

第3回タスクフォース（3TF共催）

（2024年8月1日）



- 1. ST貸借取引制度の検討**
- 2. 既発銘柄の取扱い**
- 3. Tick Size・値幅制限の変更**
- 4. 他社口座への移管手続き**
- 5. インサイダー類似行為への対応についての検討**

今回のタスクフォース終了後のお願い事項。（予定）

■本日の各アジェンダについて、ご意見をお願いします

✓意見票を送付いたします（提出期限：8月23日迄）

■TFの開催予定

✓他社口座への移管手続き

- ・ 2024年9月中旬を目途：「清算決済TF」を開催予定

✓インサイダー類似行為への対応についての検討

- ・ 2024年9月中旬を目途：「取扱制度TF」を開催予定

「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場合が多い



流動性向上策

仮説

実現性

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

- ◆ 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

②

STの貸借取引（貸ST）スキームの整備



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

- ◆ 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連関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)

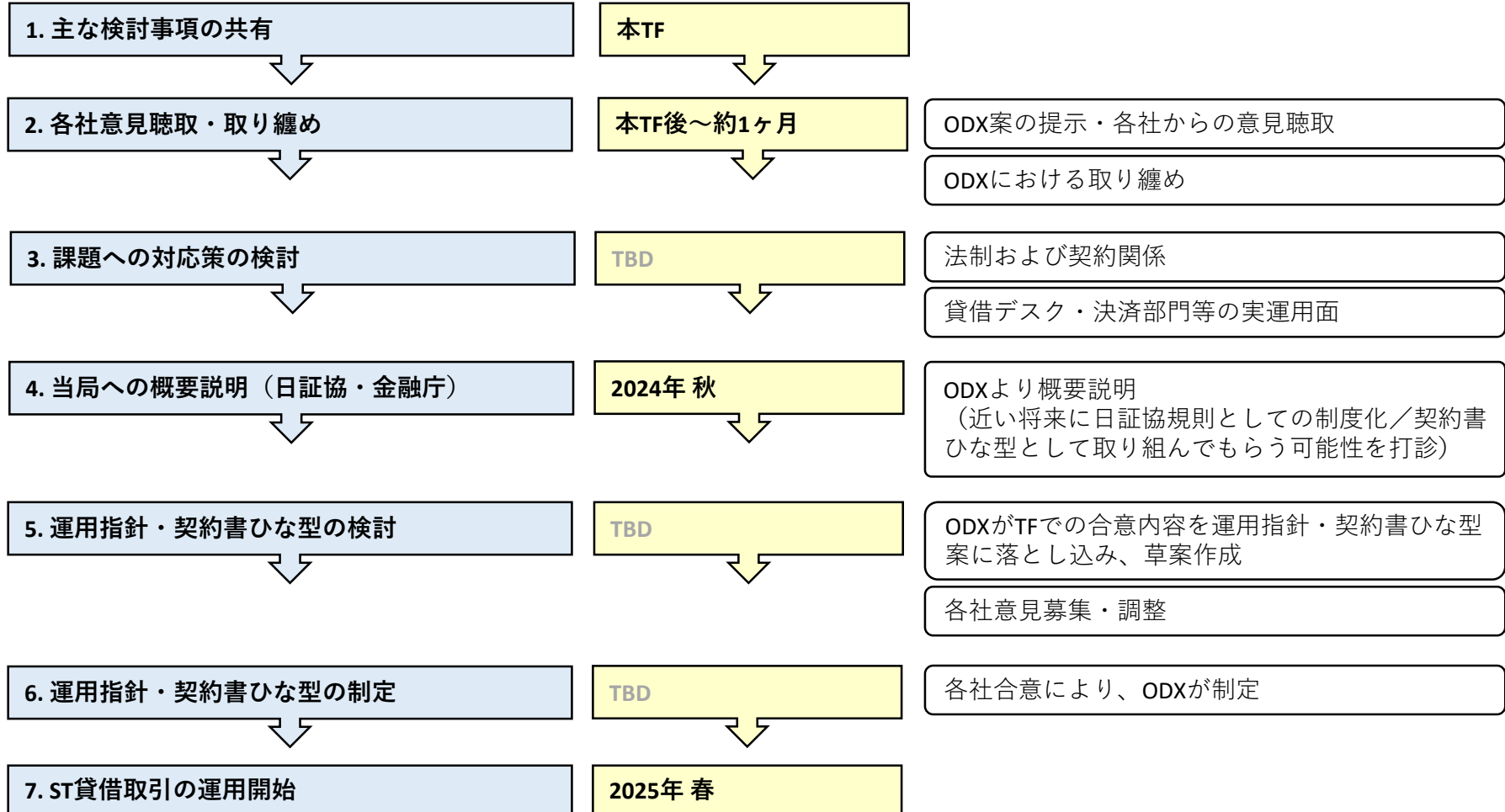
※ 詳細フロー案は「ST貸借取引フロー.xlsx」にてご確認ください。

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

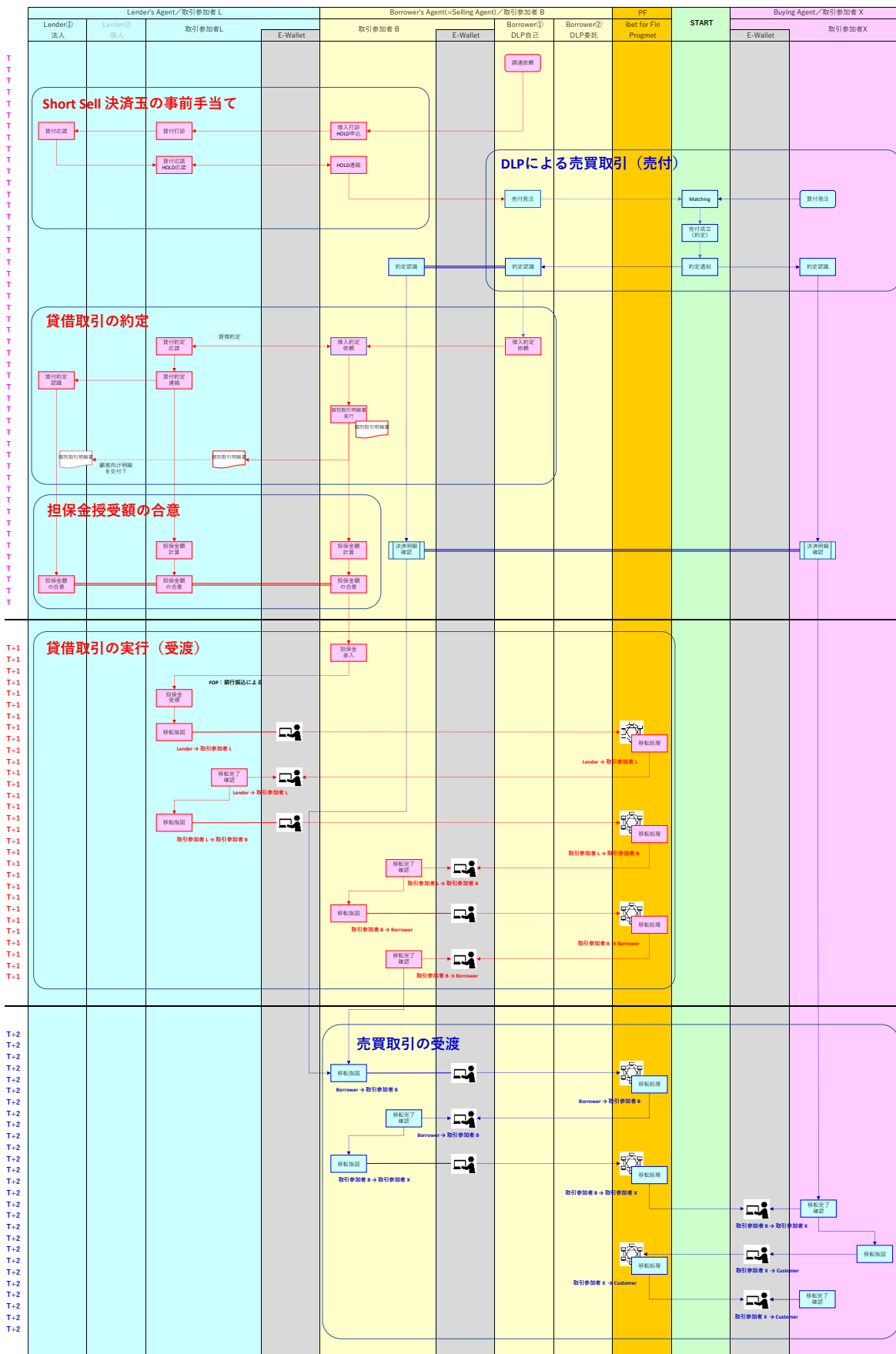
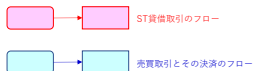
	新規取引		返済取引			
	① マーケットメイクのための売付STを 貸借取引によって調達		②-a 貸し手の返済要請 (リコール) に起因するもの		②-b 借り手の申し出によるもの	
	ST貸借取引		ST貸借取引		ST貸借取引	
	START売買取引		START売買取引		START売買取引	
T	打診、ホールド合意		貸し手によるリコール		返済の申し出	
	- 新規貸借の約定 - 担保金差入額の合意		貸借取引の返済約定		貸借取引の返済約定	
T+1	- 貸借取引 (新規) に係る 移転処理 - 担保金の差入				担保金返戻額の合意	
T+2	MM取引に係る清算決済		担保金返戻額の合意		- 貸借取引 (返済) に係る 移転処理 - 担保金の返戻	
T+3			- 貸借取引 (返済) に係る 移転処理 - 担保金の返戻			

4. 検討スケジュール案

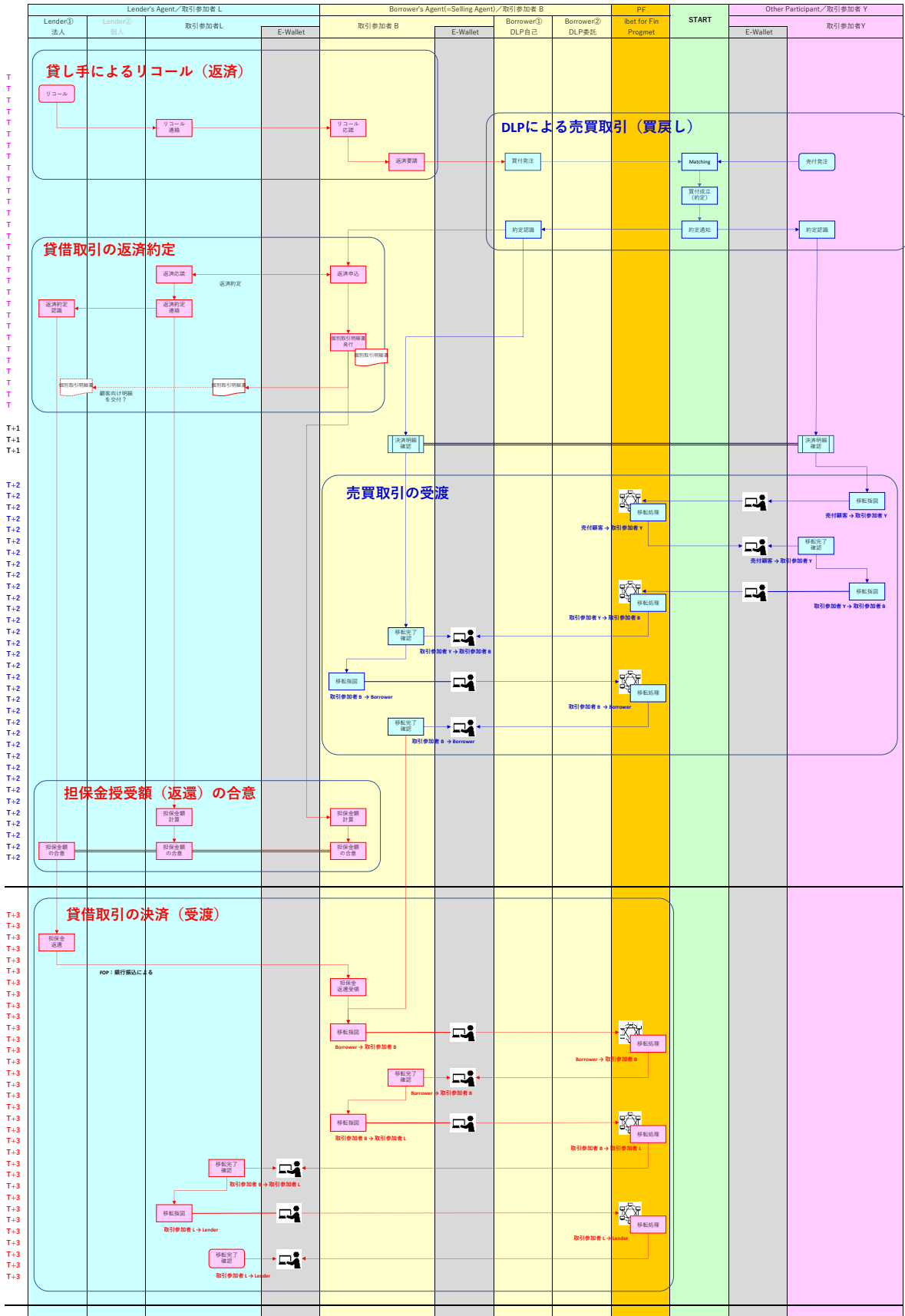
2025年春ごろの運用開始を目指す



前提:	Lender①	法人／親けけけけ保有投資家／取引参加者Lの顧客
	Lender②	個人／大口保有顧客／取引参加者Lの顧客
	Lender's Agent	取引参加者L
	Borrower's Agent	取引参加者B
	Selling Agent	Borrower's Agentと同じ（＝取引参加者B）
	Borrower①	DLP自己／証券会社の自己勘定部門／取引参加者B
	Borrower②	DLP委託／委託先によりMMを行う者／取引参加者Bの顧客
	Buyine Agent	STARTでの売買取引の買手取引参加者

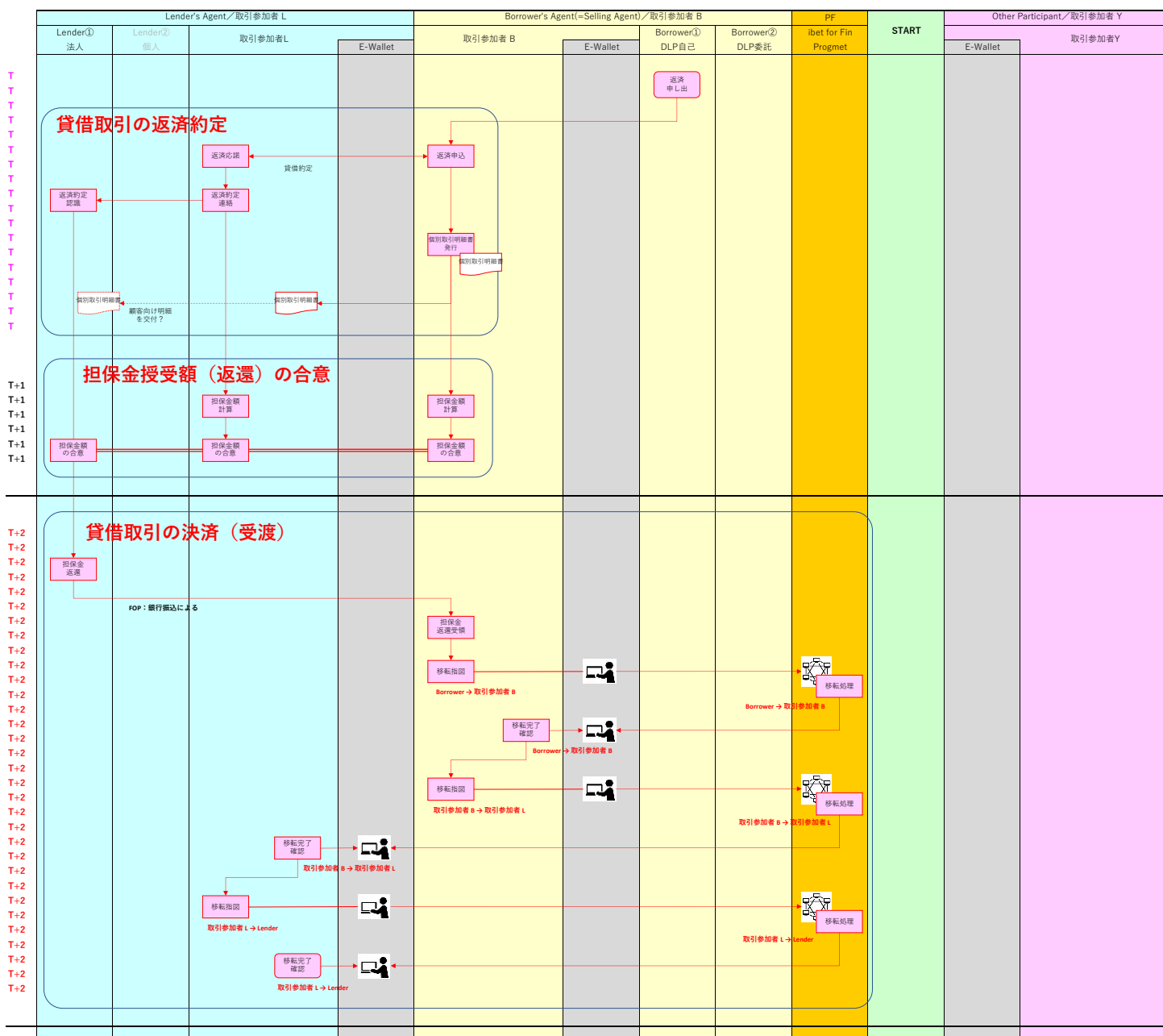
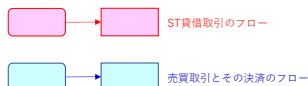


前提:	Lender①	法人/親引け主保有投資家/取引参加者Iの顧客
	Lender②	個人/大口保有顧客/取引参加者IIの顧客
	Lender's Agent	取引参加者I
	Borrower's Agent	取引参加者B
	Selling Agent	Borrower's Agentと同じ (=取引参加者B)
	Borrower①	DLP自己/証券会社の自己設定部門/取引参加者B
	Borrower②	DLP委託/委託先によりM&Aを行う/取引参加者Bの顧客
	Other Participant	STARTでの売買取引の売りや買いの参加者



【START】 ST貸借取引 フロー図 (②-b 返済／借り手の申し出)

前提:	Lender①	法人・親引け主保有投資家/取引参加者Aの顧客
	Lender②	個人・大口保有顧客/取引参加者Aの親族
	Lender's Agent	取引参加者A
	Borrower's Agent	取引参加者B
	Selling Agent	Borrower's Agentと同じ (= 取引参加者B)
	Borrower①	DLP自己/証券会社の自己裁定部門/取引参加者B
	Borrower②	DLP委託/証券会社を介するMMを行う者/取引参加者Bの顧客
	Other Participant	STARTでの売買責任を負う方/取引参加者



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チェンジ株式会社

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¹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

¹ 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）²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³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

² 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。」

³ 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チェンジ（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－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－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⁴。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、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⁵。

⁴ 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)

⁵ 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がある。

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

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枠組み

2024年 8 月1日

大阪デジタルエクスチェンジ 株式会社

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。

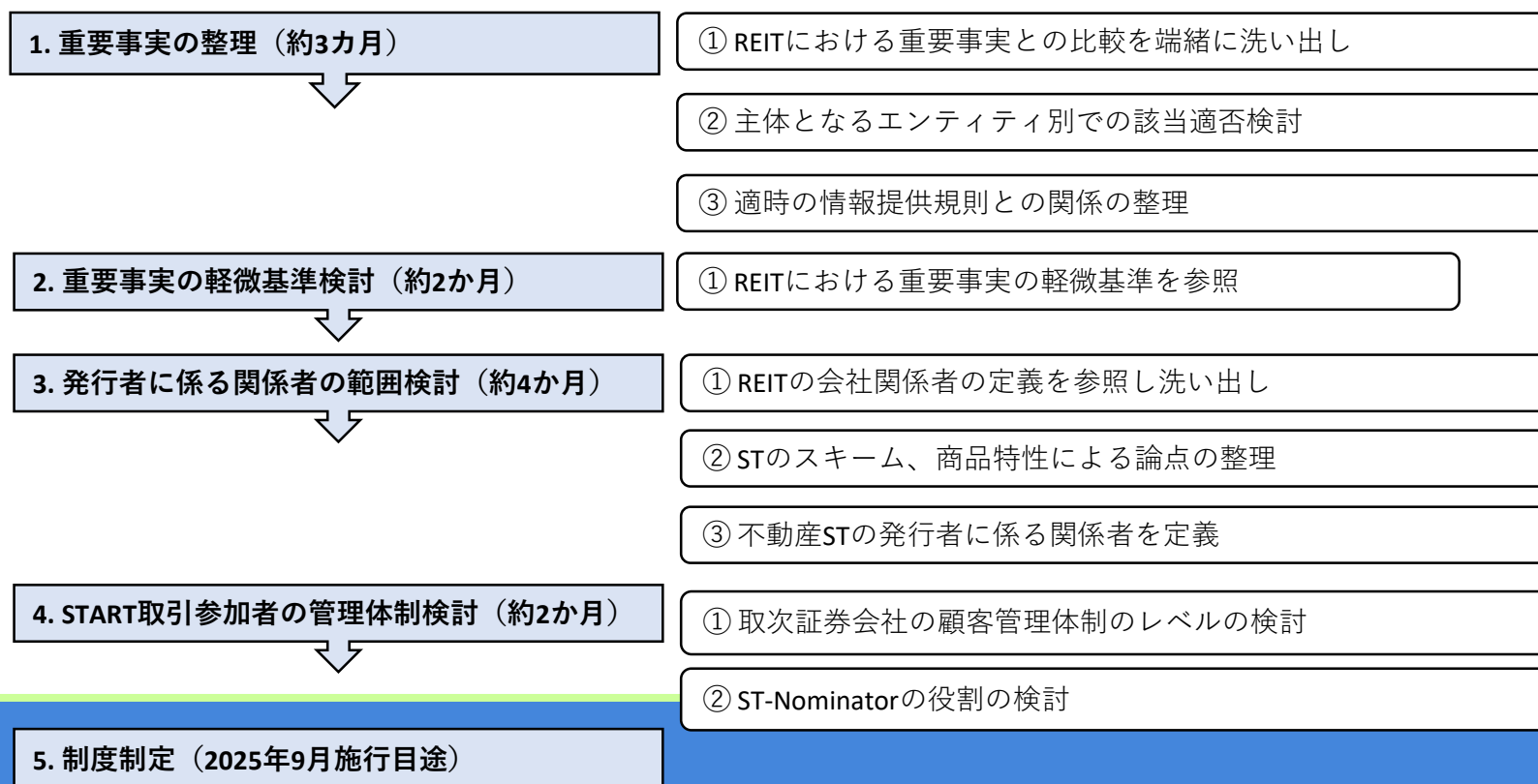
主な検討項目と検討の進め方（案）

● 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、一旦、ODX規則として整備する。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7月16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・セキュリティゼーション部長
- ✓ 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 SMC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

【有識者メンバー候補】

- ✓ 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月中旬を目途に第1回TFを開催予定。
- ✓ 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、シテイ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