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３回

2024年12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.　不動産関係者との個別議論からの意見のポイント

II. 重要事実認識において議論があった項目の検討

III. 次回の予定

Ⅰ．不動産関係者との個別議論からの意見のポイント

関係者	意見のポイント
KDX	✓ 原則として、運用成績（キャッシュフロー、分配金の増減等）に影響を与える事象のみを重要事実として認識すべき。 ✓ 重要事実の規定の仕方については、事象の内容に対して詳細に踏み込んでしまうと、運用上の負荷の増加や市場参加者の心理的な萎縮を招きかねない。よって、主要な項目についても大枠を規定し、細かい項目についてはバスケット条項で拾う形が望ましい。
いちご	✓ 基本的にREITの重要事実をベースとし、REITと同じ若しくは少し限定的に規定するのが、発行者等及び投資者の双方にとって分かり易い。 ✓ 線引きが困難な部分は、ひとまずバスケット条項で拾い、運用開始後、徐々に詳細化していくのが良い。
米倉氏	✓ 運用成績等への影響の大小にかかわらず、基本的には他に先んじて情報を取得した者が先取りして行動をしようとするインセンティブが働くか否かの観点で重要事実を認識すべき。

- 原則として運用成績等への影響度をもって重要事実を認識する。
- ただし、情報の取得者がインサイダー類似行為へのインセンティブが働き得る事象については、重要事実として認識する。
- REITに準じて規定するが、できるだけ簡素化を図る。又、バスケット条項で拾える場合はそちらに委ねる。

Ⅱ．重要事実認識において議論があった項目の検討

（別紙）

Ⅲ. 次回以降の予定

日付	項目	内容
2025年1月30日（木） 15時00分～16時30分 （60分想定、Max90分）	第4回TF	・重要事実に係る軽微基準
2025年2月27日（木） 15時30分～17時00分 （60分想定、Max90分）	第5回TF	・実効性の確保

※ 上記は予定であり、議論の状況によっては、リスケの可能性がございます。

No.	項目	議論	関連法令 関連規程	備考
1	災害等や業務遂行過程による資産の物理的な毀損	① 毀損の原因は問わず、毀損が運用に及ぼす影響を以て重要事実を認識する。 ② インサイダー類似行為を抑制することが主目的であるので、毀損が発生した段階でタイムリーにその事実を認識できることがポイント。 ③ 影響度の測定には損害の計測（見積もり）が必要となるが、リート等においても「損害の額」の算出方法は定義されていない。この損害の額について、 イ) 上場商品と同様に定めないこととする（資産運用会社（以下、”AM”という。）の裁量に委ねる。） ロ) 損害の見積もり自体はAMに委ねるものの、簡便性と比較可能性に鑑み、原則として「直接損害」だけを見積もることとする。 ④ 重要事実として認識する場合の影響度の測定（軽微基準の設け方）について、 イ) リート等に準じて損害の額が直近の営業期間末日の純資産に対してどの程度となるかによって測定する。 ロ) 若しくは、不動産STの場合、運用対象資産の数も限られていることが多いので、直接的に認識し易いよう直近の営業収益に対して損害の額を比較する。 ⇒ 損害の額の算出の定義次第ではあるが、ある程度の将来予測も含むとすると純資産に対する割合が適切のように思われるが、直接損害だけであれば、将来予測の影響が下がるので営業収益だけでも良いように思われる。	・金商法第166条第２項第10号イ ・規制府令第55条の３第１項第１号 ・開示府令第29条第２項第５号	・リートでは、損害の額が直近の営業期間末日の純資産額の３％以上に影響する場合を重要事実として認識 。
2	資産のレピュテーションに係る事件・事故の発生	① 一定期間運用に影響を及ぼし得る事件・事故については、重要事実として認識する。 ② ただし、次のような事件・事故が運用資産において発生した場合は、原則として、運用成績への影響を問わず、重要事実として認識する。（もっとも、以下の例示のような事件・事故は、ニの例を除き、早期に報道されることが多いので、実務的に重要事実として管理する期間は短期と目される。） イ) 多数の一般人に影響を及ぼす主要テナントの業務上の重大事故（集団食中毒など） ロ) トクリュウなどの組織犯罪の拠点に使用 ハ) 多数の負傷者が発生した事件の発生 ニ) 建物の設計不正や建築不正		
3	取扱廃止となる事実の発生	① セキュリティトークン取扱規程第27条第1項第1号及び第2号に該当した場合は、原則として取扱廃止となるので、該当事象が生じた場合は重要事実として認識する。	・金商法第166条第２項第10号ロ ・規制府令第55条の３第２号 ・規程第27条第1項第1号及び第2号	・別添「セキュリティトークン取扱規程」参照。
4	訴訟の提起	①【対AM】ファンド運営の中核者であるので、運用成績への影響を考慮せずに、基本的に訴訟の提起は重要事実と認識する。 ②【対受託者】ファンド運営の中核者であるので、訴訟内容によっては運用への影響の可能性もあり得るが、具体的な想定が難しいことから、バスケット条項で対応する。 ③【対その他の重要関係者】 イ) 重要関係者への訴訟の提起は、AMが善良な管理者として把握できる範囲に限定する。 ロ) 影響の見積もりは、純資産への影響まで見積もることは即座には難しいので、直近末の営業収益に対する比率として見積もることとする。（⇒ 影響が大きい場合は、当該関係者を交代させる措置等により影響を軽減し得るので、即時性に重きを置いた判断で足りると思われる。）	・金商法166条２項10号ハ ・金商法施行令第29条の２の３第１号 ・規制府令第55条の３第１項第３号 ・金商法166条２項13号ニ ・金商法施行令第29条の２の５第１号 ・規制府令第55条の６第１項第２号 ・開示府令第29条第２項第６号	

5	資産運用差止仮処分命令等	①【仮処分命令の申立てがなされた場合】リートに準ずるものの、不動産STの場合、運用期間が有期であることと簡便性を重視して、直近の営業期間の営業収益に対する比率で影響度を見積もり、重要事実として認識する。 ②【訴えについて判決があった場合又は訴訟が裁判によらずに完結した場合】①と同様の扱いとする。	・金商法166条２項10号ハ ・金商法施行令第29条の２の３第２号 ・規制府令第55条の３第１項第４号 ・金商法166条２項13号ニ ・金商法施行令第29条の２の５第２号 ・規制府令第55条の６第１項第３号 ・規程第18条第１項第７号及び第2項第7号	
6	行政処分	①【対AM】ファンド運営の中核者であるので、運用成績への影響を考慮せずに、基本的に行政処分は内容を問わず重要事実と認識する。 ②【対受託者】ファンド運営の中核者であるので、運用成績への影響を考慮せずに、基本的に行政処分は内容を問わず重要事実と認識する。 ③【対その他の重要関係者】 イ）重要関係者への行政処分は、AMが善良な管理者として把握できる範囲に限定する。 ロ）影響の見積もりは、純資産への影響まで見積もることは即座には難しいので、直近末の営業収益に対する比率として見積もることとする。（又、影響が大きい場合は、当該関係者を交代させる措置等により影響を軽減し得るので、即時性に重きを置いた判断で足りると思われる。）	・金商法166条２項10号ハ ・金商法施行令第29条の２の３第３号 ・規制府令第55条の３第１項第５号 ・金商法第166条第２項第13号イ ・規制府令第55条の６第１項第１号 ・開示府令第29条第２項第13号 ・規程第18条第１項第11号及び第2項第11号	
7	第三者からの破産申し立て	①【対AM】ファンド運営の中核者であるので、一律、破産申し立ては重要事実と認識する。 ②【対その他の重要関係者】 イ）重要関係者への破産申し立ては、AMが善良な管理者として把握できる範囲に限定する。 ロ）影響の見積もりについては、破産なので当該関係者がファンドにどのように関係していたかで大きく異なるものと思われるが、これを類型化することは難しいので、いずれの場合であっても直近末の営業収益に対する比率として見積もることとする。	・金商法166条２項10号ハ ・金商法施行令29条の２の３第４号 ・金商法166条２項13号ニ ・金商法施行令29条の２の５第３号 ・開示府令第29条第２項第10号 ・規程第18条第１項第9号及び第2項第9号	・現実的には破産申し立てに至るまでに他のウォーニングが発生られると考えられるので、突然、当該事象が生じるとは考え難い。
8	不渡り	①【AM】ファンド運営の中核者であるので、一律、不渡りは重要事実と認識する。 ②【その他の重要関係者】（第三者からの破産申し立てに準ずる。）	・金商法166条２項10号ハ ・金商法施行令第29条の２の３第５号 ・金商法166条２項13号ニ ・金商法施行令第29条の２の５第４号 ・規程第18条第１項第15号及び第2項第15号	・現実的には不渡りが発生するまでに他のウォーニングが発生られると考えられるので、突然、当該事象が生じるとは考え難い。

9	債権の取立不能又は取立遅延のおそれ	①【ファンド】ファンドの債権の主たるものは、テナントからの賃料収入と考えられる。一定程度以上の債権の取立不能は運用成績に影響を及ぼすが、不動産STの場合、物件数が限られているケースが多いことや簡便性を考慮して、直近の営業期間の営業収益に対する比率を以て影響度を見積もり、重要事実を認識する。 ②【AM】AMの事業運営における債権の取立不能等については、その結果としてAMが当該ファンドの運用を適切に行うことができなくなる事態が該当すると考えられる。即ち、債権の取立不能等により当該AMの資金繰りが悪化し、ファンド運営を正常に行えないような事態を想定することとなる。よって、本件は、AMの資金繰り悪化が生じる／生じないを以て、重要事実の認識を行うこととする。 ③【その他の重要関係者】（第三者からの破産申し立てに準ずる。）	・金商法166条２項10号ハ ・金商法施行令第29条の２の３第６号 ・規制府令第55条の３第１項第６号 ・開示府令第29条第２項第11号	・リートでは債務不履行のおそれのある額を純資産額に比較して一定程度以上の場合に重要事実と認識している。
10	主要取引先との取引の停止	①【ファンド】ファンドの運用成績に影響する主な取引先はテナントと考えられる。取引停止のファンド運営への影響を以て重要事実として認識することとなるが、以下の方法のいずれを採るべきか。 イ）賃料収入によって計測；影響を直接的に計測できるが、小規模テナントからの賃料収入の変化によって分母が変化するので、計測のベースが固定化しない問題点がある。 ロ）賃貸面積により計測；計測のベースは固定化し、かつ、部外者からも影響を推測し易いが、複合ビルの場合、賃貸面積と賃料収入が比例しないことが多いため、賃貸面積を用いる場合は、テナントの種類によって分ける必要あり。具体的にはオフィス、商業施設、レジデンスで区分して算出するか、同様の区分で面積に係数を乗ずることが想定される。 　なお、テナント以外の取引先については、影響度は単純に収入又は支出を直近の営業期間における営業収益又は営業支出に対する比率で見積もることとする。 ②【AM】AMの事業運営における主要取引先との取引停止については、その結果としてAMが当該ファンドの運用を適切に行うことができなくなる事態が該当すると考えられる。もっとも、本件は、AMの資金繰り関係以外は余り具体的に想定し難く、又、資金繰りについては他の事象から推測され得ることから、特段規定せず、バスケット条項に委ねることとする。 ③【その他の重要関係者】（第三者からの破産申し立てに準ずる。）	・金商法166条２項10号ハ ・金商法施行令第29条の２の３第７号 ・規制府令第55条の３第１項第７号	
11	ファンドの資金状況	① コベナンツ抵触は、全て重要事実と認識。 ② コベナンツ抵触の恐れが生じているかは、他の事象に係る情報（例えば、大口テナントの離脱など）で判断可能であるため、規定化は行わない。 ③ リファイナンス時の経済条件の悪化については、予想分配金への影響度によって重要事実と認識する。		
12	債務免除等の金融支援	①【ファンド】ファンド自体への金融支援の発生は、コベナンツに抵触する状況であり、コベナンツ抵触あるいは抵触の恐れは他の事象で認識されるとの整理から、このケースに係る重要事実は規定しないこととする。 ②【対AM】ファンド運営の中核者であるので、債務免除等の金融支援は、原則、重要事実として認識する。 ③【対その他の重要関係者】（第三者からの破産申し立てに準ずる。）	・金商法166条２項10号ハ ・金商法施行令第29条の２の３第８号 ・規制府令第55条の３第１項第８号	
13	決算（業績予想、分配予想の修正）	① 営業収益、経常利益、当期純利益、1口当たり分配金について、新たに算出された予想値又は当営業期間の決算数値が、公表された直近の予想値に対して一定率以上変動した場合、重要事実と認識する。 ② リートでは、利益については軽微基準として、前営業期間の末日における純資産額との比率も置いているが、簡便化のために、純資産額比率は設けないこととする。 ③ 公表された予想値が無い場合は、前営業期間がある場合は前営業期間の実績値に対しての比率、前営業期間が無い場合は、変動率が基準以上であると判定する（リートと同様の扱い。）。	・金商法第166条第２項第11号 ・規制府令第55条の４ ・規程第18条第１項第8号及び第2項第8号	

14	特定資産の取得・譲渡・貸借	① STにおいても複数物件を運用対象としているケースも存在しているので、理論上、想定はされるとして、リート同様に整理する。 ② 取得／譲渡価格が、前営業期間の末日における固定資産の額の一定比率以上の場合、重要事実として認識する。 ③ （貸借取引はSTでは余り想定されないが、）当該貸借による営業収益の増加額が、前営業期間における営業収益の一定比率以上に増加した場合は、重要事実として認識する。	・金商法第166条第２項第12号イ ・規制府令第55条の５第１項第１号イ・ロ ・金商法第166条第２項第12号イ ・規制府令第55条の５第１項第１号ハ ・規程第18条第１項第12号及び第2項第12号 ・施行規則第5条第1項第1号ニ及び第2号ニ	・リートの場合は、取得／譲渡はその価格が直近営業期間の末日における固定資産の帳簿価格の10%以上、貸借の場合は貸借予定日が属する営業期間以降の３営業期間における貸借による営業収益の増加額が、いずれも最近営業期間の営業収益の10%以上とされている。
15	資産運用委託契約の解約・変更等	① 組織再編（スポンサーの変更を含む。）のケースが中心になると想定される。 ② AM変更によって、運用成績に影響しない場合もあれば、マイナスに働く場合あるいはプラスに働く場合も想定されるが、それらを特定することは難しいので、AMの変更自体を一律に重要事実として認識する。	・金商法第166条第２項第９号イ ・金商法第166条第２項第12号ロ ・規程第18条第１項第4号及び第2項第4号 ・施行規則第5条第1項第1号ロ及び第2号ロ	
16	アセット・マネジメントの事業の一部休止	① AMが付随業務（例えば、貸金業を兼営しているなど）を休止する可能性は理論上あり得るが、ファンドの運用に直接的な影響が生じるような事態は余り想定されない。 ② よって、本件はバスケット条項で対応することとする。	・金商法166条２項12号チ ・金商法施行令第 29 条の２の４第３号 ・規制府令第 55 条の５第１項第６号 ・規程第18条第１項第10号及び第2項第10号 ・施行規則第5条第1項第1号ハ及び第2号ハ	
17	優待の新設、大幅な変更又は廃止	① STの特徴としてUTによって優待を機動的に付与することができる点があるため、既存の不動産関連証券よりも優待が投資者の投資行動に影響を及ぼす可能性は高いと考えられる。 ② 一方で、優待の価値の計測は難しい、若しくは汎用化し難いと考えられる。例えば、贈答品のように全保有者に一律かつ強制的に便益が付与されるケースは、金銭換算が容易であり、分配金に対する比率で投資情報としての重要性を測り得ると考えられる。しかし、発行者の関連施設等の利用券や割引券等については、当該優待を取得した者にとって使用できるのであれば価値があるが、使用できないのであれば価値が減じてしまうので、投資情報としての計測は難しくなると考えられる。 ③ 加えて、優待の付与がSTの流通性にどのような影響を与えているかについて現状では分析に足るトラックレコードが存在していない。 ④ よって、当面は、優待に関しては重要事実として認識しない扱いとする。	・規程第18条第１項第14号及び第2項第14号 ・施行規則第5条第1項第1号ヘ及び第2号ヘ	
18	重要事実の解除	① 重要事実の解除は、以下のいずれかにおいて公表された時点とすることが適当。 イ） 発行体等のホームページにおいて、重要事実に係る情報が一般に閲覧が可能な状態となること。 ロ） START-NETにおいて、重要事実に係る情報が公衆縦覧に供されること。 ② なお、重要事実に係る事項が、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る場合は、それらの開示で足りるものとする。		

19	重要関係者の定義の適切性	① セキュリティトークン取扱規程第2条第１項第１号において重要関係者は「当社のセキュリティトークン市場で取り扱われるセキュリティトークンの発行者がその運用資産の運用について実質的な機能を有さない場合に、発行者に代わって対象とする運用資産の運用等に当たって実体的に重要な役割を担う関係者（資産運用会社等）をいう。」と規定している。 ② 当該規程が想定する主なスキームは以下のとおりであり、この範囲においては本定義で足りるものと思われる。 イ） 委託者はシェルカンパニーとして運用開始後然るべき時点で消滅する前提で、受託者との間でアセット・マネジメント業務委託契約を締結。契約を締結したアセット・マネジメントが実体的に運用対象資産の運用やファンドの管理等の一切を行う。 ロ）営業者として匿名組合が残り、受託者へは委託者からの匿名組合出資持分が拠出される。このスキームにおいては、アセット・マネジメントは営業者と受託者のいずれか又は双方との間でアセット・マネジメント業務委託契約を締結した上で、アセット・マネジメントが実体的に運用対象資産の運用やファンドの管理等の一切を行う。 ハ） GKTKスキームにおける合同会社（GK）とアセット・マネジメント会社が業務委託契約を締結し、実体的にファンドの運用・管理の一切を行う。 ニ）資産流動化法上の特別目的会社（TMK）の優先出資を表象するトークンに投資者を募るスキームにおいては、TMKとアセット・マネジメントの間でアセット・マネジメント業務委託契約を締結し、アセット・マネジメントが実体的に運用対象資産の運用やファンドの管理等の一切を行う。 ③ 一方で、Family FundやFund of Fundsにおける複数AMの場合が読み切れない可能性があることから「当社のセキュリティトークン市場で取り扱われるセキュリティトークンの発行者がその運用資産の運用について実質的な機能を有さない場合に、発行者に代わって対象とする運用資産の運用等に当たって実体的に重要な役割を担う関係者（資産運用会社等）をいう。なお、複数の重要関係者が存在する場合については個別に判断するものとする。」と一部改訂を行う。	・規程第2条第１項第１号	

注1）事象の発生で原則的に重要事実と認識する場合でも、軽微基準の検討はあり得る。

金商法：金融商品取引法
金商法施行令：金融商品取引法施行令
規制府令：有価証券の取引等の規制に関する内閣府令
開示府令：特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令
規程：ODXセキュリティトークン取扱規程
施行規則：ODXセキュリティトークン取扱規程施行規則