開示書類と記載事項が類似していることから様式3・6を参考として示している

1. 受益証券発行信託に係るJ-Ships規則の適用等

(1) 検討の背景(証券会社からの検討要請)

(2) スキームの概要

① 受益証券発行信託の概要

② 要望会社が想定する受益証券発行信託の信託財産(PEファンド)の概要

(3) J-Ships規則の適用対象に受益証券発行信託の受益証券を追加することに関する論点(案)

(4) STで発行することに関する論点(案)

2. 店頭有価証券ST等に係るJ-Ships規則の検討事項

(1) 検討の背景

(2) スキームの概要

(3) 店頭有価証券をSTで発行すること等に関する論点(案)

3. 今後の非上場WG・規則改正のスケジュール

2. 店頭有価証券ST等に係るJ-Ships規則の検討事項

(1) 検討の背景(証券会社からの検討要請)

- 制度創設以来、J-Shipsを利用した非上場株式の累計資金調達額は150億円を超えるなど、利用は着実に広がっている。一方で、非上場株式は基本的に券面不発行であり、証券会社において保護預りができない(※)。その結果、投資家において他の金融資産との一体管理ができないなどの課題が生じている。
※ 非上場株式の振替制度での取扱いも開始されたが、譲渡制限付株式には対応していないため、多くの非上場株式では利用できない。
- これに対し、J-Shipsで取り扱う非上場株式を、STとして発行した場合、証券会社における保護預りが可能となり、顧客の利便性が向上することが見込まれる。
- 現行のJ-Ships規則において、STでの発行を妨げる規定はない。しかしながら、公募STで有価証券届出書等を提出する場合は、STの特性から追加の記載事項が求められるところ、J-Ships規則に定める特定証券情報等ではSTでの発行を想定しておらず、公募の場合のような追加の対応を求めている。
- 上記を踏まえ、J-Shipsで取り扱う非上場株式をSTとして発行するニーズがあることから、非上場株式等の店頭有価証券の特定証券情報等の様式について、STでの発行も前提としたものへの改訂を検討していただきたい。
- なお、上記追加の記載事項は、投資家保護上の観点から盛り込まれたものと思料されることから、J-Ships規則に定める特定証券情報等においても、現状の様式を用いつつ各社において追加の対応を行うことで、同様の投資家保護を図ることはできると考えられる。

(3) 店頭有価証券をSTで発行すること等に関する論点(案)

① STで発行する際の情報提供(発行開示)

- ・ 信託受益証券同様、「特定証券情報」においても有価証券届出書を参考にSTの特性を踏まえた追加的な記載を求めることでどうか。(9頁及び次頁参照)

② STで発行する際の情報提供(継続開示)

- ・ 前述のとおり、「有価証券報告書」においても「事業等のリスク」に追加的な記載が必要とされている。(9頁参照)
- ・ 一方で、店頭有価証券向けの「発行者情報」については、「会社法上の事業報告」をベースに検討されたことから、そもそも「事業等のリスク」に関する記載が求められていない。しかしながら、STの特性を踏まえ、信託受益証券同様、有価証券報告書を参考に追加的な記載を求めることでどうか。(次頁参照)

③ その他検討事項

- ・ 現状、J-Ships規則において発行や流通形態に関する審査を求める規定はない。ST発行に際しては、信託の委託者・受託者に加え、「プラットフォーム」という第三者や技術が関与することとなるが、協会員がSTを取り扱う場合、変更登録が必要になり、その際、使用するPFに係る事項を含むSTの取扱態勢について日証協等に報告し、確認を得る必要がある。また、その後の取引状況についても報告を行う必要があること、上記特定証券情報・発行者情報で情報は記載されること等を踏まえると、本規則上の手当ては必要ないのではないか。

④ その他有価証券についての検討の要否

- ・ 外国証券は、現地法制下におけるST化の可否や、有価証券と同等の規制の適用があるかが不明瞭であり、また現状ニーズも寄せられていないことから、「外国証券の取引に関する規則」に定める特定証券情報及び発行者情報の様式は、今般のST発行に係る様式改訂の検討の対象外とすることでよい。
- ・ 投資証券についてもSTでの発行の可能性が存在すると認識しているが、投資証券向けの特定証券情報及び発行者情報の様式について検討するニーズはあるか。

2. 店頭有価証券ST等に係るJ-Ships規則の検討事項

有価証券届出書

第一部【証券情報】

第4【その他の記載事項】

利用する技術・プラットフォームの名称、内容及び選定理由

技術提供者・プラットフォーム提供者の名称及び
運営上の役割並びに関係業務の内容

技術提供者・プラットフォーム提供者に支払う報酬及び手数料の金額又は料率

技術提供者・プラットフォーム提供者に支払う手数料(申込手数料、解約手数料、管理報酬等を除く)の金額または料率、徴収方法及び徴収時期

第二部【企業情報】

第2【事業の状況】 3【事業等のリスク】

資産の流出その他の特定内国電子記録移転権利等固有のリスクの特性

リスクに関する投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性がある事項

リスクに対する管理体制

(参考)特定証券情報 様式1

第一部【証券情報】

「その他の記載事項」の記載
箇所はない

第3【事業等のリスク】

「事業等のリスク」とし
て当該箇所にSTに関
する事項を記載する
ことかどうか

有価証券報告書

第一部【企業情報】

第2【事業の状況】 3【事業等のリスク】

※記載内容は有価証券届出書と同様

(参考)発行者情報 様式4

発行者情報では「事業等のリスク」
の記載は求めているない

STに関する事項を記載
することかどうか

1. 受益証券発行信託に係るJ-Ships規則の適用等

(1) 検討の背景(証券会社からの検討要請)

(2) スキームの概要

① 受益証券発行信託の概要

② 要望会社が想定する受益証券発行信託の信託財産(PEファンド)の概要

(3) J-Ships規則の適用対象に受益証券発行信託の受益証券を追加することに関する論点(案)

(4) STで発行することに関する論点(案)

2. 店頭有価証券ST等に係るJ-Ships規則の検討事項

(1) 検討の背景

(2) スキームの概要

(3) 店頭有価証券をSTで発行すること等に関する論点(案)

3. 今後の非上場WG・規則改正のスケジュール

3.今後の非上場WG・規則改正のスケジュール

開催時期	内容
2024年11月7日 (第33回会合)	○検討事項のご説明
	事後照会(アンケート)
2024年12月 (第34回会合)	○アンケート結果を踏まえた検討の方向性
2025年1月 (第35回会合)	○規則案の方向性①
[2025年2月 (第36回会合)	○規則案の方向性②]
2025年3月～4月頃	○エクイティ分科会・自主規制会議
	パブリックコメント実施
2025年6月頃	○規則改正