

第3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11月10日(水)10時~11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) 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

【米田氏 説明】

米田浩康 氏(トーセイ株式会社 執行役員)から、「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」、次のとおり、配付資料1に基づき報告・説明があった。

トーセイは、1都3県を中心に事業展開を行っている不動産会社で、本日は「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」報告させていただきたい。

トーセイのST0への取り組みの狙い(P1)

当社は、昨年1月頃からセキュリティトークンの発行の取組みを開始した。将来的に不動産を裏付けとしたSTの発行が現在のREITのように拡大すると考え、法律事務所を交えて社内勉強を始めた。その後、デジタル技術を活用して日本の不動産に対して多様な投資機会を提供することを目的として、昨年夏前から東海東京証券とシンガポールのセキュリティトークン取引所であるADDXへの上場に向けディスカッションを開始した。さらに約1年かかったが、トーセイ・プロパティ・ファンド・シリーズ1の発行が間近になっている。

国内初 匿名組合出資持分の公募型不動産セキュリティトークンの発行(P2)

不動産ファンドで、TK-GK スキームでSTを公募で発行するのは、今回が国内初の取組になると思う。商品内容は、検討当時は資産入替え型や追加型も検討したが、なかなか馴染まなかったため、現行スキームとなった。

トーセイ・プロパティ・ファンド 商品特性について（P 3）

本ファンドには、5つの商品特性がある。1つ目は、単一の不動産として投資対象を明確にし、投資家も分かりやすくなること。2つ目は、トーセイグループの不動産バリューアップノウハウを活用して資産価値を向上すること。3つ目は、現在1兆3,000億円の資産運用をしている当社のグループ会社のトーセイ・アセット・アドバイザーズがAMとして一任で運用することで、市況を見ながら適切なタイミングで売却できること。4つ目は、シンガポールの ADDX に上場することで、セカンダリーでの流通が可能であること。5つ目は、裏付け資産が不動産ということもあり、リーマンショックのような非常に大きな相場変動がない限り、セカンダリー取引の価格が比較的安定すると考えている。

デジタル証券化予定物件（P 4）

今回の ST の裏付け資産となる不動産（概要）は、横浜の京急日ノ出町から2分の物件で、築年数は27年経過しているが、トーセイのバリューアップノウハウを用いて資産価値の向上を目指しており、商業施設・事務所と住居に利用される複合ビルで、安定収益が見込める物件である。

デジタル証券発行 ストラクチャー図（P 5）

今回はダブル GK スキームを採用している。その理由は、まだセキュリティトークンの発行実績が国内ではないという背景も影響していると思われる。金融機関の要望で、投資家が匿名組合出資をする GK と金融機関が融資をする GK に分けることとし、コストは二重にかかってしまうがダブル GK スキームを選択した。

TK-GK スキームにおけるポイントと課題（P 6）

ポイントは4つあり、①発行者による権利移転の承諾、②第三者対抗要件の具備、③総合課税であること、④継続開示の義務である。

なかでも、TK-GK スキームの ST 普及への障害の1つは、第三者対抗要件の具備である。「確定日付のある証書」による通知又は承諾が必要となり、デジタル証券になったものの、プラットフォーム外で、人が動かなければならない。

2つ目は個人投資家の税の取扱いである。他社で発行された受益証券発行信託の不発行スキームであれば、総合課税ではなく分離課税になるが、TK-GK スキームだと総合課税になる。税制改正により、同様に、申告分離課税、譲渡損失の損益通算・3年間の繰

越控除の適用、特定口座での取扱いを要望していただきたい。

3つ目はSTのセカンダリーでの取引である。現在日本でセカンダリー市場がなく、ADDXのような市場が日本でできれば、さらにSTが国内で普及するのではないかと考える。

【意見交換】

追加型も検討したが馴染まなかったとのことだが、どんな議論があって、どういう点が馴染まなかったのか。

まだREITのような体系ができていないこともあり、追加で発行した場合の価格設定や、過去に取得された方への説明・販売方法が整理できず、初期段階で検討から外れた。

3つ質問したい。1つ目は、予想利回りについて、確定した数字ではなくて良いので、可能であれば教えてほしい。2点目は、海外投資家（シンガポール）にも募集することだが、米国や、欧州、例えばレギュレーションS、D、AIFMDといった、当該外国市場で募集していなくとも何らかの規制がかかるというケースもあるものと思っている。どのような規制があったか、もしくはそのクリアの仕方があれば教えていただきたい。3点目は、ダブルGKスキームで、双方と投資一任契約を締結しているのがトーセイ・アセット・アドバイザーズだと思うが、この辺りの業規制や利益相反等が発生するのではないかと考えている。例えばトークンGKで配当が停止した場合、トークンGKから見ると顧客が違いため、どちらを投資一任契約の代表として、どのように顧客に説明するのか教えていただきたい。

予想利回りは、イメージとしてはP2記載のNOI鑑定利回りをイメージしている。

海外投資家の件であるが、今回はADDXという取引所を通じた販売であり、ADDXに投資家として登録されている者しか買えない。当該登録される者は、シンガポール在住であって、一定額以上の資産額を保有する投資家で、今回STを取得する可能性がある投資家もその対象に限定されている。最後の質問は、日本STO協会を經由して回答することとしたい。

国内投資家への募集について、現在想定されている対象、個人投資家をどのぐらい想定されているのか。また、投資家への説明という観点で、どういった整理をしたのか。また、ネットでの販売は検討されているのか。

ST の募集、投資家への販売は、東海東京証券に委託しているが、同社では、主に個人の富裕層や、機関投資家を販売対象とされると聞いている。

投資家は、主に個人の投資家を対象とし、取引開始基準、勧誘開始基準を満たす者に対して勧誘販売を行うこととなる。よって、広く個人投資家を対象とするのではなく、また、特定投資家に限定するものではない。対面のための販売を予定している。

第三者対抗要件の手当や税制は、ST を普及していくうえで大きな課題だと考える。

今回ダブル GK スキームでのストラクチャリングのコスト感と、海外のラットフォームを利用した発行のコストは、既存のクラウドファンディングやその他 REIT とも比べて、全体感としてどうだったのか。もしそのコストが高いようであれば、改善できる兆しを既に見出しているのか、それとも考え直さなければいけないのか。

今回初めての取り組みで、色々な検証を含めたコスト負担があったが、特殊な費用を除いて考えた場合、ダブル GK スキームを使ったコスト感としては、レバレッジをかけた割にあまりレバレッジが効いてないという、そんなイメージで、それなりにコストがかかっているという面がある。今後、ダブル GK スキームではなく、シングルであれば、コストは更に下がり、手間も省けるのではないかと考える。また、ADDX は販売機能もあるので、ADDX の顧客に全て販売してもらえれば、更にコストは下がっていくだろうと思う。ただし、セキュリティトークンが、まだ投資家や市場に浸透しているわけではないため、証券会社の協力がなくなかなか難しいと思う。そのコストはどうしてもかかってしまうと考えており、今のところコストがさらに下がるというイメージは、できていない。

おそらく GK がダブルになっている背景は、金融機関の融資のスタンスだろうと理解した。シングルで、かつ同じ GK に個人投資家が入ることを許容できる金融機関が増えてくれば、その限りではないかもしれない。

2号、3号と国内の ST 事例がでてくると、ダブルではなくシングルでも可能になるのではないかと考えている。

投資家向けの開示や、継続的な開示で何か論点や、困ったところはあるか。

開示は、現在準備を進めているが、今回は海外での発行で英語での開示が必要で、日本国内と国外のダブル開示といった形での手続となり、手間がかかっている。その他は、決まっている手続なので、それほど大きな問題はなかったと認識している。

通常の開示や届出で、外国証券として取り扱われるのかといったような大きな論点は、今回はなかったということか。

それほど大きな問題はなかったと思っている。

3つ質問したい。1つ目は、資料P3に「私募REIT、私募ファンドと異なる流動性をもちつつ、NAVを基準とした安定的に価格変動」とあるが、ADDXに上場している中でどのように価格の安定性を保つのか。2つ目は、シンガポール在住の投資家も対象になるとのことだが、商品設計上、国内投資家のみを対象にした場合と比較して、何か工夫したポイントはあるか。3つ目は、今後の2号、3号案件では、引き続きTK-GKスキームでの発行を考えているのか、それとも、第三者対抗要件や税法等の法律改正があるまでは、別のスキームを検討するのか。

1つ目の価格の安定性の件は、裏付け資産が不動産ということで、不動産市況がそれほど大きくぶれない限り、価格は安定するのではないかと考えている。

2つ目のシンガポール在住の投資家を対象とすることで、特段、何かを変えたということはない。

3つ目の今後のスキームの選定については、確かに法改正も重要だが、弊社では受益証券発行信託の不発行のスキームでの発行がないため、そのコスト感が分からない。今後、TK-GKと受益証券発行信託のスキームを両面にらんで検討し、継続してSTの発行ができるような体制を整えていきたいと考えている。

不動産の鑑定価格をベースにしたのであれば、いわゆるセカンダリー取引では、証券会社又は取引所において価格がある程度指定され、その価格での売買といったイメージになるのか。

特にそのようには予定していない。

例えばREITにも同じように不動産の価格があり、上場REITの場合、その投資口が上場され価格の変動は結構あると思うが、それに比較して価格変動が抑えられるポイント

はどういった点にあるのか。

J-REITのように高い流動性が出てくると大きな価格変動もあるが、今回案件は、横浜の単一物件ということもあり、それほど大幅な価格変動があるとは、弊社としては考えてない。

第三者対抗要件については、現在は確定日付を取得することで対応するとのことだが、産業競争力強化法の特例措置については、今後継続的にSTを発行する場合、これを活用する考えはあるのか。

現段階では、細かく検討していない。

今回、ST発行とローンで約20億円の規模であるが、次回以降検討されている規模や、どの程度の規模であれば収益がプラスになるのか。

コスト的には、今回の金額が最低ぐらゐ金額ではないか考えている。今後どのような物件を入れるかは、ケース・バイ・ケースで検討していきたい。

ウェブサイトでの開示は特段されていなかったと思うが、それは、シンガポールに上場させることによって開示ができないというような、何か制約があつてのことか。それとも単純に、そこまで規模も大きくないことから開示していないということか。

本件の運用開始が11月下旬を予定していることから、そのときからの開示を予定している。

(事務局)

(1) 改正産業競争力強化法の特例措置

例えば、信託受益権や匿名組合出資持分の譲渡では、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され、譲渡通知書を公証役場に持参して押印を受ける、内容証明郵便により営業者等に発送して手続を取るといふ実務である。

改正産業競争力強化法は、既に8月2日に施行されている。プラットフォームや情報システム会社が、同法に基づき新事業計画の認定を受ければ、その提供するシステムを利用することにより確定日付のある証書による通知等とみなすといふ特例措

置である。現在複数のプラットフォーム事業者が、当該認定の申請を検討、行っている。

(2) 個人投資家の匿名組合出資持分の税の取扱い

例えば、匿名組合出資持分が ST 化されても、個人投資家の税の取扱いは、二項有価証券・現物と同じで、原則、配当は雑所得、譲渡損益は譲渡所得となり、総合課税、確定申告の対象になる。一方、受益証券発行信託（不発行）の ST の税の取扱いは、上場株式等と同様に申告分離課税、譲渡損失の損益通算・3年間の繰越控除の適用、特定口座の取扱いが認められている。現状でいえば、同じ不動産、不動産信託受益権であっても、トークン化の方法によって税の取扱いが異なる、「歪み」が生じている。金融資産として投資家へ広く投資を促すためには、こういった税制への措置が非常に重要だと考えおり、STO 協会では、税制改正要望の取りまとめを行い、働きかけたい。

(2) ST不動産の流通市場の整備に向けた課題について

ST不動産の流通市場の整備に向けた各課題について、次のとおり、報告・説明があった。

【事務局 説明】

① 適時開示

従前から論点としていた適時開示で、事務局では、どのような項目を、どのタイミングで開示すべきか、ルールが必要ではないかということで、現在検討を行っている。

資料2は、東京証券取引所「上場不動産投資信託に関する情報の適時開示ガイドブック」第2編の抜粋である。大区分、中区分で、STに関係すると考えられる項目を太字にし、説明を加えている。投資法人、資産運用会社及び運用資産の区分で、それぞれ決定事実と発生事実がある。一番右の列には、数値基準があるものは、同基準を入れている。

不動産 ST スキームでは、投資法人という制度を使わなく、発行体・ビークル自体もバリエーションがあることを想定して、基本的には、これらの項目をベースに、関係のない項目はどんどん落としていくというアプローチで、ルール化を考えている。

大きなポイントの一つに、第4章の「投資法人の利益予想の修正」、「金銭の分配予想の修正」等がある。投資法人の例では、数値基準もあり、営業収益と経常利益、純利益、この予想に対して上振れと下振れが生じたときには、それを開示するというル

ールになっている。仮に不動産 ST においてこれを開示・ルール化するのであれば、数値、比率については、そのままリファレンスするやり方と、不動産 ST の特徴・内容を踏まえて、数値基準の修正等を行う方法がある。

第 7 章からは運用資産等に関する情報になっており、不動産 ST に関係してくる。決定事実で運用資産に係る資産の譲渡・取得の場合、金額 5,000 万円以上という数値基準がある。この規模感・基準額の妥当感について意見をいただきたい。決定事実と発生事実では、「賃借の解消」は大きなイベントと考えている。これについても比率が、上振れも下振れも営業収益の 5%、経常、当期純利益は 30% という数値基準がある。このトリガーに引っかかる場合には適時開示が必要ということなので、妥当な数値比率であるかどうか意見をいただきたい。損害の発生に関しても、比率が 3%、30% と定められおり、意見をいただきたい。

(注) 本テーマは、時間の関係から事務局からの説明のみとなった。

② AM に適用される自主規制の概要

事務局では、現在検討をお願いしている不動産 ST スキームでは、特にアセットマネジャー・投資運用業者の役割や期待が非常に大きいと考えている。特に不動産の評価、情報提供に加えて、適切な業務運営が求められると考えている。本日は、青木委員に自主規制の概要（資料 3）を取りまとめていただいた。

【青木委員 説明】

アセットマネジャー（AM）の位置づけ（P 1、2）

アセットマネジャー（AM）がどういう役割を担うかはそれぞれのスキームによって異なるが、P 1、受益証券発行信託では、AM は、受益証券発行信託の受託者との間で投資一任契約を締結し、資産運用に関する業務を委託されるという関係にある。次の P 2 は、GK-TK スキームの場合で、AM は、合同会社との間で投資一任契約を締結し、資産運用業務について委託を受けることになる。この 2 つのスキームであれば、AM は、似たような立ち位置にあるということになる。

AM に適用されている自主規制の概要①（P 3）

現状 AM に適用されている自主規制の概要について、必ずしも網羅的ではなく、提供する情報として完全なものではないことをご理解いただいたうえで、さわりの部分を説明する。

まずAMに適用される自主規制としては、日本投資顧問業協会（以下「投資顧問業協会」という。）の自主規制規則「不動産関連有価証券投資に関する業務運営基準」（以下「業務運営基準」という。）がある。

AMは、年金基金などの顧客との間で投資一任契約又は投資顧問契約を締結するが、業務運営基準は、当該顧客とAMとの間の関係を規律することが第一義的な目的になっており、顧客（SPCやファンド）に出資する最終投資家は、必ずしも業務運営基準の射程には入っていないと考えられる。語弊があるかもしれないが、業務運営基準は、AMと顧客（SPCやファンド）との関係で守らなければならないルールが直接的に定められており、そのルールを順守することで、間接的にSPCやファンドに出資する顧客・最終投資家が保護されるという考え方と見ることができる。

ポイントとしては、直接的に最終投資家を保護するような情報提供の制度などは、投資顧問業協会の規則の中にはもともとは入っていないということになるかと思っている。具体的には、業務運営基準には、損失補填や特別な利益の提供の禁止、利益相反取引の防止、運用資産相互間の取引などのルールが規定されている。一方、情報提供など、最終投資家を主眼に置いたルールなどは特に規定されておらず、不動産の具体的な評価方法に関するルールも特にない。

AMに適用されている自主規制の概要②（P4）

他方、そういったルールが実際に規定されている自主規制規則もあり、その一例が投資信託協会のルールである。不動産投資信託や不動産投資法人の資産運用会社には、「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」（以下「不動産投資法人等規則」という。）が適用される。

不動産投資法人等規則は、直接的に投資家保護を目的として、投資信託、REITに関する業務を適切に執行するために必要な事項が定められている。資料3では不動産の評価方法をメインに書いているが、実際には、評価方法と、投資家に対する情報提供、投資対象資産に関する制約、といった重要な三つのルールが投資信託協会の自主規制で定められている。

不動産の評価方法（P5）

不動産投資法人等規則では、不動産の評価方法に関して、設定又は解約の価額、基準価額の算定方法、保有不動産の評価及び基準価額の算定頻度を規定している。保有不動

産の評価では、「(1)不動産鑑定評価士による鑑定評価に基づいた評価額」が掲げられ、(1)から(5)の中では、最も客観的な評価方法、現実的な方法として参考になると考える。

情報提供及び投資対象の制限

この資料には記載していないが、投資信託協会には、情報提供及び投資対象の制限に関するルールがある。「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」や関連するいくつかの規則で、顧客に対する情報提供として（投信法上の）資産運用報告書の追加的な開示項目が規定され、例えば、運用状況等の推移等を報告することになっている。同規則は、直接的に投資家に対する情報提供を目的にしたルールである。

一方、タイムリーディスクロズは定められておらず、当然、上場 REIT であれば、東証のルールに従って行うが、不動産 ST スキームのような非上場の金融商品に関しては、そのルールを補足しなければならない可能性がある。

また、投資できる対象不動産については、不動産投資法人等規則において、実質的に不動産鑑定評価が行われたものに制限している。

投資信託協会の自主規制規則は、直接的な投資家保護といったところに主眼を置いたルールで、非常に参考になると考えている。

(注) 本テーマは、時間の関係から青木委員からの説明のみとなった。

③ STの売買取引について（イメージ）

【事務局 説明】

事務局から、「STの売買取引について（イメージ）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。

資料4は、STのセカンダリーでの取引について、現時点で証券会社、市場関係者で考えられている売買取引の方法を明示したものである。

1. 証券会社の自己仕切り売買

証券会社による自己仕切り売買がある。最上段のとおり、証券会社はインターネットを通じて取引指標価格、買付/売付価格を提示して、顧客からの注文を受け付け、自己が相手方となって売買を成立させる。例えば、左上の「顧客の売り」の場合、証券会社は売買の参考となる取引指標価格や買付価格を提示する。これに基づいて、顧客が指値、数量、有効期間を指定し、売り注文が発注されることになる。

例の①のように、顧客の売付価格、数量と証券会社の買付価格などの条件が一致した場合に、証券会社は相手方になって売買を成立させる。右の赤色の「顧客の買い」の場合も、同じようなことが行われる。証券会社では、ポジション管理、リスクを取るため、証券会社の規制、証券会社の自己資本規制比率が関わってくる。流動性は結局のところ、証券会社の自己資本次第ということになってくる。

次に例の②は、こうしたリスクを回避するため、証券会社は、左の売り方顧客と右の買い方顧客の価格、数量が一致したところで、証券会社が一旦それぞれの顧客との取引の相手方となって売買を成立させ、顧客間の売買を成立させるという方法である。こういった具体的な内容については、さらに検討が必要だが、現状ではこうしたケースが検討されている。

2. 証券会社の店内売買

証券会社の店内売買である。これは顧客からの注文の突き合わせを証券会社で行い、売買を成立させるというものである。最上段のとおり、証券会社は、同じようにインターネットを通じて取引指標価格等を提示し、注文を受け付ける。左上の売付顧客を見ると、売買の参考となるよう、①証券会社が受け付けている顧客の注文状況（売買の別、指値、数量）②当該証券会社が算出した取引指標価格、③前日までに約定が成立した取引価格・数量を提示する。売付顧客は、これを見て、指値、数量、有効期間を指定し、発注をすることになる。真ん中の列に矢印があるように、こういった注文を受け付けたところで、証券会社は、例えば1日に1回受け付けた顧客注文について、営業時間終了後に、価格、時間の順に注文の突き合わせを行うことで、顧客の売買を成立させる。

現在、PTSの議論、検討が行われているが、まずは、1及び2の取引について、イメージを伺いたい。さらに、1及び2の取引を行ったときに、特に証券会社において、顧客管理、売買管理、審査で行うべきことや、注意すべき事項があるのか検討いただきたい。検討内容に応じて、今後必要であればルール化や、証券会社に対して社内管理体制の整備をお願いすることを考えている。

【意見交換】

STのセカンダリーでの売買は、初めは説明にあったような店頭取引からのスタートを想定している。この売買の仕組みだけではなく、自主規制（AMに適用される自主規制等）や、法定開示以上の部分の開示についてもセットで考えるべきと思っている。例

例えば、上場株式等は東証が法定開示以上の開示を求めており、PTSのような上場株式を取引する場で課される開示や自主規制と、今回の内容のようなSTの相対取引で証券会社の中で取引されるものは、分かれるべきではないかと思っており、現在も分かれていると思う。これらをトータルで検討することにより発行コストや取引コスト等が予想でき、コストや流動性に見合ったSTの発行につながると考える。STの内容、流動性に合わせて制度を変えるような検討を進めていただきたい。

(事務局)

ご指摘のように、既に検討を行っている情報提供、価格形成と売買取引の手法は、当然セットで考えなくてはならない。金融商品の内容や、発行規模、流動性に合わせた規制、ルールの在り方というのは当然あると考えている。さらには、これによってSTやST市場・取引に対する信頼性が高まり、発行が膨らんで、投資家の取引が活発になると考えている。

今回事務局から提示された考え方・方法については、そうしたSTの店頭取引の形があるのだろうと考えている。顧客管理等については、社内フローの中で考慮すべき事項を考えないといけないが、具体的な売買の方法が決まっていなかった中では検討しづらく、特に売買管理、審査は、証券会社では売買後のフローでもあるため、最初の検討順位に売買管理等がくると、売買取引全体の検討が進まなくなる。ここについては我々も順を追って検討に入るので、一緒に検討いただきたい。

店頭取引として、特に「2. 証券会社の店内売買」が望ましいが、それなりに論点もあると思っているので、それを一つひとつ解決したい。

(事務局)

ご指摘いただいた事項を踏まえて具体的に検討していきたい。

証券会社での店頭取引、相対売買が発生することを想定されているが、現在STO協会が検討対象としているのは、自主規制の管轄である元々は2項有価証券である「電子記録移転権利」で、例えば、先に発行されている受益証券発行信託は、1項有価証券がトークン化されたもので、日本証券業協会の管轄になるものと思う。この辺の考え方・進め方は、同協会と連携をしている状況と認識してよいのか。

(事務局)

現時点では緊密な連携は取れていない。トークンという電子化された金融商品ではあ

るが、その投資対象となっている不動産や、今後出てくる商品について、1項、2項ということに関わりなく、ST市場全体の活性化のための措置、ルールを検討したほうがよいと考えている。事務局としては、市場参加者である証券会社、発行会社、運用会社の皆様の協力を得て、何が必要かを検討させていただき、実効性のあるルールの策定が必要だと考えている。

(配付資料)

資料1 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

資料2 【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
(投資法人・資産運用会社用)」第2編REIT適時開示実務上の取扱い

資料3 AMに適用される自主規制の概要

資料4 STの売買取引について(イメージ)

以 上