

START取扱制度タスクフォース

インサイダー類似行為への対応についての検討 第1回

2024年9月19日

大阪デジタルエクスチェンジ 株式会社

アジェンダ

- I. 清水弁護士による講話 「インサイダー規制の全体像」**
- II. 前回TF（8月1日開催）の振り返り**
 - 1. 現状の課題
 - 2. 検討の前提とスケジュール
- III. 検討の前提**
- IV. 規制体系の方向性**
- V. 規定レベルの方向性**
- VI. 意見照会結果**
- VII. 今後の予定等**

I. 清水弁護士による講話

「インサイダー規制の全体像」

□ 清水 真一郎 弁護士の略歴

- 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～2024年8月）



Ⅱ－1. 現状の課題（再掲）

- 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。

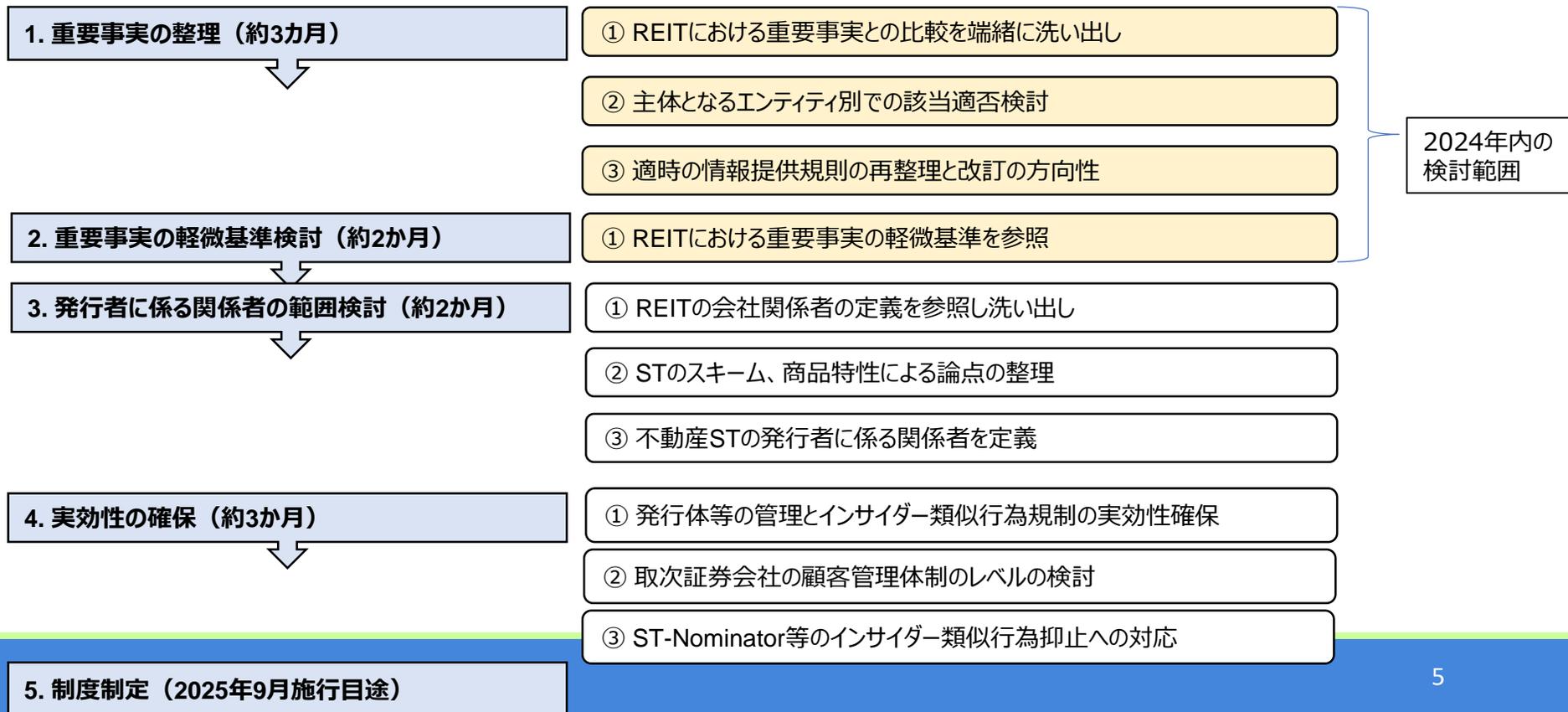
II - 2. 検討の前提とスケジュール (再掲)

● 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*₁）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



Ⅲ. 検討の前提

1. 検討の前提

- 【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）を可能な範囲でカバーして検討する。
- 【規制体系】近々、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や日証協の自主規制規則があるべき姿と考えられるものの、時間的な制約への配慮とSTART市場の信頼性向上を優先し、ODX規則（Soft Law）にて整備する。なお、一旦、議論が収束した段階で少なくとも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とともに、金融庁へも情報の連携を図ることとする。

2. 戸建て案件を検討対象とするか。

① 戸建て不動産の特性

- 他の不動産物件に比して、価値減耗の程度が大きい場合が多い。

② 戸建て不動産STの特性

- 届出書等において、物件の特定化をできるだけ避ける形で記載されている。
- 個々の物件が小さく、かつ分散しているので、その発生事実に対しての情報収集方法や重要性の判断が他案件と異なる可能性。
- 災害や建物の老朽化などによる物件価値の減耗等のリスク情報の質、粒度が他の案件と相応に異なる可能性。

③ 方向性

- 戸建て不動産（案件）を検討の前提に含めると、検討項目が広範となり、議論が拡散するリスクが高いことから、今後の検討においては、含めないとすることでどうか。

IV. 規制体系の方向性

【前提】

- ODXのセキュリティトークン取扱規程等で規制するSoft Lawであり、犯則行為者に対しての直接的な措置は不可。よって、発行体等あるいは取引参加者サイドの管理を規定することで規制効果を生じさせる。

【主な検討点】

- ① 発行体等の関係者への管理について規制の効果をどう持たせるか。
 - インサイダー疑似行為の起点となるのは、発行体等から発せられる重要事実。
 - また、関係者の範囲にもよるが、一定の繋がりが明確な組織に属する特定多数であり、管理の実現性は相応にある。
 - よって、ある程度、厳しめの対応もありか。
 - “努力義務”に留める < 注意喚起 < 公表措置 < 過怠金
- ② 取引参加者の顧客に発行体等の関係者がいる場合の取引参加者の顧客管理について規制の効果をどう持たせるか。
 - 上場株式等の場合は、証券会社はJ-IRISSを参照して会社関係者である顧客を特定できることから、当該顧客からの発注を管理可能。
 - セキュリティトークンの場合は、そもそもSoft Lawであり、会社関係者の個人情報をも全取引参加者で共有することはできないため、J-IRISSのような仕組みを構築することはできない。
 - “努力義務”に留める < 注意喚起 < 公表措置 < 過怠金
- ③ ST-Nominator等の関係者が当該銘柄のインサイダー情報に触れる可能性がある。この点を何処まで規制するか。
 - 取引参加者の社内管理の問題であるので、項番②のケースよりは対処はし易いか。
 - 一方で、現実にはSTART取扱い以降、何処まで発行体等のインサイダー情報をST-Nominator故に入手し得るのかは、要検討。
 - “努力義務”に留める < 注意喚起 < 公表措置 < 過怠金

V. 規定レベルの方向性

● 規定は、プリンシプルベース OR ルールベース？

	Pros	Cons
プリンシプルベース	<ul style="list-style-type: none"> ・想定されていなかった事態にも柔軟に対応できる ・新スキーム組成時の障壁は低い 	<ul style="list-style-type: none"> ・一定の自由度がある一方で、個別事例の該当性判断が必要（裁量の幅が広い） ・軽微基準の定め方が難しい
ルールベース	<ul style="list-style-type: none"> ・具体的かつ明確に定義されるため、予測可能性が高い ・セーフハーバーとしての規制の機能を担保するためには有効 	<ul style="list-style-type: none"> ・ルール制定時に想定されていなかった事態には対応できない ・事例のトラックレコードが少なく、詳細な想定や定義が困難 ・詳細に定義することで新スキーム組成の障壁になる可能性

- プリンシプルベースで定めた方が良さそうなエリアの例
 - 発行者等に関する事象 → 運用対象資産によって管理の仕方が異なる可能性があり、個別に定めるのは煩雑になる可能性。
- ルールベースで定めた方が良さそうなエリアの例
 - NAV、業績、分配金等の情報
 - コベンツ、リファイナンス等の借入に関する情報
 - テナントに関する情報（？）

新商品であり、今後の拡張性を考慮して、プリンシプルベースを基本とした規定を指向する。しかしながら、ルールベースの規定化が馴染むエリアについては、プリンシプルベースに拘らないことで検討を進めることでどうか。

VI. 意見照会結果

	意見概要	ODXの考え方
検討全般	<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だが、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。また、ODXと取引する証券会社が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。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。</p>	<p>頂いた意見も踏まえ、TFにて検討。 なお、後段の問題意識については、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いきたい。</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では償還前のインサイダー行為の防止が重要。</p>	<p>頂いた意見も踏まえ、TFにて検討</p>
	<p>ODX規制として、記載のスケジュールにて検討を進めていくことには賛同する。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。</p>	<p>頂いた意見も踏まえ、TFにて検討 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、ご意見のとおり有効と考えるので、各社にその参加を要請したい。</p>
	<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どこまで発行体側、証券会社側で管理（システム対応等含め）を求められるのか現段階では不明。</p>	<p>頂いた意見も踏まえ、TFにて検討</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ・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/AM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。 ・DLPに対して重たい法令順守体制の構築を求めることになりかねず、DLPの確保が難しくなってしまう、結果的にODXにおける流動性低下が懸念される。 ・ODX取扱い銘柄であっても、すべてが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る。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。 	<p>頂いた意見も踏まえ、TFにて検討</p> <p>なお、頂いたご意見のうち「ODX取扱い銘柄であっても、すべてが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る。」だが、OTCであってもインサイダーに類似する行為は投資者の保護に反すると考えられる。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は、やや本質から逸れた意見かと思うので、当該意見については、一旦、スコープ外として扱わせて頂く。（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、尊重するのかは、各社の判断だと考える。）</p>

VI. 意見照会結果（続き）

	意見概要	ODXの考え方
会社関係者	「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が、発行体側での情報管理等はSTに関してされているのか、また現時点でもどこまでREIT同様の対応をされているのか気になる。	頂いた意見も踏まえ、TFにて検討
	不動産STの裏付け資産毎に検討するとの記載があるが、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か。今後の議論次第だと思うが、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る。	頂いた意見も踏まえ、TFにて検討
	発行者に係る関係者の定義が確定した後の運用だが、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時に発行者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）のではないか	頂いた意見も踏まえ、TFにて検討
その他	今後「動産」のST化を検討している証券会社もいるようなので、「不動産」での整理を「動産」にも活用できるような議論となればよい。	頂いた意見も踏まえ、TFにて検討
	不動産STを対象とした検討とのことだが、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）の株価に影響がある場合についての洗い出しもお願いしたい。	頂いた意見も踏まえ、TFにて検討
	法改正には時間を要することから、Phase 1として「ODX規則」として整備されるとのことだが、「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、取り決めに要すると思われる。	頂いた意見も踏まえ、TFにて検討

VII. 今後の予定等

日付	項目	内容
10月3日（木） ～12時00分	意見照会へのご回答の締切	意見照会回答票（Excel）にご対応をお願いします。
10月17日（木） 10時00分～11時30分	第2回TF	重要事実の検討
11月21日（木） 14時00分～15時30分	第3回TF	重要事実の検討