第11回 START運営委員会
（2026年9月9日）

議題

1. START市場の状況報告
2. 契約締結前の情報提供等の簡略化の検討
3. 特定投資家等向け市場の設置に関する検討
4. 次回開催スケジュール

1. START市場の状況報告

別紙、「【資料1】START月次レポート_202608」をご確認ください。

2. 契約締結前の情報提供等の簡略化の検討

- 現状、STについては、金商法37条1項本文の適用を受けるとして解釈され、各社とも銘柄ごとに自社のコンプライアンスチェックを経た後の契約締結前交付書面の交付（契約締結前の情報の提供）を行っている状況。
- 当該運用の負荷が高く、STの普及の障害となっていることから、STについても「上場有価証券等書面」に準ずる扱いとできないか、との意見が寄せられている。
- 一方で、法文上はSTを上場有価証券等と同等に扱うことは困難＊1
- そこで、STについても当該除外規定の対象として扱われるよう最終的には法改正を求めるものの、当座の対応として金融庁による有権解釈としてSTについても一定の「同種の内容」で括った「上場有価証券等書面」に準ずる書面で代替できる余地を模索する方向性を9月3日開催のSTART運営委員会売買制度タスクフォースにて確認。
- 次回以降、同タスクフォースにて、
  ① 金商業等府令80条1項1号の「同種の内容の」として実務上、解釈され得る範囲
  ② 共通書面が認められない場合の代替策
  等の検討を実施。
- 一定の合意形成を踏まえ、金融庁及び日本証券業協会と協議を行う予定。
- 何らかの結論を年度内に得られることを目指す。

＊１：資料2-1「契約締結前交付書面に関する金商法改正とST関連論点」（渥美坂井法律事務所・外国法共同事業　シニア・パートナー　清水弁護士作成）を参照してください。

3. 特定投資家等向け市場の開設について

市場	参加可能な投資家	対象有価証券	売買方法	方向性
START	全投資家	・受益証券発行信託等を用いた組成商品。ただし、電子記録移転有価証券表示権利等に限る。 ・上場会社が発行する社債。ただし、電子記録移転有価証券表示権利等に限る。	基本的に前日の終値を基準価格とし、価格変動が抑制される程度の呼値の制限値幅を設けた板寄せ方式	（既設）
START-Pro（仮称）	**特定投資家＋潜在的特定投資家**	**・J-Ships銘柄全般（株式は除く）**	**直近のNAVを基準価格として固定し、呼値の制限値幅を広く設定した板寄せ方式**	**・2026年度中の開設を目指す**
ODX-Start-Up（仮称）	特定投資家＋潜在的特定投資家＋発行者／役職員＋その他投資家　（ただし、発行者／役職員及びその他投資家は、保有証券の売付のみ可）	・「非上場有価証券特例仲介等業務」の対象顧客である「特定投資家等」及び「役職員等」＝「プロ投資家」を対象に発行された非上場株式。	直近のNAVを基準価格として6カ月固定し、呼値の制限値幅を広く設定した板寄せ方式	・東京プロマーケットに対して税制上劣後することやそれに代わる差別化項目が現状では見出せないことから、検討は続けるものの、開設時期は未定。
START-●●	適格機関投資家	・適格機関投資家私募として発行された有価証券	？	・注文のマッチングだけでは市場としては不十分で、付随する契約等の処理などを行う必要があるが、現状の当社の体力では厳しいので、ひとまず断念。

3. START-Proの概要（現時点）

項目	概要
売買に参加できる投資家	・特定投資家、潜在的特定投資家 ・特定投資家等以外の者の注文を取次がないよう受託契約準則にて規定
取扱商品	・特定投資家私募が行われた商品（ただし、非上場株式は除く）
売買方法	・直近のNAVを基準価格とした板寄せ（板寄せルールはSTARTに同じ。）を1日2回実施 ・制限値幅あり
相場情報	・取引参加者にはSTARTと同様にリアルタイムで配信 ・1日の約定価格と売買代金は当社のHPで公表
取引参加者	・STARTの取引参加者は自動的に参加可 ・START-Pro独自の取引参加資格を創設
銘柄の適時開示	・特定証券情報及び発行者情報をSTART-NETにて配信 ・投資家の投資判断に重大な影響を与える事象についてはプリンシプルベースで判断し、情報提供を要請

※詳細は、【資料3-1】START-Pro制度要綱案 をご参照ください。

3. 運営委員会メンバーへのアンケートを踏まえた制度設計への主な反映点①

No	ご照会事項	制度設計への反映等
1-1	• 特定投資家等向けのアセット・バック型の金融商品（資産金融型商品）の2次流通市場としてのSTART-Pro市場（仮称）において取扱う有価証券は、ブロックチェーン上で発行された有価証券を予定しています。この前提に何らかの問題はございますでしょうか。また、問題がある場合、それを解決し得る方法についても御示唆頂けませんでしょうか。	• 委員のメンバーの皆様から多くの有益なご意見を頂戴しました。一方で、アセットマネジメント会社へのヒアリングの結果、ブロックチェーン上で発行されるセキュリティトークンに限定してしまうと、取扱対象商品が生じないおそれがあり、基本的に特定投資家私募の有価証券を取引対象として、市場の認知を図るべきとの意見を頂きました。よって、セキュリティトークンに限定しない方向で制度設計を進めます。
1-2	• START-Pro市場で取扱う有価証券のスキームとしては、特定受益証券発行信託スキームの他、GKTKスキームなども想定していますが、実現可能性が高いと目されるスキームについて御教示頂けませんでしょうか。 • スキームによって留意すべき点等がございましたら、御示唆頂けませんでしょうか。	（同上）
1-3	• START-Pro市場では、セキュリティトークンとして最初から一般投資家向けの公募を行うことが難しい可能性のある著作権などの知的財産権や償却が無かったり少なかったりする動産などを裏付け対象資産としたファンドの受け皿になり得るのではないかと想定しています。このような想定のフィージビリティに関してご意見をお寄せ頂けますでしょうか。	• 本論点につきましても、アセットマネジメント会社様からは、現時点で直ぐに商品が組成され得るものでは無いが、市場として用意することは意味があるとの意見を頂いております。 • NAVを基準価格として、透明性のある取引ルールの下、売買取引を行う市場として運営し、一定の認知が得られるならば、当該取引対象証券の公正価値評価に使って頂ける可能性もあると考えています。その場合は、当市場を前提とした商品設計の一つのインセンティブになると考えます。
1-4	• 発行者等は、「Closed銘柄：ST-Nominator（当該ST-Nominatorが取引参加者でない場合には同社が指定した単独の取引参加者）からのみの注文による取引が行われる銘柄」とするか、「Open銘柄：START-Pro市場に参加している全ての取引参加者からの注文による取引が行われる可能性のある銘柄」とするか、を選択できることを予定しています。この点について、何かご意見・ご質問がございましたらお聞かせ頂けますでしょうか。	• Closed銘柄／Open銘柄の設定につきましては、Closed銘柄を主とし、Open銘柄も設定できるとした設計とすることとします。 • Closed銘柄でStart-Pro取扱いとするインセンティブは、1－3で記載しました公正価値評価の可能性にあると考えます。

※【資料3-2】特定投資家等向け市場開設に向けてのアンケート_コメント対応を参照してください。

3. 運営委員会メンバーへのアンケートを踏まえた制度設計への主な反映点②

No	ご照会事項	制度設計への反映等
1-5	• ST-Nominatorや対象銘柄の取引に参加する取引参加者は、特定証券情報（取引時）を、又、発行者等は発行者情報を、START-NET内に設定するSTART-Pro専用画面に開示することを予定しています。そして、START-Pro専用画面についてはID/PWによるアクセス制限を行うこととし、当該銘柄の取引に参加している取引参加者を通じて、本市場に参加可能な特定投資家等に対してのみアクセスに必要なID/PWを付与するという制限も可能な設計を予定しています。この点について、何かご意見・ご質問がございましたらお聞かせ頂けますでしょうか。	• 本論点は、証券会社様側でID/PWの管理をして頂く想定でおりました。しかしながら、 ① 証券会社様側の運用負荷が相応に生じ得ること。 ② Closed銘柄を主として設計することから、顧客は特定の証券会社様内に限定されますので、アクセス制限を課すことが余り意味がないこと。 ③ アセットマネジメント会社様からもアクセス制限の有用性に否定的な意見を頂いたこと。 などから、アクセス制限は設けない方向で設計したいと考えます。
1-6	• START-NETを通じての特定証券情報や発行者情報の提供を以て「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第6条第2項を充たせるなら関係者の負担を一定程度減じられる可能性もあると考えられるのですが、如何でしょうか。この点についてご意見を頂けませんでしょうか。	• 本論点は、証券会社様、アセットマネジメント会社様双方から実現できるのであれば、運用負荷の軽減に資するとのご意見が多数でしたので、その前提で日証協と折衝したいと考えます。
2-1	• START-Pro市場の売買の付合せは、START市場のマッチング・システムを流用します。そのため、板寄せによる競争売買となります。 • ただし、呼値の基準価格は、当該取扱い銘柄の発行者等により直近に公表された１口当たり純資産価額（NAV）に固定し、次回の１口当たり純資産価額（NAV）が公表された日の２営業日後に新たに公表された１口当たり純資産価額（NAV）を基準価額に変更します。（START市場のように前日の取引価格等に応じて基準価格が変動することはありません）さらに、呼値の制限値幅は、設けない予定です。この売買の付合せ方法について、ご意見・ご質問がございましたら、お寄せください。	• ご意見を踏まえ、一定の制限値幅を設ける方向で設計したいと考えます。

※【資料3-2】特定投資家等向け市場開設に向けてのアンケート_コメント対応を参照してください。

3. 運営委員会メンバーへのアンケートを踏まえた制度設計への主な反映点③

No	ご照会事項	制度設計への反映等
2-2	• Closed銘柄については、ST-Nominator（当該ST-Nominatorが取引参加者でない場合には同社が指定した単独の取引参加者）のみが発注を行うことができることとし、Open銘柄については、START-Pro市場の全取引参加者が発注を行うことができることを予定しています。この制限について、ご意見・ご質問がございましたら、お寄せください。	• 前述のようにClosed銘柄を主として設計したいと考えます。
3-1	• START市場の既存の参加資格（スタンダード（A）、スタンダード（B）、クオサイ、サポーター）については、START-Pro市場においても有効とします。 • 当該4つの資格に加えて特定投資家等のみを顧客とするSTART-Pro市場限定の以下の参加者資格を設けることを予定しています。 ① リストリクテッド（A）：Open銘柄及び自社がST-Nominatorとして持ち込んだClosed銘柄を取引可能。ただし、本資格では、クオサイ取引参加者からの清算・決済委託の受託は不可。 ② リストリクテッド（B）：自社がST-Nominatorとして持ち込んだClosed銘柄のみを取引可能。 この点について、ご意見・ご質問がございましたらお寄せください。	• 前述のようにClosed銘柄を主とする前提で、本論点についても再整理したいと考えます。
3-2	• START-Pro市場における取引参加者資格について、その他に何かご意見がございましたら、お寄せください。	• 前述のようにClosed銘柄を主とする前提で、本論点についても再整理したいと考えます。
4-1	• START市場においては、対象銘柄への投資家の理解の促進を目的に、第１階層を「不動産」、「動産」、「その他」の３区分を設け、さらにその下位階層についても区分を設けます。 • START-Pro市場についても同様の階層構造の市場内区分を設けるべきか、特定投資家等の特性を踏まえ、煩雑化を避けるべく、市場内区分は設ける必要はないか、について、ご意見を頂けますでしょうか。	• 本論点に関しましては、賛否両論のご意見を頂いたものと理解しました。システム改修や運用上の負荷も考慮しながら、事務局にて再検討したいと考えます。

※【資料3-2】特定投資家等向け市場開設に向けてのアンケート_コメント対応を参照してください。

3. 運営委員会メンバーへのアンケートを踏まえた制度設計への主な反映点④

No	ご照会事項	制度設計への反映等
5	• START-Pro市場構想の次のステップとして、「非上場有価証券特例仲介等業務」の対象顧客である「特定投資家等」及び「役職員等」＝「プロ投資家」を対象に発行された非上場株式のセカンダリー市場（ODX-Start-Up（仮称）市場）の開設も検討したいと考えていますが、具体的なニーズはあり得るでしょうか。 • また、ODX-Start-Up市場を仮に進める場合に、留意すべき点等がございましたら、ご指摘頂けませんでしょうか。	• 本論点につきましては、現時点では、東京プロマーケット上場銘柄に対して、税制面で劣後することが判明致しましたので、検討の優先度を下げさせて頂きます。
6	• 基本的にSTART-Proと同様の建付けで適格機関投資家私募銘柄を扱う市場も開設し得ると考えますが、フィージビリティはあり得るのか、ご教示頂けませんでしょうか。	• 適格機関投資家私募銘柄については、単に売買のマッチングを行うだけでは難しく、契約上の権利義務の移転等の処理もセットで行う必要があります。弊社の現状の体力や日本の適格機関投資家私募の事務処理等の標準化の状況等からそのエリアまで踏み込むことは困難であることから、一旦、本論点の検討は棚上げとさせて頂きます。
7	• 特定投資家向け有価証券をブロックチェーン上で発行し、かつ、機関投資家が顧客である場合の保護預かりはどのように行われるのか、ご教示頂けませんでしょうか。	• セキュリティトークンとなるスキームを使う場合の保有・移転の管理（秘密鍵の管理主体）、又、カストディアン預託の形態についての検討を行いたいと考えます。

※【資料3-2】特定投資家等向け市場開設に向けてのアンケート_コメント対応を参照してください。

3. ヒアリングから得られた制度設計上のポイント

項目	制度設計上のポイント
セカンダリー・マーケットを設ける意義	○ ファンド等のゲート規制などへの備えとして、組成商品のセカンダリー市場は成立する可能性はある。 ○ 公正価値評価の市場として認められるのであれば、有効ではないか。 ● 非上場株式の場合は、税制上のメリットが無いと難しい。（⇒ 東京プロマーケットは金融商品取引所が開設する市場であるので、上場市場として扱われ、税制上も申告分離課税が可能。よって、TPMに劣後するので現実的には難しい。）
商品	○ ST化された有価証券に限定してしまうと商品が少なく、市場が認知されない可能性がある。可能な限り、対象商品は広く設定すべき。 ○ インカム系資産を対象として、東証と差別化を図るべき。 ○ 非上場株式については、譲渡制限や議決権行使の回避のためにSPCやファンドを挟むスキームならば可能性は無くも無い。 ● IP系資産の商品については、機関投資家は投資し難い。特定投資家成りをした個人、若しくは潜在的特定投資家を対象とすることになる。
適時開示情報へのアクセス制限	○ 特定投資家私募等における顧客への情報開示（書類の印刷や個別案内等）は非常に手間がかかっており、ID/PWの共有だけで済むようになれば大きなメリットとなる。 ● START-NETで開示するとアクセス制限をしていても情報は流布してしまうので、制限の有無は余り意味がない。

【ヒアリング先】　アセマネOne、キャストグローバル税理士法人、東京海上アセットマネジメント、野村アセットマネジメント、Black Rock Japan、三井住友DSアセットマネジメント、三井住友トラストアセットマネジメント、三菱UFJアセットマネジメント　（五十音順）

4. 次回のスケジュールについて

次回委員会：12月9日（水）　15時～16時　（オンライン）

※原則、3か月ごと 第2水曜日の開催

今回の委員会の資料について、弊社HPに掲載いたします。

https://www.odx.co.jp/st/ja/advisory_committee/START_advisory_committee/

ご質問等ございましたら、以下にご連絡ください。

委員会事務局

Start_pmo@odx.co.jp

引き続き、よろしくお願いいたします。