

# ○. 既発行銘柄のSTART取扱いについて

## 【検討の端緒】

- ✓ STARTでの取扱いを前提せず発行された不動産セキュリティトークン（既発行非取扱銘柄）について、STARTの取扱い銘柄として取り込むことができるのであれば、START市場の活性化を促進できるのではないかとの意見が寄せられた。

## 【タスクフォースにおける初期的なフィージビリティ・スタディーの結果】

- ✓ タスクフォースにおいて、本件について2カ月ほど初期的なフィージビリティ・スタディーを実施。
- ✓ その結果、既発行非取扱銘柄をSTART取扱いとするには、解消若しくは抑制する必要がある幾つかの課題（次ページ）が明らかとなった。
- ✓ 各課題とも検討の深耕と解消乃至抑制策の標準化には、相応に時間と労力を要するため、今後は既発行非取扱銘柄の中から実際にSTART取扱いを希望する銘柄が現れた段階で、検討の再開を図ることとする。

# ○. 既発行銘柄のSTART取扱いについて（続き）

## 【各課題の概要】

### ① 発行後の譲渡取引に係る信託契約の変更の可能性

- 既発行非取扱銘柄の一般受益者の譲渡取引は、発行時において引受け又は募集の取扱いを行った証券会社と一般受益者との相対取引（OTC取引）を前提に募集。
- OTC取引は、基本的に直近時点のNAV（Net Asset Value）をベースに証券会社のポジションリスク等を勘案した価格によって実施。一方、STARTにおける売買取引は、競争売買の方法によって実施するためNAVはあくまでも1投資情報に過ぎず、NAVベースの取引価格とは必ずしも一致せず、かつ時価として変動が生じる。
- NAVベースの価格で譲渡が行えることや安定利回りをうたって販売された商品が、START取扱いによって時価としての価格変動が常に生じることが、「信託の商品としての同一性を失わせることとなる変更」として「非軽微な信託の変更」に該当する恐れがある。
- この場合、異議ある一般受益者に対して一定の期間内にその異議を述べるべき旨等を公告する必要性が生じる。当該手続きに係るコストをファンドで吸収することがSTART取扱いというイベントによって正当化され得るかは議論が必要。
- 加えて、異議ある一般受益者は、受託者に対し、自己の有する当該受益権を、公正な価格で取得することを請求することができ、当該買取請求が一定数に及んだ場合、ファンドは基本的に一般受益者から集めた資金を信託対象資産の運用に当てているため、買取原資が不足することも想定。さらには、このような事態が生じた場合、一般受益者が関係者を訴えるリスクも生じ得る。
- 本件は、START取扱いとなることの評価が一定程度固まれば、理論上は想定されるものの現実的には起こり得ないことではあるが、STARTの市場としての評価が固まっていない現時点においては、慎重な議論が必要。

# ○. 既発行銘柄のSTART取扱いについて（続き）

## 【各課題の概要】

### ② 新たに有価証券届出書の提出に要する費用負担

- 既発行非取扱銘柄の譲渡取引をOTC取引に加えてSTARTにおける取引を加える、又はOTC取引からSTARTにおける取引に置き換えるとした場合、異なる譲渡取引の方法に係る情報や、取引価格が市場実勢によって変動するリスクなどの情報を既存の当該一般受益権者のみならず、潜在的な投資者に対しても周知するために新たに有価証券届出書（組込み方式）の提出を要する可能性あり。当該有価証券届出書の記載内容のリーガルチェックに要する費用の負担先が問題。
- 原則的にはファンドからの負担となるが、負担額によっては利回りに影響し、一般受益者の利益を害する可能性があることから信託法第103条第1項第4号に定める「受益債権の内容の変更」として「信託契約の重要な変更」に該当し得る。本件も課題－①と同様に異議ある一般受益者の買取請求が生じることとなり、現実的にはSTART取扱いを進めることは困難となり得る。
- 本件は、当該ファンドの情報開示に係ることと整理し、開示業務を受託するアセットマネジメントが本費用を負担するとした場合、本来ファンドが負担すべきところであるため、本ファンドのその時点の一般受益者に対して、当該アセットマネジメントが特別の利益の提供を行っているとの疑いが生じ得るので、相応に困難。

### ③ START取扱い関係費用の負担

- STARTの取扱いに際しては、新規取扱審査料、新規取扱手数料、年間取扱管理料及び適時情報提供システム（START-NET）使用料が発行者等負担として生じる。ODXが減免措置を政策的に取る余地はあるが、全てを免除してしまうと既にSTART取扱い銘柄となっている発行者等や一般受益者との間に不公平な状況が生じ得る。又、ODXが特別の利益の提供を行っていると思われる恐れもあり。
- よって、一定程度の負担を求めた場合、課題－①や②と同様の問題が生じ得る。

# ○. 既発行銘柄のSTART取扱いについて（続き）

## 【各課題の概要】

### ④ 商品性の変化に伴う募集時の顧客説明との齟齬

- 課題－①と同様にNAVベースのOTC取引を前提にプライマリーで募集したところに、STARTにおける時価取引の発生によって、募集時の顧客説明と齟齬を生じることとなり、最悪、募集を行った証券会社が顧客から訴訟を受けるリスクを負う可能性が生じ得る。
- START取扱い開始以降もNAVベースのOTC取引を続けた場合、一物二価となり、合理的な説明が難しいことに加え、OTC取引価格とSTARTにおける取引価格の状況如何では、証券会社が特別の利益の提供を行っているとの嫌疑を受けるリスクあり。
- 顧客が法人の場合、期末保有の当該セキュリティトークンを時価評価する必要が生じ、この点でも募集時の説明との齟齬から、証券会社に訴訟リスクも想定される。
- 課題－②で提起した新たな有価証券届出書の提出や顧客への再説明で回避できる可能性はあるが、慎重な検討が必要。

### ⑤ 分配金支払い等に係る標準売買停止期間との関係

- START取扱い銘柄の場合、分配金の権利確定や償還時の償還対象者の確定のために標準的な売買停止期間を設定しているが、既発行非取扱銘柄に関しては、これらの売買停止期間は、銘柄ごとに関係者の事情で設定されており、必ずしもSTART取扱いにおける標準期間とは一致するものではない。
- 本件については、既発行非取扱銘柄がSTART取扱いとなったとしても、標準期間に合わせることが困難な場合には、例外的に従来の期間を維持することとし、投資者や取引参加者への注意喚起を徹底することで問題の抑制は可能と考えられる。

※詳細については、別添「既発行銘柄のSTART取扱いに関しての初期的なフィジビリティ・スタディーの取りまとめ」を参照のこと。

既発行銘柄の START 取扱いに関する  
初期的なフィージビリティ・スタディー  
の取りまとめ

令和 6 年 8 月 1 日

大阪デジタルエクステンジ株式会社

## 1. はじめに

START での取扱いを前提せず発行された不動産セキュリティトークン（既発行非取扱銘柄）について、START の取扱い銘柄として取り込むことができるのであれば、START 市場の活性化を促進できるのではないかとの意見が寄せられた。

そこで、START 運営委員会において既発行非取扱銘柄を START に取り込むための初期的なフィージビリティ・スタディーを実施した。

以下、その概要と今後の対応方について記す。

## 2. 【課題－①】発行後の譲渡取引に係る信託契約の変更の可能性

既発行非取扱銘柄の保有者（一般受益者）の譲渡取引については、通常、発行時において引受け又は募集の取り扱いを行った証券会社と一般受益者との相対取引（OTC 取引）にて行われる。

OTC 取引は、基本的に直近時点の NAV（Net Asset Value）をベースに証券会社のポジションリスク等を勘案した価格によって取引が行われる。一方、START における売買取引は、セキュリティトークン取引に係る業務規程等で定める取引ルールに則り競争売買の方法<sup>1</sup>によって行われる。そのため START における売買取引では、NAV はあくまでも 1 投資情報であり、その他の情報や要員を含め市場の需給の結果として取引価格が決定されることとなり、NAV ベースの取引価格とは必ずしも一致しない。

一般論としては、一般受益者にとって START における取引が OTC 取引に比して不利になるものではないが、他項でも触れられている通り、NAV ベースの価格で譲渡が行えることや安定利回りをうたって当該商品をプライマリーで販売していることなどが、START において取引されることにより時価としての価格変動が常に生じることになり、結果、「信託の商品としての同一性を失わせることとなる変更」として「非軽微な信託の変更」に該当する恐れがある。そして、この場合、異議ある一般受益者に対して一定の期間内にその異議を述べるべき旨等を公告する必要があるが生じる。当該手続きに係るコストをファンドで吸収することが START 取扱いというイベントによって正当化され得るかは議論が必要である。

加えて、当該期間内に異議を述べた一般受益者は、受託者に対し、自己の有する当該受益権を、公正な価格で取得することを請求することができる。当該買取請求が一定数に及んだ場合、ファンドは基本的に一般受益者から集めた資金を信託対象資産の運用に当てているため、買取原資が不足することが想定される。さらには、このような事態が生じた場合、一

---

<sup>1</sup> 競争売買とは、価格優先の原則と時間優先の原則にしたがって、売呼値間の競争と買呼値間の競争を行い、最も優先する売呼値と最も優先する買呼値がある値段的で合致したときに、その値段を約定値段として売買契約を締結させる方法。

般受益者が関係者を訴えるリスクも生じ得る。もっとも、商品性の変更に伴う多数の買取請求が生じるような事態は、セキュリティトークンが START 取扱いとなることの評価が一定程度固まれば、理論上は想定されるものの現実的には起こり得ないことではあるが、START の市場としての評価が固まっていない現時点においては、慎重な議論が必要となると考えられる。

### 3. 【課題－②】新たに有価証券届出書の提出に要する費用負担

仮に既発行非取扱銘柄の譲渡取引を OTC 取引に加えて START における取引を加える、又は OTC 取引から START における取引に置き換えるとした場合、異なる譲渡取引の方法に係る情報や、取引価格が市場実勢によって変動するリスクなどの情報を既存の当該一般受益権者のみならず、潜在的な投資者に対しても周知する必要が生じる。この周知には、新たに有価証券届出書（組込み方式）<sup>2</sup>の提出を要することになる可能性があるが、当該有価証券届出書の記載内容のリーガルチェックに要する費用などをどのように負担するかが問題となる。

原則的にはファンドからの負担となるが、負担額によっては利回りに影響し、一般受益者の利益を害する可能性があることから信託法第 103 条第 1 項第 4 号に定める「受益債権の内容の変更」として「信託契約の重要な変更」に該当し得る。

本件も課題－①と同様に異議ある一般受益者の買取請求が生じることとなり、現実的には START 取扱いを進めることは困難となり得ると考えられる。

一方、本件は、当該ファンドの情報開示に係ることと整理し、開示業務を受託するアセットマネジメントに本費用を負担してもらうとの考え方も取り得る。しかし、開示に係る費用は本来ファンドが負担すべきところ、本件に限って当該アセットマネジメントが負担してしまうと、本ファンドのその時点の一般受益者に対して、当該アセットマネジメントが特別の利益の提供<sup>3</sup>を行っているとの疑いが生じ得る。よって、本対応を取り得ることも相応に

---

<sup>2</sup> 金融商品取引法第 5 条第 3 項「既に内閣府令で定める期間継続して有価証券報告書のうち内閣府令で定めるものを提出している者は、前条第一項から第三項までの規定による届出をしようとする場合には、第一項の届出書に、内閣府令で定めるところにより、その者に係る直近の有価証券報告書及びその添付書類並びにその提出以後に提出される半期報告書並びにこれらの訂正報告書の写しをとじ込み、かつ、当該有価証券報告書提出後に生じた事実で内閣府令で定めるものを記載することにより、同項第二号に掲げる事項の記載に代えることができる。」

<sup>3</sup> 金融商品取引法第 38 条第 1 項第 9 号「金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない。

… 九 前各号に掲げるもののほか、投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、

困難と考えられる。

#### 4. 【課題－③】 START 取扱い関係費用の負担

START の取扱いに際しては、セキュリティトークン取扱規程第 34 条に定める新規取扱審査料、新規取扱手数料、年間取扱管理料及び適時情報提供システム (START-NET) 使用料の負担を発行者等に求めている。これらの一部の費用については、大阪デジタルエクステンジ (ODX) の政策的判断にて減免することも可能と考えられるものの、既発行非取扱銘柄の START 取扱いに関して、全てを免除してしまうと既に START 取扱い銘柄となっている発行者等や一般受益者との間に不公平な状況が生じ得る。さらに、ODX が金融商品取引法上は第 1 種金融商品取引業者に位置付けられていることから、このような一部の者を対象とした手数料等の減免が特別の利益の提供に該当する可能性も否定し難い。

よって、少なくとも何らかの負担は発生するため、その負担の扱いを巡って、課題一②と同様の議論が生じることとなり、本件も慎重な検討が必要と考えられる。

#### 5. 【課題－④】 商品性の変化に伴う募集時の顧客説明との齟齬

既発行非取扱銘柄の募集は、一般受益者への受渡し後の当該受益証券の評価あるいは譲渡取引は NAV ベースで行われることを前提として実施されている。課題一①で提起されているように START 取扱いとなることで、当該受益証券の譲渡が市場の需給を反映した価格で行われることは、募集時の顧客説明と齟齬を生じることとなり、最悪、募集を行った証券会社が顧客から訴訟を受けるリスクを負う可能性が生じ得る。

当該リスクを回避するために、START 取扱い以降も募集を行った証券会社が希望する顧客 (一般受益者) から当該受益証券の直近の NAV をベースにした価格で OTC 取引にて譲渡取引を続けることも考え得る。しかし、この場合であっても市場実勢によっては START における取引価格と NAV が相応に乖離する可能性があり、当該受益証券が一物二価で取引が行われることになり得る。この一物二価を合理的に説明することは容易ではなく、加えて、OTC 取引における取引価格の方が顧客にとって有利であった場合、募集を行った証券会社が当該顧客に対して特別の利益の提供を行っているとの疑いも生じ得る。

さらに、当該受益証券の一般受益者が法人である場合、当該受益証券は、売買目的の有価

---

又は金融商品取引業の信用を失墜させるものとして内閣府令で定める行為」、金融商品取引業等に関する内閣府令第 117 条第 1 項第 3 号「金融商品取引契約につき、顧客若しくはその指定した者に対し、特別の利益の提供を約し、又は顧客若しくは第三者に対し特別の利益を提供する行為 (第三者をして特別の利益の提供を約させ、又はこれを提供させる行為を含む。)」

証券若しくはその他の有価証券として、期末には時価評価を行う必要がある<sup>4</sup>。当該受益証券の時価評価については、募集時点では NAV ベースで行うと認識していた顧客（法人である一般受益者）が、日々変動し得る市場価格（START における約定価格や基準価格）によって行わなければならないとされた場合、募集時の説明との齟齬を問題視し、本件も最悪、募集を行った証券会社や関係者への訴訟リスクが想定され得る。

以上の論点は、課題一②で提起した新たな有価証券届出書の提出や顧客への再説明などにより現実的には回避若しくは低減できる可能性はあるものの、費用の負担の問題もあり、慎重に検討を行う必要があると考えられる。

## 6. 【課題－⑤】 分配金支払い等に係る標準売買停止期間との関係

START 取扱いの不動産 ST では、分配金の権利確定日の 7 営業日前又は 6 営業日前から 2 営業日前までの 5 営業日乃至 6 営業日について受益者原簿の確定のために START における売買取引を停止する標準化がなされている。又、受益者原簿上の償還対象となる保有者を特定する実務上の都合から償還日の 7 営業日前又は 6 営業日前から START での取扱廃止となる 2 営業日前の前営業日までの 4 営業日乃至 5 営業日についても売買停止措置を取ることとの標準化がなされている。

既発行非取扱銘柄に関しては、これらの原簿確定のための売買停止期間（移転記録停止期間）は、銘柄ごとに関係者の事情で設定されており、必ずしも START 取扱いにおける標準期間とは一致するものではない。

標準化は投資者の視認性や利便性の向上と取引参加証券会社のバックオフィス業務の安定性の観点から設けられたものである。よって、既発行非取扱銘柄の売買停止期間（移転禁止期間）を標準期間に合わせることで当該期間の短縮が図られるのであれば、一般受益者にとって不利益な変更とはならないため、期間を標準期間に合わせることは然程生じ得ないと考えられる。

しかし、中には標準期間よりも短い売買停止期間（移転禁止期間）が設定されているものもあり、このような銘柄の該当期間を標準期間に合わせるべく延伸してしまうと一般受益者にとっては不利益な変更に該当してしまう懸念もある。

そこで、本件については、既発行非取扱銘柄が START 取扱いとなったとしても、標準期間に合わせる事が困難な場合には、例外的に従来の期間を維持することとし、投資者や取引参加者への注意喚起を徹底することで問題の抑制は可能と考えられる<sup>5</sup>。

---

<sup>4</sup> 企業会計基準第 10 号 金融商品に関する会計基準 IV-2-(1)及び(4)

<sup>5</sup> 本運用を行った場合、一部の取引参加者が当該銘柄の取引を取次げないおそれは考慮する必要はある。

## 7. 終わりに

ここまで検討してきたように、既発行非取扱銘柄を START 取扱いとするには、解消若しくは抑制する必要がある課題が幾つか存在していることが明らかとなった。そして、各課題とも相応に多くの関係者の労力と時間を費やす必要があると目されることから、具体的な銘柄を以て検討を深め、解決を図った上で他の銘柄についても標準的に展開することが効率的な対応と思料される。

よって、今後は既発行非取扱銘柄の中から実際に START 取扱いを希望する銘柄が現れた段階で、検討の再開及び深耕を図ることとする。

以上

# 「セキュリティトークンの貸借取引」 制度案の概要

START運営委員会 第3回 合同タスクフォース資料

2024年8月1日

大阪デジタルエクスチェンジ株式会社



# 1. 検討の目的等

## 流動性向上策の一つとして

STARTの流動性  
(現状)

- ◆ 流動性が十分であるとは言えない



**流動性の向上策が必要**

- ◆ 取引参加者の顧客からの売買注文とマーケットメイカー（DLP）の提示する注文が対当して成立するケースが多い



### 流動性向上策

#### 仮説

① 取引所上場株式等のような「信用取引」の導入



仮需の創出による流動性向上

② STの貸借取引（貸ST）スキームの整備  
 借り手：DLP  
 貸し手：主として法人  
 （親引け玉保有投資家を想定）



マーケットメイカーの流動性供給力の強化  
 投資家の買付ニーズに対して売付を行う際の調達手段を整備

#### 実現性

- ◆ 制度構築に相当の期間を要する
- ◆ 取引参加者における建玉管理、保証金管理など取引参加者におけるシステム投資が相当なレベルで必要になる

- ◆ 株券等貸借取引に類似の制度設計とすることで比較的容易に導入が可能

## 2. 主な検討項目

### 「株券等の貸借取引」をベースにしつつ、STの特性を考慮した制度を構築

#### 制度設計に関する 検討事項

- ◆ STARTにおける売買取引との関連性を考慮した決済スケジュール
- ◆ 担保金授受の要否／マージンコール・ルール
- ◆ 権利確定に伴う対応（期越え可否・分配金等の取扱い）
- ◆ 合理的な貸借料率の検討
- ◆ START取扱い廃止時の対応            など

#### その他の検討事項

- ◆ STARTでの売買取引における「空売り」に係る対応事項の整理
- ◆ 日証協との協働の可能性
- ◆ 移転コストの低減策
- ◆ Progmaticバージョンアップに伴う留意点の整理・対応

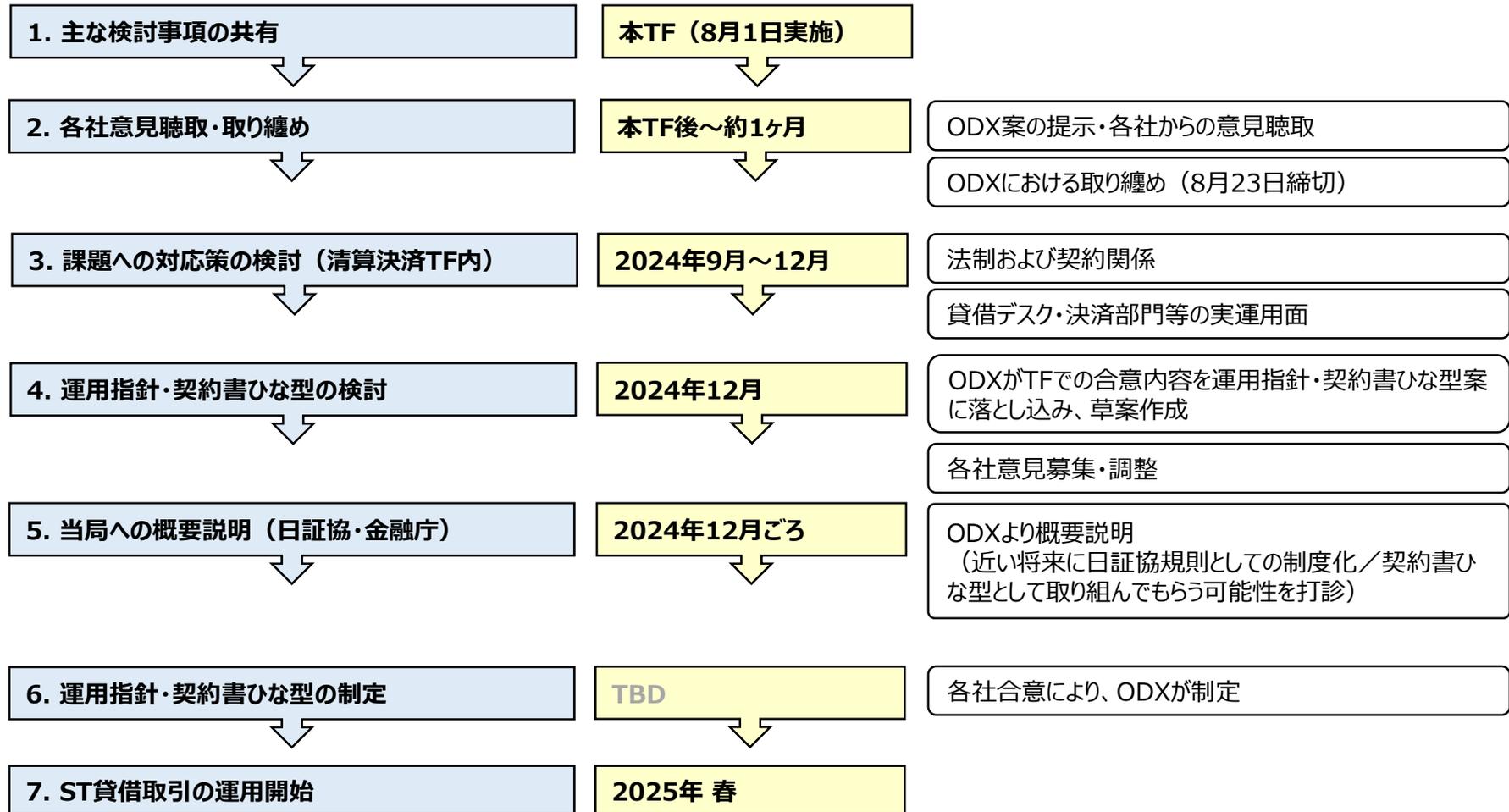
### 3. フロー概要 (ODX案)

#### STARTにおける売買取引との連関性を考慮した決済スケジュール

	新規取引		返済取引			
	① マーケットメイクのための売付STを 貸借取引によって調達		②-a 貸し手の返済要請 (リコール) に起因するもの		②-b 借り手の申し出によるもの	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・借り入れたSTを売付の決済に使用する</li> <li>・売買取引の決済に先んじてST貸借の決済が完了している必要がある</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・事前にDLPがSTARTで買戻し (ShortPositionのUnwind) を行う必要がある</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・借り手であるDLPがLongPositionであることが想定されるため、売買取引の決済を考慮する必要は無い</li> </ul>	
	ST貸借取引	START売買取引	ST貸借取引	START売買取引	ST貸借取引	START売買取引
T	<ul style="list-style-type: none"> <li>・打診、ホールド合意</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ホールド玉の売付によるMM約定【空売り】</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸し手によるリコール</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・買戻し約定 (アンワインド)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・返済の申し出</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新規貸借の約定</li> <li>・担保金差入額の合意</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸借取引の返済約定</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸借取引の返済約定</li> </ul>	
T+1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸借取引 (新規) に係る移転処理</li> <li>・担保金の差入</li> </ul>				<ul style="list-style-type: none"> <li>・担保金返戻額の合意</li> </ul>	
T+2		<ul style="list-style-type: none"> <li>・MM取引に係る清算決済</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・担保金返戻額の合意</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・買戻しに係る清算決済</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸借取引 (返済) に係る移転処理</li> <li>・担保金の返戻</li> </ul>	
T+3			<ul style="list-style-type: none"> <li>・貸借取引 (返済) に係る移転処理</li> <li>・担保金の返戻</li> </ul>			

## 4. 検討スケジュール案

### 2025年春ごろの運用開始を目指す



## 【第3回START運営委員会報告】

### START取扱タスクフォース

“インサイダー類似行為への対応についての検討”

の開催について

# 現状の課題

- インサイダー取引は、金融商品取引法第166条において「会社関係者の禁止行為」として規定されている行為。
  - ✓ 会社関係者（元会社関係者を含む。）が、
  - ✓ 上場会社等の業務等に関する重要事実を、
  - ✓ その者の職務等に関し知りながら、
  - ✓ 当該重要事実が公表される前に、
  - ✓ 当該上場会社等の株券等の売買等を行うこと。（会社関係者からの重要事実の伝達を受けた者等の売買等も含む。）
- 当該「禁止行為」＝「インサイダー取引規制」は、取引所、PTS、店頭など取引が行われる場所を問わず適用されるが、その適用対象は「上場会社等」（金融商品取引法 163 条 1 項及び金融商品取引法施行令 27 条の 2）の「特定有価証券」（金融商品取引法 163 条 1 項及び金融商品取引法施行令 27 条の 3）に限定されている（金融商品取引法 166 条 1 項柱書）。
- 現状、不動産を裏付けとした有価証券はREIT以外は「特定有価証券」に含まれないため、START市場において取引が行われている不動産ST（不動産投資受益証券型ST）については、インサイダー取引規制の対象外となっている。
- しかしながら、主に以下の理由からSTARTにおいて取扱う不動産STについてインサイダー取引に類し得る取引について、自主的に規制することが、一般投資者の信頼を得る為に望ましいと思料される。
  - ✓ STARTは競売買方式による取引を行っており、いわゆる高度な価格形成機能を有すること。
  - ✓ 裏付け資産となる対象不動産が限定的であり、対象となる不動産に生じた事象によって価格変動がREITに比して可能性が高いこと。
  - ✓ 一般投資者に対して、発行者のHPのみならず、START-NETを通じても適時の情報提供を行っているものの、理論上は発行者周りの関係者と一般投資者の間に情報格差が生じ得ることから、発行者サイドからもセーフハーバーとしてのルール整備を望まれていること。
  - ✓ 株式を裏付け資産としたSTについては、インサイダー規制の対象となる特定有価証券に含まれることから、市場としての整備は早晚必要であること。

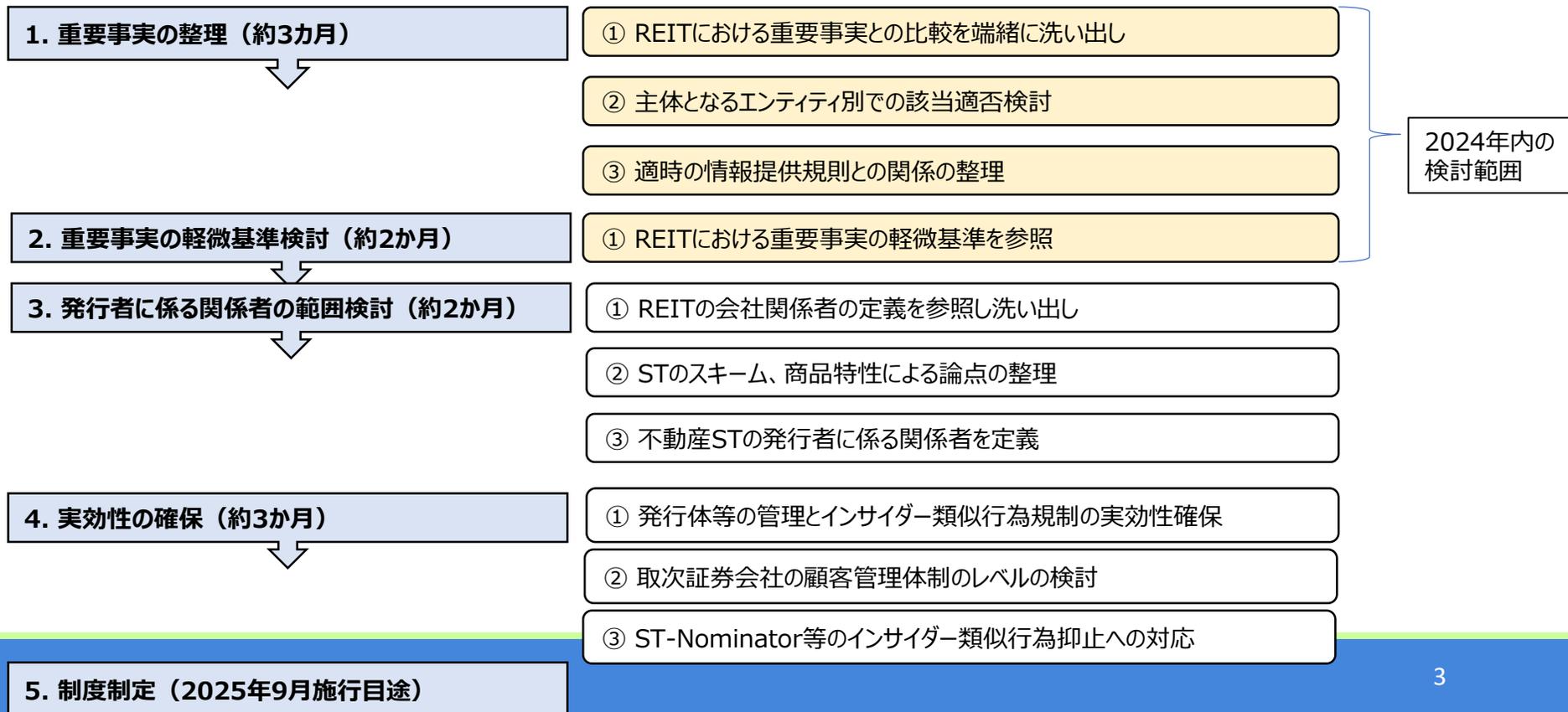
# 検討の前提とスケジュール

## ● 検討の前提

- ① 【対象】不動産STを対象とする。なお、START取扱いの有無に関わらず、現時点で発行されている不動産STの裏付け資産（ホテル、商業施設、レジデンス、倉庫等\*<sub>1</sub>）を可能な範囲でカバーして検討する。
- ② 今秋以降、登録型PTSが認められることを考慮すると、法改正を伴うインサイダー規制が本来の姿ではあるものの、時間的な制約への考慮とSTART市場の信頼性向上を目的に、ODX規則を先行して整備する。  
 なお、一旦、議論が収束した段階で日本証券業協会の自主規制規則に取り込んで頂けるよう働きかけを行う。

\*1：戸建てを対象に含めるかは、要検討。

## ● 主な検討項目と検討の進め方



# 検討メンバー及び今後のスケジュール

## ● 検討メンバー：

取扱制度TFのメンバーに加え、少なくとも有識者2名に参加を依頼する予定。

### 【取扱制度TFメンバー（2024年9月6日現在）】

- ✓ 和泉 雅大 いちご投資顧問株式会社 執行役員 私募ファンド本部長
- ✓ 上坂 武司 株式会社SBI証券 キャピタルマーケット部 部長
- ✓ 中尾 彰宏 ケネディクス株式会社 執行役員 デジタル・セキュライゼーション部長
- ✓ 沼田 薫 野村證券株式会社 参事
- ✓ 武藤 圭太 大和証券株式会社 プロダクト・ソリューション企画部 担当部長
- ✓ 八木 康二 S M B C日興証券株式会社 セキュリティ・トークン業務開発室 室長

### 【有識者メンバー】

- ✓ 小松 浩樹 ケネディクス株式会社 上席執行役員 CIOエクイティ運用部長
- ✓ 清水 真一郎 弁護士 渥美坂井法律事務所
- ✓ 米倉 勝弘 株式会社 三井住友トラスト基礎研究所 私募投資顧問部 副部長 上席主任研究員  
(五十音順、敬称略)

## ● 今後の予定：

- ✓ 2024年9月19日に第1回TFを開催。
- ✓ その後は月1回程度のTF開催を予定。
- ✓ 2025年9月頃に制度施行を目指す。

# ＜参考＞ 有識者の経歴 (五十音順、敬称略)

## □ 小松 浩樹 (こまつ こうじゅ)

- 早稲田大学法学部卒業。
- 三井信託銀行株式会社（現三井住友信託銀行株式会社）入社。
- 同社不動産営業部、不動産投資顧問部、資産金融部、シティトラスト信託銀行株式会社を経て、2005年ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社（現ケネディクス株式会社）入社。
- ケネディクス不動産投資法人（現KDX不動産投資法人）の資産運用会社であるケネディクス・リート・マネジメント株式会社（現ケネディクス不動産投資顧問株式会社）にて、上場準備や投資運用、IR等の業務全般に携わった後、同社チーフ・コンプライアンス・オフィサー、取締役投資運用部長を歴任。
- 2012年10月よりケネディクス株式会社にてエクイティ運用部長を務め、現在同社上席執行役員。
- 不動産鑑定士、日本証券アナリスト協会検定会員

## □ 清水 真一郎 (しみず しんいちろう)

- 一橋大学法学部卒業。
- 検事（2001年10月～2018年8月）
- 名古屋地方検察庁特別捜査部（2010年）
- 金融庁証券取引等監視委員会事務局（2012年～2014年）
- 東京地方検察庁特別捜査部（2015年）
- 弁護士登録（2018年） 第一東京弁護士会
- 公認不正検査士（2019年4月）
- 日本取引所自主規制法人上場管理部・上場審査部出向（2018年8月～2020年8月）
- 株式会社ジャステック 社外取締役監査等委員（2022年2月～）
- 第一東京弁護士会綱紀委員会委員（2022年6月～2024年5月）
- 株式会社アマナにかかる不正調査案件、特別調査委員会委員（2023年6月）
- 東京女子医科大学第三者委員会委員（2024年4月～）

# ＜参考＞ 有識者の経歴 (五十音順、敬称略)

## □ 米倉 勝弘 (よねくら かつひろ)

- 明海大学大学院 不動産学研究科修了
- 早稲田大学大学院 ファイナンス研究科 (NFS) 修了
- 筑波大学大学院 人文社会ビジネス科学学術院 ビジネス科学研究群 経営学学位プログラム (GSSM) 修了
- 2001年に不動産シンクタンク入社後、不動産の鑑定評価およびコンサルティング業務に従事。(株)住信基礎研究所 (現:(株)三井住友トラスト基礎研究所) 入社後は、都市・エリアの不動産投資ポテンシャル評価、オフィス市場・取引市場の動向分析・市場予測、不動産私募ファンドのデューデリジェンス・モニタリング業務に従事。
- 不動産鑑定士
- 公益社団法人 日本証券アナリスト協会 認定アナリスト (CMA)
- 一般社団法人 不動産証券化協会認定マスター
- JDLA Deep Learning for ENGINEER 2022#1

# 不動産投資受益証券の呼値の単位及び制限値幅の変更について

2024年10月7日（月）より不動産投資受益証券の呼値の単位及び制限値幅を以下のとおり変更；

① 不動産投資受益証券の呼値の単位

【2024年10月7日以後】		【2024年10月4日以前】	
値段の水準	単位	値段の水準	単位
30,000円以下	1円		
30,000円超 50,000円以下	5円		
		100,000円以下	1円
50,000円超 300,000円以下	10円		
		100,000円超 1,000,000円以下	5円
300,000円超 500,000円以下	50円		
500,000円超	100円		
		1,000,000円超	10円

② 不動産投資受益証券の呼値の制限値幅

【2024年10月7日以後】		【2024年10月4日以前】	
値段の水準	単位	値段の水準	単位
		10,000円以下	500円
30,000円以下	1,500円		
30,000円超 50,000円以下	2,500円	10,000円超 50,000円以下	2,500円
50,000円超 300,000円以下	15,000円	50,000円超 100,000円以下	5,000円
		100,000円超 300,000円以下	15,000円
300,000円超 500,000円以下	25,000円	300,000円超 500,000円以下	25,000円
500,000円超 1,000,000円以下	50,000円	500,000円超 1,000,000円以下	50,000円
1,000,000円超 3,000,000円以下	150,000円	1,000,000円超 3,000,000円以下	150,000円
3,000,000円超	250,000円	3,000,000円超	250,000円

【合同タスクワークス】検討事項\_各社意見まとめ

#	A社	B社	C社	D社	E社
1	<p>次の点について順次明確にしていきたいと考えています。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・担保金額計算に使用する株価に関して、いつ日を使用するか。</li> <li>・担保金の受渡に際して、コール時は+30日、Buy Back時に新規資金が必要になること、DLP等の反応はどのようなか。</li> <li>・マージンコールに関して、どのようなプロセスにのるか。</li> <li>・貸借金利の集計をODX以外の機関が行うことなどどのようにするか。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ST貸借取引制度は流動性向上策として検討していると理解して頂きます。現在のSTARTの課題は売り比べて買い注文が少ないことに関して、買い手を増やす仕組みが必要と考えます。本制度は買い手を増やす機能ではないように思われますため流動性向上に寄与する施策なのか検討が必要と考えます。</li> <li>・取引には投資家とのセムポート性を担保する機能があること、セムポート性を担保するために必要な取引のSTが貸借取引の対象にされることでセムポート性が機能しなくなることがないよう、貸借取引の導入による影響についても慎重に確認が必要と考えます。</li> </ul>	<p>ST貸借取引制度の導入が、必ずしも流動性の向上策にならないのではないかと懸念します。当社のこれまでの売買実績を見る限り、顧客の売却ニーズの方が強く、DLPは買い注文で対応する形となっています。</p> <p>買付ニーズが明確に見えない中で、システム対応や業務設計には相応のスタがつかえることを考慮します。そのため、新たな取扱参加者が参入しやすくなるような環境整備など別の方法で顧客の買付ニーズを喚起する方が先決なのではないかと考えます。</p>	<p>担保金の授受が必要かどうか 短期的には参加者が法人かつ限定的であり、現金担保前提にそれほど違和感はない。中長期的には、個人との取引を視野に入れるのであれば、無担保取引に対する対応（リスク説明等）を整備した上で、どこまでできる形が望ましいと考える。</p> <p>配当の期越え可・不可について 配当、コーポレートアクション処理は株券等貸借取引と同じになると思われる。また、期越え可・不可は貸出者の判断であるため、制度上は期越え可としておき、個々の取引は貸出者が選択することも一案と思われる。</p> <p>合理的な貸借料の検討 STのトランザクションコストを考慮し合理的な貸借料の検討が必要。トランザクションコストはどの程度か。</p> <p>株式の信用取引のシステムを活用できるような設定していただくと、各社での取引システムの開発・メンテナンスの時間やコストの削減となると思われます。</p> <p>質問になりますが、1銘柄につき、どの程度の発行量があることを前提として、会議が進められていますでしょうか。 課題リスト：投資家保護の観点から、ST貸借取引状況について、ODXが独自に一定程度の情報公開を必要とする必要があるか。 ⇒こちらについては、非常に重要で必ず何らかの取決めが必要だと思います。</p>	<p>貸STによる利便性向上について異論はないが、STRAT市場での価格形成メカニズムに対してどのような影響を及ぼすか、取引高の増加がどの程度のボラティリティの上昇につながるかの試算を踏まえた上で、導入時期の検討を希望する。また後述のインサイダー類似行為との関係で問題が生じないような措置が望ましい。 加えて、現在想定される対象銘柄（銘柄状況を踏まえ選別するの空）・空売りの規制対象の要件があればお聞かせください。</p>
2		<p>事務局案に賛成ございません。</p>			<p>START利用について届出書において記載していない銘柄の取引はについては、当社でも既発行銘柄のSTART取引についてと同様の整理をしてきた。同時に当社で銘柄申請中の銘柄のように発行後、銘柄申請を行うケースについても届出書記載であれば、特に譲渡における価格決定プロセスの相違が投資家に認知されずとみなす。また発行後にSTARTの制度変更があった後にSTARTでの取引扱いを開始する場合に再度の周知をどのように行うかなどを当社としても考えておきたい。</p>
3	<p>Tick Size及び幅制限の変更は利便性及び流動性を高めたいと思われることから、賛成ございません。ただ、システム修正や顧客通知が必要になりますため、リリース時期と方法についてはご相談させていただきます。</p>	<p>事務局案に賛成ございません。</p>	<p>ティックサイズについて刻み幅の拡大の変更は、取引コストの増大という観点からは顧客不利の変更と考えます。 そのため、バフアップコストを活用し、広く意見を募ってから制度変更を行う方が良いかと懸念します。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ある程度説明ができればレンジ範囲の設定が必要になる認識なので、呼称の制限情報も併せて再検討が必要ではないでしょうか。100,000円附近（今後6ヶ月の金額をスタンダードとした場合）を10円とするのであれば、（例）100,000円超 150,000円以下 10円、150,000円超 250,000円以下 ●●円、250,000円超 500,000円以下 ●●円 など</li> </ul>	<p>10万円を境にしてTick Size・幅制限が非対称になっており、発行価格を10万円とするをデフォルト・スタンダードとなっており、現状では、不自然であるため、Tick Size・幅制限の変更を是非お願しいたい。一方、早ければ10月の導入とのことであるが、当社内・顧客への周知の期間を十分に確保してほしい（特に9月に取引開始になった銘柄について、すでに10月に変更があるような場合）。またDLP付かない銘柄において100倍ルール適用の状況なども注視していきたい。全額にわたることはあるが、制度変更は今後も種々予定されていると懸念するので、緊急性があるケースを除いて、年初や期初など一定の時期にまとめて変更を公表、施行していただくと周知の上で好ましい。</p>
4	<p>これから構築する業務についてあえて外国証券のような紙での情報授受を行うような事務コストの温床になるような方法を採用することはし辛いと考えます。 例えば、参加証券会社ではオンデマンドアカウント（ODX決済用と併用）が用意されれば、別途移管アカウントを設ける必要はなくなり、授受をすることは可能でしょうか。あらかじめ証券会社間でアドレスを交換し、おき、お客様は証券会社（+加盟店口座番号）のみ指定する方法により、顧客ごとのアドレスの指定をせずとも移管が可能という方法を検討することは難しいでしょうか。少なくとも紙は排除できずともBCDアドレスをお客様に手書きしたいただくことは避けられるものと考えております。それ以外の特定口座などの手続きは現在の商品と同等の手続きをせざるを得ないということと考えます。</p>		<p>ご提示いただいたフローは紙やメールでの移管依頼書等の授受を前提としたフローとなっており、既存の上場株でのやり取りも事務コストが高く、非効率なフローと思われるため、BCDプラットフォーム上でやり取りするスキームを検討すべきと考えます。 また、他社移管時の特定口座組入要件についても急のため国税庁へ照会した方が良いでしょう。</p>		<p>他社口座への移管手続きに関しては顧客の選択の自由を保障するものであり、賛成したい。詳細の議論をお待ちする。</p>
5	<p>不動産STを対象としたインサイダー類似行為への対応を検討するにあたって、3つの観点からご回答申し上げます。</p> <p>①「内部者登録」の考え方 発行者に係る関係者の定義が確定した後の運用ですが、J-1RISS同様のシステムが未構築の環境下においては、各取扱証券に対して「PO時に発行者より各引受証券会社に届出される安定操作関係者リスト」のような様式で「関係者情報」を共有することで、各証券会社にて既に口座を保有する関係者に対しては「内部者登録」と同様の効果を期待することが出来る（対象不動産STに係る何らかのラグを設定する）のではないのでしょうか</p> <p>②「重要事実」の考え方 不動産STを対象とした検討のことですが、不動産ST自体における「重要事実（例：裏付け資産となる対象不動産に生じる事象の列挙等）」の整理は勿論のこと、当該ST組成にて、関係する上場企業（対象となる不動産を保有している親企業等）の株主に影響がある場合についての洗い出しもお願いたします。</p> <p>③「インサイダー類似行為」に係るODX規則制定後の規則違反について 法改正には時間を要するところから、Phase 1として「ODX規則」として整備されることですが、「取引所規則違反」の発生有無について、どのように審査、検証をするべきか。また、規則違反を検知した場合の報告フローについても、取決めを要すると思われます。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・本来のインサイダー取引規制はインサイダー情報を持っている者に対してインサイダー情報に係る銘柄の取引を禁じるものであり、投資家が規制対象となるが、START規則又はODXが契約を成すルールを遵守させ、関係者等を通じてデータを与えられるのは証券会社、発行会社（AMM会社）、ボローターまでが限定的であり、投資家を対象にすることが難しく、実効性に疑問が残ります。</li> <li>・DLPに対して重たい法令順体制の構築を求めることになりかねず、DLPの確保が難しくなるとし、結果的にODXにおける流動性低下が懸念されます。</li> <li>・ODX取引/銘柄であっても、すべてがODXにおいて取引が行われるもの限らず、OTC取引も継続される可能性があり、ODXのインサイダー類似行為規制が各社の取引に阻害することが懸念されます。</li> </ul> <p>上記の通り、実効性に疑問が残る一方で、ODXを含むセカンダリー取引を停滞させる可能性があることから、慎重に検討の判断をすべきと考えます。</p>	<p>ODX規則として、記載のスケジュールにて進めていくことは賛同します。 検討事項の内容を勘案し、各社の取引審査を所管するコンプライアンス部門等も議論の当初から参画し、検討していく方がよいと思われま</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・検討することには異論はない。ただし法的にはインサイダーとはならないのでどこまで発行体制、証券会社側で管理（システム対応等含め）を求められるの現段階では不明です。</li> <li>・「会社関係者」の定義がREITの場合と大きく異なる認識はありますが、発行体制での情報管理等はSTCに関して大きいため、また現時点でもどこまでREIT同様の対応をされているかあります。</li> <li>・不動産STの裏付け資産毎に検討する記載がありますが、物件タイプにより「会社関係者」の範囲が大きく異なる想定でしょうか。今後の議論次第かと思いますが、REITと同様とするのであれば、裏付け資産毎とした場合に管理範囲が拡大するのではないかという印象があります。</li> <li>※今後の不動産ST化を検討している証券会社もいろいろあるようですので「不動産」での整理を活用できるようなものなればと思います。</li> </ul>	<p>インサイダー類似行為への対応についてはST業界全体、STARTの健全な発展に寄与するものとして重要テーマとして認識する。最終的にSTART銘柄だけでなく、ST全般に適用されるべくプロセスに関心があり、特に不動産STは債権前のインサイダー行為の防止が重要と考えられる。</p>

F社	G社	H社	I社	J社	K社	L社
		<p>・信託銀行の行う各種報告（受益者別調査等）の実務に影響が生じないように、トークンの移転履歴（データ）について、売買等による移転と貸借取引による移転を明確に区別できるように手当てする必要があります。</p> <p>・貸借に伴うトークンの移転について、信託銀行の実務に特段の負担が生じないように思われますが、プラットフォームの違い（Ibet for Fin / Progmatic）等により考慮すべき点があれば明らかにしていただきたいと思います。</p>				<p>Progmaticのバージョンアップ（4.0→6.0）の影響について言及いただいておりますが、ご連絡いただいたフローにおける移転処理については特にバージョンアップの影響はないものと考えております。尚、バージョンアップにあたり、Progmatic上の自己口座は複数登録できるようにする予定のため、バージョンアップ後は使い分けしていただくことができます。（現時点で、Progmatic6.0のリリースは2024年10月末、既発銘柄が存在するMUTB環境のバージョンアップは2025年2月を予定しております。）</p> <p>また貸STにかかる移転処理においても、受益権原簿/仕債原簿の書換は発生するものと思っておりますので、書換に際し書各科（トランザクション）は発生します。</p>
			<p>意見書を取りまとめでいただき、ありがとうございます。 記載いただいた通り、既存受益者にとって不利益変更となりうる可能性もあり、コスト負担を含めて、実案件ベースで検討されることで違和感ございません。 なお、将来的なSTART上場を念頭に置いた場合のSRS記載内容や、信託契約上の手当てなどについて、一定のフラクティスがあれば共有いただくことも有益ではないかと思います。</p>			
					<p>賛成です。</p>	
			<p>前提の確認となり恐縮ですが、移管手続きにあたり、金融商品取引業者等A及びBは事前に対象銘柄を取り扱える数としてプラットフォームに登録されている認識でよろしいでしょうか。 当該処理により、プラットフォームから出力される原簿情報にどのように記載されるのか、念のため把握させていただきたく思います。 （業種をまたため、顧客IDが変更されることから、顧客X→A→B→Xとなるのでしょうか。）</p>	<p>資料拝見しましたが、信託銀行として特段懸念点ございませんので、コメントございません。</p>	<p>移管に関して具体的に検討される場合に必要に応じてテストを支援させていただきます。</p>	<p>些末ではございますが、Progmatic上で発行されている銘柄について、トークンアドレスの部分は「受益権ID」（6.0バージョンアップ後には「銘柄ID」になります。）</p>
					<p>不動産STに関して一定のルールが作られることは賛成ですが、上場REITのように発行体による情報開示に係る負担が大きくなることは避けたいと考えます。 また、ODX様と取引する証券会社様とODX規則として整備すること、協会の自主規制への働きかけは分けて考える方が望ましいと思えます。インサイダー取引として本質的に問題である場合には取引者の罰則を含めて自主規制ではなく、法改正の議論であるべきと考えます。</p>	

#		ご意見	ODX回答
1	ST貸借取引制度の検討について		
	K社	具体的に取引を進める証券会社様とはT+1のST貸借に係る移転等の時刻を含めたフローの整理と必要に応じてテストを支援させて頂ければと思います。	ご協力頂き、ありがとうございます。
	B社	ST貸借取引制度は流動性向上策として検討しているとお理解しています。現在のSTARTの課題は売りに比べて買い注文が少ないことと見ており、買い手を増やす仕組みが必要と考えます。本制度は買い手を増やす施策ではないように思われますため流動性向上に寄与する施策なのか検討が必要と考えます。	頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。 なお、ST貸借取引制度はDLP（数値面および価格面）より魅力的なoffer提示を可能にすることで間接的に買い手に資する施策と見られますが、直接的に買い手を増やす施策の検討につきましては、是非、皆様のお知恵を拝借して、並行して検討させて頂きたいと思っております。
	B社	親引けには投資家とのセムポート性を担保する機能があるところ、セムポート性を担保するために必要な親引け分のSTが貸借取引の対象にされることでセムポート性が機能しなくなることがないように、貸借取引の導入による影響についても慎重に確認が必要だと考えます。	一般論として、譲渡ではなくあくまでも貸借ですので、セムポート性の問題を発生しは考え難いのですが、セムポート性の意義を含め、頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。
	H社	信託銀行の行う各種報告（受益者別調書等）の実務に悪影響が生じないよう、トークンの移転履歴（データ）について、売買等による移転と貸借取引による移転を明確に区別できるように手当てする必要があるように思われます。	頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。
	H社	貸借に伴うトークンの移転について、信託銀行の実務に特段の負担は生じないよう思われますが、プラットフォームの違い（bet for Fin / Progamat）等により考慮すべき点があれば明らかになっていただきたいと思います。	頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。
	E社	・貸STによる利便性向上について異論はないが、STRAT市場での価格形成メカニズムに対してどのような影響を及ぼすか、取引高の増加がどの程度のボラティリティの上昇につながるかの試算を踏まえた上で、導入時期の検討を希望する。また後述のインサイダー取引行為との関係で問題が生じないような措置が望ましい。 加えて、現在想定される対象銘柄（銘柄状況を踏まえた選別） ・空売りの規制対象の要件があればお聞かせください。	前段のご意見につきましては、現状、流動性が低く、トラッキングも難しいことから、貸STによる価格のボラティリティのシミュレーションは、正確、難しいと考えておりますが、その他頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。  (空売り規制対象要件につきましては、別途、TF内にてご説明の予定です。)
	C社	ST貸借取引制度の導入が、必ずしも流動性向上策に繋がらないのではないかと懸念します。当社のこれまでの売買実績を見る限り、顧客の売却ニーズの方が強く、DLPは買い注文で対当する形となっています。買付ニーズが明確に見えない中で、システム対応や業務設計には相当のコストがかかることを憂慮します。そのため、新たな取扱参加者が参入しやすくなるような環境整備など別の方法で顧客の買付ニーズを喚起する方が先決ではないかと考えます。	ご意見ありがとうございます。市場としては買い売り双方の需給が創出されて、流動性が高まりますので、制度としての検討は進めさせて頂きたいと考えます。なお、ST貸借取引はあくまでも制度としての整備であり、利用を強制するものではないことを念のため申し添えておきます。 なお、顧客の買付ニーズを喚起する方策の検討につきましては、是非、皆様のお知恵を拝借して、並行して検討させて頂きたいと思っております。
	D社	担保金の授受が必要かどうか 短期的には参加者が法人かつ限定的であり、現金担保前提にそれほど違和感はない。中長期的には、個人との取引も視野に入れるのであれば、無担保取引に対する対応（リスク説明等）を整備した上で、どちらでもできる形が望ましいと考える。	頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。
	D社	配当の期越え可・不可について 配当、コーポレートアクション処理は株券等貸借取引と同じになると思われる。また、期越え可・不可は貸出者の判断であるため、制度上は期越え可としておき、個々の取引は貸出者が選択すること一案と思われる。	頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。
	D社	合理的な貸借料の検討 STのトランザクションコストを考慮し合理的な貸借料の検討が必要。トランザクションコストはどの程度か。  株式の借入取引のシステムを流用できるような設定としていただけたら、各社での取引システムの開発・メンテナンスの時間やコストの削減となると思われます。	頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。
	D社	疑問になりますが、1銘柄につき、どの程度の発行量があることを前提として、会議が進められておりますでしょうか。課題リスト：投資家保護の観点から、ST貸借取引状況について、ODXが独自に一定程度の情報公開をする必要性はあるか。 →こちらについては、非常に重要で必ず何らかの取り決めが必要だと思います。	1点目のご質問ですが、現状、発行されている不動産STの発行量を前提とする他ございませんので、その方向で議論させていただきます。  その他のご意見につきましては、頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。
	D社	ショートについて検討はすすめるべきだと思いますが、円債市場（国債除く）においてショートは市場価格が存在しないため、特に対リテール前提の制度設計についてはより慎重になる必要があると考えています。	
	K社	Progamatのバージョンアップ（4.0→6.0）の影響について言及いただいておりますが、ご連携いただいたフローにおける移転処理については特にバージョンアップの影響はないものと考えております。尚、バージョンアップに当たり、Progamat上の自己口・オムゴロ口は複数登録できるようにする予定のため、バージョンアップ後は使い分けをしていただくことができます。 (現時点で、Progamat6.0のリリースは2024年10月末、既発銘柄が存在するMUTB環境のバージョンアップは2025年2月を予定しております。)  また貸STにかかる移転処理においても、受益権原簿/社債原簿の書換は発生するものと存じますので、書換に際し票名料（トランザクション費）は発生します。	ご確認、ありがとうございます。
	A社	・担保金額計算に使用する終値に関して、いつ日を使用するか。 ・担保金の受渡しに関して、リコール時はT+3の為、Buy Back時に新規の資金が必要になること、DLP等の反応はどのようなものか。 ・マーケコールドに関して、どのようなフローにするか。 ・貸借金利の集計をODX以外の機関が行うとどのようにするか。	頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。

<p>2 既発銘柄の取扱について</p>	<p>E社</p>	<p>START利用について届出書において記載していない銘柄の取扱については、当社でも「既発行銘柄のSTART取扱について」と同様の整理をしてきた。同時に当社で銘柄申請中の銘柄のように発行後、銘柄申請を行うケースについてどのような届出書記載であれば、特に譲渡における価格決定プロセスの相違が投資家に認知されるときなすか、また発行後にSTARTの制度変更が及ぶその後にSTARTでの取り扱いを開始する場合に再度の周知をどのように行うかなどを当社としても考えておきたい。</p>	<p>貴重なご意見、ありがとうございます。今後の市場運営の参考とさせていただきます。</p>
<p></p>	<p>I社</p>	<p>記載いただいた通り、既存受益者にとって不利益変更となる可能性もあり、コスト負担を含めて、実案件ベースで検討されることで通知させていただきます。 なお、将来的なSTART上場を念頭に置いた場合のSRS記載内容や、信託契約上の手当てなどについて、一定のブラクティクスがあれば共有いただくことも有益ではないかと思えます。</p>	<p>後段のご意見ですが、幾つか事例が漏れて参りましたので、事例集的に整理し、公表させて頂くことを検討致します。</p>
<p>3 Tick Size・価格制限の変更について（不動産ST）</p>	<p>E社</p>	<p>10万円を境にしてTick Size・価格制限が非対称になっており、発行価格を10万円とすることをデフォルト・スタンダードとなってきた現状では、不自然であるため、Tick Size・価格制限の変更を是非お願いしたい。一方、早ければ10月の導入とのことであるが、当社内・顧客への周知の期間を十分に確保してほしい（特に9月に取引開始になった銘柄について、すでに10月にも変更があるような場合）。またDLPが付かない銘柄において100倍ルール適用の状況なども注視していきたい。 全廃にわたることはあるが、制度変更は今後も種々予定されていると想定するので、緊急性があるケースを除いて、年初や年初頃など一定の時期にまとめて変更を公表・施行していただくことを周知の上で好ましい。ティックサイズについて銘柄ごとの拡大の変更は、取引コストの増加という観点では顧客不利の変更と言えます。そのため、パブリックコメントを活用し、広く意見を募ってから制度変更を行った方が良いかと考えます。</p>	<p>中段以降のご意見は承りましたが、変化が激しい時代であり、又、11月以降登録型PTSも認められ市場競争が激化する可能性がございます。よって、迅速なルール変更が市場運営の肝となるため、投資家周知を徹底の上、今後ともタイムリーなルール改正を行っていく所存です。なお、システム変更等を要する場合は、相応のリードタイムを取るの当然と考えております。</p>
<p></p>	<p>C社</p>	<p>呼値の制限値幅のレンジ設定が必要になる認識なので、呼値の制限値幅も合わせて再検討が必要ではないでしょうか。100,000円近辺（今後この金額をスタンダードとした場合）を10円とするのであれば、同レンジは上下同じ金額レンジで検討ではないか。（例 50,000円超 150,000円以下 10円、150,000円超 250,000円以下 ●●円、250,000円超 500,000円以下 ●●円 など）</p>	<p>Tick Sizeの拡大は、取引価格の変化だけを見た場合は、ご意見のように顧客不利の変更とも言えますが、本件は、 ・100,000円を境にTick Sizeが変わることの不便さを解消する。 ・元々100,000円前後の取引価格に1円（約1bps）乃至5円（約5bps）と低流動性銘柄については低すぎたため、板が分散してしまい、流動性の低下を招いていることへの修正。 であり、流動性向上の可能性や市場の利便性向上から、顧客にとっても望ましい要素が十分にあると考えています。 ちなみに、本件は実施前1か月のリードタイムを以て顧客周知を図りますので、対顧客上の問題はないとの認識です。 それから、後段のパブリックコメントの件ですが、現状のSTART市場の認知度においては、関係者以外に関心を持って頂くことは難しいと考えており、本意見照会がパブリックコメントに代替していると考えております。（将来的にSTARTの知名度が向上する場合は、パブリックコメントの導入を検討したいと思えます。）又、11月以降、登録型PTSが認められ、市場競争も激化する可能性がございますので、本件は、提案内容を進めさせていただきます。なお、START市場は黎明期ですので、本Tick Sizeの変更後、半年から1年ほど経過した時点で影響を検証した上で、必要があれば再変更を検討する予定です。</p>
<p></p>	<p>D社</p>	<p>ある程度説明ができるレンジ範囲の設定が必要になる認識なので、呼値の制限値幅も合わせて再検討が必要ではないでしょうか。100,000円近辺（今後この金額をスタンダードとした場合）を10円とするのであれば、同レンジは上下同じ金額レンジで検討ではないか。（例 50,000円超 150,000円以下 10円、150,000円超 250,000円以下 ●●円、250,000円超 500,000円以下 ●●円 など）</p>	<p>呼値の制限値幅のレンジ設定につきましては、東京証券取引所の株式等特種の規程性を以て設定されておりません。今回は原則、レンジ設定を変更しないもののTick Sizeが拡大するために低価格帯については、その影響に鑑み、レンジを追加しています。 いづれにせよ、START市場が黎明期にありますので、一旦、提案内容で変更させて頂き、本Tick Sizeの変更後、半年から1年ほど経過した時点で影響を検証した上で、必要があれば再変更を検討する予定です。その際には、ご提案のような視点も加味させていただきます。</p>
<p></p>	<p>A社</p>	<p>Tick Size及び価格制限の変更は利便性及び流動性を高めると思われることから、異論ございません。ただ、システム修正や顧客通知が必要になりますため、リリース時期と方法についてはご相談させていただきます。</p>	<p>ご協力、ありがとうございます。</p>
<p>4 他社口座への移管手続きについて</p>	<p>K社</p>	<p>移管に関して具体的に検討される場合に必要に応じてテストを支援させて頂ければと思います。</p>	<p>ご協力、ありがとうございます。</p>
<p></p>	<p>B社</p>	<p>ご提示いただいたフローは紙やメールでの移管依頼書等の授受を前提としたフローとなっており、既存の上場株でのやり取りよりも事務コストが高く、非効率なフローだと思われるため、bcのプラットフォーム上でやり取りするスキームを検討できると考えます。 また、他社移管時の特定口座組入要件についても念のため国税庁へ照会した方が良いと考えます。</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p>
<p></p>	<p>I社</p>	<p>前提の確認と同意はありますが、移管手続きあたり、金融商品取引業者等A及びBは事前に対象銘柄を取り扱っている者としてプラットフォームに登録されている認識でよろしいでしょうか。 当該処理により、プラットフォームから出力される原簿情報のように記載されるのか、念のため把握させていただけますと幸いです。 （業者をまたため、顧客IDが変更されることから、顧客X→A→B→Xとなるのでしょうか。）</p>	<p>ご理解のとおりです。</p>
<p></p>	<p>K社</p>	<p>些末ではございますが、Progmat上で発行されている銘柄について、トークンアドレスの部分は「受益権ID」（6.0バージョンアップ後は「銘柄ID」となります。）</p>	<p>失礼致しました。</p>
<p></p>	<p>A社</p>	<p>これから構築する業務についてあえて外国証券のような紙での情報授受を行うような事務コストの温床になるような方法を採用することは辛いと考えます。 例えば、参加証券会社間ではオムニバスアカウント（ODX決済用と併用が困難であれば、別途移管用アカウントを設定）を經由して授受する方法はいかがでしょうか。あらかじめ証券会社間でアドレスを交換しておき、お客様は証券会社（+部店口座番号）のみ指定する方法により、顧客ごとのアドレスの指定をせずとも移管が可能という方法を検討することは難しいでしょうか。少なくとも紙は排除できずともBCアドレスをお客様に手書きいただくようなことは避けられるものと考えております。 それ以外の特定口座などの手続きは現行の商品と同様の手続きをせざるを得ないということと考えます。</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。 なお、ご指摘のようにBCアドレスの授受が大きな課題であることは認識しておりますので、皆様から積極的なアイデアのご提案をお願いします。</p>

5 インサイダー類似行為への対応についての検討			
	K社	<p>不動産STに關して一定のルールが作られることは賛成ですが、上場REITのように発行体による情報開示に係る負担が大きくなることは避けるべきと考えます。</p> <p>また、ODX様と取引する証券会社様がODX規則として整備すること、協会の自主規制への働きかけは分けて考える方が望ましいと考えます。インサイダー取引として本質的に問題である場合には取引者の罰則を含めて自主規制ではなく、法改正の議論であるべきだと考えます。</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p> <p>なお、後段の問題意識につきましては、弊社側でも認識しており、今回の検討で全てが完結するものではなく、先の長い話として進めて参ります。</p>
	B社	<p>・本来のインサイダー取引規制はインサイダー情報を持っている者に対してインサイダー情報に係る銘柄の取引を禁じるものであり、投資家が規制対象になるが、START規則又はODXが契約をもってルールを遵守させ、賠償等をもってペナルティを与えられるのは証券会社、発行会社/JAM会社、サポーターまでが限界であり、投資家を対象にすることが難しく、実効性に疑問があると考えます。</p> <p>・DLPに対して重たい法令順守体制の構築を求めるとはならず、DLPの確保が難しくなってしまう、結果的にODXにおける流動性低下が懸念されます。</p> <p>・ODX取扱い銘柄であっても、すべてODXにおいて取引が行われるとも限らず、OTC取引も継続される可能性があり、ODXのインサイダー類似行為規制が各社の取引を阻害することが懸念されます。</p> <p>上記の通り、実効性に疑問が残る一方で、ODXを含むSTのセカンダリー取引を停滞させる可能性があることから、慎重に検討の判断をすべきと考えます。</p> <p>インサイダー類似行為への対応についてはST業界全体、STARTの健全な発展に寄与するものとして重要テーマとして認識する。最終的にSTART銘柄だけでなく、ST全般に適用されていくプロセスに関心があり、特に不動産STでは俄速前のインサイダー行為の防止が重要と考える。</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p> <p>なお、頂いたご意見のうち「ODX取扱い銘柄であっても、すべてODXにおいて取引が行われるとも限らず、OTC取引も継続される可能性があり、ODXのインサイダー類似行為規制が各社の取引を阻害することが懸念されます。」ですが、OTCであってもインサイダーに類似する行為は投資家の保護に反すると考えられます。OTCに影響を及ぼすのでSTART市場での検討も好ましくないというの、やや本質から離れたご意見かと思しますので、当該ご意見については、一旦、スコープ外として扱わせて頂きます。(ちなみに、STARTでルールが整備された後に、各社のOTCでそのルールをどの程度、準拠あるいは尊重するのは、各社のご判断だと考えます。)</p>
	E社		<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p>
	C社	<p>ODX規制として、記載のスケジュールに検討を進めていくことは賛同します。</p> <p>検討事項の内容を勘案し、各社の取引審査を所管するコンプライアンス部門等も議論の当初から参画し、検討していく方がよいと思われま。</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p> <p>なお、各社のコンプライアンス部門等の方々のTFでの議論への参加は、仰る通り有効と考えますので、各社にそのご参加を要請したいと思います。</p>
	D社	<p>・検討することには異論はなし、ただし、法的にはインサイダーとはなっていないので発行体側、証券会社側で管理（システム対応も含め）を求められるのが現段階では不明です。</p> <p>・「会社関係者」の定義がREITの場合と大きく異なる認識はないですが、発行体側での情報管理等はSTに關してされているのか、また現時点でもどこまでREIT同様の対応がされているか気になります。</p> <p>・不動産STの裏付け資産毎に検討すると認識がありますが、物件タイプにより会社関係者」の範囲が大きく異なる想定でしょうか。今後の議論次第かと思いますが、REITと同様とするのであれば、裏付け資産毎とした場合に管理範囲が拡大するのではないかという印象があります。</p> <p>※今後の動産ST化を検討している証券会社もいらっしゃるようですので「不動産」での整理を活用できるようなものとなればと思います。</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p>
	A社	<p>「内部者登録」の考え方 発行体に係る関係者の定義が確定した後の運用ですが、J-IRISS同様のシステムが未構築の環境下においては、各取扱証券に対して「PO時に発行体より各引受証券会社に展開される安定操作関係者リスト」のような様式で「関係者情報」を共有することで、各証券会社にて既に口座を保有する関係者については「内部者登録」と同様の効果を期待することが出来る（対象不動産STに係る何らかのフラグを設定する）のではないのでしょうか</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p>
	A社	<p>「重要事実」の考え方 不動産STを対象とした検討とのことですが、不動産ST自体における「重要事実（例、裏付け資産となる対象不動産に生じる事象の列挙等）」整理は勿論のこと、当該ST組成にて、関係する上場企業（対象となる不動産を保有していた親企業等）の株主に影響がある場合についての洗い出しもお願いいたします。</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p>
	A社	<p>「インサイダー類似行為」に係るODX規則制定後の規則違反について 法改正には時間を要することから、Phase 1としてODX規則として整備されることですが、「取引所規則違反」の発生有無について、どのように審査、検証をするべきか、また、規則違反を検出した場合の報告フローについても、取り決めを要すると思われま。</p>	<p>頂いたご意見も踏まえ、TFにて検討させていただきます。</p>