

## 第2回「セキュリティ・トークン市場ワーキング・グループ」議事要旨

日 時 2021年9月8日（水）15時～16時30分

場 所 オンライン開催

出席者 柳川主査、工藤副主査、西川副主査ほか委員・オブザーバー全員

### 議事概要

#### 1. 開 会

#### 2. 議 事

#### (1) 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 委員説明】

関 委員（ケネディクス株式会社 シニアマネジャー）から、「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」について、次のとおり、配付資料に基づき報告・説明があった。

今回、公募型不動産セキュリティ・トークンの募集にあたり、オリジネーターサイドおよびアセットマネージャーサイドとしての役割やストラクチャー、開示体制の設計などを主に担当した。

発行体サイドから見えてきた課題ということで、情報開示等深掘りし、課題を共有、ディスカッションをお願いしたい。

#### ・ 当社の目指す不動産セキュリティ・トークンの姿（P1）

前回の本ワーキング・グループ（以下「本WG」という。）でも問題提起されたが、本日お伝えする課題は、我々が目指すところ、そういうところから諦めたことや実現できなかったことに関連するものが多く、目指す姿は、本WGに参加されている皆様にとっても共通する部分があると思う。

弊社がセキュリティ・トークンに取り組む理由は、一般の投資家に個別不動産の長期的に安定したキャッシュフローを享受していただきたいことにある。デジタル技術の進歩によって不動産運用もデジタル化され、更にブロックチェーン技術が進展することによって低コストで、安心できるスピーディーな権利移転や管理が可能になると考えている。その結果、不動産をファンド化するコストが低減し、証券に流動性を与える

ことができるようになる。ファンド化にかかるコストが低減することは、ファンドサイズの小型化に繋がり、流動性の付与はファンドの運用期間の長期化につながる。結果として、小口化されることによって、多くの投資家が不動産投資の機会を得ることになる。

マス向けの不動産証券化商品の代表列としてはJ-REITがあるが、J-REITは、相応の規模が必要な商品で、最大多数の最大幸福を実現するような形にならざるを得ないところがある。ファンドサイズが小規模化できると、より細かい投資家のニーズに応えられる商品設計が可能になる。例えば、特定の地域の方々向けのホテル、商業施設であれば、その賃借人のファンみたいなの方々向けに商品設計が可能となり、不動産のオーナーと投資家、賃借人の距離がぐっと縮んで、投資家に面白いと思ってもらえるような商品が多数存在するような世界が待っているのではないかと期待している。

#### ・ 不動産ファンドのデジタル化とセキュリティ・トークンに係る課題（P2）

足元を見てみると不動産のデジタル化は喫緊の課題であり、セキュリティ・トークンに限らず、REIT、私募ファンドも同様である。横軸は、不動産現物から投資家に販売するまでの時間軸で、オリジネーターから信託銀行、プロパティマネージャー（PM）、アセットマネージャーも含め、デューデリジェンスから始まってドキュメンテーション、物件売買の実行まで、大量の紙が介在しており、そのデジタル化はやっていかなければならないが、現状全然出来ていないという状態である。

こういった部分は、セキュリティ・トークンに関係なく、不動産ファンド全体に関わる課題です。今回はセキュリティ・トークン特有、例えばブロックチェーン、有価証券届出書、もしくは権利関係の移転をどうするかといった課題に絞る前提として説明した。

#### ・ 国内初の公募型セキュリティ・トークン(本件)の募集概要（P3）

物件のサイズは、鑑定評価額 27 億 4,000 万円で、ローン 14 億 3,000 万円、建物消費税等に必要なキャッシュも考慮してセキュリティ・トークンの調達額は 14 億 5,300 万円となった。発行価格は 1 口 100 万円で、証券会社の販売にあたっては、2 口以上 200 万円からとさせて頂いた。1 口当たり分配金（予想）は 17,500 円、半年に 1 回の振込で、年率 3.5%（予想数値）となる。発行決議日が 2021 年 7 月 9 日、受渡日が 8 月 13 日で、7 月初めから約 1 カ月半をかけてマーケティング等を行い発行にこぎつけた。

資料右側のとおり、公募型の商品で、目論見書や投資家の販促資料としてリーフレットを作成して投資家に案内した。

投資家需要の積み上がり方は非常に順調で、トップボックスにはインターネット経由を中心にと記載しているが、インターネット・対面販売両方、かなり堅調な需要が確認できた。特に対面販売の場合は、不動産投資ということを丁寧に説明したうえで販売をさせていただいたと認識している。様々なチャネルから投資家への案内ができたものと思っている。

#### ・ 国内初の公募型セキュリティ・トークンの商品性と仕組み（P4）

商品性の説明で、今回の案件2つの側面がある。一つは、不動産（単一）を裏付けとした公募型のセキュリティ・トークンとしては日本初で、また、受益証券発行信託スキームを活用した不動産の証券化商品としても日本初であった。主な特徴は、左側に記載のとおり3点ある。まず、単一の不動産投資をする有価証券である。J-REITは1つの投資法人の中に複数の不動産が入っていて、投資対象がよく解りにくいところがあるが、本案件は、渋谷にある賃貸住宅1棟を投資対象として、追加取得することもなく、途中で売却して別の物件に入れ替えることもなく、持ち続けてもらうことを商品性の1つとして謳っている。セキュリティ・トークンだから実現できたことで、投資家に対して単一不動産投資を案内する初めての機会になったということも新規性があった。

2点目、私募REITをご案内の方は良くご理解いただけると思うが、J-REITは株式市場との連動性が強く、価格のボラティリティがかなり高い商品で、J-REITと差別化するために、今回の商品では不動産鑑定評価額に基づく時価純資産＝NAVを基準に証券会社で定める価格で売買することが可能になっている。投資家同士の売買ができないのかというと、色々な規制もあり今回は店頭取引といわれる証券会社との相対で、途中で売買ができる仕組みにしている。

3点目、ファンドには期限があり、具体的には、4年半の運用期間を設定した。また、途中で2年間早めることができ、プラス2年の延長期間を取ることも可能になっている。いずれにしても不動産の投資対象としては不動産信託受益権を売却することによって、すべてキャッシュとして投資家に償還するという商品性になっている。右側には、受益証券発行信託スキームの特徴を記載しているが、従前より私募ファンドで使われているGK-TKスキームやTMKスキームと比較すると、よりセキュリティ・トークンに馴染みやすいところがある。ただし、セキュリティ・トークンは比較的柔軟な設計ができるので、これを使ってガバナンスをいかに設定していくかが、今後の商品性における大きなポイントだと考えている。

・ 本件の投資対象不動産（P 5）

本件は、KDX レジデンス渋谷神南という渋谷駅から徒歩約8分、原宿駅から徒歩約10分のところに所在する物件で、周辺には商業施設もあり、賑わいもありつつ代々木公園駅も近いため、緑も多いという環境である。予想利回りは3.5%で、昨今の住宅市場においては、ほどほどの利回りかと思う。総戸数は37戸で、それほど大きい物件ではないが、現在弊社のグループ会社が運営している。サービスアパートおよび民泊として約半分が使用されており、残りの部分を一般賃貸住宅として活用されている。こちらを今後半年から1年程度かけて一般賃貸住宅として37戸すべてをリーシングし、ケネディクスのマスターリースを抜けて、本来あるべき不動産の投資リスク/リターンを投資家に享受していただこうと考えている。

・ 本件発行により認識した主な課題（P 6）

繰り返しになるが、本案件は、日本初の公募型セキュリティ・トークンということで、有価証券届出書を提出して幅広い投資家にご案内したこと以外に、受益証券発行信託を器とした不動産ファンドであり、また、単一不動産を対象とする有価証券であるというところで国内初のプロジェクトになった。従って、セキュリティ・トークンという点に起因する問題、受益証券発行信託であることに起因する課題、もしくは単一の不動産ファンドであることに起因する課題があり、また、それぞれが複合的に絡んでいて、それを誰が主体性をもって解決するかということなど、多面性がある。従って、関係者の利害も一致しにくく、すぐに解決できる問題かということ、必ずしもそうではないだろうと思っている。

具体的には、先ずは投資家の認知度の向上がある。(1)セキュリティ・トークンであるということ、(2)不動産投資についての理解という2つの側面があり、それぞれ別個の問題と考えている。本WGは不動産セキュリティ・トークンのWGなので、その両面についてディスカッションしていければと思う。

セキュリティ・トークンの価格形成と取引市場の整備という観点では、流通市場は大阪の方で準備中と伺っているが、小口化されて小規模であることを前提としたセキュリティ・トークンの価格形成をどうするのか、流動性付与をどのように実現するかが課題として挙げられる。この点は、発行体としてはなかなか関与が難しい課題ではあるが、一方で単一不動産のファンドとしてみた場合には、不動産らしい価格形成、不動産らしい運用期間というものがあるのではないかと考えている。「不動産らしい価格+ $\alpha$ 」と

しているのは、不動産を流動性を持った形にすることで投資家が参加できるようになり、プレミアムのようなものが上乘せされてくると、オリジネーターも増えてくるのではという意味で、 $+\alpha$ と記載している。

「情報開示の在り方」は、詐欺や事故の防止という意味で、高い透明性を持っていることが重要なポイントだと思うが、なんでも開示すればいいのかということとそういうわけではなく、分かりやすさとの両立も大事なポイントである。特に不動産というのは、シンプルな収益構造であるがゆえに気になる点が多く出てくると思うが、その全てがリスクかということとそうでもないと言える。そういった意味で1番上段にある「投資家の認知度」の向上と併せて、情報開示の在り方は今後の検討課題と考えている。その他、第1回の本WGでも問題提起があった税務上の問題や、「収益認識日に係る課題」、「建物消費税に係る課題」等がある。特に「収益認識日に係る課題」は、かなり切迫した課題で、セキュリティ・トークンに直接というよりは、受益証券発行信託というところに係る課題ではあるが、セキュリティ・トークンと受益証券発行信託は親和性が高いものと認識しており、喫緊の課題として解決が必要である。

下段の2つは、セキュリティ・トークン特有の課題ではないが、「権利移転や配当の自動化」は、まだ措置されてなく、「ST特有の楽しみ」としてのファン作りであったり、投資家との距離を近づけるような施策は、まだ未着手の段階である。どうしてもセキュリティ・トークンならではの、「●●があるからセキュリティ・トークンでやってるんだね」というふうに思ってもらえるような部分は、技術面や、ファンドのストラクチャーよりも、いかに投資家に親しんでいただけるのかということであり、そういった観点で検討すべき課題が多いのではないかと思う。

#### ・ 法定開示以外の情報開示に関する体制（P7）

本件専用のウェブサイトにおける開示については、開示項目、いくつかのクライテリア（評価基準）と開示基準のようなものを制定している。発行後の開示では、基本的に有価証券報告書や臨時報告書といった法定開示が必要とされるが、これらの情報開示だけでは十分ではなく、上場商品という適時開示に該当するような投資家向けの情報開示を行うことを考えている。

主な開示項目と開示基準として、「決算発表」、「(清算するときの)資産の譲渡」などを定めているが、これらは、アセットマネージャーを務めるケネディクスインベストメントパートナーズの社内ルールとして定めている。J-REITの場合は、不動産の売買や

投資・運用方針がファンドに与える影響が非常に大きく、運用会社の状況を多く開示しているが、本件のようなファンドの場合、アセットの状況が重要な事実の大半を占めると考えられるので、アセットを中心にルールを定めている。こういったイベントの他に、普段の開示としては、稼働率や賃料単価、そういったところをアップデートすることによって投資家に運用状況を開示していこうと考えている。ケネディクスは、不動産アセットマネージャーとしては比較的規模が大きい会社になっており、リートも4つ運用しており、高い品質の開示を行うという自負はある。本件は、あくまでセキュリティ・トークンの先行事例ということで、我々としては、ひとつの雛形を示したような形になるが、皆さんとも適宜、運用しやすいような形、もしくはよりふさわしい形というのを議論させて頂いて、後発の事例につなげていければと思っている。

開示基準を定めるにあたって悩んだ点は、どうやって開示していくのが投資家にとって理解しやすいのかということである。発行時には、引受証券会社から引受審査を受けて、「●●のリスクの記載が必要なんじゃないか」といった記載振りや、「●●のケースのときはどうするのか」という具体的な運用体制について審査を受ける。

発行後においても、アセットマネージャーが日々の管理を行っているので、粒度を問わずになんでも開示して、あとは投資家にお任せしますというわけにはいかないと思う。

一方、弊社で色々と分析を加えて細かい数字を投資家に説明したとしても、専門的過ぎて逆に投資家にとって理解しづらいというケースもあると思う。REITでは、アナリストや機関投資家が多数介在していて、どうしてもそうした専門家向けの開示になりがちになる。そういった背景があるなかで、「より分かりやすく、シンプルであること」というのはかなり重要だと思う。一方簡素化しすぎると不透明感が増して、投資家の不安が増長されてしまうため、このバランスをどう取るべきか、具体的に運用しながら考えていくという側面もあるかと思う。繰り返しになるが、この点に関しては、今後も皆様と議論をさせていただきたい。

#### ・ セカンダリー取引の仕組み（P8）

情報開示がセカンダリー取引に与える仕組みも、検討していきたい。既にセキュリティ・トークンを持っている投資家だけではなく、これからトークンを取得したいという投資家にとっても、開示資料は非常に重要である。本件では、繰り返しになるが、証券会社との相対取引ということになっている。一方で、売り手と買い手における情報の非対称性のようなものがあってはならないので、公平な情報開示を行っていきたいと考え

ている。情報開示の中には、特にアセットのキャッシュフローに影響を与えるような、もしくは価値を棄損させるような事象があり、具体的には災害などが該当すると考えている。災害等がセキュリティ・トークンの価格に与える影響は非常に大きく、本件の仕組みでは、証券会社で、災害や、大きなインシデントが起きた場合には、注文の受注を止めることができる仕組みになっている。取引所では取引停止という仕組みがあり、それに似たような形をとっている。また、不動産証券化商品ということで、鑑定評価額を基にした NAV を売買価格の基礎としているので、その洗い替えをするタイミングでは、鑑定評価額が開示されたタイミング以降2日間は売買停止（受注停止）となる。それ以外は基本的に売買を受け付ける。投資家におかれては、こまめに開示情報をチェックしていただきたいが、一方で常に開示情報をチェックしてくださいとはなかなか投資家に案内できないという実態もあり、それも大きな課題だと考えている。

流通市場が今後出来ていくかと思うが、そういった面でも開示が与える影響は非常に大きい。特に小規模ファンドにおける流動性の付与を考えた場合、需給で売買価格が決定されてしまうと、例えばマザーズ銘柄のボラティリティが東証一部の銘柄より高いのと同様に、セキュリティ・トークンにおいてもそういったことがあると、投資家の長期的な資産形成にふさわしいのかどうかという点も議論していきたい。

#### ・ 情報開示の先に見える課題（P9）

情報開示の先に見える課題として、情報開示の広範囲に与える影響というのを検討させて頂きたい。証券会社が交付する目論見書があるので、プライマリーで参加される投資家には、証券会社から目論見書が交付され、セカンダリーで参加しようと思っている投資家は、目論見書だけではなく、継続開示書類を証券会社から交付されることもあると思う。また、セキュリティ・トークンへの投資を検討している投資家に対しては、アセットマネージャーである我々のウェブサイトを通じてセキュリティ・トークンというのがどんな金融商品なのか、今回の渋谷の案件はどういうものなのか等を説明する機会がある。

セキュリティ・トークン市場がこれから広がっていくためには、例えば、株式投資は行っているが、セキュリティ・トークンとの違いがよく分からないという投資家にも、「STについてもっと知りたい」とか、「名前は聞いたことある」といったところまで広げていく必要があると考えている。

このように、裾野を広げるという意味で弊社のウェブサイトが役に立てるかということ、

現状そこまでのところではないかと思っている。一方で、今回販売にあたって投資家の声を聞く機会もあったが、そうした声の中には、暗号資産を連想させるような不安だというものがあった。ICO とかと比べると法的安定性があるはずなので、そういった安心感の醸成のようなことが必要だと思う。

また、セキュリティ・トークンという長い名前ではなく、より親しみやすい名前があったら良いとか、我々市場関係者全体で抱える課題があるのではないかと思う。一つひとつの商品を生み出す、仕組みを構築するということで、どうしても目先の課題に目を奪われがちだが、投資家の資産形成に役立つということがあってこそ我々の存在だと思うので、高い透明性を維持することだけではなく、投資家の裾野を広げていくようなマーケティングを業界全体で進めていければと考えている。

#### 【意見交換】

ガバナンスという観点では、多分こういう住宅の物件の場合には、判断はあまり多くないと思う。こういう場合は、基本的にケネディクスが運用会社として意思決定を行うと思うが、例えばリーシングや、運用期限を延ばす、もしくは短くするといった重要な意思決定について、株式の場合には議決権があり、投資法人、J-REIT においても議決権などはあるが、こうした重大な意思決定に投資家が関与するような制度設計というのは、今後あり得るのか。

ガバナンスに関しては、非常に重要な課題である。今回のケースでは、一部訴訟等の場合を除けば、リーシングや、物件の売却などアセットに関することは、すべてケネディクスインベストメントパートナーズ（AM）への一任で決めるという仕組みをとっている。受益者（投資家）個々の意見を聞くことがなかなか難しく、誰が保有しているかを取りまとめて証券会社から保有者に連絡するのもなかなか難しいため、受益者代理人を立てて、1人の代理人が、受益者の代わりに意思決定を担う形をとっている。

セキュリティ・トークンという性質を踏まえると、いずれはタイムリーに投資家の保有状況の把握や、意見徴集が可能になってくると思う。そこはセキュリティ・トークンらしさ、特徴である。REIT や株式の場合には、意思決定、総意を測る場を用意するのに相応のコストがかかっており、コスト増によって規模を追い求めていくような形になって、トークンらしさも失われてしまうというところが課題として挙げられる。電子的に、かつ正確に投資家のご意思を伺えるような仕組みができてくると良いと思うし、我々も



そういったところを研究していきたい。

オーナーとしての実感や、STO の特別感というのを出してファンを作るという意味ではご説明のとおりで、何らかの形で参加する仕組みがデジタルで簡易にできるようになると、よりセカンダリーの魅力が増していくのかと思う。

ST を活用することで証券化コストが下がるというような話を聞くことがあるが、実際に発行されて、証券化コストという観点でどうだったかを教えていただきたい。

流動性が元々ある J-REIT と、流動性が元々ない私募ファンドと比べる場合、流動化のコストという意味で、J-REIT と比べると絶対額はかなり安くなってると思っている。一方で、今回 30 億円弱のファンドであり、ファンドの収入に占める割合という意味で、もしくはファンドのサイズから見た時の固定費のようなものが相対的に安くなっているかという点、全くそんなことはない。今回は 3.5% の NET の物件の持つ利回りに対してエクイティ部分の配当利回りが 3.5% であることから、レバレッジをかけたにも関わらず大して収益をあげられていないという批判はあるかと思う。そういった意味では、今回の 30 億円というのは、小規模化するためのコストという意味ではかなり厳しく、ブレークイーブンポイントかと思っている。30 億円を下回ってくるアセットとなるとかなり厳しいかと思う。流動化のコストといったとき、ファンドが負担するコストと捉えることもできるが、一方でマッチングするためのコストのようなものは結構大きいかと思う。そういった意味で比較してみると、東証の上場市場と比べると圧倒的に効率が悪いかと思っている。今回は、証券会社の相対取引ということで、証券会社の資金を使っただけの流動性の付与、補強の仕方であるが、証券取引所であれば、非常に多くの投資家が参加するからこそ、買いたい人と売りたい人をマッチングさせるコストが非常に低く実現できているものだと思う。マッチングのコストは、損益計算書には出てこないが、エコシステム全体から見ると非常に莫大なものだと思う。そういった意味で、店頭売買で行う体制がサステナブルかという点、そうではないだろうし、投資家と投資家をマッチングさせるコストを下げっていくためには、取引所が必要だろうと思う。そういった意味で、流動性を担保するための仕組みとしてのコストは、証券取引所に払うコストと比べれば、ブロックチェーンを使う場合には圧倒的に低いですが、今のシステム全体から見ると、まだまだ証券取引所の方が圧倒的に効率的だという認識を持っている。

ウェブサイトでの情報の掲示について、法定要件以外の情報も開示されているが、これは貴社だからこそ出来るという部分も多分にあるかと思っている。実際問題として、不動産会社で商品ごとに情報開示専用のウェブサイトを立てるときの負担感というのは、特有のノウハウがないと難しいものなのか、それとも一般的な私募リートや上場 REIT などある程度経験値があれば簡単にアレンジが出来るのか、どうか。

ケネディクスグループ全体で見ると、リートを運用しているケネディクス不動産投資顧問と、私募 REIT を運用しているケネディクスインベストメントパートナーズという2つの会社に分かれており、本案件は、私募 REIT を運用している会社が運用を担当している。従って、情報開示のマニュアル類は、ケネディクスとその運用会社のコンプライアンスオフィサー等と協議して作成した。一方、上場 REIT の場合、開示に関するゲートキーパーとしての東証の役割はすごく大きく、普段から指導を仰ぎながら開示している。そういった背景があるからこそ、今回ルールを作るだけではなく、運用まで至れていると思っている。REIT の運用経験もしくはオリジネーターサイドが東証に上場しているといったことがあれば、ある程度ルールを作成し、運用していくのも可能かと思うが、一方こうした経験のない業者が、いきなり金商法を守った形で公募セキュリティ・トークンをやるとなると、ややハードルは高いかと思う。そういった意味で、ある程度ガイドラインのようなものが、STO協会がやるのかどうかは分からないが、業界ルールがあるとやりやすくなってくる。Web サイトの立ち上げに関しては、普通の Web サイトなので、技術的には複雑なものではない。

今回、30 億程度でブレークイーブンに近いところだったという説明だったが、今までの REIT と違って STO のメリットとして、小口で出来るところに優位性があると考えているが、どれくらいの金額感が一番フェイバーかというのは、感覚的にあるか。

ポートフォリオを前提としないものであれば、30 億円規模を超えていけば、よほどオペレーショナルな、例えばホテルとかでなければいけるかという印象を持っている。

一方 REIT の場合だと 300 億円以上でないときついという感じがするので、30 億円から 300 億円の間ということになるかと思う。ただし、300 億円、400 億円といった物件がいつもあるかというのと、それほど簡単に手に入れられるものでもないと思うので、現実的には 30 億円から 100 億円くらいが、ST 化・証券化しやすいのかという印象を持っている。我々もいま目星をつけている物件がいくつかあるが、50 億円から 100 億円

くらいに集中している印象がある。

最後に説明があったネーミング等の話は、私もしばしば「セキュリティ・トークンって、仮想通貨じゃないんですか？」といった質問を受けることがある。そのあたり誤解のないような啓蒙活動なり、場合によってはより間違いのないネーミングのようなものも考えても良いのではないかと常々思っている。

## (2) S T不動産の価格・評価と情報提供について

### **【事務局説明】**

事務局から、「S T不動産の価格・評価と情報提供について」、次のとおり、配付資料に基づき報告・説明があった。

S T不動産の情報提供、価格形成について、色々な方々と意見交換を行い、資料を取りまとめた。今後皆様と意見交換を行い、課題に対しては考察を加えて何らかの結論を出し、必要に応じてS T O協会のルール等として定めることが妥当なものであれば、然るべき対応を考えたい。

### 1. 情報提供（発行者/AM）

構成を1から3という形でまとめている。1が情報開示で、定期的な情報開示と適時情報開示がある。1-①が、いわゆる継続開示で、有価証券報告書等がAM（投資運用業者）から発行者（SPV）名義で公表・開示される流れとなる。1-②は、適時情報開示で、対象不動産に何らかのイベントが発生した場合、それが投資判断に重要な影響を及ぼすものであれば、適時開示情報として速やかに投資家に開示されるものである。現状では、J-REITは、東証等の適時開示ルール、金融商品取引所の規則に基づいて行われている。不動産STに関しては未整備であり、適時開示に係る項目や粒度、タイミング、通知方法等の明確なルールがない。

先程のケネディクス社の事例は非常に参考になり、これらを業界標準のルールとして定めた方が良いのか、定める場合にはどこまで細かくするのかという課題がある。

### 2. 情報提供（証券会社）

証券会社からは、投資家に対して商品のリスク等の説明や取引指標価格の説明・提示が行われるが、こちらに関してはまだ課題というのが明確にない。今後ご教示いただきたい。

### 3. 価格形成（不動産鑑定業者、AM、証券会社）

#### ① 不動産評価額（NAV）の算定、提供

証券会社が投資家に対して取引の指標となる価格等の説明・提示するときの全体のフローで、3が価格形成である。AMは、不動産鑑定業者から不動産鑑定評価書を取得して、それに基づきNAV（純資産価値）を算定し、証券会社に提供する。証券会社は、AMから提供を受けたNAVに取引実績、リスク、手数料相当額等を考慮・加味して投資家に提示する取引指標価格を算定するというフローとなっている。

AMでは、取得した鑑定評価書、鑑定評価は古くなるので、月次なり四半期なりで時点修正の計算を行い、そこで保有資産の評価損益を総資産に加減し、負債を控除してNAVを算出する。不動産鑑定評価書の取得頻度は半期なのか四半期なのか、品質としては、簡易版を使う場合どのくらい簡易なものかなど、鑑定評価自体の品質というのが課題にある。AMが鑑定評価に使われたパラメータで独自に月次なり四半期なりのタイミングで時点修正を行う場合、どういう計算根拠で、どういう形のパラメータを、どう使うのかなどがある程度共有されないと、価格形成のプロセスが同じような形にならないとの指摘があり、課題に挙げた。

#### ② 取引指標価格の算定

証券会社では、NAVに基づき取引指標価格を算定する場合、当該算定において、何を考慮する必要があるのか、より明確にした方が良いという指摘もあり、課題に挙げた。

### ○ 各プレイヤーの役割、責任、業務の確認

全般的な課題と考えている。様々なプレイヤーがいて、誰が何をやるのか、責任関係が不透明だったり、分からない、ケースによって違ったりするようなことが実務として生じている。経験が豊富なプレイヤー同士だと、その辺りはブラックボックスでもあまり問題がないのかもしれないが、業界全体を考えると、新しいプレイヤーが入ってくる場合、何をすればいいのか、誰がどういう責任を負うべきなのかがないと、なかなか新規参入しにくいという課題が指摘されている。契約書についても、できればSTO協会がひな形を提供してくれるとありがたいといった意見もある。

## 【意見交換】

全面的に賛成である。当社は一事業者としての立場で、ST をやりたいという相談を受けるが、スキームの比較議論になったときに、「いわゆる GK-TK と呼ばれる一般的なスキームと比べて受益証券発行信託は…」という話をすり切れるほどしている。その時に GK-TK の方が明らかに優れている部分は、突き詰めると「多くの人知っている」ことだと思っている。GK-TK では、それが出来る弁護士、税理士、実務家の皆さんも非常に多い。ところが不動産を対象に受益証券発行信託をやるとなると、恐らく何からやればいいのかと感ずるのが実態だと思う。今回、関委員からご説明頂いたとおり、初号案件の新しさは、セキュリティ・トークンであることと、そもそも不動産を対象とした受益証券発行信託で発行したことである。

かなり新しい要素で、毎回これだけ説明と時間を使ってやれるかという、恐らく持続性がないのだろうと気がしている。

今回の初号案件をひな形にできるかどうかは検証が必要だが、初号案件を取扱った事業者サイドにノウハウが滞留してしまうのは、業界にとって健全な状態ではないと考えている。できれば、我々は、野村證券、SBI 証券も同じだと思うが、今回作ったものを極力コピーディールできるように、標準化されたひな形となる意識でやっていたので、今回の各種のプラクティスは、是非今後のための下敷きとして使っていただきたい。それを我々事業者側からやるとなると、なかなかやりづらいところもあり、業界団体としてのSTO協会に取りまとめて頂いて、今後こうすれば不動産の受益証券発行信託のSTは割と簡単に発行、取扱いができることを啓蒙して頂けると業界のために良いと考えている。一事業者の先行者メリットの意味では失うものもあるとは思いますが、それよりもまず業界そのものが黎明期だと思うので、そんなところを希望している。

大変心強く、できるだけ多くのプレイヤーが参加出来るようなマーケットにすることが先決であり、是非よろしく願いしたい。

私募 REIT に近い開示を今回検討されていると思うが、上場 REIT の場合と同様に「配当予想」も投資家は重視していると思う。不動産にイベントが発生したときの開示の説明があつたが、例えば、テナントが抜けて一時的に賃料収入が下がり、分配金が下がるという現象や、逆に分配金が上がる時の情報というのもあり得る。上場 REIT と異なり1つの物件であるため影響がより大きいと思うが、配当予想は、何期分くらい予測し

て出しているのか、また、どのようなタイミングを検討しているのかを伺いたい。

上場 REIT と同じような形で決算は半年に 1 回なので、年に 2 回の配当予想を出そうと考えている。テナントの出入りにより配当に関しては多少動きがあると予想されるが、状況が大きく動く場合であれば修正が必要かと考えている。配当予想は、結局のところ、経過利息的に証券会社が提示する価格に織り込まれるので、それが価格に与える影響は非常に大きいと考えている。従って、情報は抱え込まずに直ぐにウェブサイトを更新していこうと考えている。

ただし、REIT は、基本的に当期純利益を配当することになっており、当期純利益を基準に動くことから当期純利益ベースでの基準で判断されるが、セキュリティ・トークンではキャッシュフローベースで考えた方が良くも多々あると思っており、その辺りは今後を考えるうえで難しい点である。もう一つ、今回は 37 戸の物件で、1 戸が退去し半年続いたとしても収益のブレは 2% 弱で、5% も動かないだろうと想定している。退去があっても直ぐに入居があれば影響は少なく、急激に収益が落ちるようなイベントは想定しにくいだが、例えば 1 棟借りのアセットや、区画が 3 つしかない物件では、それは結構大きなイベントになる。配当が個人投資家の楽しみであり、投資にあたって重要なポイントだと思うが、それがアセットのバリュエーションに対して大きく影響するかというと、それは少し違うかと思う。空室は埋め戻され、長期的な視点でバリュエーションされていくという考え方もあり、配当が少し下がることで焦って売却に至ってしまうのは残念に思う。例えば、昔からずっと入居しているテナントが賃料の低い時から契約していたが、退去した場合にはその後の賃料がアップするケースもあり、その逆の場合もある。長期的な視点で不動産投資にお付き合い頂く、不動産という原資産への投資についての理解が非常に重要だと、課題感を持っている。

ストックとして不動産投資らしく考えるとそうだと思う。一方、有価証券的な発想では、不動産の場合、キャペックス (CAPEX=Capital expenditure) がかかると分配金、配当が一気に減るというケースも、その逆も想定されるが、投資家保護という観点から、セカンダリーを活性化させる方法として考えた場合にも、イベントが発生した時に、どの程度の内容・頻度で開示がされるべきか、その基準がある方が、投資家側の目線や時間軸との違いがあった場合に重要だと考える。一方、開示をあまり厳しくしすぎると J-REIT と変わらなくなり、その負担も生じるので、商品性によって違いがあってもいい

と思う。協会などで基準についての議論が必要ではないか。

開示については、少なくとも初号案件については、既存の J-REIT に依拠してしまっている。その為、先程の説明にもあったとおり、J-REIT との差分がないことが課題と考えている。初号案件では、投資家に対して慎重で丁寧な説明を行っており、まずはこうした対応で良いと思っている。しかし、リスク見合いを含めて今後は何かの基準があった方が良く考える。もう一つの課題である価格については、取引指標価格のような広く知っていただく仕組みがあった方が良く。透明性や客観性を増すという観点から、例えば協会やその他の媒体にも価格が載っていますというような公表・周知の検討があってもいいのではないか。

金融サイドでは、基準、ルール作りとなると、厳しくなる方向に寄りがちになり、基準がないが故に保守的な方に寄ってってしまうことが多々ある。一方で、この程度ならここまでで問題ないのだというレベルの基準の置き方もあると思う。

不動産の場合は個別性が強いため、整理やパターン化が難しいことを承知のうえであえて申し上げると、難しいとはいえパターンはいくつかあるのだろうと思っており、今回は単一不動産だったが、これが複数になったらどうなのか、いくつかの組み合わせがあると思う。これによって相対的にリスクが高いのか低いのか、リスクベースで会社のレベルも変え得るということを中立的な機関から発信する、その時に参照できるような基準だけではなく数値などがあると、我々は、それを基に社内の整理ができるかと思う。そういった事業者サイドが寄って立つものであり、全部厳しい方向へというよりも、保守的に寄りがちな我々をイノベーションサイドに寄り戻してくれるような基準、ないしレートとかそういったものを明示していただけると、今後色々な方が続きやすいと考える。

開示の話は、どうしても、REIT とか既にマーケットがあるものからスタートし、考えるときも金融に詳しいプロの方、もしくは不動産に詳しいプロの方の目線で作られてしまうので、投資家に必要な情報という観点よりは、プロから見て必要だという観点になりがちだと感じる。先程の協会等の媒体で指標価格を載せること、利便性を考えると確かに1か所で色々なデータを見られることは、ユーザーが期待するところだと思う。一方、インターネットの時代に、プロの目線で構築するものと投資家が期待していることとのギャップがあると思うので、法定要件以外の情報の開示に関して、プロの目線でこ

れは開示しないという観点もあり、投資家が現実的に見ない情報を載せても意味がないので、セキュリティトークンが対象にしているいわゆる一般投資家に、継続保有もしくは売る判断をする時にどういう情報が必要なのかについて、ヒアリング、ユーザーインタビューも重要だと考える。法定要件以外に、追加で必要な情報は何かということに関しては、実際にそれを必要とする相手に聞くというのも非常に重要だと思う。

今のご意見を踏まえると、ゲートキーパーとしての役割が求められていると思う。今回の案件では、証券会社と相応の議論をしてこういった開示基準を置いたが、アセットの価格に影響を与えるイベントの「隠蔽」や「ごまかし」が起きないように、ゲートキーパーたる証券会社またはSTO協会等が管理をする必要もそれなりにあると考えている。そういったことが起きてしまうと、市場への不透明感、投資家の不信を招いて、結果的にセキュリティ・トークンが広がらず、事故が起きるようなことがあるのではないかと思う。ただ厳しくすれば良いというものではないので、「こういうリスクがある」というレベルがあることによって、簡便性と分かりやすさが担保できて、投資家が求めているものと合致するものであればなお良いと思う。そういう意味で、ゲートキーパーの果たす役割は大きいと言える。

(事務局)

ご意見を踏まえると、STO協会では、ルールや取扱業者が寄って立つような基準、数値を作っていく必要があり、適時開示については、投資家へのヒアリング等により重要な情報を、旧来の考え方にとらわれずに設定していく必要があると認識した。

各プレイヤーがそれぞれの役割を認識して責任を果たしていただくということも非常に重要だと考えている。事務局では、そういった環境・制度整備の中で、発行会社、投資運用業者、不動産会社、投資家の皆様とよく意見交換をさせていただいて、本WGで改めてご提案をさせていただきたい。

業界標準というのはなるべく作っていきたいので協力は惜しまないが、実際に業界標準を作る場合、いろんな商品を交えた全てで、というのは難しいと思っている。「不動産は●●」、「これは●●」というような区分分けをしていくようなイメージになるのか。

(事務局)

なかなか難しいが、共通する部分と個別のものに分ける必要があると考えている。現状、不動産を先行して検討させて頂いているが、今後発行が考えられているアセット



ところの意見も伺っている。同じような論点をぶつけたときに差が出てくるポイントは当然にあると考えている。不動産でもレジデンスとオペレーションでは、大分違ってくると思われ、そういうところも皆様のご意見を頂戴しながら検討を進めたい。

まさに今のポイントのことを思っている。標準化は難しいと感じてはいるが、ルールが漠然としたものにならないよう、色々な方と話を進めながら決めていくことになると思うので、引き続きよろしくお願ひしたい。

これまでのディスカッションでは、難しい2つのミッションがあって、1つは確実に成果を出していききたい、問題を起こさないように成果を積み上げて行きたい、もう一つは、トークンが広く流通されていくような、今までにない新しい大きなマーケットを作っていくためのルール作りである。その両方が整合的なら良いが、両方を実現することはすぐには出来ないため、バランスをどう取っていくかが難しい点だと思う。足元では、不動産について、現状の投資家保護のルールをベースにひな形を作ってそれを積み上げて広げていくのが確実だろうというところだが、そこであまりに堅く作ってしまうと、現状維持に近いルールになってしまい、目指していた姿と異なる在り方になってしまうというのが、メンバーが感じた大きな課題だと思う。

これから作成するひな形が、将来的にずっと残るルールでなければならないわけでは無いので、事前に合意が出来ていれば、それを前提として、将来一定の技術が生まれれば、その部分を変えていくとか、そういう前提で議論はできるので、バランスをとりながらやっていくしかないという気がする。こうした抽象的な議論も大事だが、ミッションとしては、ひな形のような何らかの共通ルールが形成され、個々の取引や発行に多大なコストをかけることなくできるようにしていくことだと思うので、これまでの議論をベースにしてどこまで広げられるか、何がポイントかを考えていきたい。

現状はどうしても、J-REIT のような東証のルールを参考に考えざるを得ないが、本来は、商品の特質を投資家にしっかりとご理解いただければ、違う開示の仕方もあるはずだと思う。バランスをとりながら、いろんなバリエーションがあってもいいと思うので、皆さんの専門的な知見を踏まえ、どのくらいのバランス感がいいかを考え、その先の大きな話でいけば、流通市場が東証以外のところで出来上がったとした場合、そこでどういうSTが取引されるのかをイメージしながら考えていくことがポイントになってくると思う。

(配付資料)

資料 1 公募型不動産セキュリティ・トークン発行から見てきたデジタル不動産市場活性化の課題

資料 2 ST 不動産の情報提供と価格形成について

以 上