

セキュリティトークン市場  
ワーキング・グループ  
中間整理（報告書）

2022年10月



JSTOA

一般社団法人

日本STO協会

Japan Security Token Offering Association

## 「ST市場WG 中間整理報告書」目次

はじめに	1
I. ST市場WGでの検討の範囲等について	2
1. STの区分と自主規制機関の整理	2
2. ST市場WGにおける検討範囲	4
II. ST市場の現状	5
1. 金融商品取引業者における試験的取組み	5
2. 最近の発行状況	6
(1) 社債	6
(2) 受益証券発行信託の受益証券ST	7
(3) 匿名組合出資持分ST（GK-TKスキーム）	9
(4) その他（非上場株式、不特法ST等）	10
3. STを支えるPFについて	12
(1) PFの種類	12
① パブリック型	12
② プライベート型	13
③ コンソーシアム型	14
(2) 現在STで利用されているプラットフォーム	14
① ibet for Fin	14
② Progmatt	15
③ Securitize	15
④ ADDX	15
⑤ Hash Dash Chain	16
4. 流通市場の創設について	16
(1) 流通市場創成期の取引形態	17
(2) PTSの利用	17
(3) デジタル証券市場の開設	18
III. ST流通市場における規制のあり方について	19
1. 流通市場における規制の必要性	19
2. 規制が必要とされる分野	19

3. 不動産STに係る適時開示ルール等の整備について	20
(1) 開示の必要性について	20
① 金商法に基づく発行開示及び継続開示	20
② 不動産STに係る適時開示ルール等の整備	20
(2) 不動産STに係る適時開示ルールの在り方について	21
① 適時開示の主体	21
② 適時開示の項目・内容	22
③ 適時開示の時期	22
④ 適時開示の方法	23
⑤ 資産運用会社における適時開示態勢の整備	23
4. 資産運用報告書の記載項目・提供方法（案）	24
(1) 投資法人の計算に関する規則	24
(2) 投資信託協会「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」	25
(3) 情報提供の方法	25
5. 不動産STに係る価格情報ルールの整備について	25
(1) 価格情報提供の意義	25
(2) 不動産STに係る価格情報ルール（案）	26
① 定義	26
② 基準価格及び取引指標価格の算定	27
③ 裏付資産の評価方法	27
④ 基準価格の算定頻度	28
⑤ 価格に関連する情報の開示	28
VI PTS規制の在り方について	30
1. 規制改革要望	30
2. 金融審議会市場制度ワーキング・グループでの検討	31
3. 今後の対応	32
VII 今後の検討課題	34
1. 税制改正要望	34
2. 第三者対抗要件への対応（規制のサウンドボックス）	34
3. ステ이블コインによるST取引の資金決済	36
4. パーミッションレス型ブロックチェーンプラットフォームについて	38
5. STプラットフォームモニタリング	40
6. その他	41

(1) 裏付資産の多様化に向けた対応	41
(2) 券面が発行される有価証券のST化について	41
(3) STに関する自己募集の問題点	42
(4) 金商業者等の親法人等又は子法人等が関与する行為の制限への対応	42
(5) 電子記録移転権利の不動産STにおける契約締結前交付書面について	43
おわりに	45
—○—	
<b>Appendix I</b>	46
1. 適時開示項目・内容（案）	47
2. 投資法人の計算に関する規則に基づく運用報告書記載事項（案）	54
3. 「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」に基づく運用報告書記載事項（案）	68
<b>Appendix II</b>	86
1. ST市場ワーキング・グループ開催状況	87
2. ST市場WGメンバー	88
3. 委員の交代	89
4. 委員の追加	89
5. STの発行状況（2022年9月末現在）	90
(1) 実証実験的取り組み	90
① 株式等	90
② 社債	90
③ 受益証券発行信託	91
(2) 社債	92
(3) 受益証券発行信託	93
(4) 匿名組合出資持分（GK-TKスキーム）	95

## はじめに

一般社団法人日本STO協会（以下「本協会」という。）では、セキュリティトークン（以下「ST」という。）の発行の促進、流通市場の整備を図るための基本的な施策を策定し、その実施を推進するため、定款第32条の規定に基づき、理事会の下、2021年7月2日に「セキュリティトークン市場活性化委員会」（以下「委員会」という。）を設置した。また、委員会の下部に、ST市場の活性化に向けた課題の整理及び専門の事項を調査、検討を行う「セキュリティトークン市場ワーキング・グループ」（以下「ST市場WG」という。）を設置し、7回に亘り検討を行ってきたところである。

ST市場WGにおいては、当初、検討の論点として、① トークンに表示する主な権利（受益証券発行信託の券面不発行受益権、GK-TKスキーム等の権利）、② 情報提供の方法（発行会社・証券情報等の提供機能）、③ 価格形成（取引の指標となる価格の提示等機能）、④ 取引・決済事務の効率化（取引事務の効率化、決済期間の短縮化、デジタル通貨・CBDCとの連携）、⑤ システム信頼性の確保・向上、⑥ システム間の有効なネットワークの構築、⑦ 会計・税務、⑧ 柔軟な市場ルール（店頭取引、店頭売買有価証券市場、PTS、金融商品取引所等）等、ST市場の活性化に資する広範囲な検討テーマが掲げられ、主に不動産を裏付資産としたST（以下「不動産ST」という。）の発行・流通に関し、関係者からのヒアリングをおこなった。

この間、ST市場においては、後述（「Ⅱ. ST市場の現状」P5参照）のとおり、社債及び不動産STを中心に発行が進んでおり、今後想定しうる流通市場の制度面・実務面での検討課題が多々見受けられることから、ST市場WGにおいて検討すべき課題としては、流通市場の在り方に焦点をあてた議論を行う必要があるとの判断の下、当面以下に掲げた論点について、検討をおこなうこととした。

- ① 不動産STに係る適時開示ルール等の整備
- ② 資産運用報告書の記載項目・提供方法
- ③ 不動産STに係る価格情報ルールの整備
- ④ PTS規制の在り方

一方、これらと並行して検討が行われている論点（PTS規制やモニタリングの在り方等）も含め、実務的にも幅広い検討を行ってきたところである。

本中間整理は、ST市場の現状について概観するとともに、2021年7月以降のST市場WGにおける審議の内容について中間的に整理したものである。

## I. ST市場WGでの検討の範囲等について

### 1. STの区分と自主規制機関の整理

2020年5月に施行された「情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律」（令和元年法律第28号）等により、ブロックチェーン技術に代表される分散型台帳技術を用いた「トークン」に表示される有価証券に係る権利が、電子記録移転有価証券表示権利等と定義された。

それにより、金融商品取引法（以下「金商法」という）第2条第1項に規定される株式、社債、受益証券発行信託の受益証券といった第一項有価証券及び、第2条第2項に規定される、信託受益権、集団投資スキーム持分等といった第二項有価証券（いわゆるみなし有価証券）について、STの発行・流通環境が法的に整備された。

金商法におけるSTの位置付けとしては、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業府令」という。）第1条第4項第17号、第6条の3において、「電子記録移転有価証券表示権利等」という概念が設けられ、金商法第2条第2項の規定により有価証券とみなされる権利であって、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されるものに限る）に表示されるものと定義された。

かかる定義において、金商法第2条2項の規定により有価証券とみなされる権利として第2項全体を対象としていることから、「電子記録移転有価証券表示権利等」には、同項各号に掲げる権利だけではなく、第1項各号に掲げる有価証券（一部のものを除く）に表示されるべき権利（有価証券表示権利）であって、有価証券が発行されていないもの（つまり電子化されているもの）とする、同項柱書に基づき有価証券とみなされるもの、すなわち「有価証券表示権利」も含むこととされた。

一方、金商法第2条第3項において、第2条第2項各号に掲げる権利のうち、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示されるものが「電子記録移転権利」と定義された。

したがって、金商法上のSTの分類としては、電子記録移転有価証券表示権利等の中に、電子記録移転権利とそれ以外のものが存在し、区分されることとされている。

	権利の種類	権利をトークン化した場合の 金商法上の扱い
電子記録 移転有価 証券表示 権利等	金商法第2条第1項各号に掲げる有価証券に表示されるべき権利（国債、社債、株式等）	トークン化された有価証券表示権利 （トークン化有価証券）
	金商法第2条第2項各号に掲げる権利（信託受益権、集団投資スキーム持分等）	電子記録移転権利 適用除外電子記録移転権利

本協会の自主規制の範囲は、本協会定款第4条により、電子記録移転権利及び適用除外電子記録移転権利（以下「電子記録移転権利等」という。）とされており、電子記録移転権利等以外の電子記録移転有価証券表示権利等（以下「トークン化有価証券」という。）は、日本証券業協会（以下「日証協」という。）がその自主規制を担うこととなっている。

	発行者に対する規制	取扱者に対する規制	自主規制機関*
トークン化有価証券	<b>第一項有価証券</b> 原則として発行・継続開示の義務あり	<b>第一種金融商品取引業</b> 登録時の最低資本金5,000万円、自己資本比率の継続的なモニタリングなど、高水準の規制を受ける	<b>日本証券業協会</b> ・本改正前から現物有価証券を所掌 ・STの自主規制も担う
電子記録移転権利	<b>第一項有価証券</b> 改正前は第二項有価証券であった (法改正の主目的)	<b>第一種金融商品取引業</b> 改正前は第二種金融商品取引業であった 規制内容は上段と同様 (法改正の主目的)	<b>日本STO協会</b> ・2020年5月に認定金商業協会
適用除外電子記録移転権利	<b>第二項有価証券</b> 原則として発行・継続開示の義務なし	<b>第二種金融商品取引業</b> 最低資本金は1,000万円によく、自己資本規制も受けない	

## 2. ST市場WGにおける検討範囲

ST市場の活性化を検討する場合、本協会の自主規制範囲に係るST（電子記録移転権利等）について検討するだけでは、ST市場全体の活性化に資することができないことから、当面、トークン化有価証券を含む電子記録移転有価証券表示権利等をその検討の対象として議論することが望ましいとされた。

そのため、ST市場WGにおいては、特段STに表示されている有価証券の銘柄区別を行わず、まずは発行実績のある不動産を裏付資産としたSTの市場の在り方について検討の対象とすることとした。

なお、これらSTを取り扱うことのできる本協会加入の正会員（金融商品取引業者や登録金融機関である金融商品取引業者等（以下「金商業者等」という。））が自主規制ルール等の適用対象となる。

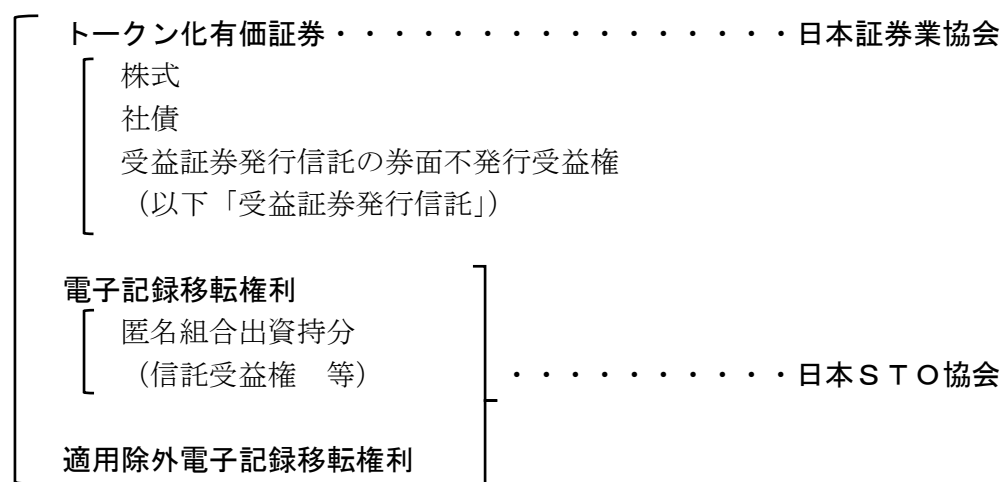
一方、電子記録移転権利等も法令上はトークン化有価証券と同一規制が適用される状況下においては、裏付資産が同様であるにもかかわらず、トークン化有価証券と電子記録移転権利等でそれぞれ適用される自主規制の内容や運用に有意な差が生じることは適切ではなく、ルールの統一化のためには日証協との連携が不可欠であることから、今後、日証協と本協会の間で適宜適切な情報連携及び議論が行われる必要がある。

そのため、本中間整理（報告書）公表後、一旦現行の委員によるST市場WGを解散し、日証協などと連携を図ることにより、ST市場活性化のための会議体を新たに組成することが望まれる。

<証券の区分>

<自主規制機関>

### 電子記録移転有価証券表示権利等





## II. S T市場の現状

### 1. 金融商品取引業者等における試験的取組み

2020年5月に施行された「情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律」(令和元年法律第28号)等により、電子記録移転有価証券表示権利等が定義されたことに伴い、実質的に金商法におけるS Tの発行・流通環境の整備が行われたが、それに先立ち、みずほフィナンシャルグループは2020年2月、傘下のみずほ銀行、みずほ証券、みずほ情報総研(現みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社)の他、楽天証券、岡三証券、松井証券、株式会社オリエントコーポレーション、株式会社ファミリーマート、株式会社ヤマダデンキなどの複数のパートナー企業と共同で、個人向けデジタル社債の発行・流通・償還の流れを対象にした実証実験を行うと発表した(実証実験は2月17日にスタートし、3月13日まで行われたが、詳細なデータは開示されていない)。

また、2019年9月に設立された株式会社BOOSTRY<sup>1</sup>のブロックチェーン基盤(=プラットフォーム。以下「PF」という。)であるibet(プライベート型)を利用し、株式会社野村総合研究所において、2020年3月に3か月物のS T社債の実証実験的な発行が行われ、S Tの先駆けとなった。

さらに、2020年11月には、SBIホールディングス株式会社傘下のSBI e-Sports株式会社(非上場企業)が、親会社を割当先とした株式の第三者割当をS Tで実施した。本件も、株式会社BOOSTRYのibetを利用して実施されている。

2021年に入ってから、2月に大和証券及びその関連会社の大和フード&アグリ株式会社が、大和証券グループ本社等に向けて、デジタル社債を発行した。これは、株式会社Crypto Garageの運営するPF、Liquid Network(コンソーシアム型)を利用したS T発行のための実証実験となっている。

また、2021年3月には三井住友信託銀行がクレジットカード債権の資産担保証券(Asset Backed Securities, ABS)を裏付けとする受益証券発行信託の受益権S Tを、Securitize Japan株式会社のPF(プライベート型)を利用し、実証的に発行した。

このような実証実験等を経て、その後の一般投資家を対象としたS Tの公募発行へと繋がっていくことになった。

---

<sup>1</sup> 2019年に野村ホールディングス56%、野村総合研究所34%、SBIホールディングス10%が出資して設立されたブロックチェーンのプラットフォーム。

## 2. 最近の発行状況

### (1) 社債

上場有価証券に関しては、すでに証券取引所や保管振替機構、クリアリング機構など、証券を電子的に取引する社会的インフラが完備されていることから、S Tの各種メリットを享受する目的で、新たに上場有価証券をS T化するニーズは現時点では少なく、また、社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）をはじめとする法制度による制約もあることから、現状は主に非上場有価証券を中心にS Tの発行が行われている。

特に社債は一般投資家の理解を得られやすい商品であることから、実証実験的な取り組みが進んだ後、公募による発行が行われるなど、現在S Tの発行市場における一大セクターとなっている。

まず、2021年4月には、株式会社S B I証券が1億円の社債（満期1年、年利率0.35%、P Fは株式会社BOOSTRYのibet for Fin（コンソーシアム型））を自己募集により公募発行した。本件社債では、社債の額面金額100,000円につき10XRPの暗号資産が付与されるという新たな試みも行われている。

2022年6月になると、株式会社丸井グループが第一回無担保社S T社債（満期1年、利率1%、P FはSecuritize）を発行し、同社が直接投資家へ販売し、顧客管理も行った。ブロックチェーン技術の仕組みを利用することで、自社グループ企業の会員制度であるエポスカード会員向けに自己募集を行い、金利の一部をエポスポイントで支払う新たな社債となっている。同10月には第二回無担保S T社債（条件は第一回債と同様）の発行が予定されている。

また、同月スパークス・グループ株式会社が第一回無担保S T社債（満期1年、年利率2.5%、P Fはibet for Fin）を発行し、引受は野村証券が、販売は、若年層を中心とした顧客基盤を保有するL I N E証券が行い、S Tのメリットを生かした一般投資家向け小口販売が行われた。

さらに、同月株式会社日本取引所グループ第1回無担保社債（グリーン・デジタル・トラック・ボンド）（満期1年、年利率0.05%、P Fはibet for Fin）を発行し、野村証券が引受を行った。本社債は、「デジタル・トラッキング機能」を有するE S G債の一環として発行され、ブロックチェーン等のデジタル技術を活用し、発電量等の指標を自動的にシステムに記録できるようにするという形でデータ収集を効率化することにより、調達した資金の用途や投資効果を投資家がリアルタイムで確認することができる点に特徴があり、E S Gウォッシュ対策の実験的な試みがなされている。今後上場企業によるS Tを利用したE S G債発行の起爆剤となることが期待されている。

なお、社債のS Tに関しては、税制上の問題が一部あり、現在日証協において「利子等及び配当等について、現行の振替有価証券に係る所得税等の非課税制度

及び源泉徴収の不適用制度の適用対象とすること」との税制改正要望がおこなわれている。

(Appendix II 3. S Tの発行状況 (2022年9月末現在) (2)社債 P87 参照)

## (2) 受益証券発行信託の受益証券 S T

不動産を裏付資産としたファンドとしては、金商法上の第二項有価証券（みなし有価証券）のうち、GK-TKスキームによる匿名組合出資持分が一般には多く販売されている。ところが、当該匿名組合出資持分をS Tにした場合、ブロックチェーン技術を利用したP F上で権利移転が比較的容易に行えることから、流通市場を想定した対応が必要となり、従来それほど問題とならなかった第三者対抗要件や税制上の取扱い等の各種解決すべき問題が明らかになった。しかし、これら法律上の対応には相当の時間を要することが想定されることから、問題を回避する手段として、受益証券発行信託の受益権をS Tとする取り組みが行われることとなった。

具体的には、受益証券発行信託について、特定の受益権について受益証券は発行しない旨定めることが認められているところ（信託法第185条第2項）、当該定めをした受益権（以下「受益証券不発行受益権」という。）をS Tとすることが検討された。

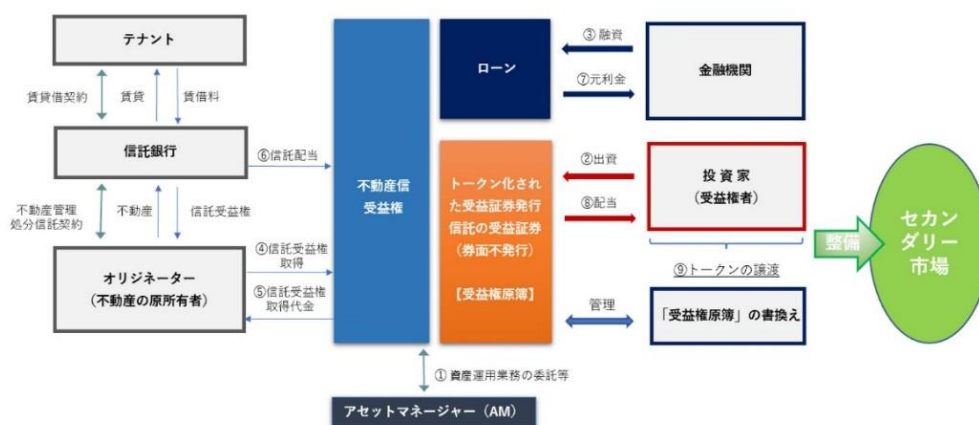
金商法の適用の観点からは、受益証券不発行受益権が、受益証券に表示されるべき権利（有価証券表示権利。金商法第2条第2項柱書）又は信託の受益権（金商法第2条第2項第1号）のいずれとして取り扱われるかが問題となる。当初本協会においては、信託法第185条第1項では「受益権を表示する証券」を「受益証券」として定義しているため、受益証券不発行受益権は「有価証券…に表示されるべき権利」（金商法第2条第2項柱書）には当たらないと考えられることから、受益証券不発行受益権は、有価証券表示権利に該当するものではなく、信託の受益権（金商法第2条第2項第1号）に該当すると考える立場を取り、受益証券不発行受益権に関しては電子記録移転権利と整理すべきであるとした。

しかし、受益証券不発行受益権については、受益証券に表示されるべき権利に該当するとの整理がおこなわれ、その結果、現在S Tで用いられる受益証券発行信託の受益証券不発行受益権は、電子記録移転権利等ではなく、トークン化された有価証券表示権利として取り扱われることとされた。そのため、不動産S Tの中心を占める発行形態である受益証券発行信託の受益権S Tは、日証協の自主規制に服することとされている。

これにより、2021年8月に国内初の公募型不動産S Tとしてケネディクス・リアルティトークン・渋谷神南（受益証券発行信託、予定償還5年、予想還元利回り3.4%（当時））が発行された。KDXレジデンス渋谷神南という単一不動産（マ

ンション)を裏付資産としたS Tであり、発行会社は三菱UFJ信託銀行(受託者)及び株式会社DS1(委託者)。野村證券及びSBI証券が引受けを行い、広く一般投資家向けに販売が行われた。P Fは、三菱UFJ信託銀行が運営するProgmatt(プライベート型)が利用されている。

【受益証券発行信託スキームの一例】



この後も、2021年12月には、「不動産のデジタル証券～神戸六甲アイランドDC～」(引受：SBI証券)、2022年3月には「ケネディクス・リアルティ・トークン赤羽志茂」(引受：大和証券、SMBC日興証券)、「不動産のデジタル証券～草津温泉 湯宿季の庭・お宿木の葉～」(募集の取扱い：野村證券)、6月には「不動産のデジタル証券～ALTERNAレジデンス 新宿中落合・経堂・門前仲町～」(引受：SBI証券)、8月には「ケネディクス・リアルティ・トークン ロンコプロフィット マート厚木I」(引受：大和証券)の発行が行われ、いずれも単一(又は少数)の不動産物件を裏付資産にした受益証券発行信託のS Tとなっており、三菱UFJ信託銀行のProgmattを利用した公募第一号の案件と同様のスキームで実施されている。

さらに、9月には「不動産のデジタル証券～ALTERNAレジデンス 銀座・代官山～」(募集の取扱い：野村證券)の発行が行われ、本件は三井住友信託銀行等が手がけたため、受益証券発行信託で初めてibet for Finが利用された。

この結果、9月までに7本実施された不動産を裏付資産とした受益証券発行信託の受益権S Tの募集金額は、16,277百万円(平均23億円)となった。

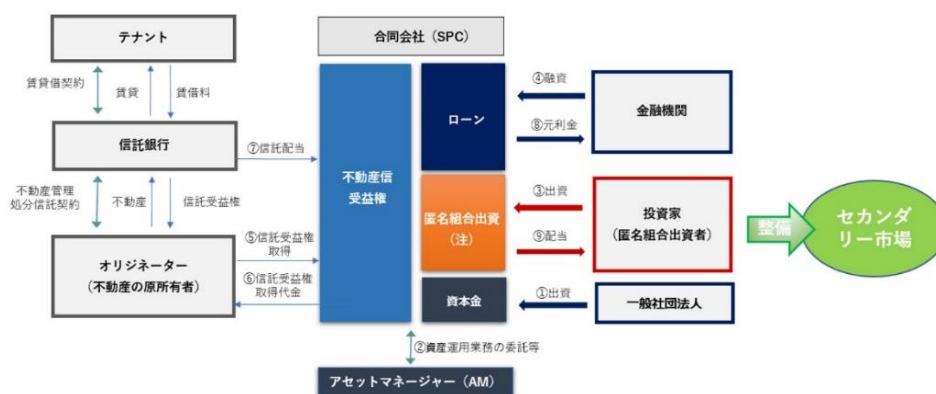
(Appendix II 3. S Tの発行状況(2022年9月末現在)(3)受益証券発行信託P88参照)

### (3) 匿名組合出資持分ST（GK-TKスキーム）

従来の不動産ファンドでは、匿名組合出資を受けた合同会社がSPCとして当該出資金等を原資に不動産信託受益権を取得し、当該不動産信託受益権の分配金等を基に匿名組合員への配当を行う、いわゆるGK-TKスキームが多く利用されており、金商法上の第二種金融商品取引業者により取扱われてきた。

GK-TK方式では、匿名組合員は匿名組合契約の当事者として契約上の地位である匿名組合出資持分（以下「TK」という。）を保有するとされているが、このTKをST化したもの（以下「GK-TKスキームによるST」という。）を発行する案件が既に実施されている。当該案件において発行されたGK-TKスキームによるSTは、電子記録移転権利として本協会の自主規制の範囲となる。

#### 【GK-TKスキームの一例】



従来の第二種金融商品取引業者が取扱うGK-TKスキームによる不動産私募ファンドにより発行されるTKとGK-TKスキームによるSTの大きな違いは、STの特性を活用し流通性を持たせることが可能であるという点にある。そのため、従来のGK-TK方式による不動産私募ファンドが第二項有価証券（みなし有価証券）として扱われていた一方、GK-TKスキームによるSTは、一部の適用除外となるものを除き第一項有価証券として扱われるなど、金商法上の規制の強化が図られている。

第1号案件は、「トーセイ・プロパティ・ファンド（シリーズ1）」として、2021年11月に発行されたものであり、東海東京証券株式会社が募集の取扱いを行い、シンガポールのADDX Pte. LTD. が運営するプラットフォームADDX（プライベート型）が利用された。

また、2022年7月末には、Hash DasH 株式会社がGK-TKスキームによるST「毎月分配・家賃収入ファンド・静岡呉服町」（発行2022年11月1日、PH:

Hash Dash Chain (Hash Dash Holdings) (プライベート型)、設定期間 40 年) を取り扱うことを公表した。<sup>2</sup>

一方で、①第三者対抗要件問題及び②税制問題などについては、従来の取り扱いから変更されていないことから、各種の制約が存置されたままとなっており、これらの案件以外には、現時点において発行が進んでいない状況にある。GK-TK スキームによるSTは汎用的でコストを抑えることができることから、非常に使い勝手の良いスキームであるため、これらの制約が払拭されれば、飛躍的に発行が増加する可能性を秘めており、本協会としても、積極的に税制改正要望などを行っていくことが必要である(税制改正要望については、「VII. その他 1. 税制改正要望」(P30) 参照)。

なお、今後、不動産を裏付資産とする適用除外電子記録移転権利の発行も検討されており、GK-TK スキームを利用した特定投資家(法人顧客)向け私募ファンドのST化の一形態として、発行しやすい環境整備が行われることが期待されている。

また、適用除外電子記録移転権利に関しては、当該適用除外電子記録移転権利を第二種金商業者が取り扱う場合、鍵の管理をどのように行うか等に関して今後の重要な検討課題<sup>3</sup>である。本件は、モニタリングの在り方等も含め、第二種金融商品取引業協会等との連携も望まれる。

(Appendix II 3. STの発行状況(2022年9月末現在)(4)匿名組合出資持分(GK-TKスキーム) P91 参照)

#### (4) その他の商品(非上場株式、不特法ST等)

STは、その対象となる非上場の有価証券としては、上記以外のものについても検討が行われている。

非上場株式に関しては、ベンチャー企業等が自らエクイティファイナンスを行うことが難しいことから、そこには金商業者の関与が必要となるものの、古くから日証協が金商業者に対し勧誘規制を課しているため、米国に比較するとベンチャー企業による資金調達や流通市場に金商業者が関与しにくい環境となっているといわれている。一方、限定的ではあるものの、クラウドファンディングで募集が行われる株式や、地方を中心とする株主コミュニティで取り扱われる株式などは、当該規制の適用除外となっており、金商業者が関与できることから、今後その活用が期待されている分野である。このような分野において、株式そのも

---

<sup>2</sup> 当該銘柄は、諸般の事情により9月28日付で有価証券届出書の取下げが行われており、今後再度発行に向けて検討が行われている。

<sup>3</sup> 電子記録移転権利に係る検討課題として、委員から「Regulation A (+) で発行された株式等をデジタル証券が取扱い、ATSにて二次流通を行う米国の事例を参考に、日本でも同様の仕組みの導入について検討が必要ではないか」との意見もあった。

の発行・流通を考えるよりも、保振のような振替機関を必要とせず、株券の発行が不要で、株主管理もブロックチェーンで自動的に行えるSTの活用は、ベンチャー企業育成においてコスト削減や各種ルーティンの削減が期待でき、大いに期待される場所である<sup>4</sup>。

また、金商法の枠にとどまらず、より広くSTを概観すると、不動産特定共同事業法（以下「不特法」という。）第2条第4項第1号に定める不動産特定共同事業（いわゆる1号事業）に基づく出資持分をST化したものが、不特法STとして発行されている。これは、金商法第2条第2項第5号ハにより、金商法第2条第2項5号に定めるみなし有価証券から除外されているため、金商業等府令第1条第4項第17号に規定される電子記録移転有価証券表示権利等には該当しないこととされている。

既に不特法に基づき組成された不動産ファンドの販売には、多数のクラウドファンディングにおいて行われており、当該クラウドファンディングとSTを組み合わせた不特法STの発行が数件行われているところである。

不特法STの全容は把握できていないが、2020年3月には、不動産ファンドのクラウドファンディングを手掛ける株式会社LIFULLが、ブロックチェーンプラットフォームのSecuritize Japan株式会社と協業し、不特法STの実証実験を行い、さらに2020年11月には、同社が提供するプラットフォームを利用した株式会社エンジョイワークスが、「葉山の古民家宿づくりファンド～日本の暮らしをたのしむ、みんなの実家～」を取扱い、1,500万円の資金調達が行われた（PFはSecuritize（パブリック型））。

また、株式会社グローベルスは、2020年12月に大家.com（クラウドファンディングサービス）の第1号案件である「南麻布の大家になろう」において、株式会社LIFULLとSecuritize Japan株式会社の協業サービスを通じて、不特法STの取扱いを行うと発表している。

不特法STと電子記録移転権利等は親和性があることから、同時に取扱いを行う金商業者等も今後想定され、本協会においては法規制の面からは既に国土交通省とも連携を図ってきたところである。広い意味でのSTを概観する意味でも、本協会においては、不特法STについても引き続き情報収集等を行うことが望まれる。

---

<sup>4</sup> 委員からは、「米国では、Regulation A（+）の制度上でデジタル証券として発行された株式がATSで売買されているところ、日本においても、非上場株式について二次流通を行う仕組みなどの検討をしてもよいのではないか。」といった声もあった。

### 3. STを支えるPFについて

STはトークン化した有価証券の権利をブロックチェーン上で移転させるところに、従来の証券取引の仕組みと大きな違いがある。ブロックチェーンと一言に呼んでもその類型はいくつも存在している。ブロックチェーンを実装したPF(ここでは実装基盤あるいは動作環境を意味する。)には、複数の種類が存在し、それぞれの特徴を持っている。

#### (1) PFの種類

現在、PFは、大きく分けて「パブリック型」「コンソーシアム型」「プライベート型」の3つの種類が存在している。

##### ① パブリック型

パブリック型は、インターネットに接続できれば誰でもアクセスでき、自由に取引に参加できる仕組みである。従来の証券取引所等のように、中央のサーバーでデータを一括管理する必要がないため、管理者不在で運用ができる点に特徴がある。現在の暗号資産の取引基盤のほとんどがこのパブリック型であり、Bitcoinなどの暗号資産取引のほか、NFT(Non-Fungible Token)やステーブルコインの発行・流通基盤としても使用されている。誰でも参加できることから「パーミッションレス型」とも呼ばれる。世界にノードがいくつ存在しているのかを正確に数えることができないものもある。合意形成や取引の確定に時間を要するといったデメリットが掲げられている。さらに、マイニングを行っているリソース全体のうち、51%を占める者が不正な実行を行うと、不正な取引が記録されたブロックを排除できない事態が発生する「51%攻撃」という課題も指摘される。つまり、多数のノード参加者のいるBitcoinのようなPFの基盤とする場合問題となる可能性は相対的に小さいが、十分に分散されておらず、少数のノード参加者で運用されているブロックチェーンをPF基盤とする場合等は、このような51%攻撃等による取引の改竄を阻止できない可能性があるという重大な問題も孕んでいる。また、パブリック型ブロックチェーンを利用する際には、取引手数料相当を、それぞれのブロックチェーンの仕様に従って発行されるネイティブトークン建てで支払う必要があり、しかもトークンの価格は市場動向によって変動することから、不安定な費用負担の問題が継続的に発生する。

ちなみにパブリック型のブロックチェーンとして代表的なものは、Bitcoin、Ethereum、BNB Chain、Rippleなどが挙げられる。世界的には、EthereumベースのSTが主流となっている。



パーミッションレス型ブロックチェーンは、クロスボーダー決済や、分散型金融サービスの基盤に活用されており、既に一定の規模の経済活動が認められることから、マネーロンダリング等の金融犯罪や金融システムの安定性に与える影響について様々な問題も指摘されている。現在、国際的な金融規制機関や先進国金融当局において規制の在り方が議論されており、法規制の観点から一定の不確実性があると言える。

## ② プライベート型

プライベート型のPFは、システムベンダー社のみが管理者となり、ブロックチェーン上で移転する商品を取り扱う企業のみが参加する場合に活用される。パブリック型に比べて不特定多数のノード間で合意形成を行う必要がないため、大量の処理が必要な場合でも、迅速な取引承認が可能である。一方で、管理者を信頼したシステムであるという意味で従来型のシステムと変わりがなく、障害によるシステムダウンや、外部からの集中的なサイバー攻撃など、既存取引所システムと同様の問題を抱えているとの指摘がある。しかし、プライベートネットワークが仮に単一ノードである場合においても、インフラの配置をマルチクラウドで構成し、あるいは同一のクラウドでも複数のリージョンに分散すること等の対応により耐障害性は確保できるため、ノード配置の工夫により耐障害性はカバーされる。また、単一の運営者による独占的な管理であることから、記録を常時公開し、ノードを分散することにより実現する記録の改ざん困難性を具備できないとの指摘もあるが、コンセンサス・アルゴリズムやチェーンへの記録内容など、利用者は採用するブロックチェーンの処理形態、運用形態を事前に把握し、これにより安全な管理体制のもとでプライベートチェーンが運用される仕組みでもある。さらに、ブロックチェーンへのアクセスや記録の公開が限定されるため、プライバシー保護やマネーロンダリング規制の観点から金融取引には向いているといわれている。

プライベート型と後述するコンソーシアム型は、単一のユーザー（企業体等）でネットワークを運営するか、複数のユーザー（企業体等）でネットワークを運営するかの違いであり、その採用の判断は当該システムを導入する企業が行う。そのため、プロトコルやサービスとして両者に大きな違いはなく、代表的なものとして、Hyperledger Fabric、Corda、GoQuorum<sup>5</sup>やNASDAQ Linqなどが挙げられている。

---

<sup>5</sup> 2016年にJ.P. Morgan Chase & Co.によってEthereumをベースとして金融分野におけるエンタープライズ用途で開発されたブロックチェーンプロトコル。2020年に米国のブロックチェーン企業ConsenSys Inc.によって買収された。高い障害耐性とファイナリティを有し、また「パブリック型」ブロックチェーンのEthereumをベースに開発されていることから、Ethereumとの一定の互換性を有しているため、高い拡張性を有している。

### ③ コンソーシアム型

コンソーシアム型では複数企業が管理者となってノードを運用し、取引やアクセスは許可制となる。参加者同士が各種ルールを定め、また参加者自体も協議して決定し、平等に情報を得られるなどの仕組みを採用すれば、企業間の情報やリソースの共有により効率化が図れる可能性がある。参加者を特定するため、プライベート型のブロックチェーンともども「パーミッション型」とも呼ばれ、「パーミッションレス型」よりも管理がしやすく、企業にとって使いやすいと考えられている。プライベート型とは異なり複数事業体で運用することから、相対的に分散性が高まり、他の参加者にネットワーク障害等が生じてシステム全体は動き続けるなどの効果が期待できる。一方、事前に複数事業体の間で責任関係を明確に定めておかないと、情報漏洩や事務ミスや内部不正等の事故や事件が発生した場合にその責任の所在を巡って紛争が生じる可能性がある。

## (2) 現在STで利用されているPF

現在、我が国におけるSTで利用されるPFは、プライベート型又はコンソーシアム型のブロックチェーンを基盤にしている。証券取引は、厳格な金融規制のもとで執行される必要があり、業法に準拠した内部管理態勢を構築する責任は金融商品取引業者等のライセンスホルダーにある。そのため、PFの運営主体もこれら責任主体に限定した形で運営する必要があると捉えられているものと考えられる。

コンプライアンス上の要求事項は多岐に渡り、証券取引に関する知見を有した参加者が、自らの責任においてシステム要件を確認し、開発後のテストを通じて意図した通りに作動することを検証することができたと言えるためには、パーミッションドのブロックチェーンをその基盤として採用する必要があると考えられているものと思われる。

現在、日本においてSTの取引に用いられているPFは以下のとおりである。

### ① ibet for Fin

株式会社BOOSTRYによって開発された、証券トークンの発行と流通に特化したブロックチェーンPF。コンソーシアム型のPFであり、コンソーシアム上では、STを販売・流通できる参加者を、金商業者等に限定することで、有価証券の取り扱いに必要なガバナンスと金融システムとしての安全性を確保している点が特徴である。技術基盤としてGoQuorumを採用している。すでに、様々な金融グループが参加しており(2022年10月時点で14社による共同運営、<https://www.ibet.jp/ibet-for-fin>)、社債、受益証券発行信託での発行実績を有し、日本におけるSTの代表的PFとなっている。

ibet for Fin と同じ仕様でユーティリティトークン (UT) を扱う別のネットワーク ibet (株式会社 BOOSTRY が運用) ではスマートフォンアプリで会員権やポイント等が取り扱われている。

## ② Progmatt

三菱UFJ信託銀行によって提供されているSTの発行・管理PF。現時点では、証券の発行ごとに参加者を特定するプライベート型となっているが、すでに、流通市場や資金決済の合理化を目指しコンソーシアム型の開発が行われており、今後バージョンアップによりコンソーシアム型のPFとなることが予定されている。技術基盤として Corda<sup>6</sup>を採用している。

分散型台帳技術を利用したデジタル資産について、STのみならず、電子決済手段に用いられるステーブルコイン (以下「SC」という。) や特定の権利の行使などに必要なユーティリティトークン (以下「UT」という。) などの取扱いも模索している点に特徴がある。

信託銀行が提供していることもあり、現在は、受益証券発行信託を中心に取扱いが行われている。

## ③ Securitize

米国 Securitize, Inc.<sup>7</sup> (2017年に設立された、発行から流通市場まで対応したセキュリティトークン・ソリューションを提供する米国証券取引委員会 (SEC) 登録のトランスファーエージェント) の日本法人 Securitize Japan 社が提供するSTのPF。米国ではすでにパブリック型のPFを採用しているが、日本における現状を勘案し、個別案件では、プライベート型のPFを提供している。現在、社債を中心にSTの発行に用いられているが、今後各種証券のPFとして利用が予定されている。SecuritizeのPFでは、技術基盤として GoQuorum を採用している。

## ④ ADDX

シンガポールの ADDX Pte. LTD. (以下「ADDX」という。) が運営するプライベート型PF。東海東京証券株式会社が不動産ST (匿名組合出資持分) の取り扱いを行う際に利用されている。

---

<sup>6</sup> 世界の主要な金融機関が出資して設立された「R3 LLC」(本社米国)が開発する「プライベート・コンソーシアム型」の分散台帳技術基盤である。個々の取引単位でトランザクションが構成されるため、複数のトランザクションを鯨列処理することが可能となり、取引処理速度の改善高速化が図られている、また、ノードの適時的な追加も可能でありスケラビリティの確保が容易な上、スマートコントラクトの実装が柔軟に行える特徴がある。

<sup>7</sup> 三菱UFJフィナンシャル・グループや野村ホールディングス、SBIホールディングス、KDDI、ソニーフィナンシャルホールディングスなど、国内大手企業からも多くの出資を受けている。

Ethereum を応用した ADDX 独自の基盤を採用し、スマートコントラクトを実装することで、権限を持った単一の管理者により取引の承認が行われるコンセンサス・アルゴリズムを用いるプライベート型の PF となっている点に特徴がある。日本の投資家の ST は、東海東京証券株式会社に口座を開設し、東海東京証券株式会社に対して付された仲介者口座において記録される。

なお、ADDX の親会社（持ち株会社）である ICHX Tech PTE. Ltd. は、シンガポール証券取引所子会社、シンガポール政府系投資会社、東海東京グローバル・インベストメンツ等が株主となり、アジアで初めての ST の発行・取引・保管を行うために必要な政府認可を受け、ADDX（旧 iSTOX）を設立及び運営している。このような理由から、東海東京証券株式会社では、流通市場の取引プラットフォームとして ADDX を利用している。

#### ⑤ Hash DasH Chain

金商業者である Hash DasH 株式会社の親会社である Hash DasH Holdings 株式会社が提供し、Hash DasH 株式会社が管理する PF であり、GoQuorum を技術基盤として構築されたプライベート型の PF となっている。

Hash DasH 株式会社は、同じく Hash DasH Holdings 株式会社が提供するインターネット環境を利用した WEB ブラウザによりスマートフォン、PC によるオンライン取引システムと連携して利用しており、PF は主に証券ポストトレード業務を担う位置付けとされている。

また、PF として単独でも利用は可能であり、今後 Hash DasH 株式会社以外の他社展開も計画している。

### 4. 流通市場の創設について

ST の流通市場については、有価証券を ST 化しブロックチェーン基盤を利用して移転する方式がとられるため、ST そのものの移転はスムーズに行われる環境が整備されている。したがって、今後 ST のメリットである小口化等が進むことで、流通市場全体の整備の在り方が課題として浮上することが想定されている。

一方、実際の ST の売買約定の仕組みに関しては、PF 自体に約定機能がないことから、PF の外側で注文のマッチングが行われることが想定される。具体的には、ST の取引を担う金商業者等が、自社の店内における対当取引等（当面は、金商業者等が自社の勘定で顧客から購入する方式が採用される。）を行うことが予定されている。今後、ST の PTS やデジタル証券取引所の創設の計画も発表されており、将来的にはこれらの取引所を通じた流通市場の形成が想定されているところである。

## (1) 流通市場創成期の取引形態

発行市場において販売されたS Tについては、(譲渡制限期間が付されている場合は、当該譲渡制限期間が経過後に)一部の顧客の換金ニーズ等により売却されることになる。当該S Tの売買については、当初S Tの取引手段が未発達な段階においては、S Tを取扱った金商業者等に対し売り注文が出され、当該金商業者等に寄せられた買い注文と店内対当取引として約定されることが想定されていた。現時点では、当該店内対当取引の約定や執行をシステム等により行うとP T S規制に抵触する可能性があることから(「IV. P T S規制の在り方について」P27参照。)、顧客から売却依頼があった場合は、一旦当該金商業者等が買い取り、別途他の顧客に特定の価格で売却する方法により行われることが想定されている。

## (2) P T Sの利用

当初、S Tの売買注文は、(1)で記載のとおり金商業者等の店内約定されることになるが、将来的に流通市場が活発化した場合、一定のマッチングプラットフォームの必要性が必然的に検討されることになる。P F自体は注文をマッチングさせる機能を有しないことから、流動性を付与させる取り組みは、P Fの外で行われる集中的な売買注文の約定方式、つまりより高度な約定機能を有したマッチングプラットフォームとしてのP T Sの利用等につながることを想定される。そのため、早い段階からS Tの取引に関してはP T Sによるマーケットの創設が検討されてきた。

2021年4月に大阪デジタルエクスチェンジ(以下「ODX」という。)が設立され、SBI P T Sホールディングス株式会社(70%)、株式会社三井住友フィナンシャルグループ(20%)、野村ホールディングス株式会社(5%)、株式会社大和証券グループ本社(5%)が資本参加している。2022年6月に上場株式を対象としたP T S業務を開始している。2023年度からは、S TのP T S業務を行う旨公表しており、今後S Tの流通市場の中核を担うことが期待されている。

P T SはS Tの売買注文のマッチングプラットフォームとして利用され(P T Sでは、注文のマッチングのみが行われ、実際のS Tの移転は、S TのP F上で行われる。)、P T Sへの参加は一定のP T Sが定めた基準を満たす金商業者等であれば広く参加可能である一方、P T Sでの取引データがS TのP Fへ送信され、そこで実際の権利移転が行われることになるという構造上、現行においては、S Tを扱うP Fに参加している金商業者等間でしかS Tの移転ができないため、当該P Fを利用していない金商業者等は当該S Tを取扱えないなどの解決すべき技術的な問題もあり、検討が進むことが期待されている。

なお、PTSに関する規制緩和要望や今後の対応については、後述の「IV. PTS規制の在り方について」（P27 参照）を参照されたい。

### (3) デジタル証券市場の開設

一方、社債に関しては、大手外国証券などからもST社債発行・流通の必要性が指摘されており、流通市場の創設には期待されているところ、2022年3月日本取引所グループが中期経営計画の中でデジタル証券市場の創設を公表している。

現時点では、当該デジタル証券市場が証券取引所として運営されるかについては未定であり、また取り扱う有価証券の種別も未定とされているが、金融商品取引所としてSTを対象としたデジタル証券市場が発足することは、画期的なことである。

一方で、金融商品取引所として開設される場合、STの最大の特徴であるブロックチェーンのメリットをどのように享受できるのか、注目されるところである。

### Ⅲ. S T流通市場における規制のあり方について

#### 1. 流通市場における規制の必要性

S Tの発行に際しては、発行時開示その他の各種法令の適用のもと販売が行われているため、従来の有価証券の販売に関する開示規制と比較した場合、現時点において、S Tの開示規制の内容に特に不備があるとの指摘はない（ただしⅦ 今後の検討課題、6. その他（P40））に後述するとおり適用させる各種規制についてS Tの発行に関する実務上の観点から追加の手当てが必要となるような問題がいくつか想定される。）。もちろん、契約締結前交付書面や顧客へ配布される商品説明資料上においては、S Tであるゆえの特殊性に起因する各種のリスク説明（ブロックチェーンの体系的なリスク、商品特性によるリスク、裏付け資産に関するリスク等）等は不可欠であるが、これらは既存の法令諸規則で手当てされている。

また、流通市場におけるS Tの投資者保護を念頭に置いた場合、金商法に基づく有価証券報告書等の法定開示（継続開示）の規制の適用などはあるものの、現行のS Tの主流で取り扱われている不動産S Tを勘案した場合、例えば不動産証券化商品のREIT等と比較すると、適用される規制内容についていくつかの点で検討が必要となる事項（下記「2. 規制が必要とされる分野」P17参照。）が考えられる。そこで、本S T市場WGにおいては、不動産S Tに焦点を当て、流通市場を想定した規律の在り方について、検討することとした。

なお、不動産以外のアセットに関しては、今後具体的に商品が組成された段階で細かく議論をしていく必要があるが、一方で商品ごとに制度が大きく異なることは、投資家にとっても不利益となることから、不動産S Tの検討に焦点を当てる場合も、ある程度他S Tを想定した汎用的な規律について検討することが望ましい。

#### 2. 規制が必要とされる分野

不動産ファンドの一類型であるREIT、さらに不動産私募ファンド等に課される規制を勘案した場合、不動産S Tの流通市場において、投資家保護上必要と思われる規律を洗い出してみると、当面、以下の3点について検討が必要であることが整理された。

- ① 適時開示ルール
- ② 資産運用報告書の記載項目・提供方法
- ③ 価格の算定及び情報提示ルール

情報開示規制に関しては、公募形式で発行された不動産S Tの場合、流通市場においては金商法上の継続開示規制等が設けられている。その上で、現在、自主規制機関や金融商品取引所等によって、一般的な不動産ファンドに課されている法令を

補完する自主規制やガイドライン等と同等の自主規制ルールを整備し、S Tに適用する必要があるかを検討することが重要であるとの結論にいたった。

そこで、上記3点について、本協会事務局において一定の整理を行ったのが、以下の3. 以降に記載した内容である。

ただし、これら3点の規制を不動産S T全般に課す場合、それぞれのS Tの自主規制を担う自主規制機関（具体的には、受益証券発行信託の受益証券のS Tに関しては日証協、匿名組合出資持分のS Tに関しては本協会）の自主規制ルール等を整備する必要が生じるが、現時点で既に「I. S T市場WGでの検討の範囲等について」の「2. S T市場WGにおける検討課題・論点整理」（P 4参照）で記載したとおり、本協会の自主規制の対象である商品に限定して自主規制ルールの検討を行うことは望ましくなく、今後日証協が議論に参加した上で、継続的に検討することが望ましいと考える。

また、本件に関しては、委員から「S Tは現時点で発展段階であり、市場の発展を阻害しないために先ずは、基本的な考え方や最低目線等として、緩やかなガイドライン等を模索するのが現実的と考える。その後、実体に合わせた検討を継続して行うことが望ましい。」といった意見<sup>8</sup>が多く寄せられた。

そこで、ここでは、検討してきた経緯、その内容について記載するにとどめ、これらの規制の在り方や規制内容等については、今後引き続き関係団体とも連携しながら検討を行っていくこととする。

### 3. 不動産S Tに係る適時開示ルール等の整備について

#### (1) 開示の必要性について

##### ① 金商法に基づく発行開示及び継続開示

電子記録移転有価証券表示権利等は、すでに述べたとおり、金商法第2条第1項に定める有価証券として取り扱われることとなることから、電子記録移転権利も含め、公募型不動産S Tの情報開示に関しては、金商法に基づく、発行市場における「有価証券届出書」、「目論見書」などによる発行開示規制と、流通市場における「有価証券報告書」、「半期報告書」、「臨時報告書」などによる継続開示規制がある。

##### ② 不動産S Tに係る適時開示ルール等の整備

一方、流通市場における不動産S Tの取引の円滑化、公正な取引を確保するとともに、投資者の信頼性を向上させるためには、有価証券届出書、有価証券

---

<sup>8</sup> 一方で、委員から「同一資産を対象とする不動産S TとS T化していない不動産証券化商品で性格が異なることはなく、当該不動産証券化商品に課されていない各種規制をS Tにだけ設けることは不合理であり、市場育成のために避けることが必須である。」といった意見も寄せられた。



報告書等の提出後に発生した投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす重要な事項について、投資者への適時、適切な情報開示は、必要不可欠であると考えられる<sup>9</sup>が、現在、不動産STに係る適時開示について、法令等の定めはない。

そこで、ST市場WGにおいては、不動産STに係る適時開示ルールの在り方について検討をおこなうこととした。

ただし、現時点で適時開示についてどこまで自主規制規則又はガイドラインとして制定すべきかという明確な結論を得ていないため、ここではあるべき姿を示すにとどめ、本件に関しては引き続き検討課題とすることが望ましいと考える。また、適時開示に関しては、トークン化有価証券についても同様の問題が指摘されるところ、当該有価証券に関しては日証協のルールやガイドラインとして制定する必要があることから、今後日証協を交え、検討を継続することが望ましい。

なお、現時点でSTの流通市場としての金融商品取引所等は存在しないことから、本件等を検討するにあたっては、インサイダー取引規制や相場操縦規制等の不公正取引規制をかける必要性は必ずしも高くないと考えるが、取引量が多くなった場合には、法令での規制適用が検討されることも念頭に置いておく必要があるとともに、一般的な不公正取引規制（金商法第157条）は現時点でも適用されること、ST発行体や裏付資産に関する情報の偏在に起因して不公正な取引が行われる可能性がないわけではないことから、情報の管理等に関しては適切に行われることが望まれるのは言うまでもない。

## (2) 不動産STに係る適時開示ルールの在り方について

### ① 適時開示の主体

公募により発行される不動産STは、資産金融型証券であり、その価値の裏付けとなっている不動産の内容、その運用管理の状況及び証券化・トークン化するための情報等が重要である。一方で、一般的なファンドスキームによる発行の場合、当該情報等の多くは、発行者であるSPCではなく、資産運用会社が事実上有していることから、適時開示の実効性を確保するため、適時開示の主体を資産運用会社とすることが望まれる。

ただし、過度に資産運用会社の事務負担が増える場合、STに係る資産運用を担う会社が限定されてしまうことや、STの新規発行の妨げとなるおそれも懸念されるため、開示項目・内容については、最低限必要な項目にとどめることが重要であると考えられる。

---

<sup>9</sup> 一方で、「一般的な証券化商品では求められずSTにだけ求められる追加の開示規制は設けるべきでない」と考える。STが他の証券化商品と対比して発行や流通において制度面での優位性がなく、流動性が上がるという間違った認識で、育っていない市場に規制を設けるのは適切ではないと考える。」との意見もあった。

また、資産運用会社は、本協会の正会員となることはできないことから（定款第9条第1項第1号<sup>10</sup>）、本協会の自主規制に服す義務はないため、直接的にルールを適用することは不可能である。そこで、適時開示規制の適用については、本協会の正会員を通じて間接的に資産運用会社に要請することや、当該S Tを取扱うPTS等が、契約により発行会社（実質的には資産運用会社）に対し直接適時開示を要請することが考えられる。いずれにせよ、現時点でルールの適用関係の在り方について結論を出すのは難しく、適時開示ルールの内容と開示主体等を明確に整理した上で、継続的に検討を行う必要があると思われる。

## ② 適時開示の項目・内容

適時開示が求められる情報は、投資者の投資判断に重要な影響を与える事項であり、不動産S Tに係る資産運用に関する事項、スキームに関する事項、決算に関する事項に分けられる。更に、資産運用に関する事項及びスキームに関する事項については、それぞれ、資産運用会社の決定事実、発生事実等に区分される。

これを踏まえ、具体的な開示項目の検討に当たって、適時開示が検討される情報のうち、最低限必要な開示項目・内容を抽出しリストアップすることが、S T市場の参加者全体にとっても有用であると考え、東京証券取引所が定める上場不動産投資信託証券に係る適時開示事由も参考としながら、具体的な開示内容や数値基準等については、Appendix I 「1. 適時開示の項目・内容（案）」（P43 参照）記載のとおり整理した。今後これらの項目についても、より具体的にどのような事象が発生した場合に、どのような効果を求めて誰が開示するのかを明確にし、また、数値に係る基準に関しては、不動産S Tの物件規模など実態に合わせ検討することが必要である。

## ③ 適時開示の時期

適時開示事象に該当する事項の決定又は発生後、資産運用会社が速やかに開示を行うことが必要である。

また、適時開示の時期と関連して、不公正取引排除し、投資家を保護する観点からは、適時開示が行われた後に、金商業者等（あるいはPTS）が必要に応じ適切に売買停止措置等を行えるよう、実務的な情報共有・連絡方法も構築する必要があると思われる。

---

<sup>10</sup> 定款第9条第1項第11号では、正会員は、「第一種金融商品取引業者又は第一種少額電子募集取扱業者、第二種金融商品取引業者又は第二種少額電子募集取扱業者及び登録金融機関のうち、電子記録移転権利等の売買その他の取引等に係る業務を行う者」と定義されている。

#### ④ 適時開示の方法

適時開示方法については、費用対効果を勘案すると、既に一部実務でも行われているとおり、資産運用会社のウェブサイト<sup>11</sup>に掲載する方法等<sup>12</sup>が考えられる。

この場合、当該ウェブサイトの開設場所の情報等を有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、資産運用報告書等に掲載し、投資家・顧客に適時開示が行われる方法が周知されることが望ましい。

#### ⑤ 資産運用会社における適時開示態勢の整備

不動産S Tに係る適時開示が求められる事項は、流通市場において、投資者の投資判断に重要な影響を与える情報であり、資産運用会社には、以下のポイントに留意して、投資者の視点に立って迅速、正確かつ公平な情報の開示を行える有効な態勢整備を行うこと<sup>13</sup>が望まれる。

適時開示態勢を適切に整備する上で特に重要なポイントは、以下の3点である。

- i 適時開示態勢を有効に整備・運用するために、資産運用会社が開示の重要性に対する明確な姿勢・方針を打ち出し、かつ社内にこれを啓発していくこと。
- ii 適時開示を適切に行う上で達成しなければならない要点を明確化すること。
- iii 整備した態勢を適切に運用していくために、内部監査部門をはじめ資産運用会社における取締役、監査役等による適時開示態勢を対象としたモニタリングを行うこと。

これらの態勢整備のためには、一定のルールを資産運用会社に課す必要があるものの、現時点で金商法上の第一種金商業者を会員とする自主規制機関においては、直接的な規制を課すことは難しく、当分の間は、正会員から要請する

---

<sup>11</sup> 委員から「情報周知の為の売買停止発動等の兼ね合いから、PTSなどの市場開設者等への連携方法は要検討。また、自主規制機関や市場開設者等のウェブサイトにおいてポータルの一元管理する運用は、投資家利便性を高めると思われる。」との意見があった。

<sup>12</sup> 委員から、「この方法を採用する場合には、①資産運用会社が勧誘していると思えないよう、ウェブサイトは運用開始後の開設となること、②運用開設前に重要な事項について開示する必要がある場合は、当該情報を開示資料に掲載すべきか、といった点について慎重に検討する必要がある。」との意見があった。

<sup>13</sup> 委員からは、「現状のようなS T黎明期にあつては参加会社と商品数を拡大することが重要であり、態勢整備のための人的リソースの確保、コスト増加等の問題点もあり、不動産S Tの取扱い可能な資産運用会社が限定されるおそれがあるため、態勢整備については過度に重くならないようにすべき。」との指摘があった。

方向で検討を進めるのが適当である<sup>14</sup>。また、将来的には、資産運用会社が会員として加入している投資顧問業協会などの自主規制機関において、ルールの検討が行われることが望まれる。

#### 4. 資産運用報告書の記載項目・提供方法

現在、投資法人の資産運用報告書については、内閣府令「投資法人の計算に関する規則」及び、一般社団法人投資信託協会が定める「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」でその記載事項が定められているところである。

受益証券発行信託の受益証券 S T 及び電子記録移転権利に係る資産運用報告書に記載すべきと思われる事項については、これらの記載事項を踏まえ、有価証券報告書の記載事項との重複に留意しながら整理を行う必要<sup>15</sup>があるとされた。

そこで、運用報告書に記載について、①対象とする S T（受益証券発行信託の受益証券 S T 及び電子記録移転権利）ごとに、資産運用報告書の記載事項としないもの又は、②資産運用報告書の記載事項としつつ有価証券報告書に記載される場合は省略することができる旨を定めるものの 2 種類について、それぞれ「要」、「不要」の整理を行い、正会員及び資産運用会社の一部にヒアリングを行い、その方向性を整理したところである。

なお、ここでは、不動産 S T について幅広く検討する必要があることから、受益証券発行信託の受益証券 S T についても検討対象としているが、本件は日証協の自主規制の対象となることから、今後日証協を交え、適時開示同様に当初は緩やかなガイドラインにするなど、柔軟な検討を継続することが望まれる。

##### (1) 「投資法人の計算に関する規則（府令）」に基づく記載について

投資法人の計算に関する規則において記載が求められていない情報について、整理を行い、受益証券発行信託に係る S T 及び電子記録移転権利等の資産運用報告書への記載の要否について検討を行った。

具体的な内容については、Appendix I 「2. 投資法人の計算に関する規則に基づく運用報告書記載事項（案）」（P49 参照）に掲げたとおりである。

この中で「要検討」とされた事項については、今後引き続きその内容について検討が必要であると考ええる。

---

<sup>14</sup> 委員からは、「適時開示義務を株式のように市場開設者のルールで定めるのか、商品ごとに一定の開示ルールを自主規制として定めるのかは検討が必要である。また、適時開示の実効性をどう担保するのか（要は、株式で言うところの上場管理を誰が担うのか。）についても検討が必要ではないか」との意見があった。

<sup>15</sup> 一方で、委員からは「投信法の定める資産運用報告と投資法人のウェブサイトでの開示は重複するところも多く、証券投資信託と比べると不動産投資信託の情報開示は投信法の資産運用報告に寄らずとも豊富である。」との意見があった。また、「ガイドランとするならば、対応状況に差異がある状況は好ましくないことから、ガイドラインに記載された事項について資産運用報告書に記載しない場合には、当該事項を記載しない理由を資産運用報告書に記載させるなど、ガイドラインに沿った対応を行うインセンティブの導入を併せて検討することが望ましい」との意見もあった。

(2) 「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」に基づく記載について

一般社団法人投資信託協会の「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則<sup>16</sup>」で定める記載事項のうち、不動産S Tの資産運用報告書に記載すべき点についても、上記(1)同様整理が必要である。

具体的な内容については、Appendix I 「3. 「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」に基づく運用報告書記載事項（案）」（P63 参照）に掲げたとおりである。

(1)同様、この中で「要検討」とされた事項については、引き続きその内容について検討が必要である。これらについては、今後具体的な方策を検討する際に、改めて整理することが望まれる。

(3) 情報提供の方法

資産運用報告書については、原則書面による交付とされている。一方で本件は、法定の資産運用報告書ではないこと等を勘案すると、資産運用報告書の内容が本件情報提供においてカバーされている限りは、資産運用報告書という”書面”は不要であり、書面の交付を義務づけることによるコスト増は「書面の電子化」という時流からも避けるべきであることから、現時点で考え得る運用報告書の提供方法は、既に一部実務でも行われているとおり、資産運用会社のウェブサイトに掲載する方法であると考えられる。

この場合、当該ウェブサイトの開設場所の情報等を有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、資産運用報告書等に掲載し、投資家・顧客に資産運用報告書の提供方法が周知されることが望ましい。

また、投資家・顧客からメールによる提供を求められた場合、これに応じるかどうかは各資産運用会社の裁量とすること等が望まれる。

ウェブサイト上での記載方法やその構成は、各資産運用会社の裁量によるものとし、自主規制ルールやガイドラインにおいて詳細な様式は定める必要はないと考える。

5. 不動産S Tに係る価格情報ルールの整備について

(1) 価格情報提供の意義

セキュリティトークンの流通市場において、取引の円滑化、公正な取引を確保す

---

<sup>16</sup> 「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」第26条（投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則に関する細則15番のみ第13条）。資産運用報告に係る表示事項の様式及び表示要領は、「不動産投資信託等の運用報告書等に関する委員会決議」別表5参照（投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則第27条、同委員会決議第2条）。

るためには、投資家の投資判断に資する価格情報を提供することは不可欠である一方、提供する価格情報は公正なものである必要がある。

公募型不動産S Tには、現時点で上場R E I Tのような金融商品取引所における集中取引の場が存在せず、価格情報を得るにあたって市場取引に従った価格発見機能に依拠することはできない。

S T市場WGにおいては、不動産S Tの価格情報について、現状の不動産S Tの取引形態や市場規模を前提にすると、その裏付資産に関する評価数値に基づき価格情報を生成することが考えられるが、生成プロセスや算出方法にばらつきが生じる可能性があり、価格情報の信頼性確保のため、一定のルールに従って価格情報が生成される必要があるとの意見が大宗を占めた。

そこで本協会では、自主規制規則（あるいはガイドライン）として、以下のとおり不動産S Tに係る価格情報ルール<sup>17</sup>を設けることについて検討を行った。

## (2) 不動産S Tに係る価格情報ルールの在り方

自主規制規則（あるいはガイドライン）において、価格情報の取扱いに関し規定を設けるとした場合、どのような項目について検討する必要があるのかといった観点から、事務局においてたたき台を作成し、金商業者等及び資産運用会社を中心に意見交換をおこなった。

その結果、価格情報に関しては、算定及び開示のための規定を設けることが望ましいのではないかと意見が大勢を占めた。今後具体的に自主規制機関において規則を制定する場合、考えられる項目を掲げると、以下のとおりであると考えられる。

なお、価格情報ルールを策定する場合も、トークン化有価証券については、日証協の自主規制規則やガイドラインとしても制定する必要があることから、今後引き続き日証協を交え、検討を継続することとするのが望ましい。

### ① 定義

- i 「基準価額<sup>18</sup>」とは、総資産額に裏付資産の含み損益を加減した額から負債総額及び当該投資家に帰属しない純資産項目、配当予定額を差し引いて算定した額をいう。
- ii 「取引指標価格<sup>19</sup>」とは、投資家が不動産S Tの売買の判断に使用する取

---

<sup>17</sup> 委員からは、「現状は不動産S Tが主流ではあるものの、今後は多様な裏付資産が想定され、その資産価格をどうするかという議論も必要である。」との意見があった。

<sup>18</sup> 委員からは「「基準価額」という名称の場合、何の基準となる価額なのか曖昧なため、「純資産価額」とした方が良いのではないかと。また、投資家の参考に資するため「1口当たり純資産価格」を算定することが望まれる。」との意見があった。

<sup>19</sup> 委員からは、「「取引指標価格」については、公社債の「時価」に近い概念を想定されているように見受けられるが、金商業者等によって取扱いに差異が生じないよう、金商業者等の売り気配値（オファー）なのか、買い気配値（ビッド）なのか、売り気配値と買い気配値の仲値なのか、定義を明確化したほうがよい。」との意見があった。

引価格の参考値をいう。

## ② 基準価額及び取引指標価格の算定

### i 基準価額の算定

基準価額は、資産運用会社が不動産鑑定評価額と決算処理結果に基づき、不動産S Tの一口当たりの基準価額を算出し、金商業者等に提供することが望ましい。

(注) 資産運用会社：投資運用業の登録を行った者で、発行者と投資一任契約又は投資顧問契約等を締結して不動産S Tの資産運用業務等を行う金融商品取引業者をいう。

### ii 取引指標価格の算定<sup>20</sup>

ア 金商業者等は、資産運用会社から提供を受けた基準価額に基づき、直近の取引実績及び在庫リスク、手数料相当額等を加味して取引指標価格を算定する。

イ 金商業者等は、投資家（顧客を含む。）から取引価格に係る照会を受けた場合等には、取引指標価格を提供する。

## ③ 裏付資産の評価方法

不動産証券化スキームにおける裏付資産の評価においては、概ね不動産鑑定士による不動産の鑑定評価を利用している（下記「(参考) 不動産証券化スキームにおける不動産の鑑定評価」を参照。）。そこで、不動産S Tにおいても、資産運用会社は、その裏付資産としての不動産、不動産の賃借権及び地上権の公正な価額を算定するに当たっては、不動産鑑定士による鑑定評価額に基づくものとするのが望ましい。

なお、既発行の公募型不動産S Tでは、不動産の鑑定評価額に基づく評価実務が行われているため整合的な取扱いであると言える。

---

<sup>20</sup> 委員からは「不動産S Tは、REITのようにゴーイングコンサーンのファンドでなく、有期かつ早期償還が可能な商品が多いことから、換金価値のない無形固定資産を控除した1口当たり純資産価格についても併せて開示することが妥当だと考える。また、既存の不動産S Tが物件売却を前提に償還が行われる設計とされていることに鑑みると、投資家に不動産S Tの換金価値（想定償還価格）をより正しく認識していただくために、物件売却時の費用を考慮しない「1口当たり純資産価格」に加えて、出口の売却価格の水準によって、インセンティブ報酬等物件売却に係る諸費用控除後の償還価格を想定した「1口当たり想定償還価格」についても算出・開示し、さらに、物件の売却価格の水準によって1口当たり想定償還価格がどのように変化するかについての簡易分析も、資産運用会社に算出、開示していただくことを検討することが望ましい。」との意見があった。

(参考) 不動産証券化スキームにおける不動産の鑑定評価

① J-REIT等

- i 資産運用会社は、不動産の取得又は譲渡する際は、当該不動産の鑑定評価を、不動産鑑定士に行わせなければならない。(投信法第201条第1項)
- ii 決算期ごと、不動産の鑑定評価を取得する。

② TMKスキーム

特定目的会社は、優先出資申込書に、特定資産が不動産であるときは「不動産鑑定士による不動産の鑑定評価の評価額」を記載しなければならない。(資産流動化法第40条第8号)

③ GK-TKスキーム

法的に不動産の鑑定評価は求められていないが、多くがレンダー等の要請により年1回実施している。

④ 法定開示

鑑定評価額は、有価証券届出書及び有価証券報告書の記載事項となっている。

④ 基準価額の算定頻度及び開示時期

資産運用会社は、次に掲げる場合には、基準価額を算定する。

- ・ 決算を行ったとき。
- ・ 基準価額に重要な変動を及ぼす事象が発生したとき。

なお、資産運用会社は、基準価額に重要な変動を及ぼす事象が発生したときは、適時開示ルールに従って速やかに開示を行うことが望まれる。

⑤ 価格に関連する情報の開示方法

資産運用会社は、価格の生成に関連する以下の情報をウェブサイトに掲載し、当該ウェブサイトの開設場所の情報等を有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、資産運用報告書等<sup>21</sup>に掲載する(投資家・顧客は、原則として当該ウェブサイトで適時開示情報を閲覧する。)ことが望まれる。

- ・ 発行価格(引受・募集時における一口当たり基準価額)
- ・ 一口当たり基準価額(算定日を記載)
- ・ 一口当たり基準価額と取引指標価格の差額となる事項

<sup>21</sup> 委員からは、「年1回公表することが望まれる「決算短信」の中で、一口あたり基準価額を開示するのが最も現実的かつ有効な方法である。」との意見があった。



- ・不動産鑑定評価額の概要
- ・その他基準価額の算定にあたって留意すべき事項

## VI P T S規制の在り方について

### 1. 規制改革要望

S Tの取引においては、流通市場が発達するまでの間、当該S Tの取扱いを行った金商業者等の中で、顧客の売却ニーズ（換金ニーズ）に応じて買取りを希望する他の顧客を探し、当該注文を金商業者等の店内で対当することにより取引がおこなわれる場合がほとんどであると想定される。さらに、当該店内対当取引は、昨今の国を挙げて推し進められているDX化の流れの中で、システム的に処理され（電子情報処理組織による処理）、S Tの取引は電子的に行われることが基本的に想定されている。

ところが、現行のP T Sに係る規制は、価格形成機能の高低や取引頻度等にかかわらず、顧客の注文を対当させる場合に、システム内で注文の集約又は相殺等を行うような場合は、電子情報処理組織による金商業者等の店内対当取引が一律にP T Sに該当する可能性がある。このようなシステムによる店内対当取引は、P T Sに該当しない店頭取引として整理されている電話等による人手を介する取引と比較してシステム的に処理されることから、価格形成機能や処理内容に差が生じることがあると思慮されるものの、実質的な取引内容（取引数量や価格決定方式等）がほぼ同様であっても、P T Sに該当する可能性が否めない状況となっている。

当該処理がP T Sに該当する場合は、金商法上の認可が必要となり、またP T Sに課される義務も実務的には相当重くなっており、金商業者等における負担が相当高くなることから、金商業者等において、店内対当取引をシステムによって処理することに二の足を踏むことになり、投資家のニーズに応えにくい状況となっている。特に、第二項有価証券の取得勧誘は従来第二種金商業の登録があれば可能であったにもかかわらず、S T化すると、電子記録移転権利として第一項有価証券と整理され、第一種金商業の登録が必要となっている。さらに、顧客の換金ニーズに対応するため、顧客注文の店内対当処理をシステムで行うと、P T S認可が必要ということになれば、S T業務への参入が相当な障壁となり、S T市場の活性化を阻害することとなることが予想される。

そこで、本協会においては、2022年3月に、内閣府規制改革推進会議に対し、価格形成機能が低い電子情報処理組織を利用した店内対当取引を店頭取引として行えるようにするため、P T Sに該当する取引と店頭取引の区分の明確化を図るよう、規制緩和を要望した。

これを受け、規制改革推進会議においては、2022年3月18日にスタートアップ・イノベーションWGで検討<sup>22</sup>が行われた。当該WGにおいては、金融庁担当官からは「必ずしも私どもとしては価格形成機能の高低がPTSと店頭取引の区別のメルク

<sup>22</sup> 当日の様子は内閣府のウェブサイトに記録されている。

([https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/meeting/wg/2201\\_01startup/220318/startup03\\_agenda.html](https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/meeting/wg/2201_01startup/220318/startup03_agenda.html) 参照)

マールというふうを考えているわけではございません。」との指摘が行われたほか、参加委員からは現行規制上は、「一対多」又は「多対多」の取引について「電子情報処理組織」を使用すれば、PTSの定義に該当するおそれがあるとの指摘があった。

本件は、金融審議会市場制度ワーキング・グループ（以下「市場制度WG」という。）において整理すべき問題であることから、2022年5月27日付規制改革推進会議では、「規制改革推進に関する答申～コロナ後に向けた成長の『起動』～」<sup>23</sup>において、「デジタル社会に対応したセキュリティトークン市場の環境整備【令和4年内を目途に結論、結論を得た後可能なものから措置】」の項目を掲げ、「金融庁は、セキュリティトークンの流通（セカンダリー）市場について、（略）PTS（私設取引システム）該当性の明確化や、セキュリティトークンの特性・機能を踏まえたルールの合理的・柔軟な運用に向けて、関係自主規制団体の参加を求めることにより、ニーズ把握並びに規制及び自主規制の整合性確保を図りつつ、金融審議会での検討を進める。検討に当たっては、セキュリティトークンが進展を続けるデジタル技術を活用して投資対象や投資家の裾野を広げ得るものであることを踏まえ、また、セキュリティトークンの利用・活用を目指す関係者から幅広く情報収集を行い、検討結果に基づいて法令改正や「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（以下「監督指針」という）の改正等、必要な措置を行うとともに、関係者への周知を行う。」旨の答申を行った。

これにより、PTS規制緩和に関する議論の場は、金融審議会市場制度WGへと移ることになった。

## 2. 金融審議会市場制度ワーキング・グループでの検討

日証協においては、2021年6月に公表された「市場制度ワーキング・グループ第二次報告」を踏まえ、取引所が開設する「プロ向け市場」以外においても特定投資家私募制度を利用できるよう、関連規定の整備が進められているところであり、これに関し、金商業者等が、特定投資家私募制度に基づき発行される「特定投資家向け有価証券」について電子的に取引のマッチングを行う場合、すべてPTSに該当するのではないかとの懸念が示されているところ、2022年1月開催の市場制度WGにおいて「こうした懸念に対してどのように対応するか（株主コミュニティ銘柄についても同様の論点がある）」との論点が示されていた<sup>24</sup>。

そこで、本協会としては、5月以降市場制度WGのオブザーバーとして参加したことを契機に、STに関しても同様の懸念があることから、市場制度WGに対し、PTS規制の緩和に関する意見書を提出した。

<sup>23</sup> 第13回規制改革推進会議資料「規制改革推進に関する答申（案）」  
([https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/meeting/committee/220527/220527general\\_01.pdf](https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/meeting/committee/220527/220527general_01.pdf)) P21 参照。

<sup>24</sup> 市場制度WG第14回「事務局説明資料（市場インフラ機能の向上）」  
([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryou/20220121/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220121/01.pdf)) P8 参照。

ここでは、現行規制において、P T S業務を行う際の規制が上場株式等の取扱いを念頭においた内容となっており、デジタル証券の取扱いに関する認可基準等が示されていないことや、社会のデジタル化によって証券取引が進化する中で、現行の規制・制度がデジタル技術等のイノベーションに対応しきれておらず、このままでは、STの取引を制限し阻害するおそれがある点を示した上で、①金商業者等によるシステムを利用した店内対当取引（需要と供給の集約機能・価格形成機能がないものや低いもので、取引頻度が少ないもの等）はP T S業務に係る認可が必要なくその取扱いができるよう措置すること、②S TのP T Sの活用に向けて、その認可審査における内容・手続の明確化、需要と供給の集約機能・価格形成機能や取扱高等に応じた認可基準の柔軟化、認可手続の迅速化に取り組んでいただきたい旨、要望をおこなった。

しかし、2022年6月に取りまとめられた市場制度WGの中間整理<sup>25</sup>においては、本協会の要望は、「今後、現行制度がP T Sに対し、認可制の下で上乗せ規制を課している趣旨等を改めて整理した上で、P T Sに該当しないとしても問題がない類型については、認可取得を不要とする方向で取り組むべきという意見もあった。」と注記に記載されるにとどまっている。

### 3. 今後の対応

市場制度WGの中間整理においては、上場有価証券に係るP T S規制の在り方の検討について、秋口から再開される市場制度WGにおいて、法改正も踏まえ継続検討することとされていた。他方、非上場有価証券のP T S規制の在り方については、よりP T Sの使い勝手を良くするという観点で、P T S認可審査の柔軟化について検討がおこなわれるとともに、P T Sにおける非上場有価証券の取扱いに係る銘柄審査等について、自主規制機関の自主規制ルールにおいて対応すべき旨が記載された。

これを踏まえ、非上場有価証券等のP T S取引に関する事項等について実務的な検討を行うことを目的として、2022年9月に日証協及び本協会の合同で「非上場有価証券等のP T S取引に関する検討会」を設置した。当該検討会では、①P T Sに係る規制の見直しに関する事項（i. P T S認可審査の柔軟化・迅速化、ii. P T S該当性の明確化、iii. P T Sに係る行為規制・情報提供、iv. 非上場有価証券等のP T S取引に係る自主規制規則に関する事項等）、②その他P T S取引に関する事項等について検討を行う<sup>26</sup>こととしている。

---

<sup>25</sup> 「金融審議会市場制度ワーキング・グループ中間整理」  
([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20220622.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220622.html)) P24 参照。

<sup>26</sup> 当該検討会での審議内容等については、非公表とされている。

当該検討会では、9月末から開始され、検討の結果<sup>27</sup>を金融庁の担当部局へ要望として提出することとしている。

---

<sup>27</sup> ST市場WGの委員からは、「当面STのセカンダリは、取引量が少なく、マーケットを形成するものではないケースとして想定されることから、PTSではなく店頭取引とする方向で取り組むべき」といった意見があった。また、「認可の柔軟性」とあるが、認可であることに変わりはないことから、現実の流動性の多寡および事業コストと整合する「柔軟性」であることが望ましい。また、金商業者等が一对多、多対多の取引をデジタルで行うことに際して、価格形成機能以外で何が課題なのかを明確にして頂く必要がある。」との意見もあった。

## Ⅶ 今後の検討課題

その他今後の検討課題として掲げられる問題としては、以下のような事項が掲げられるところである。

引き続き、ST市場活性化委員会においては、これら様々な問題点について、幅広い投資家保護を念頭におきつつ市場活性化に向け、検討を継続することが望まれる。

### 1. 税制改正要望

電子記録移転権利に係る税制については、2021年12月にST市場活性化委員会の下部機関としてST税制ワーキング・グループ（以下「ST税制WG」という。）を設置し、税制改正要望について検討してきたところである。

金商法の改正により創設された電子記録移転権利は、第二項有価証券（信託受益権、集団投資スキーム持分等のみなし有価証券）でありながらも、分散型台帳技術を用いた「トークン」としての高い流通可能性等に鑑みて、第一項有価証券（株券、社債券等）としての規制が適用されることになった。他方、所得税法等では電子記録移転権利に関連する法改正は行われていないため、従来どおり電子記録移転権利の内容に応じた課税が行われる。

金商法により高い流通可能性を想定して重い金融規制を課したこととのバランスを考慮し、流通を阻害しないために、特定受益証券発行信託の受益証券のSTと同様の取扱い（配当所得等の課税の特例、譲渡所得の申告分離課税、譲渡損失の損益通算及び繰越控除の適用並びに特定口座への受入）とするよう、税制上の措置が必要であると考えられる。ST市場WGの委員からも、税制改正は商品の普及に向けた必要最低限の条件であり、市場育成のため早期税制改正を希望する旨の意見が数多く寄せられているところである。

そのため、ST税制WGでは、「令和5年度税制改正要望」<sup>28</sup>を取りまとめ、本年9月に公表し、各方面に税制改正を呼びかけることとしている。

なお、今後は、更に論点の精緻化・議論の深耕を継続的に行うことが望まれる。

### 2. 第三者対抗要件への対応（規制のサンドボックス）

匿名組合出資持分の移転は、契約上の地位の移転に関する営業者の承諾が効力要件（民法第539条の2）とされており、第三者対抗要件を具備するためには、債権譲渡の場合に準じて、譲渡人から発行者（営業者）に対する通知又は発行者（営業者）の承諾が確定日付のある証書によって行わなければならないと解されている。

匿名組合出資持分がブロックチェーン技術を用いて移転するトークンに表示された場合、金商法上は電子記録移転権利と定義されたにもかかわらず、当該匿名組

---

<sup>28</sup> 本協会では、2022年9月22日付の理事会において「令和5年度税制改正要望」を取り纏め、対外的に公表したところである。その内容は以下に掲載されている。 <https://jstoa.or.jp/news/detail/23>

合出資持分の移転には、発行者（営業者）の承諾が必要な上に、第三者対抗要件を具備するためには、確定日付のある証書による通知又は承諾が必要となってしまう。営業者の承諾については、あらかじめブロックチェーン上の記録の書き換えをもって承諾したとみなす旨の合意を行うことで、電子的な帳簿の更新と当該承諾を紐づけることが可能であるが、第三者対抗要件の具備については、ブロックチェーン等によるシステムでは対応ができないことが懸念された。

2021年1月に産業競争力強化法の「新事業特例制度」に基づいて、事業者が新たな規制の特例措置（民法において、債権譲渡は、債務者への通知等を確定日付のある証書によってしなければ第三者に対抗できないとされているところ、新事業特例制度を活用し、一定の要件を満たす情報システムを利用して行われた債権譲渡の通知等を、確定日付のある証書による通知等とみなす内容）の整備に関する要望を行ったが、これを受け法務省から、債権の譲渡の通知又は承諾を行うための情報システムの提供を内容とする新事業活動について、産業競争力強化法第9条第1項の認定を受けた者が当該認定に係る同項に規定する新事業活動計画に従って提供する一定の要件<sup>29</sup>を満たす情報システムを利用して行われた債権譲渡通知等については、当該債権譲渡通知等を民法（明治29年法律第89号）第467条第2項に規定する確定日付のある証書による通知又は承諾とみなす新たな規制の特例措置を講ずることとする旨、回答が行われた。ここには、信託法（平成18年法律第108号）第2条第7項に規定する受益権の譲渡の通知又は承諾も含まれるものとされている。

また、2021年8月には、従来規制のサンドボックス制度が措置されていた生産性向上特別措置法が廃止、当該制度は産業競争力強化法に移管され、これらの新たな規制の特例措置に係る規定の整備については、産業競争力強化法の改正により対応することとされた。

規制のサンドボックス制度は、期間や参加者を限定すること等により、既存の規制の適用を受けずにAI、IoT、ブロックチェーン等の革新的な技術やビジネスモデルを活用した実証を迅速に行い、実証により得られた情報やデータを用いて規制の見直しに繋げていく制度で、法務省から新たな規制の特例措置を講ずると回答が行われた当該第三者対抗要件の対応についても、規制のサンドボックス制度を用いて「ブロックチェーン技術を活用した電子的取引における第三者対抗要件に関する実証」に関する新技術等実証計画を認定し、実証実験の結果を踏まえ、正式に法務省が新たな規制の特例措置を講ずることとされている。

---

<sup>29</sup> 債権譲渡通知等をした者及びこれを受けた者が、当該債権譲渡通知等がされた日時及びその内容を容易に確認することができること及び、債権譲渡通知等がされた日時及びその内容の記録を保存し、及びその改変を防止するために必要な措置として主務省令で定める措置が講じられていること等が求められている。

現時点までに「ブロックチェーン技術を活用した電子的取引における第三者対抗要件に関する実証」については、6件<sup>30</sup>の新技术等実証計画が認定されており、実証実験が行われているところである。債権の譲渡の通知等が、一定の要件を満たす情報システムを利用してされたことが実証実験で明らかになった場合には、当該情報システム経由での通知等を、確定日付のある証書による通知等とみなす特例が措置されることになっており、これにより、第三者対抗要件の問題は、個別案件ごとに解消されることになる。

なお、このような認定が進み、一定の技術的な手法の類型に関し、上記の規制のサンドボックス制度や認定を不要とした形で規制の特例措置が講じられるようになることが、将来的には望ましい。

さらに、振替機関で取り扱われる社債等について、その権利帰属及び第三者対抗要件の取扱いが一律振替法によって規定されているところ、STの第三者対抗要件に関しても、振替法同様の特別法等で一括の取扱いが定められるべきであり、本件は長期的な課題として対応していく必要があると考える。

### 3. ステーブルコインによるST取引の資金決済

日本では、海外に先駆ける形でデジタルマネー類似型のSCを規制する初めての法律となる改正資金決済法が、2022年6月3日に参院本会議で可決、成立した。

SCは、「一般的には、特定の資産と関連して価値の安定を目的とするデジタルアセットで分散台帳技術（又はこれと類似の技術）を用いているものをいうと考えられており<sup>31</sup>」、ビットコインをはじめとする暗号資産に比べボラティリティが減少することが想定されることから、様々な商取引等での送金・決済に適したデジタルマネーのひとつの形態とされてきた。SCは、現時点では、STと同様にブロックチェーンのプラットフォーム上で移転・流通するものであることから、法定通貨の価値と連動した価格（例：1コイン＝1円）で発行され、発行価格と同額で償還を約するものとして設計されれば、法定通貨と類似の機能を果たすものとして、STの資金決済に利用することができ、STとSCを同時に移転させることにより、DVPやRTGSが達成できるというメリットが考えられてきたところである。

SCは、法定通貨の価値と連動した価格で発行され、法定通貨又はそれに同等する担保をもとに発行価格と同額での法定通貨による償還を約するものと、アルゴリズムによって法定通貨との価値の連動性を確保する暗号資産型のものに区分され

---

<sup>30</sup> アクセンチュア株式会社、三菱UFJ信託銀行株式会社（2022年3月29日）、みずほフィナンシャルグループ（同年7月29日）、オーナーシップ株式会社、株式会社BOOSTRY、レヴィアス株式会社（同年10月14日）が、それぞれ「ブロックチェーン技術を活用した電子的取引における第三者対抗要件に関する実証」に係る新技术等実証計画について、法務大臣及び経済産業大臣より認定を受け、実証実験を開始している。

<sup>31</sup> 金融審議会「資金決済ワーキング・グループ」報告書  
([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20220111/houkoku.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220111/houkoku.pdf)) P16 参照



るが、今回の資金決済法の改正において電子決済手段として定義されたものは、デジタルマネー類似型のSCであり、STの資金決済に関連すると思われるSCは、このうち第1号電子決済手段（電子的に記録・移転される通貨建資産であって不特定の者に対する代価の弁済のために使用でき、かつ、不特定の者との間で購入・売却を行うことができる財産的価値<sup>32</sup>）及び第3号電子決済手段（特定信託受益権）の類型となる。

改正資金決済法では、SCの発行・償還をする「発行者」と流通を担う「仲介者」の役割が明確に分けられることになった。

まず、SCを発行・償還する行為は、現行法上も基本的には為替取引に該当し、銀行業免許又は資金移動業登録が必要になることから、SCの発行は、銀行、資金移動業者又は信託銀行が行うことができることが確認された。そして、改正資金決済法では、これらに加えて、信託会社も届出制のもと特定信託受益権に該当するSCの発行者となることが可能となった。特に第3号電子決済手段（特定信託受益権）については、利用者の発行者に対する償還請求権が明確に確保され、発行者又は仲介者の破綻時において利用者の償還請求権が適切に保護される仕組みとして、例えば、受益証券発行信託において、銀行に対する要求払預金を信託財産とした信託受益権を仲介者が販売・移転する仕組みが念頭に置かれていると考えられ、かかる仕組みのもと信託銀行がSCの発行を行うことが想定される。

一方、仲介者は「電子決済手段等取引業者」として登録制を導入し、モニタリングなど厳しいマネーロンダリング対策が求められることとなった。STを取り扱う第一種金商業者が、仲介者としてSCを取扱う場合は、改めて改正資金決済法上の電子決済手段等取引業の登録をする必要がある。そのため、第一種金商業者が顧客間のSTの売買をSCによって決済する場合には、電子決済手段等取引業者として改めて登録を行わなければならない可能性がある。

SCのブロックチェーン上の移動は、資金決済法上はSCの権利の移転（売買・交換）とみなされるが、金商法上は金銭の移動と解されることから、STの取引において、顧客間の仲介ではなく、金商業者等間での直接のSCの取引（資金決済手段）として利用すれば、STとSCによる資金決済のDVP・RTGSが達成されると期待されているところである。

ただし、もちろんSTの資金決済においてSCによるDVPは必須条件ではなく、様々な方策による資金決済手段の利用及び資金決済リスクの軽減が模索されることは歓迎されるべきことであると思われる。

---

<sup>32</sup> 特定信託受益権に加え、有価証券、電子記録債権、前払式支払手段その他これらに類するものとして内閣府令で定めるもの（流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。）は除かれる。

#### 4. パーミッションレス型ブロックチェーンプラットフォームについて

STがSTたる理由は、ブロックチェーンを利用し、その権利を移転することにある。現在このSTが取り扱われるブロックチェーンは、上述（Ⅱ 7. 参照）のとおり、参加者が少数に限られる「プライベート型」のブロックチェーン（プライベートチェーン）及び、複数の管理組織が協調して運用する「コンソーシアム型」のブロックチェーン（コンソーシアムチェーン）の二種類となっている。

これらのチェーンは、全体の参加者数が不明であり、不特定多数の参加ノードがネットワーク上の取引を検証・承認する形態で「トラストレス（信頼関係不要）」な取引システムを実現することが可能な「パブリック型」のブロックチェーン（パブリックチェーン）とは異なり、チェーンへの参加に一定の条件が付されていることから、動作しているノードの数を特定することができ、また、ノードの参加者を特定することも可能であることから、身元が明らかで、各種コンプライアンスが機能しやすい形態であると解されている。

この場合、管理者に許可されたノードもしくは、コンソーシアムで承認されたノードのみがネットワークに参加可能であり、トランザクション（価値データを移転する記録）データ作成者が限定される。また、トランザクションを作成できるノード保有者が特定されていることから、誰がいつ書き込んだかをすべて追跡可能となっている。さらに、参加者に対する一定の信頼が前提にあり、取引の承認を複数の限定的なノードが行う形態のため、より負荷の低い合意方式の利用可能となっている。そのため、性能面の要求に対応しやすい特長があり、参加者が限られているため、運用・管理の面（特にコンプライアンスやセキュリティ）などの対応がしやすいといわれている。こうした理由により、STのブロックチェーン基盤としては適当な仕組みであると考えられている。

一方、現在ビットコインなどの暗号資産が取引されるブロックチェーンの基盤の中心は、パブリックチェーンであり、管理者の許可（パーミッション）なく、誰でもネットワークにアクセスできるという意味で、パーミッションレス型と呼ばれるが、このパーミッションレス型のブロックチェーンは、中央集権的な仕組みを払しょくし、不特定多数の参加ノードがネットワーク上の取引を検証・承認する形態であり、「トラストレス（信頼関係不要）」な取引システムを実現することが可能となっている。このことは、まさにブロックチェーンの求める「中央集権ではない」という思想にマッチした方式である一方、参加者の本人確認（KYC）がしにくく、またマネー・ローンダリング及びテロ資金供与対策（AML/CFT）の観点からもそれらの不正行為の温床にもなる懸念が各国で示されており、だれでも参加できるという点からサイバー・セキュリティの問題も指摘されている。

米国などでは、STの基盤としてはパブリック型のブロックチェーンが多く利用されているため、わが国でも、ブロックチェーン本来のあるべき姿であるパブリッ

ク型（パーミッションレス型）のブロックチェーン基盤が導入されるべきであるとの考えがITベンダーを中心に指摘<sup>33</sup>されている。

一方で、これらの方式を利用する場合には、「複数レイヤー全体を管理する主体が存在しない場合であっても、サービスが幅広く利用されるためには、システム全体が技術・契約・制度・インセンティブ・信頼等によって規律付けられる必要があり、規制の名宛人として管理責任を果たせる立場にある者がこうした状態を実現する必要があると考えられる。」<sup>34</sup>との指摘もある。

そのためには、

- ・ 金融サービスに活用されるシステムに関して、技術中立という観点に配慮しつつ、当局が、求められる機能・水準を示すことが重要
- ・ 第三者がシステムの信頼性のチェック結果を公表する等、各ステークホルダーが適切に行動するようなインセンティブ付けが重要
- ・ 技術の進歩に伴いリスクも変化していくため、当局が必要な水準をアップデートするとともに、サービス提供者に対して継続的に水準を満たし続ける責任を求めていくことも必要といった指摘も行われている。

今後これらパブリック型（パーミッションレス型）のブロックチェーン基盤が導入される場合、“同じビジネス、同じリスクには同じルールを適用する（same business, same risk, same rules）”との観点から、同様の機能を有する現行の有価証券取引と同じ各種規制を適用するというアプローチをとることができるのかといった懸念も示されている。

例えば、パブリック型のブロックチェーンの機能として拡大が期待され、暗号資産の取引にすでに導入されているDEX（分散型取引所「Decentralized Exchanges」の略称。特定の企業や組織が管理するのではなく、スマートコントラクトによって自動で暗号資産やトークンの交換を実現する交換所を意味する。取引に企業等の仲介がなく、ユーザー同士が直接やりとりすることが想定される。）の導入を考えた場合、仲介者が不要となることから、金商業者等に課せられたゲートキーパーとしての役割を果たす者が不在となる可能性があり、金商業者等に課せられていた市場規律を維持するルールをどのように適用するのかといった課題も指摘されているところである。

ただし、DEXは、ネットワークに参加するユーザー自身が秘密鍵を管理するため、投資家が特定の金商業者等としか取引できない現行の仕組みと比べると、金商

---

<sup>33</sup> 委員からは、「STの基盤として、パーミッションレス・パブリック型のブロックチェーンが、無条件で排除されるものではないと考えられる。」「パーミッションレス・パブリック型のBC基盤をSTの基盤として使用するにあたっては、AMLの問題は早めに解消し、セキュリティ問題のみ残課題とするよう条件整備することが肝要であると思われる。KYCやAML/CFTはプラットフォームの形態に関わらず必要と認識。」との意見があった。

<sup>34</sup> 2021年11月17日に取りまとめが行われた金融庁の「デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会」中間論点整理にその旨の指摘が行われている（P6参照）。

業者等を都度選択して取引できる広がり期待できるなどのメリットがある上に、スマートコントラクトによってトークンの交換を実現する交換所の機能を有する<sup>35</sup>などのメリットも指摘される一方で、金商業者等に鍵を預託しない場合に税制が劣後する等の弊害が指摘され、さらに、DEXによるマッチング機能は、金商法上のPTS規制に抵触されると解されており、現実的には実装が難しい状況となっている。

このようなことを考慮する場合、現状においては、パブリック型（パーミッションレス型）のブロックチェーン基盤を積極的に導入することにそれほど大きな意義はなく、もし導入される場合には、指摘される問題点をどのようにクリアできるのか、慎重に検討されることが望まれる。

## 5. STプラットフォームモニタリング

STプラットフォームモニタリング（以下「モニタリング」という。）については、金融庁の要請に基づき、日証協及び本協会において、金商業者等がST業務を開始するために登録及び変更登録を行うにあつて、あらかじめSTビジネスにおいて利用するPF<sup>36</sup>について金商業者等の管理状況を確認するために実施しているところである。

当該モニタリングにおいては、STビジネスがブロックチェーンのPFを利用して実施されることから、その特殊性を勘案し、主に金商業者等がPFを利用するにあつて、適切に当該PFの状況について管理・監督することのできる体制を敷いているかを確認することを主眼に実施されているものであり、PFの適正性自体を審査するものではない。

本協会においては、まず、本協会が定め公表している「電子記録移転権利等の発行市場を担う基幹システムのガイドライン」に基づき、正会員がPFの管理を行う体制を構築するとともに、監督指針に基づくSTに関する社内管理体制の整備を行い、具体的な案件やPFの概要書を取りまとめた上で、本協会にSTビジネス概要

---

<sup>35</sup> DEXは大きく分けてオーダーブック（取引板）形式とAMM（自動マーケットメイカー）形式に分類される。オーダーブック形式は、売買注文をオフチェーン（ブロックチェーン外）で行い、決済のみオンチェーン（ブロックチェーン内）で行う方式。オーダーブックをオフチェーンで取引することで処理が高速化し、取引処理の手数料負担を軽減する等のメリットがある。オーダーブックは「リレイヤー」と呼ばれる第三者が管理する。一方で、AMMは事前にあるユーザーがトークンを流動性プールに預け入れ、そのプールにあるトークンを別のユーザーが引き出すことで、暗号資産（仮想通貨）を交換する方法である。オーダーブックやマッチングエンジンはなく、取引をアルゴリズムによって制御する。不特定多数のユーザーが流動性を提供し、アルゴリズムによって「自動でマーケットメイク」する。売買注文のマッチングはオンチェーン上で行われ、決済もオンチェーンで行われる。

<sup>36</sup> 委員からは、「STにおいて本質的にはPF（一般のITサービスで想定する）は存在しない。PFはプライベート型による従来型のモデルを前提とした概念である。そのため、パブリックチェーンや適切なコンソーシアム型のチェーンを前提とすると、チェーンのネットワーク自体は特定のPF事業者が運用しているわけではなく、そのネットワークに繋ぐための発行者や金融機関向けのITベンダーがいるという構造になる。そのため、モニタリングとしてはネットワークの構造についてはプライベートチェーンであればプライベートチェーンの運営者に確認、パブリックチェーンや適切なコンソーシアム型のチェーンに関しては、ネットワークの構造はネットワーク参加者の誰からでも同一の情報が確認可能と考えられる。」との指摘があった。

を提出・説明することからスタートする。さらに、本協会の定める 75 項目からなる「モニタリングシート」に必要事項を記載の上、本協会へ提出する。本協会においてはこれらの資料（必要に応じ追加的に各種資料等を提出要請する。）に基づき内容のモニタリングを行い、各社の P F 管理体制が確立されていることを確認し、金融庁へ報告する流れとなっている。

当該モニタリングについては、日証協と本協会におけるモニタリングを統一的に実施することが望まれることから、両協会における情報共有も含め、2022 年 5 月からその内容の統一に向け検討を開始した。

また、正会員が変更登録後にさらに新たな S T ビジネスを始め場合や、既存の S T で利用されている P F に重要な変更が生じた場合など、事後のモニタリングの在り方についても検討が行われている。

今後、S T に利用される P F に関しては、様々な種類の仕組みが利用されることが想定され、それに対応したモニタリング体制の見直しも必要とされる。

特に事後モニタリングに関しては、金商業者等として P F の重要な変更等が把握・管理できるかといった問題もあり、どのようなケースにおいてどのように届出を行うのかなど、より実態にあったモニタリングの方法を模索することが望まれる。

## 6. その他

### (1) 裏付資産の多様化に向けた対応

今後想定しうる課題としては、商品の多様化という点が掲げられる。特に受益証券発行信託や匿名組合出資持分というファンドの形態は、多様な裏付資産を設定できることから、不動産のみならず、信託受益権として設定が可能な経済財（財産的価値や利用権等）であれば、発行が可能であり、それらの S T が誕生することが期待される。

例えば、不動産のみならず、住宅ローン、インフラ・設備、航空機、電車、輸送機器、ロケット、さらには著作権や嗜好品など、実物資産やローンなどに加え、財産的価値や利用権等を信託受益権とすることで、幅広く S T 化できる。

このように、新しい証券化商品が S T 化されることで、投資家保護の観点から想定しうる問題点などについても、検討を行う必要が出てくることが想定される。例えば、すでに不動産 S T で検討を開始した価格決定や公表のルール、さらには適時開示のルールの在り方については、新たに様々な検討が必要となると思われる。

### (2) 券面が要求される有価証券の S T 化について

発行市場及び流通市場いずれにも関係する論点として、譲渡の効力要件として券面の譲渡が要求される有価証券（例えば、投資法人の投資口（投資信託及び投資法

人に関する法律第 78 条第 3 項) や優先出資証券(資産の流動化に関する法律第 48 条第 1 項) 等) の取り扱いに関する問題点が指摘されている。

また、地方自治体や国立大学について、非振替債として券面不発行の債券を発行できない可能性も指摘されているところである。

当該有価証券については、ニーズはあると聞くものの、上記の問題点や指摘により S T 化に馴染みにくいことから、現状、発行の検討が進んでいない状況にある。

今後、このような譲渡に券面が要求される有価証券について、券面不発行制度を認める法令改正の要望を行うことについても検討が期待される。

### (3) S Tに関する自己募集の問題点

現在、発行会社が有価証券の自己募集を行う際には、特段実施基準が設定されていないため、信用力に問題のある発行会社が自己募集による資金調達を実施する可能性があることが指摘される。

このような企業が、仮に、債務不履行等が発生した場合には、多くの投資家に影響を与えることにあることが想像に難くない。

そのような発行会社が、従来単独では行うことが難しかった有価証券の自己募集を、今後 S T 化することにより容易に行うことができる環境が整った場合、投資家保護上大きな問題があるのみならず、一定の規律を持って行われている金商業者等を通じた S T の発行自体にまで悪影響を及ぼしかねないという危惧がある。

そこで、投資家保護の観点から、従来から金商業者等に対し行ってきた高齢者への勧誘規制や、投資勧誘の際の適合性の確認などについても、発行会社が自己募集する際の規律として、何らかの制限する必要があるとの指摘がある。

本件は、金商業者等を会員とする金融商品取引業協会では直接的には対応できない問題であることから、当局へとも連携し、上記の観点からの規制を設けることの必要性を含め、対応を検討することが望まれる<sup>37</sup>。

### (4) 金融商品取引業者の親法人等又は子法人等が関与する行為の制限への対応

金商法第 44 条の 3 において、親法人等又は子法人等が関与する行為の制限が規定されており、業等府令第 153 条第 1 項第 4 号において、「当該金融商品取引業者の親法人等又は子法人等が発行する有価証券の引受けに係る主幹事会社となること。」が禁止されている。

---

<sup>37</sup> 一方で、委員からは、「発行会社が直接投資家を募る自己募集による資金調達手法の S T 化を規制することは、金商業者等を経由して資本市場を利用しない非常に多くの企業のコーポレートファイナンスのデジタル化に直接的に制約を加えることになり、大きな影響があることを勘案すると、慎重な検討が必要である。」との意見もあった。

一方で、引受けに係る発行価格の決定に適切に関与している株券等については、当該規制の適用除外となっており、さらに日証協の定める「有価証券の引受け等に関する規則」第9条に規定する独立引受幹事会員を置くことにより当該引受けが行えることとなっている。

しかし、当該株券等<sup>38</sup>には受益証券発行信託の受益証券S T及び電子記録移転権利が含まれておらず、金商業者等の親法人等又は子法人等が発行する有価証券等の引受けに係る主幹事となることは、制限されている。

正会員の中には、親子法人が所有する有価証券をS Tとするニーズもあり、これらの規制への対応が望まれるところである。

#### (5) 電子記録移転権利の不動産S Tにおける契約締結前交付書面について

不動産信託受益権や当該権利への投資を出資対象事業とする集団投資スキーム持分の売買その他の取引を行う場合、当該業務は「不動産信託受益権等売買等業務」（業等府令第7条第6号）に該当することとなることから、同第85条で規定する「不動産信託受益権の売買その他の取引に係る契約締結前交付書面の記載事項の特則」が適用される。したがって、電子記録移転権利に該当する不動産S Tについても、本条の規定が適用されることになる第一項有価証券に係る契約締結前書面の記載事項に比べると、その内容が過重となっている。

本規定は、もともと流動性に乏しい第二項有価証券のうち、不動産を裏付け資産としたみなし有価証券について、募集の取り扱いの段階で投資家への情報提供を行う趣旨で導入されていると思慮するところ、不動産S Tに関しては、流通市場での契約締結前交付書面の交付が想定しうることとなり、当該記載事項に掲げられている事象に変更があった都度、速やかに内容の修正が必要となり、円滑な流通市場における売買に支障が生じる可能性が指摘されている。

電子記録移転権利の場合は、業府令第85条、第87条、第89条又は第90条の適用を受ける場合が想定され、これらの条文に規定された事項の変更が生じた場合には、速やかに契約締結前交付書面の更新が求められることになるが、これらの情報は、不動産や契約形態特有の情報であることから、当該契約締結前交付書面を交付する金商業者等が自ら知りえる情報ではない場合が想定される。そのために、これらの情報の入手を確実にを行うためには、発行会社やファンドの管理を行っている資産運用会社とあらかじめ契約を締結するなどして、当該情報の入手について確実にできる体制整備が不可欠であり、遅滞なく各種情報の更新を行うことが望まれる。

これらの記載事項の変更等については、有価証券報告書等の継続開示資料に掲載されているものもあるため、そのような事項については、それを参照すればよいこ

---

<sup>38</sup> 業等府令第153条第1項第4号ニにおける株券等は、「株券、新株予約権証券、社債券、投資証券、新投資口予約権証券又は投資法人債券」とされており、不動産S T（受益証券発行信託等）が含まれていない。

ととするなどの対応が必要であり、また、例えば発行会社、資産運用会社や取扱い金商業者等のウェブサイト上に情報を掲載し、情報の更新を速やかに行うこととした上で、当該ウェブサイトのURL等を有価証券届出書、有価証券報告書及び、契約締結前交付書面に記載することで、投資家への情報の提供を行えば当該規定を満たしたことになるような措置が求められるところである。

現在、受益証券発行信託の受益証券STには、上記の規制が直接適用されないところ、電子記録移転権利に該当する不動産STにのみ過重な規制が課せられていることは同じ投資効果がある不動産STにおいては、公平な規制ではなく、見直しが強く望まれる。



## おわりに

2021年7月に発足したST市場WGでは、以上のとおり多岐にわたる課題を論点整理として掲げ、主に流通市場の活性化を視野に、任意の適時開示、資産運用報告書の記載事項、価格の公表ルールについて検討を行うとともに、PTS規制の緩和やステーブルコインの活用、さらには、STプラットフォームモニタリングの統一化などをめぐり検討を進めてきたところである。

2021年以降、すでに我が国においても少なくない数のSTの発行が行われ、発行市場に関しては、軌道に乗ってきた状況であり、今後流通市場の活性化が期待されているところである。

今後の流通市場においては、ST市場の全体の活性化とともに投資家保護の視点での制度整備がより重視されることになる点、関係者はしっかりと認識した上で、本報告において具体的な対応策を示した事項については、早期かつ積極的な取組が進められることが期待される所である。

講じた施策については、今後、関係者等によるレビューも含め、効果の検証等を行っていくことも重要であると考えられる。

また、引き続き検討が必要な事項においては、本報告の内容を踏まえ、引き続き、セキュリティトークン市場活性化委員会等において、検討を進めていくことが期待される。

以 上

# **Appendix I**

---

## 1. 適時開示の項目・内容（案）

適時開示が求められる情報は、資産運用に関する事項で資産運用会社の決定事実、発生事実、スキームに関する事項で資産運用会社の決定事実・発生事実及び決算に関する情報のうち、次に掲げる投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす重要な情報が望ましいと考えられる。

なお、ここに例示した項目は、現状において考慮すべき事項を掲げたものであり、不動産STに関する適時開示を、自主規制規則やガイドライン等で定める場合は、これらの項目・内容についても、今後更なる内容の検討が望まれる。

開示項目	開示内容	数値基準 <sup>39</sup>	参考—上場不動産投資信託証券に関する情報の適時開示ガイドブック
1. 運用資産に関する事項			
(1) 資産運用会社の決定事実に関する情報			
① 運用資産の譲渡又は取得	1. 譲渡 譲渡の概要、譲渡理由、資産の内容、譲渡先の概要、今後の見通し、鑑定評価書の概要、その他必要事項 2. 取得 取得の概要、取得理由、資産の内容、取得先の概要、今後の見通し、鑑定評価書の概要、その他必要事項	1. 譲渡 直前営業期間の末日における譲渡対象資産の価格が5,000万円以上であること 2. 取得 取得対象資産の取得価格が5,000万円以上であると見込まれること	第7章 運用資産等に関する情報 (1) 1
② 運用資産等の貸借又は貸借の解消 <sup>40</sup>	a. 貸借又は貸借の解消に至る経緯 b. 貸借又は貸借の解消の内容 c. 今後の見通し d. その他	貸借が行われる（解消される）こととなる予定日の属する営業期間の開始の日から3年以内に開始する各営業期間のいずれかにおいて、当該貸借が行われる（解消される）ことによる営業収益/経常利益/当	第7章 運用資産等に関する情報 (1) 2

<sup>39</sup> 数値基準については、現行の上場不動産投資信託証券に係るものをそのまま掲げたものであり、不動産STに適用する場合は、その実態に合わせた数値基準が必要であると考えられる。

<sup>40</sup> 委員からは「業績へのインパクトのあるテナントの変動については個別に追加すべき」との意見があった。

			期純利益の増加又は減少見込額が直前営業期間の5%/30%/30%に相当する額以上	
<b>(2) 資産運用会社の発生事実に関する情報</b>				
①	災害等による資産への損害の発生	a. 損害・損失の内容 b. 今後の見通し c. その他	イ. 損害の見込額が、直前営業期間の末日における純資産総額の3%に相当する額以上 ロ. 損害の見込額が、直前営業期間の経常利益又は当期純利益の30%に相当する額以上	第7章 運用資産等に関する情報 (2) 1
②	運用資産等の貸借の解消 <sup>41</sup>	a. 貸借の解消に至る経緯 b. 貸借の解消の内容 c. 今後の見通し d. その他	貸借が解消されることとなる予定日の属する営業期間の開始の日から3年以内に開始する各営業期間のいずれかにおいて、当該貸借が解消されることによる営業収益/経常利益/当期純利益の増加又は減少見込額が直前営業期間の5%/30%/30%に相当する額以上	第7章 運用資産等に関する情報 (2) 2
③	主要取引先との取引停止・債務免除等、信用に影響する事象の発生	a. 取引停止に至った理由 b. 主要取引先の概要 c. 取引の内容 d. 今後の見通し e. その他	運用資産についての主要取引先との取引停止、あるいは同一事由又は同一時期における複数の取引先との取引停止の日の属する営業期間の開始日から3年以内に開始する各営業期間のいずれかにおいて、当該取引の停止による営業収益の減少見込額の総額が、直前営業期間の営業収益の10%に相当する額以上	第2章 投資法人の発生事実 15
<b>(3) その他</b>				
①	運用資産に関する訴訟の提起、判決	a. 訴訟が提起された(判決等の)日 b. 訴訟の原因及び提起される(判決等)に至った経緯	運用資産に関して訴えが提起された場合 当該訴えの提起後直ちに訴えのとおり認められて敗訴したとした場合、当該訴えの提起された日の属す	第6章 資産運用会社の発生事実 6

<sup>41</sup> 委員からは「業績へのインパクトのあるテナントの変動については個別に追加すべき」との意見があった。

		c. 訴訟を提起した者の概要 d. 訴訟内容 e. 今後の見通し f. その他	る営業期間の日から3年以内に開始する各営業期間のいずれかにおいて、当該敗訴による営業収益の減少見込額が、直前営業期間の営業収益の10%に相当する額以上	
②	その他運用資産に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの	a. 事実の概要 b. 発生の理由 c. 今後の見通し d. その他	—	
<b>2. スキームに関する事項</b>				
<b>(1) 資産運用会社の決定事実に関する情報</b>				
①	合併	a. 合併等の目的 b. 利益相反に関する考え方 c. 合併等の概要 d. 今後の見通し e. その他	—	第5章 資産運用会社の決定事実 2
②	破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て	a. 申立の理由 b. 負債総額 c. 破産等の日程 d. 引継に関する事項 e. 今後の見通し f. その他	—	第5章 資産運用会社の決定事実 3
③	解散（合併による解散を除く。）	a. 解散の理由 b. 解散等の日程 c. 引継に関する事項 d. 今後の見通し e. その他	—	第5章 資産運用会社の決定事実 4
④	資産運用の全部又は一部の休止又は廃止	a. 休止又は廃止の理由 b. 休止、廃止等の日程 c. 休止又は廃止の対象となる資産運用等の概要 d. 今後の見通し	イ. 資産の運用の全部又は一部の休止又は廃止の予定日の属する営業期間開始の日から3年以内に開始する各営業期間のいずれかにおいて、当該資産の運用の全部又は一部の休止又は廃止による営業収益の減少見込額が、直前営業	第5章 資産運用会社の決定事実 6

		e. その他	<p>期間の営業収益の10%に相当する額以上</p> <p>ロ. 資産の運用の全部又は一部の休止又は廃止の予定日の属する営業期間開始の日から3年以内に開始する各営業期間のいずれかにおいて、当該資産の運用の全部又は一部の休止又は廃止による経常利益の増加又は減少見込額が、直前営業期間の経常利益の30%に相当する額以上</p> <p>ハ. 資産の運用の全部又は一部の休止又は廃止の予定日の属する営業期間開始の日から3年以内に開始する各営業期間のいずれかにおいて、当該資産の運用の全部又は一部の休止又は廃止による当期純利益の増加又は減少見込額が、直前営業期間の当期純利益の30%に相当する額以上</p>	
⑤	資産の運用に係る委託契約の解約	<p>a. 解約の理由</p> <p>b. 解約の内容</p> <p>c. 解約の日程</p> <p>d. 今後の見通し</p> <p>e. その他</p>	—	第5章 資産運用会社の決定事実7
<b>(2) 資産運用会社の発生事実に関する事項</b>				
①	業務改善命令	<p>a. 業務改善命令を受けた日</p> <p>b. 業務改善命令を受けるに至った経緯</p> <p>c. 業務改善命令の内容</p> <p>d. 今後の見通し</p> <p>e. その他</p>	—	第6章 資産運用会社の発生事実1
②	特定関係法人の異動	<p>a. 異動年月日</p> <p>b. 異動について知る</p>	—	第6章 資産運用会社の発

		に至った経緯 c. 異動した特定関係法人の概要 d. 異動前後における当該特定関係法人の所有する議決権の数・所有持分数、総議決権の数に対する割合 e. 今後の見通し f. その他		生事実 4
③	主要株主の異動	a. 異動年月日 b. 異動について知るに至った経緯 c. 異動した株主の概要 d. 異動前後における当該主要株主等の所有する議決権の数・所有持分数、総議決権の数に対する割合 e. 今後の見通し f. その他	—	第 6 章 資産運用会社の発生事実 5
④	金商法に基づき提出義務を負う書類の提出遅延	a. 対象となる有価証券報告書・半期報告書 b. 法定提出期限 c. 提出が遅延・延長となった理由及び経緯 d. 今後の見通し e. その他	—	第 2 章 投資法人の発生事実 6
⑤	受託者、受益者代理人、原簿管理人、監査法人その他重要なスキーム関係者の異動	a. 異動年月日 b. 異動の概要 c. 異動の理由及び経緯 d. 今後の見通し e. その他	—	第 2 章 投資法人の発生事実 6
<b>(3) その他</b>				
①	その他資産運	a. 事実の概要	—	—

	用会社の運営、業務若しくは財産に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの	<ul style="list-style-type: none"> <li>b. 発生の理由</li> <li>c. 今後の見通し</li> <li>d. その他</li> </ul>		
<b>3. 決算に関する事項</b>				
①	利益予想の修正、予想値と決算値との差異等 <sup>42</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. 修正理由</li> <li>b. 公表がされた直近の予想値（*）</li> <li>c. 新たに算出した予想値</li> <li>d. b. と c. の変動幅及び変動率</li> <li>e. その他</li> </ul>	<p>新たに算出した予想値又は当営業期間の決算における数値を公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前営業期間の実績値）で除して得た数値が</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. 営業収益にあつては1.1以上又は0.9以下</li> <li>b. 経常利益にあつては1.3以上又は0.7以下</li> <li>c. 純利益にあつては1.3以上又は0.7以下</li> </ul> <p>（*）当該予想値がない場合は、公表がされた前営業期間の実績値。また、直近の予想値又は前営業期間の実績値が0の場合にあつては、新たな予想値を算出した場合、すべて開示が必要となります。</p>	第4章 投資法人の利益予想の修正、金銭の分配予想の修正等 1
⑥	金銭の分配に係る予想の修正、予想額と決定額との差異等	<ul style="list-style-type: none"> <li>a. 修正理由</li> <li>b. 公表がされた直近の予想額（*）</li> <li>c. 新たに算出した予想額</li> <li>d. その他投</li> </ul>	<p>金銭の分配についての新たに算出した予想額又は決定額を、公表された直近の予想額（*）で除して得た数値が</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1.05以上又は0.95以下</li> </ul> <p>（*）当該予想額がない場合は、公表がされた前営業期間の実績額。また、直近の予想</p>	第4章 投資法人の利益予想の修正、金銭の分配予想の修正等 2

<sup>42</sup> 委員からは、「業績予想について、例えば、まずは運用開始時点での業績予想開示を義務として、その上で決算短信に対応するものとして毎期決算発表時点で決算情報と翌期（&翌々期・・・運用期間にわたってでもよい）の業績予想の開示を義務付けることも考えられる」という意見もあった。



			額又は前営業期間の実績額が0の場合にあつては、新たな予想額を算出した場合、すべて開示が必要となります。	
--	--	--	---	--

## 2 投資法人の計算に関する規則に基づく運用報告書記載事項（案）

この表は、投資法人の計算に関する規則に基づく運用報告書記載事項において、不動産S Tに必要であると思われる項目を列挙したものである。必要な事項には「要」、不要と思われる事項には「不要」と記載したが、不動産S Tの特性を勘案すると、さらに精緻な検討が望まれる。また「要検討」とした事項については、その必要性の度合いを広く関係者にヒアリングするなどの対応が必要である。

No.	大項目	中項目	受益証券発行信託	電子記録移転権利	有価証券報告書等
1	投資法人の状況に関する重要な事項（計算書類及びその附属明細書の内容となる事項を除く。）	—	要	要	実際に該当するものがあるケースは稀と思われる。
2	投資法人の現況に関する事項	①当該投資法人の営業期間中における資産の運用の経過	要	不要	<p>受益証券発行信託：有価証券報告書の様式を定める特定有価証券開示府令9号様式（以下「9号様式」）においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利：有価証券報告書の様式を定める特定有価証券開示府令9号の5様式（以下「9号の5様式」）「第1【組合等の状況】1【組合等の概況】(1)【主要な経営指標等の推移】」において記載が要求されている。</p> <p>【参考】 内国投資証券(REIT)：有価証券報告書7号の3様式（以下「7号の3様式」） 「第一部【ファンド情報】</p>

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記 録移転 権利	有価証券報告書等
					第1【ファンドの状況】1【投資法人の概況】(1)【主要な経営指標等の推移】に記載されていることが多い。
		②直前三営業期間 (当該営業期間の末日において三営業期間が終了していない投資法人にあっては、成立後の各営業期間)の営業成績及び財産の状況の推移	要	不要	①と同様。
		③当該営業期間中における株式の売買総数及び売買総額	要検討	要検討	投資対象資産に関する売買取引の総額を開示することが考えられる。  受益証券発行信託：9号様式においては記載が要求されていないと思われる。  電子記録移転権利：9号の5様式においては記載が要求されていないと思われる。  【参考】 内国投資証券(REIT)：7号の3様式に記載されていないことが多い。
		④当該営業期間中における公社債の売買総額			③と同様。
		⑤当期末現在において有価証券の貸付けを行っている場合には、種類ごとに、総数又は総額			③と同様。

No.	大項目	中項目	受益証券発行信託	電子記録移転権利	有価証券報告書等
		⑥デリバティブ取引につき、種類ごとに、当該営業期間中における取引契約金額又は取引金額	要検討	要検討	<p>受益証券発行信託：9号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p><b>【参考】</b> 内国投資証券(REIT)：7号の3様式「第二部【投資法人の詳細情報】第5【投資法人の経理状況】1【財務諸表】(7)【附属明細表】」に記載されていることが多い。</p>
		<p>⑦不動産、不動産の賃借権又は地上権ごとに、次に掲げる事項</p> <p>イ 当該不動産の所在、地番その他当該不動産を特定するために必要な事項</p> <p>ロ 物件ごとに、当期末現在における価格(鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて公正と認められる価格をいう。)</p> <p>ハ 当該不動産に関して賃貸借契約を締結した相手方</p>	不要	不要	<p>受益証券発行信託：9号様式「第1【信託財産の状況】2【信託財産を構成する資産の概要】(2)【信託財産を構成する資産の内容】」に記載。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式「第3【組合等の経理状況】2【組合等の現況】(4)【その他投資資産の主要なもの】」に記載。</p> <p><b>【参考】</b> 内国投資証券(REIT)：7号の3様式「第一部【ファンド情報】第1【ファンドの状況】5【運用状況】(2)【投資資産】③【その他投資資産の主要なもの】」に記載</p>

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記 録移転 権利	有価証券報告書等
		<p>(以下ハにおいて「テナント」という。)がある場合には、物件ごとに、当期末現在における稼働率及びテナントの総数並びに当該投資法人の営業期間中における全賃料収入(当該全賃料収入について、やむを得ない事情により表示できない場合には、その旨)</p> <p>ニ 当該投資法人の営業期間中における売買総額</p>			されていることが多い。
		<p>⑧海外不動産保有法人の発行済株式又は出資(当該海外不動産保有法人が有する自己の株式又は出資を除く。)の総数又は総額に投資信託及び投資法人に関する法律施行規則第221条に規定する率を乗じて得た数又は額を超えて当該発行済株式又は出資を有する場合には、当該海外不動産保有法人ごとに次に掲げる事項</p> <p>イ 当該海外不動産保有法人に対する出資額</p>	不要	不要	REIT 特有の海外不動産保有法人に係る開示を不動産S Tにおいて独立の開示項目とする必要性が高くないと思われるため。

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記 録移転 権利	有価証券報告書等
		ロ 当該海外不動産 保有法人の組織形 態、目的、事業内容 及び利益の分配方 針 ハ 当該投資法人の 資産に属する当該 海外不動産保有法 人の株式又は出資 の数又は額の当該 海外不動産保有法 人の発行済株式又 は出資の総数又は 総額に対する割合 ニ 当該海外不動産 保有法人が所在す る国における配当 に係る規制の内容			
		⑨ 上記⑧に規定す る場合において海外 不動産保有法人が有 する不動産に関する 次に掲げる事項 イ 当該不動産の所 在、地番その他当 該不動産を特定す るために必要な事 項 ロ 物件ごとに、当 期末現在における 価格（鑑定評価額、 公示価格、路線価、 販売公表価格その 他これらに準じて 公正と認められる 価格をいう。） ハ 当該不動産に関	不要	不要	⑧と同様。

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記録移転 権利	有価証券報告書等
		<p>して賃貸借契約を締結した相手方（以下ハにおいて「テナント」という。）がある場合には、物件ごとに、当期末現在における稼働率及びテナントの総数並びに当該投資法人の営業期間中における全賃料収入（当該全賃料収入について、やむを得ない事情により表示できない場合には、その旨）</p> <p>ニ 当該投資法人の営業期間中における売買総額</p>			
		<p>⑩投資信託及び投資法人に関する法律施行令（以下「令」という。）第3条第6号に規定する約束手形につき、当期末現在における債権額及び当該投資法人の営業期間中における売買総額</p>	要検討	要検討	③と同様。
		<p>⑪令第3条第7号に金銭債権につき、種類ごとに、当期末現在における債権の総額及び当該投資法人の営業期間中における種類ごとの売買総</p>			③と同様。

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記録移転 権利	有価証券報告書等
		額			
		<p>⑫令第3条第8号に規定する匿名組合出資持分(※)につき、種類ごとに、当期末現在における運用対象資産の主な内容</p> <p>(※)当事者の一方が相手方の行う不動産や有価証券等の資産の運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産を主として当該資産に対する投資として運用し、当該運用から生ずる利益の分配を行うことを約する契約に係る出資の持分。以下同じ</p>			③と同様。
		<p>⑬商品先物取引法2条第1項に規定する商品につき、種類ごとに、当該営業期間中における種類ごとの売買総量及び売買総額</p>			③と同様。
		<p>⑭商品投資等取引(商品投資に係る事業の規制に関する法律第2条第1項に規定する商品投資に係る取引等(令第3条第10号に規定する商品投資等取引))につき、種類ごとに、当該営業期間中にお</p>			③と同様。



No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記録移転 権利	有価証券報告書等
		ける取引契約金額又は取引金額			
		⑮再生可能エネルギー発電設備ごとに、当該再生可能エネルギー発電設備の名称等一定の事項	要検討	要検討	将来的に投資対象資産に含まれる可能性も想定されるが、その場合は有価証券報告書の投資対象資産に係る開示項目に含まれてくるため、不要か。
		⑯公共施設等運営権ごとに、当該公共施設等運営権に係る公共施設等の名称等一定の事項	要検討	要検討	⑮と同様
		⑰特定資産 <sup>43</sup> （法第2条第1項に規定する特定資産をいう。）以外の資産につき、種類ごとに、当期末現在における当該資産の主な内容	要検討	要検討	⑮と同様
		⑱当期末現在における不動産、有価証券、匿名組合出資持分等の特定資産又はその他の資産のそれぞれの総額の資産総額に対する比率	不要	不要	受益証券発行信託：9号様式「第1【信託財産の状況】1【概況】(2)【信託財産の基本的性格】」に記載。  電子記録移転権利：9号の5様式「第1【組合等の状況】5【運用状況】(1)【投資状況】」に記載。

<sup>43</sup> 特定資産とは、①有価証券、②デリバティブ取引（暗号資産及び暗号資産関連金融指標に係るものを除く。）に係る権利、③不動産、④不動産の賃借権、⑤地上権、⑥約束手形（①に該当するものを除く。）、⑦金銭債権（①、②、⑥及び⑩に掲げるものに該当するものを除く。）、⑧当事者の一方が相手方の行う①から⑦、⑩又は⑫に掲げる資産の運用のために出資を行い、相手方がその出資された財産を主として当該資産に対する投資として運用し、当該運用から生ずる利益の分配を行うことを約する契約に係る出資の持分（①に該当するものを除く。）、⑨商品（商品先物取引法第2条第1項に規定する商品をいう。）、⑩商品投資等取引に係る権利、⑪電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法第2条第3項に規定する再生可能エネルギー発電設備（③に該当するものを除く。）並びに⑫公共施設等運営権（民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律第2条第7項に規定する公共施設等運営権をいう。）をいう（令3条）。

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記 録移転 権利	有価証券報告書等
					<p>【参考】 内国投資証券 (REIT) : 7 号の 3 様式「第一部【ファンド情報】第 1【ファンドの状況】5【運用状況】(1)【投資状況】」に記載されていることが多い。</p>
		<p>⑱投資信託及び投資法人に関する法律 (以下「法」という。) 第 201 条第 1 項の鑑定評価又は同条第 2 項の調査が行われた場合には、当該鑑定評価又は調査を行った者の氏名又は名称並びに当該鑑定評価又は調査の結果及び方法の概要 (当該鑑定評価又は調査の年月日又は期間を含む。)</p>	要検討	要検討	<p>現状想定される不動産 S T では、特定資産の価格調査の制度はないものの、一定期間ごとの鑑定の状況は、「不動産 S T に係る価格情報ルール」(仮)に基づく開示の一環として、資産運用報告書において開示することを検討する。</p>
		<p>⑳当期末における資産運用会社、資産保管会社及び一般事務受託者の名称</p>	不要	不要	<p>受益証券発行信託 : 9 号様式「第 3【受託者、委託者及び関係法人の情報】3【その他関係法人の概況】」に記載。</p> <p>電子記録移転権利 : 9 号の 5 様式「第 2【関係法人の状況】」に記載。</p> <p>【参考】 内国投資証券 (REIT) : 7 号の 3 様式「第二部【投資法人の詳細情報】第 4【関係</p>

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記録移転 権利	有価証券報告書等
					法人の状況】」に記載されていることが多い。
		②資産運用会社が第一種金融商品取引業（金融商品取引法第28条第1項に規定する第一種金融商品取引業をいう。）又は第二種金融商品取引業（同条第2項に規定する第二種金融商品取引業をいう。）を行っている場合にあつては、当該営業期間中における当該資産運用会社との間の取引の状況及び当該資産運用会社に支払われた売買委託手数料の総額	要	要	AMの業種による区分ではなく、スキーム全体からAMが収受する手数料等を開示することが有用と思われる。 受益証券発行信託：9号様式においては記載が要求されていないと思われる。  電子記録移転権利：9号の5様式においては記載が要求されていないと思われる。  【参考】 内国投資証券(REIT)：7号の3様式に記載されていないことが多い。
		②資産運用会社が宅地建物取引業（宅地建物取引業法第2条第2号に規定する宅地建物取引業をいう。）を営んでいる場合にあつては、当該営業期間中における宅地建物取引業者（同条第3号に規定する宅地建物取引業者をいう。）である当該資産運用会社との間の取引の状況及び当該資産運用会社に支払われた手数料の総額	要 (但し ②に統 合)	要 (但し ②に統 合)	②と同様。

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記録移転 権利	有価証券報告書等
		<p>㉓資産運用会社が不動産特定共同事業（不動産特定共同事業法第2条第4項に規定する不動産特定共同事業をいう。）を営んでいる場合にあっては、当該営業期間中における不動産特定共同事業者（同条第5項に規定する不動産特定共同事業者をいう。）、小規模不動産特定共同事業者（同条第7項に規定する小規模不動産特定共同事業者をいう。）又は適格特例投資家限定事業者（同条第11項に規定する適格特例投資家限定事業者をいう。）である当該資産運用会社との間の取引の状況</p>	<p>要 （但し ㉑に統 合）</p>	<p>要 （但し ㉑に統 合）</p>	<p>㉑と同様。</p>
		<p>㉔当該投資法人が対処すべき課題</p>	<p>要検討</p>	<p>要検討</p>	<p>受益証券発行信託：9号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式「第1【組合等の状況】1【組合等の概況】(1)【主要な経営指標等の推移】」に記載されることもあると思われる。</p> <p>【参考】</p>

No.	大項目	中項目	受益証券発行信託	電子記録移転権利	有価証券報告書等
					内国投資証券 (REIT) : 7 号の 3 様式「第一部【ファンド情報】第 1【ファンドの状況】1【投資法人の概況】(1)【主要な経営指標等の推移】」に記載されていることがある。
		㉕決算後に生じた投資法人の状況に関する重要な事実	要	不要	①と同様。
		㉖その他当該営業期間中における投資法人の運用状況を明らかにするために必要な事項	要	要	
3	投資法人の役員等に関する事項	役員等（役員又は会計監査人をいう。）の氏名又は名称等一定の事項	要検討	要検討	<p>発行者に関する一定の開示は必要であるものの、有価証券報告書における開示項目と重複する記載もあるため、記載の要否や内容について整理が必要と思われる。</p> <p>受益証券発行信託：9 号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9 号の 5 様式において記載が要求されていないと思われる。</p> <p><b>【参考】</b> 内国投資証券 (REIT) : 7 号の 3 様式「第二部【投資法人の詳細情報】第 1【投資法人の追加情報】2【役員 の状況】」に記載されている。</p>

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記 録移転 権利	有価証券報告書等
4	投資法人の 役員等賠償 責任保険契 約に関する 事項	当該役員等賠償責任 保険契約の被保険者 の範囲等一定の事項	不要	不要	スキーム発行者に適用さ れるD&O保険制度がないた め。
5	投資法人の 投資口に関 する事項	①当該営業期間の末 日において発行済投 資口（自己投資口を 除く。）の総数に対す るその有する投資口 の数の割合が高いこ とにおいて上位であ る10名の投資主の 氏名又は名称、当該 投資主の有する投資 口の数及び当該投資 主の有する投資口に 係る当該割合	要検討	不要	スキームの信頼性の判断 の観点から発行済口数や、 （一定の議決権を有する） 劣後口の保有者等の開示 も考えられる。  受益証券発行信託：9号様 式においては記載が要求 されていないと思われる。  電子記録移転権利：9号の 5様式「第1【組合等の状 況】1【組合等の概況】(6) 【組合等の出資総額】」に 記載。  【参考】 内国投資証券(REIT)：7号 の3様式「第一部【ファン ド情報】第1【ファンドの 状況】1【投資法人の概況】 (5)【投資法人の出資総 額】」に記載されているこ とが多い。
		②上記①に掲げるも ののほか、投資法人 の投資口に関する重 要な事項	要	要	
6	投資法人の 新投資口予 約権及び投	—	不要	不要	該当するものはないと思 われるため。

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記録移転 権利	有価証券報告書等
	資口等交付 請求権に関する重要な 事項				

### 3 「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」に基づく運用報告書記載事項 (案)

この表は、「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」に基づく運用報告書記載事項において、不動産S Tに必要であると思われる項目を列挙したものである。必要な事項には「要」、不要と思われる事項には「不要」と記載したが、不動産S Tの特性を勘案すると、さらに精緻な検討が望まれる。また「要検討」とした事項については、その必要性の度合いを広く関係者にヒアリングするなどの対応が必要である。

No.	大項目	中項目	受益証券発行 信託	電子記録移転 権利	有価証券報告書等
1	投資法人の運用状況等の推移	当期以前5期以上の営業期間の営業収益、経常利益、当期純利益、純資産額、総資産額、基準価額（一口（一取引単位をいう。）当たり純資産額をいう。）及び自己資本比率を表示するものとする。	要	不要	上記1のNo.2の①と同様。
2	当期の資産の運用の経過	当該不動産投資法人の運用の基本方針及び当期の運用に関する成果とその分析について、当期中における不動産等及び資産対応証券等の取得・売却等の状況並びに賃貸可能面積及び稼働率の推移等を使用して表示するものとする。併せて、前期の資産運用報告に表示された今後の運用方針との関連を表示するものとする。	要	不要	上記1のNo.2の①と同様。
3	増資等の状況	当期中に公募による出資の増加等があった場合は、投資口の	不要	不要	現状想定されるスキーム・ビークルでは、当初募集後に公募増資が行われるこ



		<p>推移等について表示するものとする。</p>			<p>とは比較的にな少ないと思われる、むしろ各期の資産の運用状況の開示の方が重要と思われる。</p> <p>受益証券発行信託：9号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式「第1【組合等の状況】1【組合等の概況】(6)【組合等の出資総額】」に記載されると思われる。</p> <p><b>【参考】</b> 内国投資証券(REIT)：7号の3様式「第一部【ファンド情報】第1【ファンドの状況】1【投資法人の概況】(5)【投資法人の出資総額】」に記載されていることが多い。</p>
4	分配金等の実績	<p>当期以前5期以上の営業期間毎の分配金等について、利益からの分配金及び出資の払戻しによる金銭の支払い(一時差異等調整引当額からの分配金及び税法上の出資等減少分配からの分配金に区分して表示するものとする。)に区分して表示するものとする。併せて、当期分配金の金額を決めた根拠及び留保金の今後の運用方針を表示するも</p>	要	要	<p>受益証券発行信託：9号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p><b>【参考】</b> 内国投資証券(REIT)：7号の3様式に記載されていないことが多い。</p>

		<p>のとする。</p> <p>なお、不動産投信等規則第 43 条の 4 に規定する毎期継続的な税法上の出資等減少分配に該当する出資の払戻しを行う場合には、同条第 4 号に規定する事項について注記等を行うものとする。</p> <p>また、不動産投信等規則第 43 条の 5 に規定する毎期継続的な税法上の出資等減少分配に該当する出資の払戻し以外の税法上の出資等減少分配に該当する出資の払戻しを行う場合には、同条なお書きに規定する事項について注記等を行うものとする。</p>			
5	今後の運用方針 <sup>44</sup>	<p>次期以降の運用方針について、実施することが確定している資本的支出等の概要等を用いて規約に表示された運用方針との関連を含めて具体的に表示するものとする。この場合、客観的な表現を用いるとともに簡潔に表示するものとする。</p>	不要	不要	上記 1 の No. 2 の㉔と同様。
6	対処すべき	当該不動産投資法人	不要	不要	上記 1 の No. 2 の㉔と同様。

<sup>44</sup> 現時点の不動産 ST 案件は、単一又は少数の不動産が裏付不動産であり、ファンドの不動産のポートフォリオに変更が生じにくいスキームであることから、今後の運用方針や次の対処すべき課題として投資家に報告する内容に毎年変更がないことが予想される。他方で、不動産の入れ替えを行うようなポートフォリオ型のファンドにおいては、これらの事項も投資家にとって有益な情報になり得るという意見もあった。

	課題	の対処すべき課題について簡潔に表示するものとする。ただし、前号に規定する今後の運用方針において同様の内容を表示した場合は、当該事項についての表示を省略することができるものとする。			
7	決算後に生じた重要な事実	当期の決算日以後に当該不動産投資法人に生じた事実で、当該不動産投資法人の運営、収益状況及び投資主の権利に係る重要な事実について表示するものとする。	要	不要	上記1のNo.2の①と同様。
8	出資の状況	発行可能投資口総口数、発行済投資口数の総数及び投資主数を表示するものとする。	要	不要	<p>受益証券発行信託：9号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式「第1【組合等の状況】1【組合等の概況】(6)【組合等の出資総額】」に記載されると思われる。</p> <p>【参考】 内国投資証券(REIT)：7号の3様式「第一部【ファンド情報】第1【ファンドの状況】1【投資法人の概況】(5)【投資法人の出資総額】」に記載されていることが多い。</p>
9	投資口に関する事項	当期末において、発行済投資口（自己投資口を除く。）の総口	要検討	要検討	No.8と同様。ただし、不動産STにおいては個人投資家を対象とした商品が

		数に対し、保有する投資口の比率が高い順に上位 10 名の投資主の氏名又は名称、当該投資主の保有する投資口の口数及び当該投資主の保有する投資口に係る当該割合を表示するものとする。			主に想定されていること、また大口投資家であってもガバナンスに影響を与える可能性が乏しいことに鑑みて開示の要否（また、開示するとしても一定の割合以上の保有者に限定するなどの措置の要否）を検討すべきと思われる。
10	役員等に関する事項	役員等（当該営業期間中在任していた者であって、当該営業期間の末日までに退任した者を含む）の氏名又は名称、地位及び担当、兼職の状況、その他重要な事項を表示するものとする。	要検討	要検討	上記 1 の No. 3 と同様。
11	資産運用会社、資産保管会社及び一般事務受託者	当期末における資産運用会社（投信法第 2 条第 21 項に規定する資産運用会社をいう。以下同じ。）、資産保管会社及び一般事務受託者の名称を表示するものとする。	不要	不要	上記 1 の No. 2 の⑳と同様。
12	不動産投資法人の資産の構成	当期末における資産の種類毎の額の資産総額に対する比率を表示するものとする。この場合、各資産の実質的な不動産の組入比率及び不動産投信等規則第 3 条第 2 項第 5 号から第 8 号に掲げる資産の当期末における主な	不要	不要	上記 1 の No. 2 の㉑と同様。

		運用対象を、資産の種類毎に注記するものとする。			
13	主要な保有資産	当期末に保有している資産のうち期末の帳簿価額の上位 10 位以上の個別資産について、それぞれの個別資産の全賃貸可能面積及び全賃貸収入等に占める比率等を表示するものとする。	不要	不要	<p>受益証券発行信託：9号様式「第1【信託財産の状況】2【信託財産を構成する資産の概要】(2)【信託財産を構成する資産の内容】」に記載。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式「第3【組合等の経理状況】2【組合等の現況】(4)【その他投資資産の主要なもの】」に記載。</p> <p><b>【参考】</b>  内国投資証券 (REIT)：7号の3様式「第一部【ファンド情報】第1【ファンドの状況】5【運用状況】(2)【投資資産】③【その他投資資産の主要なもの】」に記載されていることが多い。</p>
14	組入資産明細	当期末における組入資産の明細を資産の種類毎に区分して表示するものとする。	不要	不要	上記1のNo.2の⑦と同様。
15	その他資産の状況	当期末における不動産等、資産対応証券等及びインフラ資産等以外の資産について、以下で定める資産の種類に区分して、それぞれ別に表示するものとする。ただし、ヘッジ会計に係る特例処理を	不要	不要	<p>受益証券発行信託：9号様式「第1【信託財産の状況】2【信託財産を構成する資産の概要】(2)【信託財産を構成する資産の内容】」に記載。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式「第3【組合等の経理状況】2【組合等の現況】</p>

		<p>行っている資産（ヘッジ手段として使用されているものをいう）についてはその表示を省略することができるものとする。</p> <p>(1) 株式及び投資証券  (2) 株式及び投資証券以外の有価証券  (3) 信用取引に係る有価証券  (4) 特定取引及び為替予約取引  (5) その他特定資産</p>			<p>(2)【投資有価証券の主要銘柄】及び「(4)【その他投資資産の主要なもの】」に記載。</p> <p>【参考】  内国投資証券(REIT):7号の3様式「第一部【ファンド情報】第1【ファンドの状況】5【運用状況】(2)【投資資産】①【投資有価証券の主要銘柄】」及び「③【その他投資資産の主要なもの】」に記載されていることが多い。</p>
16	国及び地域毎の資産保有状況	<p>複数の国及び地域の海外不動産等へ投資を行っている場合には、当期末における資産保有状況を当該国及び地域毎に表示するものとする。</p>	要	要	<p>受益証券発行信託:9号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利:9号の5様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>【参考】  内国投資証券(REIT):7号の3様式に記載されていないことが多い。</p>
17	資本的支出の予定	<p>当該資産運用報告の作成日前に確定した資本的支出に係る実施計画について、当該計画毎に表示するものとする。</p>	要	要	<p>受益証券発行信託:9号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利:9号の5様式においては記載が要求されていないと思われる。</p>

					<p><b>【参考】</b> 内国投資証券 (REIT) : 7 号の 3 様式「第一部【ファンド情報】第 1【ファンドの状況】5【運用状況】(2)【投資資産】③【その他投資資産の主要なもの】」に記載されていることが多い。</p>
18	期中の資本的支出	<p>当期末までに資本的支出に係る実施計画が完了した場合には、当該計画毎に表示するものとする。 なお、天変地異等により資本的支出を行った場合は、当該資本的支出を区分して表示するものとする。</p>	要	要	No. 17 と同様。
19	長期修繕計画のために積立てた金銭 <sup>45</sup>	<p>長期修繕計画に基づいて期末に積立てた金額を、当期以前 5 期以上の営業期間（営業期間が 6 ヶ月未満のものは、作成期末から過去 5 年間の期間における営業期間とする。）について、各期末における当期首の積立金残高、各営業期間の積立額及び取崩額並びに各期末における次期繰越額を表示するものとする。 なお、不動産投信等規則第 43 条の 4 に</p>	要	要	No. 17 と同様。

<sup>45</sup> 本項に関連して、裏付資産である不動産に係る保険の付保状況、保証範囲を報告書に記載することも考えられるという意見もあった。

		規定する毎期継続的な税法上の出資等減少分配に該当する出資の払戻しを行う場合には、同条第5号に規定する事項について注記等を行うものとする。			
20	運用等に係る費用明細	当期中に不動産投資法人から支払われた費用の総額及び当該不動産投資法人と契約を締結している外部委託先等に支払われた費用等を支払いの相手方別に区分して表示するものとする。	不要	不要	<p>受益証券発行信託：9号様式「第1【信託財産の状況】6【信託財産の経理状況】(2)【損益計算書】」に記載されると思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式「第3【組合等の経理状況】1【財務諸表】(2)【損益計算書】」に記載されると思われる。</p> <p>【参考】 内国投資証券(REIT)：7号の3様式「第二部【投資法人の詳細情報】第5【投資法人の経理状況】1【財務諸表】(2)【損益計算書】」に記載されていることが多い。</p>
21	借入状況 <sup>46</sup>	当期末において資金の借入残高がある場合には、借入先、当該借入金の借入日、当期首残高、当期末残高、返済期限、返済方法、使途、担保の有無、担保物件及びその他特記事項をそれぞれの借入毎に区分して表示するも	要	要	有価証券報告書の経理の状況のB/Sにおいて開示される内容と重複がないように調整。

<sup>46</sup> 貸付人との関係で、借入の内容をどこまで記載するかは今後の検討事項とすべきという意見もあった。



		のとする。			
22	投資法人債	当期末において投資法人債の発行残高がある場合には、銘柄名、発行年月日、当期首残高、当期末残高、利率、償還期限、償還方法及び用途等を銘柄毎に区分して表示するものとする。	要 (但し No. 21 に統 合)	要 (但し No. 21 に統 合)	不動産 S T の発行ビークルによっては社債等の発行もあり得る。いずれにしても、主要なデットの状況は、No. 21 において開示することを検討。
23	短期投資法人債	当期末において短期投資法人債の発行残高がある場合には、銘柄名、発行年月日、当期末残高、発行価額、償還価額等を銘柄毎に区分して表示するものとする。	要 (但し No. 21 に統 合)	要 (但し No. 21 に統 合)	No. 22 と同様。
24	新投資口予約権	当期末において行使されていない新投資口予約権がある場合には、銘柄名、発行年月日、当期末時点で未行使の新投資口予約権の口数、当該新投資口予約権の目的である投資口の口数又はその口数の算定方法、行使に際して出資される金銭の額又はその算定方法、新投資口予約権の行使期限等を銘柄毎に区分して表示するものとする。	不要	不要	該当するものはないと思われるため。
25	不動産等及び資産対応証券等、インフラ資産	当期中における不動産等及び資産対応証券等、インフラ資産等及びインフラ関連	要検討	要検討	上記 1 の No. 2 の③で売買取引の総額を開示する場合、その損益も含めて開示するかどうかを検討。

	等及びインフラ関連資産の売買状況等	資産の売買状況並びに損益を各資産毎に区分して表示するものとする。			<p>受益証券発行信託：9号様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式においては記載が要求されていないと思われる。</p> <p><b>【参考】</b> 内国投資証券(REIT)：7号の3様式「第一部【ファンド情報】第1【ファンドの状況】1【投資法人の概況】(1)【主要な経営指標等の推移】及び「5【運用状況】(2)【投資資産】③【その他投資資産の主要なもの】」に記載されていることが多い。</p>
26	その他の資産の売買状況等	当期中におけるその他の資産の売買状況及び損益を資産の種類毎に区分して表示するものとする。	要検討	要検討	No. 25と同様。
27	特定資産の価格等の調査	投資法人計算書類規則第73条第1項第19号(鑑定評価の概要等)に規定する事項について表示するものとする。	要検討	要件等	上記1のNo. 2の⑱と同様。
28	利害関係人等との取引状況	当期中における利害関係人等との取引状況・支払手数料等の総額を表示するものとする。 なお、この場合の利害関係人等とは、以	要検討	要検討	有報に記載される利害関係人の範囲で足りるかを検討する。受益証券発行信託：9号様式「第3【受託者、委託者及び関係法人の情報】1【受託者の状況】(4)【利害関係人との取引制

		<p>下の(イ)～(ハ)いずれかの要件を満たすものとする。</p> <p>(イ) 投資信託及び投資法人に関する法律施行令第123条に定める利害関係人等</p> <p>(ロ) 資産運用会社の利害関係人等と不動産等に係る一任型の投資顧問契約を締結している法人等</p> <p>(ハ) 資産運用会社の利害関係人等が過半を出資している、又は役員等の過半を占めている法人等</p>			<p>限】及び「2【委託者の状況】(1)【会社の場合】④【利害関係人との取引制限】」に記載されると思われる。</p> <p>電子記録移転権利：9号の5様式「第1【組合等の状況】6【管理及び運営】(2)【利害関係人との取引制限】」に記載されると思われる。</p> <p>【参考】 内国投資証券(REIT)：7号の3様式「第二部【投資法人の詳細情報】第3【管理及び運営】2【利害関係人との取引制限】」に記載されていることが多い。</p>
29	資産運用会社が営む兼業業務に係る当該資産運用会社との間の取引の状況等	<p>資産運用会社が、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、宅地建物取引業又は不動産特定共同事業を営んでいる場合にあつては、当期中における当該兼業業務に係る第一種金融商品取引業者、第二種金融商品取引業者、宅地建物取引業者又は不動産特定共同事業者である当該資産運用会社との間の取引状況及び当該資産運用会社に支払われた売買委</p>	要	要	上記1のNo.2の㊸と同様。

		託手数料の総額又は手数料の総額を表示するものとする。			
30	資産、負債、元本及び損益の状況	当期末における資産、負債、元本及び損益の状況を表示するものとする。 なお、この表示に代えて貸借対照表、損益計算書、投資主資本等変動計算書、注記表及び金銭の分配に係る計算書を添付することができるものとする。	不要	不要	受益証券発行信託：9号様式「第1【信託財産の状況】6【信託財産の経理状況】」に記載されると思われる。  電子記録移転権利：9号の5様式「第3【組合等の経理状況】1【財務諸表】」に記載されると思われる。  【参考】 内国投資証券(REIT)：7号の3様式「第二部【投資法人の詳細情報】第5【投資法人の経理状況】1【財務諸表】」に記載されていることが多い。
31	減価償却額の算定方法の変更	当期末又は当期中に設備等の減価償却額の算定方法を変更した場合は、算定方法の変更日、変更前の算定方法、変更前の算定方法による算定額、変更後の算定方法、変更後の算定方法による算定額及び変更理由等を表示するものとする。	要検討	要検討	仮にこれが生じた場合、有価証券報告書の経理の状況において記載されるのであれば、資産運用報告書には記載不要と思われる。  【参考】 内国投資証券(REIT)：7号の3様式に記載されていないことが多い。
32	不動産等及びインフラ資産等の評価方法の変更	当期末又は当期中に不動産、不動産の賃借権又は地上権及びインフラ資産等の評価方法を変更した場合は、評価方法の変更日、変更前の評価方法、変更前の評価	要検討	要検討	No. 31と同様。

		方法による評価額、変更後の評価方法、変更後の評価方法による評価額、変更理由及びその他特記事項を表示するものとする。			
33	自社設定投資信託受益証券等に係る開示	<p>不動産投信等及びインフラ投信等である自社設定投資信託受益証券等の取得等を行った場合に運用報告書等に記載する事項は以下に掲げるものとする。</p> <p>(イ) 自社設定投資信託受益証券等の当期末現在の保有の有無</p> <p>(ロ) 当期末を含めて過去5年間の各計算期間の取得、処分の履歴</p> <p>(ハ) 当期末を含めて過去5年間の各計算期間末の保有口数、総額、総発行済口数に対する比率</p> <p>(ニ) その他、投資主等の保護の観点から必要な事項(当期末を含めて過去5年間に取得、処分を行っている場合に限る。)</p>	要検討	要検討	REIT における資産運用会社は自社設定投資信託受益証券等の取得等が規制されていることから(正会員の業務運営等に関する規則6条)、左記項目の開示も必要であるが、そのような規制がない不動産STについては、当該規制を置くかも含めて検討が必要と思われる。

34	お知らせ	<p>当期中において、法第 109 条第 2 項第 2 号（資産の運用及び保管に係る業務以外の業務に係る事務の委託）、第 3 号（投資法人債の管理に係る事務の委託）、第 5 号（合併契約の締結）、第 6 号（資産の運用又は保管に係る委託契約の締結又は契約内容の変更）及び第 8 号（資産の運用に係る委託契約の解約）に規定する事項について、当該不動産投資法人の役員会で承認された場合その他重要と認める情報があった場合は、当該情報の内容を表示するものとする。ただし、当該情報の内容を他の項目等で表示している場合は、この限りでない。</p>	不要	不要	<p>投資法人スキーム固有のガバナンスを前提とした開示項目であるため。</p>
35	海外不動産保有法人に係る開示	<p>海外不動産保有法人（投資信託及び投資法人に関する法律施行規則第 105 条第 1 号へに規定する海外不動産保有法人をいう。以下同じ。）の発行済株式又は出資（当該海外不動産保有法人が有する自己の株式又は出資を除く。）の総数又は総額に投資信託及び投資法人に関する法律</p>	不要	不要	<p>上記 1 の No. 2 の⑧と同様。</p>

		<p>施行規則第 221 条に規定する率を乗じて得た数又は額を超えて当該海外不動産保有法人の株式又は出資を有する場合には、当該海外不動産保有法人ごとに次に掲げる事項を表示するものとする。</p> <p>(イ) 当該海外不動産保有法人に対する出資額</p> <p>(ロ) 当該海外不動産保有法人の組織体制、目的、事業内容及び利益の分配方針</p> <p>(ハ) 当該投資法人の資産に属する当該海外不動産保有法人の株式又は出資の数又は額の当該海外不動産保有法人の発行済株式又は出資の総数又は総額に対する割合</p> <p>(ニ) 当該海外不動産保有法人が所在する国における配当に係る規制の内容</p>			
36	海外不動産保有法人が有する不動産に係る開	前号に規定する場合において海外不動産保有法人が有する不動産に関する次に掲	不要	不要	上記 1 の No. 2 の⑨と同様。

示		<p>げる事項を表示するものとする。</p> <p>(イ) 当該不動産の所在、地番その他当該不動産を特定するために必要な事項</p> <p>(ロ) 物件ごとに、当期末現在における価格（鑑定評価額、公示価格、路線価、販売公表価格その他これらに準じて公正と認められる価格をいう。）</p> <p>(ハ) 当該不動産に関して賃貸借契約を締結した相手方（以下ハにおいて「テナント」という。）がある場合には、物件ごとに、当期末現在における稼働率及びテナントの総数並びに当該投資法人の営業期間中における全賃料収入（当該全賃料収入について、やむを得ない事情により表示できない場合には、その旨）</p> <p>(ニ) 当該投資法人</p>			
---	--	---	--	--	--



		の営業期間中 における売買 総額			
--	--	------------------------	--	--	--

# Appendix II

---

## 1. ST市場ワーキング・グループ開催状況

開催日	議 案
2021年7月15日 (WEB)	1. 本ワーキング・グループの運営について 2. セキュリティトークン市場の活性化に向けて（自由討 議） 3. その他
2021年9月8日 (WEB)	1. プレゼンテーション 「公募型不動産セキュリティ・トークン発行から見え てきたデジタル不動産市場活性化の課題」 関 敏 隆 氏(ケネディクス株式会社 デジタル・セキュリタイゼーション推 進部シニアマネジャー) 2. ST不動産の情報提供と価格形成について
2021年11月10日 (WEB)	1. プレゼンテーション 「TK-GKスキームによる不動産セキュリティトー クンの発行について」 米 田 浩 康 氏 (トーセイ株式会社 執行役員) 2. ST 不動産の流通市場の整備に向けた課題について ① 適時開示 ② AMに適用される自主規制の概要 ③ STの売買取引について（イメージ）
2021年12月1日 (WEB)	1. ST不動産の売買取引について 2. 個人投資家の税の取扱い等について 3. その他
2021年12月20日 (WEB)	1. プレゼンテーション 「リアル資産のトークン化技術と、新たなトークン経 済の可能性について」 藤本 真吾 氏(富士通株式会社 データ&セキュリティ研究所 主任研究員) 2. ST不動産スキームに適用することが想定される規制 等について

2022年9月1日 (書面)	1. 今までの議論の論点整理 2. 中間整理(報告書)の取りまとめに向けて 3. ST税制WGの進捗状況 4. その他
2022年10月21日 (書面)	1. 中間整理(報告書)の取り纏めについて 2. 今後の進め方

この他、プレミーティング、ヒアリングなども随時開催した。

## 2. ST市場WG委員(2022年9月末現在)

主査	柳川 範之	(東京大学大学院経済学研究科・経済学部教授)
副主査	工藤 秀明	(野村ホールディングス株式会社 デジタル・アセット推進室 エグゼクティブディレクター)
〃	蔦野 宏臣	(SMBC日興証券株式会社 ホールセール企画部副部長)
委員	青木 俊介	(アンダーソン・毛利・友常法律事務所 パートナー)
	有吉 哲男	(株式会社 SBI証券 経営企画部次長)
〃	井上 克彦	(東海東京フィナンシャル・ホールディングス株式会社 デジタル戦略部 担当部長)
〃	斉藤 貴裕	(大和証券株式会社 経営企画部 副部長)
〃	佐々木 俊典	(株式会社 BOOSTRY 代表)
〃	夢田 良平	(auカブコム証券株式会社 商品開発室 特命室長)
〃	関 敏隆	(KDX証券設立準備株式会社 デジタル・ファイナンス・ソリューション部長)
〃	千葉 格文	(みずほ証券株式会社 不動産投資銀行部ディレクター)
〃	西村 通芳	(三菱UFJ信託銀行株式会社 デジタル企画室部 デジタルアセット事業室長)
〃	牧瀬 卓也	(有限責任監査法人トーマツ シニアマネジャー)
〃	花森 利弥	(富士通株式会社 アステナブルシティ事業部シニアマネージャー)
〃	細 沼 充	(楽天証券株式会社 ソリューション企画部マネージャー)

// 丸野宏之 (三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社 取締役デジタル戦略部長)  
 // 舩仁雄 (大阪デジタルエクスチェンジ株式会社 代表取締役社長)  
 // 実近晃雄 (マネックス証券株式会社 プロダクト部長)  
 オブザーバー 金融庁  
 // 日本銀行  
 // 国土交通省  
 (敬称略・氏名五十音順 21名・機関)

### 3. 委員の交代

交代日	委員所属会社	旧委員	新委員
2022.04.01	SMBC 日興証券	西川龍二	蔦野宏臣
2022.04.05	au カブコム証券	新海麻衣	埜田良平
2022.06.01	マネックス証券	山田真一郎	実近晃雄
2022.07.28	SBI証券	舩仁雄	有吉哲男
2022.07.29	有限責任監査法人トーマツ	野池毅	牧瀬卓也

(敬称略・交代日順)

### 4. 委員の追加

2022.07.25 大阪デジタルエクスチェンジ株式会社 舩仁雄氏

## 5. ST 発行状況<sup>47</sup>

### (1) 実証実験的取り組み

#### ① 株式等

銘柄名	新株式	新株予約権	新株式
発行体	レヴィアス株式会社	レヴィアス株式会社	SBI e-Sports 株式会社
払込日	2019. 10. 18	2020. 6. 30	2020. 10. 30
有価証券の種類	普通株式	新株予約権	普通株式
募集の方法	第三者割当	第三者割当	第三者割当
発行額	5,000 万円	185 万円	5,000 万円
発行価格 (1 個/株)	20 万円 (250 株)	5,000 円 (370 個)	5 万円 (1000 株)
割当先	外部協力者等	従業員及び 外部協力者	SBI ホールディングスへ
譲渡制限	N. A.	同社取締役会の決議による承認を要する	N. A.
プラットフォーム	J-STO (レヴィアス)	J-STO (レヴィアス)	ibet (BOOSTRY)

#### ② 社債

銘柄名	デジタルアセット債 (第一回無担保社債 (社債間限定同順位特約付))	デジタル債 (第二回無担保社債 (社債間限定同順位特約付))	大和証券 デジタル社債	大和 F&A デジタル社債
発行体	野村総合研究所	野村総合研究所	大和証券	大和フード&アグリ株式会社
払込日	2020. 03. 30	2020. 03. 30	2021. 02. 25	2021. 02. 25
有価証券の種類	社債	社債	社債	社債
募集の方法	分割制限付き 少人数自己私募	分割制限付き 少人数私募	自己私募	私募
利率 (年)	0.5974%	0.5974%	0.03%	0.10%
発行額	2,500 万円	500 万円	1,000 万円	100 万円
発行価格 (1 口)	100 円	100 円	N. A.	N. A.
販売先	小口個人投資家	小口個人投資家	大和証券グループ 本社	大和証券グループ 本社従業員

<sup>47</sup> ST 発行状況は、STO 協会において、公表されている有価証券届出書、プレスリリース等を参考に集計したものである。

譲渡制限	あり	あり	なし	なし
償還予定日	2020.06.30	2020.06.30	2021.03.26	2021.03.26
取扱証券会社	野村証券	野村証券	ー	大和証券
特記事項	利払いはデジタルアセット（カフェポイント）で実施。	野村証券にて引受	デジタルコインでの払い込み及び利金等の支払いを実施。	デジタルコインでの対価、利金等の支払いを実施。償還時に大和 F&A が資本参加する株式会社みらいの畑が生産する農産品を特典として付与する。
プラットフォーム	ibet (BOOSTRY)	ibet (BOOSTRY)	Liquid Network (Blockstream)	Liquid Network (Blockstream)
BC 形態	プライベート	プライベート	コンソーシアム	コンソーシアム

### ③ クレジットカード債権を裏付資産とする受益証券発行信託

銘柄名	三井住友信託銀行*1
発行体	三井住友信託銀行
払込日	2021.03.29
有価証券の種類	受益証券発行信託
原資産	クレジットカード債権の資産担保証券 (Asset Backed Securities, ABS)
(物件)	N.A.
募集の方法	自己私募
発行価額の総額	N.A.
募集価格の総額	N.A.
発行価格 (1口)	N.A.
販売先	特定投資家
譲渡制限	N.A.
償還予定日	N.A.
取扱証券会社	ー
運用会社	N.A.
特記事項	ー
プラットフォーム	Securitize (Securitize Japan)
BC 形態	プライベート

(2) 社債

銘柄名	デジタル社債 (譲渡制限特約及び社債間限定同順位特約付)	丸井グループ 第一回無担保 社セキュリティ トークン 社債 (社債間限定同順位特約及び譲渡制限付)	スパークス・グループ 株式会社 第一回無担保 社セキュリティ トークン 社債 (社債間限定同順位特約及び譲渡制限付)	株式会社日本 取引所グループ 第一回無担保 社債 (社債間限定同順位特約及び譲渡制限付)(グリーン・デジタル・トラック・ボンド)	丸井グループ 第二回無担保 社セキュリティ トークン 社債 (社債間限定同順位特約及び譲渡制限付)
発行体	SBI証券	(株)丸井グループ	スパークスグループ(株)	(株)日本取引所グループ	(株)丸井グループ
払込日	2021.04.27	2022.06.20	2022.06.23	2022.06.03	2022.10.13
有価証券の種類	社債	社債	社債	社債	社債
募集の方法	自己募集 (公募)	自己募集 (公募)	公募	公募	自己募集 (公募)
年利率	0.35%	1%	2.50%	0.05%	1%
発行額	10,000万円	12,178万円	100,000万円	50,000万円	11,907万円
発行価格 (1口)	10万円	1万円	5万円	1億円	1万円
販売先	一般	エポスカード 会員	一般投資家	一般投資家	エポスカード 会員
譲渡制限	あり	あり	あり	あり	あり
償還日	2022.04.27	2023.06.20	2023.06.23	2023.06.03	2023.10.13
取扱証券 会社	—	—	LINE証券	野村証券	—
特記事項	額面金額あたり10XRP(暗号資産)付与	利金はエポスカードポイント(0.7%)金銭(0.3%)が支払われる。	野村証券にて引受 LINE証券に募集の取扱いを委託	野村証券にて引受	利金はエポスカードポイント(0.7%)金銭(0.3%)が支払われる。
プラットフォーム	ibet for Fin (BOOSTRY)	Securitize	ibet for Fin (BOOSTRY)	ibet for Fin (BOOSTRY)	Securitize
BC形態	コンソーシアム	プライベート	コンソーシアム	コンソーシアム	プライベート



(3) 受益証券発行信託

銘柄名	ケネディクス・リアルトークン・渋谷神南 (譲渡制限付)	不動産のデジタル証券～神戸六甲アイランドDC～ (譲渡制限付)	ケネディクス・リアルアルティ・トークン赤羽志茂 (譲渡制限付)	不動産のデジタル証券～草津温泉湯宿季の庭・お宿木の葉～ (譲渡制限付)
発行体	三菱UFJ信託銀行(受託者) 株式会社DS1(委託者)	三菱UFJ信託銀行(受託者) エスティファンドワン合同会社(委託者)	三菱UFJ信託銀行(受託者) 株式会社KST1(委託者)	三菱UFJ信託銀行(受託者) エスティファンドツー合同会社(委託者)
払込日	2021年8月11日	2021年12月22日	2022年3月30日	2022年3月29日
有価証券の種類	受益証券発行信託(不発行)	受益証券発行信託(不発行)	受益証券発行信託(不発行)	受益証券発行信託(不発行)
原資産	不動産信託受益権(共同住宅)	不動産信託受益権(物流センター)	不動産信託受益権(学生寮)	不動産信託受益権(旅館)
(物件)	KDXレジデンス渋谷神南 (マンション)	六甲アイランドDC(マクドナルド物流センター)	エコールヴィレ赤羽志茂 (学生向けレジデンス)	草津温泉湯宿季の庭・お宿木の葉(温泉施設)
募集の方法	公募	公募	公募	公募
発行価額の総額	1,411,179,754円	766,994,520円	2,088,409,400円	2,089,000,000円
募集価格の総額	1,453,000,000円	790,716,000円	2,156,000,000円	2,089,000,000円
発行価格(1口)	(発行総口数1,453口) 100万円※2口以上1口単位	(発行口数1,572口) 487,910円	(発行総口数2,156口) 100万円	(発行総口数4,178口) 50万円※10口以上2口単位
販売先	一般投資家	一般投資家	一般投資家	一般投資家
譲渡制限	2022年7月末日に終了する信託計算期間の決算発表日まで、原則売却不可	2023年1月末日に終了する信託計算期間の決算発表日まで、原則売却不可	2023年1月末日に終了する信託計算期間の決算発表日まで、原則売却不可	2023年1月末日に終了する信託計算期間の決算発表日まで、原則売却不可
償還予定日	2026年1月末日(早期償還、2年間の期間延長可)	2027年1月29日(2年間の期間延長可)	2029年1月末日(早期償還、3年間の期間延長可)	2027年1月29日(早期償還、2年間の期間延長可)
取扱証券会社	野村証券 SBI証券 引受	SBI証券 引受	大和証券 SMBC日興証券 引受	野村証券 募集の取扱い
運用会社	ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社	三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社	ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社	三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社
プラットフォーム	Progmatt (三菱UFJ信託銀行)	Progmatt (三菱UFJ信託銀行)	Progmatt (三菱UFJ信託銀行)	Progmatt (三菱UFJ信託銀行)
BC形態	プライベート	プライベート	プライベート	プライベート

銘柄名	不動産のデジタル証券～ALTERNA レジデンス 新宿中落合・経堂・門前仲町～ (譲渡制限付)	ケネディクス・リアルティ・トークン ロンコプロフィットマート厚木Ⅰ (譲渡制限付)	不動産のデジタル証券～ALTERNA レジデンス 銀座・代官山～ (譲渡制限付)
発行体	三菱UFJ信託銀行 (受託者) 合同会社オルタナ2 (委託者)	三菱UFJ信託銀行 (受託者) 合同会社KLF2 (委託者)	三井住友信託銀行 (受託者) エスティファンドスリー 合同会社(委託者)
払込日	2022年6月9日	2022年8月18日	2022年9月6日
有価証券の種類	受益証券発行信託 (不発行)	受益証券発行信託 (不発行)	受益証券発行信託 (不発行)
原資産	不動産信託受益権 (共同住宅3棟)	不動産信託受益権 (大規模物流施設)	不動産信託受益権 (共同住宅等)
(物件)	ALTERNA レジデンス 新宿中落合・経堂・ 門前仲町 (共同住宅3棟)	ロンコプロフィット マート厚木 (大規模物流施設)	ALTERNA 銀座 (マンション) モアリッシュェル代官山 青葉台 (マンション・店舗・事務所)
募集の方法	公募	公募	公募
発行価額の総額(円)	1,764,430,000	6,631,485,000	1,833,000,000
募集価格の総額(円)	1,819,000,000	6,915,000,000	1,833,000,000
発行価格(1口)	(発行総口数 3,638口) 50万円※2口以上1口 単位	(発行総口数 6,915口) 100万円	(発行総口数 1,833口) 100万円※2口以上1口 単位
販売先	一般投資家	一般投資家	一般投資家
譲渡制限	2023年7月末日に終了する信託計算期間の決算発表日まで、原則売却不可	2023年7月末日に終了する信託計算期間の決算発表日まで、原則売却不可	2024年1月末日に終了する信託計算期間の決算発表日後の一定の期間以外は原則売却不可
償還予定日	2029年7月31日 (早期償還、 2年間の期間延長可)	2029年7月31日 (早期償還、 3年間の期間延長可)	2029年7月期 (2/1～7/31) (早期償還、2年間の期間延長可)
取扱証券会社	SBI証券 引受	大和証券 引受	野村証券 募集の取扱い
運用会社	三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社	ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社	三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社
プラットフォーム	Progmatt (三菱UFJ信託銀行)	Progmatt (三菱UFJ信託銀行)	ibet for Fin (BOOSTRY)
BC形態	プライベート	プライベート	コンソーシアム

(4) 匿名組合出資持分（GK-TKスキーム）

銘柄名	トーセイ・プロパティ・ ファンド (シリーズ1)
発行体	トークン合同会社
払込日	2021. 11. 22
有価証券の種類	匿名組合出資持分
原資産	不動産信託受益権 (横浜市 IWASAKI BLDG. : オフィス、商業施設、住宅)
募集の方法	募集の取扱い
発行額	8 億 7, 000 万円
発行価格 (1 口)	1, 000 万円 (発行口数 87 口)
販売先	一般投資家
譲渡制限	なし
償還予定日	2026 年 11 月 26 日 (早期償還、1 年間の 期間延長可)
取扱証券会社	東海東京証券
運用会社	トーセイ・アセット・パートナーズ株式会社
特記事項	シンガポールでも販売
プラットフォーム	ADDX (ADDX Pte. LTD.)
BC 形態	プライベート



＜本報告書に関するお問い合わせ先＞

一般社団法人 日本STO協会  
事務局 自主規制企画・業務部  
電話：03-6272-8327  
メール：[office@jstoa.or.jp](mailto:office@jstoa.or.jp)

(注) 本報告書に対するご意見・ご質問、お問い合わせは、上記までお寄せ下さい。  
転載・複製を行う場合は、出所を明記して下さい。また、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め一般社団法人 日本STO協会までご相談下さい。