

セキュリティトークンに係るインサイダー取引類似行為規制 制度要綱

項 目	内 容	備 考
1. 導入の背景	・一般的にインサイダー取引は、有価証券等の売買取引について当該有価証券の発行体に関する重要な情報を他者に先んじて取得し、その公表前に情報格差が生じている状態で行われる取引を指し、主要国の証券市場においては基本的に禁止行為として規定されている。 ・我が国の金融商品取引法第 166 条では、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を禁じている。ただし、現時点においては、当該インサイダー取引規制の適用対象は「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 3）に限定されており（金融商品取引法 166 条 1 項柱書）、当該特定有価証券等には、不動産及びそれに関連する資産（以下「不動産等」という。）を運用対象としたファンドのセキュリティトークン（以下「セキュリティトークン」を「ST」といい、「不動産等を運用対象としたファンド若しくは投資法人の ST 化された有価証券」を「不動産 ST」という。）は含まれていない（インサイダー取引規制の対象外）。 ・しかしながら、主に以下の理由から、大阪デジタルエクスチェンジ株式会社（以下「ODX」という。）が運営する ST の売買取引市場である START 市場において取引が行われている不動産 ST についても、インサイダー取引に類し得る取引を自主的に規制することが、START 市場に対して一般投資者の信頼を得るために望ましいものと考えられる。 ア）START では、不特定多数の投資者が公正・公平な取引を期待して競売買方式による取引に参加することから、不公正取引を防止すべきであるのは、特定有価証券の場合と同じであること。 イ）裏付け資産となる対象不動産等が限定的であり、対象となる不動産に発生した事象によって、価	・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まれる。 ・インサイダー取引規制は、金融商品取引所、私設取引システム（PTS）、店頭など取引が行われる場所を問わず適用される。

項 目	内 容	備 考
2. 制度の趣旨	格変動が生じる可能性が高いこと。 ウ) START の取引に参加する投資者に対しては、発行者の運営するウェブサイトのみならず、ODX が運営する START-NET を通じて適時の情報提供を行っているが、理論上は発行者周りの関係者と一般投資者の間に一定の情報格差が生じ得ることから、インサイダー取引類似行為を未然に防止する措置を用意することには市場の健全性を保つことに意味があること。 エ) 発行者サイドからもセーフハーバーとしてのインサイダー取引に類似する行為を規制するルール整備が望まれていること。 オ) 上場株式を裏付け資産とした ST については、インサイダー取引規制の対象となる特定有価証券に含まれるところ、近い将来の START 市場において、そのように同規制の対象となる有価証券と不動産 ST のように同対象とならない有価証券が同じ市場において併存するという状況は、市場に参加する者の対応面などから好ましいことではないこと。 ・ 今般、START 運営委員会の分科会である START 取扱制度タスクフォースに参加する関係者と議論を重ね、一定の結論に収束したことから、基本的に START 取扱の不動産 ST を前提として、インサイダー取引に類似する行為（以下「インサイダー取引類似行為」という。）を自主的に規制する制度を導入することとした。 ・ 本制度は、START の取扱 ST について、当該 ST の発行者等が、当該 ST に関して投資者の投資判断に重大な影響を及ぼし得る重要事実をその職務を通じて知るところとなり、当該重要事実の公表前に当該者が START において売買取引を行うというインサイダー取引類似行為を防止することをもって、START の公正性や健全性の向上や維持に資することを目的とするものである。 ・ 本制度の設計にあたっては、投資者や発行者、取引参加者など START 市場に関係する全てのステークホルダーが理解し易いよう金融商品取引法が規定するインサイダー取引規制、特に上場投資法人のインサイダー取引規制の枠組みを参考にしつつ、ODX という一民間企業の主導する START 市場の自	

項 目	内 容	備 考
	主規制となることや新しい金融商品である不動産 ST の特徴などを踏まえ、必要に応じてそれに修正を加えることとした。 ・インサイダー取引規制においては、会社関係者等から公表前の重要事実の伝達を受けた者（第 1 次情報受領者）も規制対象とされているが（金融商品取引法第 166 条第 3 項）、インサイダー取引類似行為においては、主に以下の理由から、現段階では規制対象としないこととした。 ア）ODX という一民間企業の主導する START 市場の自主規制であり、仮に第 1 次情報受領者によるインサイダー取引類似行為を摘発することができたとしても、当該違反行為者へ規制の効力を及ぼすことができないこと。 イ）ST 自体が新しい商品であり、市場の拡大を図る段階では、運用負荷が高まるような重厚な規制は避ける必要があること。 ・なお、不動産 ST 関係会社等が、自社の役職員に対して、不動産 ST に係る重要事実を以て、他者に情報伝達や取引推奨などを行うことを自主的に禁ずることを妨げるものではない。	
3. 対象銘柄	・START 取扱いである不動産 ST（不動産投資証券型 ST 及び不動産投資受益証券型 ST をいう。）	
4. 対象者	・不動産 ST に関しては、以下の者を規制対象者として定義する。 ア）資産運用会社、不動産 ST 投資法人（不動産投資証券型セキュリティトークンの場合の当該投資証券の発行者である投資法人）、委託者、受託者及び資産運用会社の親会社（財務諸表等規則第 8 条第 3 項に規定する親会社）。（以下「不動産 ST 関係会社等」という。） イ）不動産 ST 関係会社等の役職員等。 ・なお、ST-Nominator（セキュリティトークン取扱規程第 13 条に規定される者）が、不動産 ST に係る重要事実を他者に先んじて入手し得ることが想定されることから、規制対象者に ST-Nominator とその関係者も含めるか否かについても検討を行った。しかし、不動産 ST が黎明期であり、償還などの	・上場投資法人では、投資法人と契約関係にある者（テナントの役職員や不動産鑑定会社の役職員等）も規制対象とされるが、不動産 ST においてそれらの者に相当する者を含めると管理が複

項 目	内 容	備 考
5. 対象となる行為	イベントが生じた場合は、証券会社と緊密な連携が必要であることや、各証券会社も上場会社のインサイダー取引規制に対応した法人関係情報の管理に準ずる情報管理を不動産 ST に対しても行っていることなどから、現時点では ST-Nominator を規制対象者に加えないこととした。 ・不動産 ST に係るインサイダー取引類似行為を「不動産 ST 関係者が、当該不動産 ST 関係会社等が発行や管理等を通じて関係性を有する不動産 ST に関する重要事実をその者の職務等に関し知った場合に、その事実が公表される前に当該不動産 ST の売買取引を START 市場において行うこと」と定義し、同行為を禁ずることとする。	雑となるので、当面は対象外とする。 ・不動産 ST における規制の対象範囲の具体例については、別紙参照のこと。 ・ODX 規則による規制であることから、START 取扱銘柄であっても START 市場以外における売買取引は対象外となる。
6. 重要事実	・上場有価証券のインサイダー取引規制においては、重要事実金融商品取引法第 166 条第 2 項他で個別列挙されているが、インサイダー取引類似行為においては、法の定めがないことから、規制の起点となる重要事実を定義する必要がある。なお、全ての事実を重要事実として網羅して定義することは不可能であることから、法に倣いいわゆるバスケット条項を設けることとする。 ・START 市場においては、ST の発行者等（発行者及びセキュリティトークン取扱規程第 2 条第 1 号に定義する重要関係者をいう。以下同じ。）は、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る当該 ST に係る重要な情報を、適時、適切に提供することを求めている（セキュリティトークン取扱規程第 17 条）、かつ、適時の情報提供を行うべき事実を具体的に定めている（同規程第 18 条）。 ・当該適時の情報提供に係る事実を以てインサイダー取引類似行為規制における重要事実とする考え方もあるが、主に以下の理由から重要事実を別途定義し、その重要事実を基本的に適時の情報提供事項とすることとする。	

項 目	内 容	備 考
	ア) 適時の情報提供は、投資者への的確な情報提供を目的とするため、迅速性や適時性を重視して定めている一方、インサイダー取引類似行為規制に係る重要事実、情報格差による取引を防止し、公正な市場の形成を目的とするため正確性や公正性を重視し規定することとなり、両者は必ずしも一致しないこと。 イ) インサイダー取引類似行為規制の実効性の確保は、基本的には規制対象となる者が属する組織が自主的に管理することを前提としているため、管理の容易性を考慮し、できるだけ具体的な定義を行うことが関係者から求められたこと。 ウ) 不動産 ST の資産運用会社あるいはその役職員は、上場投資法人の資産運用にも関与している、若しくはその経験があることが多いため、主に運用のしやすさの観点から上場投資法人の重要事実の定義に準ずる定義を規定することが望まれたこと。 ・ 不動産 ST のインサイダー取引類似行為規制における重要事実、原則として以下の観点を踏まえ、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る事実を以て定義する。 ア) 当該銘柄の運用対象となる原資産の価値に影響が生じる事実が発生又は決定された場合。 イ) 当該銘柄のスキームに変更が生じる決定がなされた場合。 ウ) 当該銘柄に係る資産運用会社、委託者及び受託者において、当該銘柄のスキームの運営に影響を与え得る事実が発生又は決定された場合。 エ) 上場投資法人に係る重要事実について、不動産 ST においても当て嵌め得る場合。 ・ 軽微基準については、運用対象資産が限定されているという不動産 ST の特性や不動産 ST が未だ黎明期にあり新規参入の心理的障壁となることを回避すべきであること等の観点から、投資者保護の視点を踏まえつつも上場投資法人の定義に比べ、総じて重要事実該当しない方向で調整された閾値を定めることとする。 ・ なお、不動産 ST は、運用対象物件が少数であることが多いため、個別物件の状況がファンドの運用へ影響する可能性が高く、運用資産に発生した事件や事故による運用資産へのレピュテーションにつ	

項 目	内 容	備 考
7. 重要事実の公表と周知	いても重要事実として定義すべきか検討を行った。その結果、レピュテーションが運用成績に及ぼす影響を定量的に、迅速かつ正確に推計することが困難であったことから、当面は個別の重要事実としては定義を行わず（バスケット条項を適用）、今後、実際の事例が生じてきた段階で改めて個別規定について検討を行うこととしている。 ・又、不動産 ST は金融商品取引法第 24 条の 5 第 4 項に基づき臨時報告書を提出することが求められているので、臨時報告書提出要件として内閣府令において規定される事象は原則として重要事実に含まれるものとする。 ・インサイダー取引規制においては、法に定める情報伝達手段の内、EDINET（金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）と TDnet サービス（適時開示情報閲覧サービス；TDnet を通じて開示した会社情報について、インサイダー取引規制上の公表措置に係る法令要件を充足することができるようにされた東証が運営するインターネットサイト）については、重要事実に係る開示情報がこれらに掲載され公衆縦覧に供された時点で、重要事実が公表・周知がなされたとされている。又、2 以上の報道機関による重要事実に係る開示情報の掲載については、発行体などによる報道機関への公開行為後 12 時間を経過した時点で公表とされている。 ・一方で、東証では、TDnet サービスにおける公表後も 15 分間の売買停止を行っている（東証業務規程施行規則第 21 条第 1 項第 2 号）。これは、東証独自の判断として市場取引の安定性・公平性等を確保するための措置と思料される。 ・START 市場の ST の重要事実の公表は、以下のいずれかにおいて公衆縦覧に供された時点とする。なお、周知時間を要する報道機関を通じての公開行為については、現時点では「公表」とは認めないこととする。 ① 重要事実に係る情報が、有価証券報告書、半期報告書、臨時報告書、訂正報告書等の法に基づく開示が行われた（EDINET において公衆縦覧に供された）時点。	・会社関係者が TDnet サービスに情報が掲載された直後に金融商品取引所市場外で売買取引を行うことは、インサイダー取引の法的構成要件に該当しないことになる。

項 目	内 容	備 考
8. 実効性の確保	② 重要事実に係る情報が、START-NET において、公衆縦覧に供された時点。 ・重要事実が上記①又は②の手段で公表された段階で、対象となる ST の売買取引がインサイダー取引類似行為規制の対象外となる。 ・ただし、START 市場においては、売買停止に関して取引の安定性、市場の公正性を確保するとの観点から「セキュリティトークン又はその発行者及び重要関係者に関し、セキュリティトークン取扱規程により開示が必要とされる事実に関する情報が生じている場合において、当社が必要と認めた時から、当該情報の真偽及び内容に関する発表等が行われたことを当社が確認した後 15 分を経過した時までとする。」（セキュリティトークン取引に係る業務規程施行規則第 10 条第 1 項第 2 号）と規定し、情報の周知の時間を明確化した運用を行っている。よって、インサイダー取引類似行為規制に係る重要事実の公表にあっても原則として同様の運用を行うことが予定されている。 ・重要事実の公表を起因とする START 市場での 15 分間の売買停止措置が採られている時間帯においては、発行体等の関係者が START 市場外における当該 ST の売買取引を行うことを極力控えることを推奨することとする。なお、重要事実の公表後に START 市場で売買停止措置が取られていない場合であっても、公表の直後に発行体等の関係者が積極的に当該 ST の売買取引（市場内外を問わず）を行うことは、極力控えるよう慫慂することとする。 ・又、インサイダー取引類似行為の発生を抑止するために、発行体等は、売買取引時間中であるか否かを問わず、重要事実の発生後直ちに公表することが望ましいため、その要請も行うこととする。 ・インサイダー取引類似行為規制は、ODX が運営する START 市場の自主的な規制規則（法に基づく規制ではない。）であることから、インサイダー取引類似行為の違反行為者（個人若しくは法人）に対	・東証においても適時開示情報については、立会時間中であるか否かを問わず、情報の発生後直ちに開示することを求めている。

項 目	内 容	備 考
	し、ODX が直接的に規制の効力を及ぼすことはできない。よって、START 市場に關与する発行者等と取引参加者に対して、規制の実効性を確保する要請を行う。 ・発行者等に対しては以下の対応を行う。 ア) 不動産 ST 関係会社等に対しては、自社の不動産 ST 関係者のインサイダー取引類似行為の未然防止のための社内体制整備に努めるよう推奨する。 イ) インサイダー取引類似行為に該当するおそれのある取引を ODX が発見し、ODX が売買審査を実施する場合には、当該取引に關係する情報の提供などの協力を不動産 ST 関係会社等に要請し、当該者はそれに応じるものとする。 ウ) 不動産 ST 関係者のインサイダー取引類似行為が発生した可能性が高いことを ODX が認定した場合、その事実を關係する発行者等に通知する。なお、反復、あるいは大規模なインサイダー取引類似行為が行われている可能性が高いことを ODX が認定し、ODX が必要と認める場合は、当該不動産 ST 関係会社等に対して体制の再点検や整備、改善等の要請を行うものとする。。 エ) インサイダー取引類似行為やそのおそれの高い取引の発生の実事や ODX からの要請の実施等の事実について ODX として対外的に公表すること等の措置は、不動産 ST 関係会社等が法人として若しくは自社の役職員をして、自己の計算によりインサイダー取引類似行為を行った場合を除き、原則として行わないものとする。ただし、一定期間内に反復継続的にインサイダー取引類似行為が発生する場合で市場への影響が大きいと ODX が判断する場合には、取扱契約違反としての措置を実施する可能性がある（セキュリティトークン取扱施行規則第 3 条第 1 項第 1 号へ）。 ・取引参加者に対しては以下の対応を行う。 ア) 次に掲げる状況に鑑み、当面の間、取引参加者において、その顧客への直接的なインサイダー取引類似行為に係る対応は行わない。 ① 取引参加者において、その顧客がインサイダー取引類似行為規制の対象者であるか否かを識別することは、インサイダー取引規制における照合システム(日本証券業協会の定める「協会の投	

項 目	内 容	備 考
	資勧誘、顧客管理等に関する規則」第 15 条の 2 でいう「役員等情報データベース」(若しくは同条の「代替データベース」)が整備されないことから顧客の自己申告に頼るしかなく、かつ自己申告の内容を照会することも困難であること。 ② 顧客にインサイダー取引類似行為規制の対象者であるか否かを申告させるにしても、法的裏付けが無いために顧客の誠意に依拠する以上の対応にはなり得ないこと。 ③ ODX の売買審査の結果、その顧客が不動産 ST 関係者でありインサイダー取引類似行為の発生あるいはインサイダー取引類似行為に該当するおそれが高い行為と ODX から通知されたとしても、法的な裏付けが無いことから、通知を受けた取引参加者が顧客管理として何らかの措置を講じることが困難であること。 イ) 一方、自主規制であるものの START 市場において市場に關与する者の合意事項としてインサイダー取引類似行為を規制する以上、ODX は売買審査を実施し、インサイダー取引類似行為の発生の有無を監視・検証する必要がある。しかし、ODX は取引参加者名で発注された注文を媒介するため、原始顧客の情報を有していない。よって、売買審査を実行するためにインサイダー取引類似行為が行われた嫌疑のある注文の原始顧客に関して必要最低限の情報(発注日時、発注数量、発注者氏名、所属組織、等)の提供を取引参加者から受ける必要があり、この点については、取引参加者に協力を要請し、取引参加者はこの要請に応じるよう努力するものとする。 ウ) なお、START 市場におけるインサイダー取引類似行為の売買審査に係る顧客情報を取引参加者が ODX へ提供することは、個人情報の第三者提供に該当する。この点については、取引参加者の顧客との取引約款における「個人情報の利用目的」として「法令等にもとづく義務の履行のため」と規定していれば、この「等」に START におけるインサイダー取引類似行為に関する規制を読み込むことができるが、より顧客の予見可能性を高めるために、インサイダー取引類似行為規制を定めたことに伴い、その売買審査の過程において ODX へ取引参加者から個人情報が提供される可能性があることを規程に定め、公表することとする。	・現状でも ODX による不正取引の売買審査の実施のために同様の情報の提供は取引参加者に対して要請している。 ・既設の受託契約準則第 13 条第 1 項第 7 号において「顧客は、START における売買取引に関して大阪デジタルエクスチェンジ株式会社が実施する売買審査の過程で、同社の求めに応じて氏

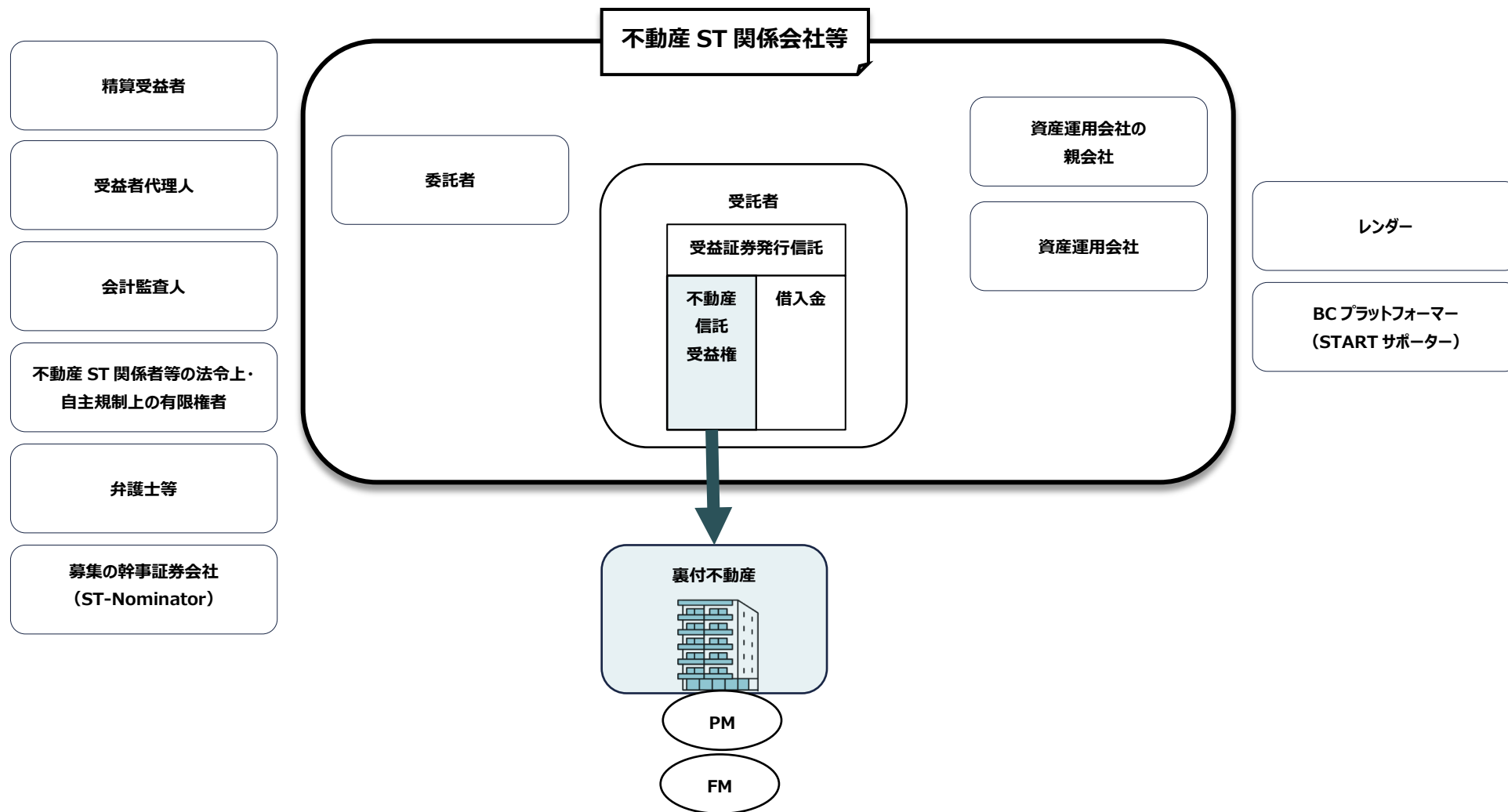
2025 年 11 月 1 日

大阪デジタルエクステンション株式会社

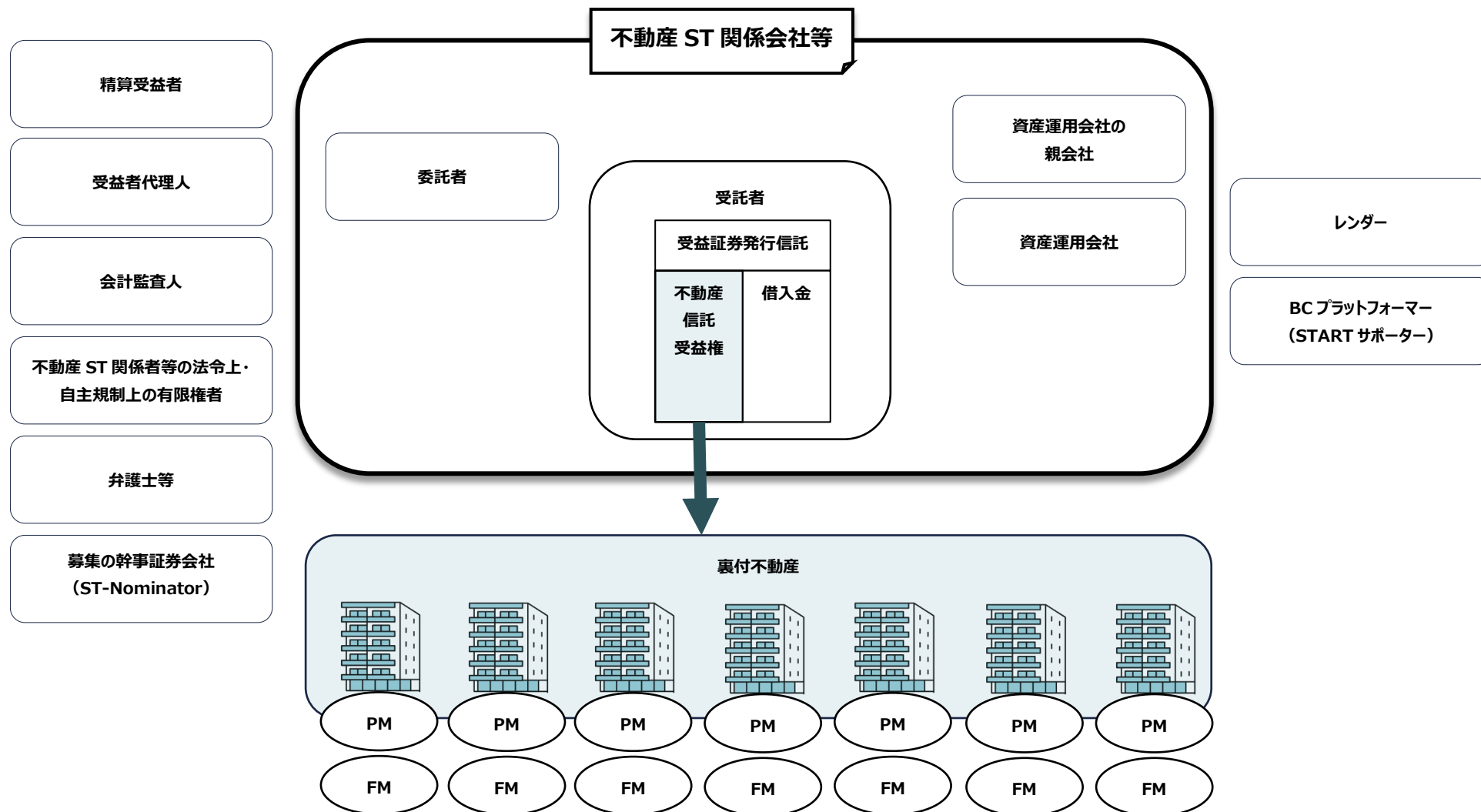
項 目	内 容	備 考
9. 規則の体系	・インサイダー取引類似行為規制の体系、発行者等に対しての措置や要請等、重要事実の公表・周知等については、「セキュリティトークンのインサイダー取引類似行為に関する規則」を新設し規定する。 なお、同規則においては、可能な範囲で対象を不動産 ST に限定せず、他の形式や仕組みの ST にも適用できるように規定するものとする。なお、重要事実の公表に係る売買停止措置に関しては「セキュリティトークン取引に係る業務規程」及び関連規程に所要の改訂を行うものとする。	名等の発注に係る情報を同社に提供することに同意すること。」と定められており、この売買審査にインサイダー取引類似行為も対象となる。そして、セキュリティトークン取引参加者規程第 10 条第 1 項にて「取引参加者（サポーターを除く。以下、この条において同じ。）は、その顧客からセキュリティトークンの売買取引の注文を受託する際は、当社が定める受託契約準則を遵守し、行うものとする。」とされているので、規程の新設は不要。

項 目	内 容	備 考
10. 付則	・ START 取扱いの不動産 ST は現状、受益証券発行信託型が中心であるが、投資法人型も取扱規程上では予定していることから、両者を前提に規定することとする。 ・ インサイダー取引類似行為規制関係における ODX の売買審査関係の対応及び取引参加者に関する事項に関しては、「セキュリティトークン取引に関する業務規程」、「不公正取引の防止のための売買管理に関する規程」、「セキュリティトークン取引参加者規程」及び関連規程に所要の改訂を行うものとする。 ・ 「セキュリティトークン市場制度要綱」には、本件に関して特段の反映は行わないこととする。 ・ 本制度は、初期的な段階であり、今後、実運用の過程で過不足が生じてきた場合は、随時、見直しを行うことを予定している。 ・ 今後、不動産 ST 以外の ST(不動産以外の資産を運用対象とするファンド等を表象する ST)が START 取扱いとなる場合には、本制度の枠組みについては基本的に準用することとする。ただし、準用が難しい場合には、可及的速やかに必要な対応を検討することとする。 以上	

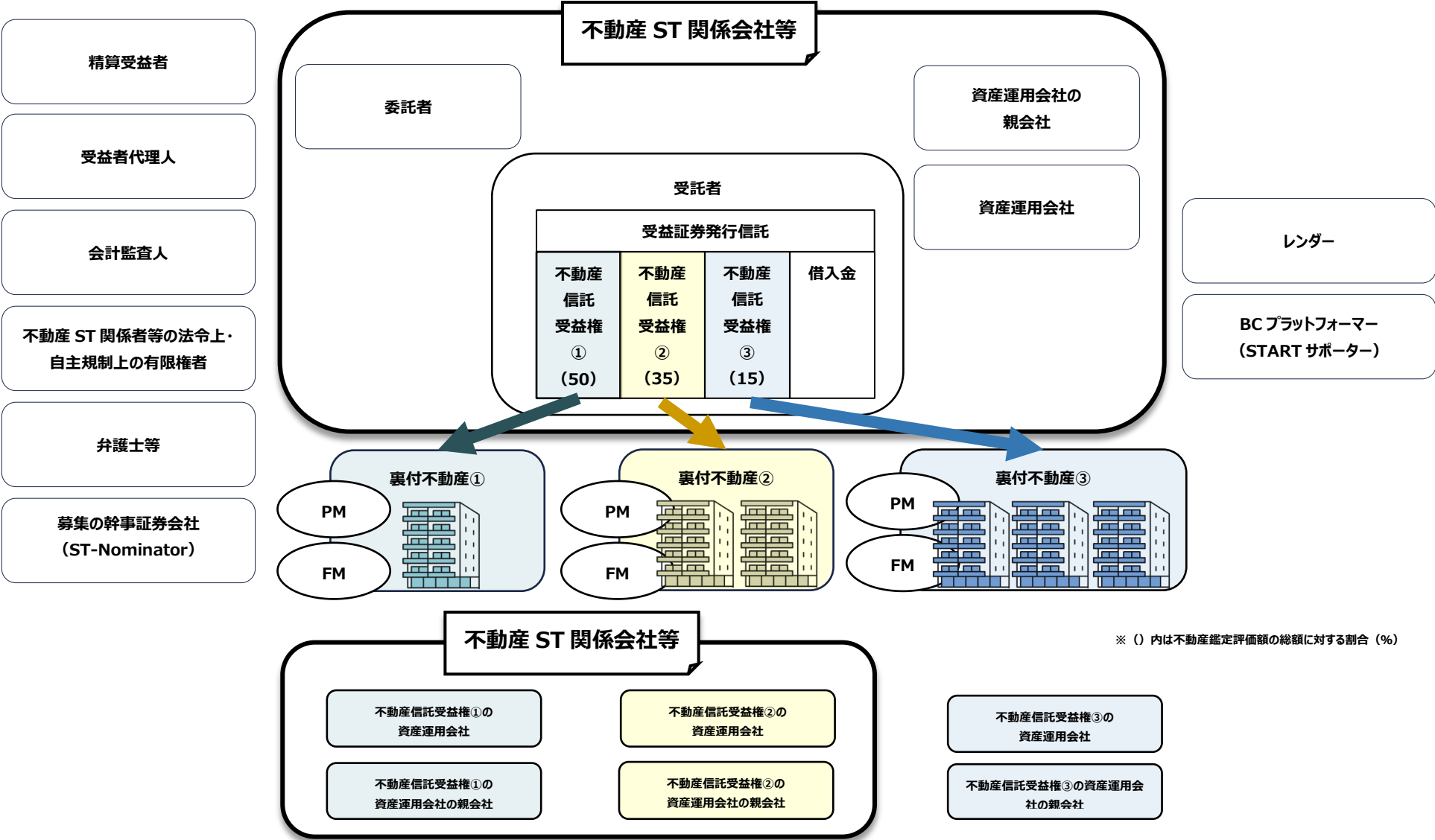
【単一不動産の不動産 ST における ST インサイダーの範囲】



【複数不動産（単一受益権）の不動産 ST における ST インサイダーの範囲】



【複数不動産（複数不動産受益権）の不動産 ST における ST インサイダーの範囲】



【複数不動産（複数受益証券発行信託）の不動産 ST における ST インサイダーの範囲】

