

第4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12月1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. STの売買取引について

STのセカンダリー取引については、前回の本WG、事務局から「STの売買取引について（イメージ）」説明を行い、検討いただいた。本日は、青木委員に、その実施に向けた検討課題等について、「STの売買取引について」（資料1）を取りまとめていただいた。

【青木委員 説明】

既に複数のSTの公募商品が発行され、証券会社は何らかの形で関与することが想定されるセカンダリー取引が検討されているが、PTS規制の対象がどこまでなのか、インターネットでの店頭売買ができるのかが検討課題になっている。証券会社の中でも、しっかりとしたコンセンサスができていない状況だと認識している。

特に当初はSTの発行規模が小さく売買取引のボリュームや、売買頻度はそれほど高くないと想定される中、いきなりPTS/競売買方式にいかなくても、店頭売買、あるいはその発展系で対応できるものがあるのではないかと認識している。新たなST市場の創設に向けて、この点について、本WGで幅広く議論していただきたい。

次に説明する2つのSTの売買取引のイメージ図は、前回の本WGで事務局から説明があったもので、どちらもPTS/競売買方式の前の段階として、今できることは何かあるかというものである。

1. STの売買取引(1)証券会社の自己仕切り売買（P1）

「証券会社の自己仕切り売買」、証券会社はその相手方となってSTの売買を成立させるというスキームである。例①、例②の2つに分かれている。一番上にある価格の提示方法は、投資家の売買の参考となる取引指標価格ということで、不動産の場合は、基本

的に不動産評価額（NAV：Net Asset Value の略。純資産価値）をベースにした価格に一定の手数料などを上乗せしたものが想定されている。顧客は、それを参考に証券会社に対し発注を行い、その先の発注に対する証券会社の対応の仕方で、例①と例②に分かれる。

例①が一番単純な形で、証券会社が単純に顧客の売り注文に対して自己が相手方となって買付ける、自己売買である。買付けた ST がその後売れるかどうかは関係なく、ポジション管理をする前提で買付けるケースである。他方で、顧客の買い注文に対しては、証券会社は、その ST を在庫として自己が保有していれば売るという形で、ポジション管理を前提にした自己売買である。

例①では、ポジション管理というハードルがあるが、例②では、例えば顧客から売り注文があったときに、それを即座に買うのではなく、他の顧客の買い注文があり、その価格・数量が基本的に見合うことが確定した時点で、証券会社は、顧客売り注文を自己で買受け、同時に（基本的には同日中を想定しているが）買い注文の顧客に対して売るという形である。形式としてはあくまでも証券会社が間に入っているが、実際には買方の顧客と売方の顧客が双方にいるというような形態である。

以上が、証券会社の自己仕切り売買をイメージしている2つの例である。

2. ST の売買取引(2)証券会社の店内売買（P 2）

この例では、証券会社が売買に関与するところは同じだが、必ずしも間に入るわけではなく、売買の契約は売りと買いの顧客の間で締結され売買を成立させることを想定している。

先ず、インターネット上で、顧客に対して、顧客の注文状況（売買の別、指値、数量）や、取引指標価格（NAV ベースで1本値）、前日までに取引があった約定価格・約定数量などを参考情報として提供する。それを元に、顧客が売り注文、買い注文を証券会社に発注し、証券会社は1日1回営業時間終了後に、事前に決められたルールに従って価格、時間の順にその注文の突き合わせを行い、その売買注文の約定結果を報告するという制度、スキームである。これは自己売買ではなく、証券会社が媒介をする形式にあたる。

図表(1)(2)についての説明（P 3）

図表(1)の証券会社の自己仕切り売買では、提供する不動産の取引指標価格は一定のルールに基づき算出された NAV をベースにしたものを想定しており、前日までの取引実

績や手数料相当額等を考慮した参考価格を1本値で表示する。これは営業日ごとに更新されるが、当日中に需給を反映して変更するというものではない。上場株式のPTSのように、リアルタイムに需給を反映して更新・提示される価格、気配とは異なる。

2つ目の証券会社の店内売買についても、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ものであり、取引時間中に取引指標価格をリアルタイムに更新・提示し、その価格に基づき顧客の売買を成立させるといった流動性の高いものは想定していない。

2. 検討（P4）

前述のようにセカンダリー取引にあたって、電子的に情報を提供したり、約定に関与したりすることは、PTSの定義に当たるのではないかという検討が当然必要になる。

PTSについては、金商法上、売買価格の決定方法が、①市場価格売買方式、②顧客間交渉方式、③顧客注文対当方式、④売買気配提示方式、⑤競売買方式と、定められていて、電子的な取引システムがこれらのいずれかに該当するとPTSにあたるということになる。PTSに該当すると、第一種金融商品取引業者であって、PTSの認可を得なければならないのに加えて、新たな行為規制も課される。

現在検討が行われているSTの売買取引のスキームにおいては、(1)顧客注文対当方式、つまり顧客の注文を証券会社が電子的に対当させる、(2)売買気配提示方式、つまり証券会社が複数の売買気配を提示して、それに基づいて売買価格を決定していく、この2つがPTSに該当するかどうかの重要なファクターになると考えられる。

図表(1)の証券会社の自己仕切り売買に関しては、証券会社が顧客の指値に対して自己が相手方となって売買を成立させるというオーダー・ドリブンや、証券会社が単独で気配を提示して自己が相手方になって顧客と売買するクオート・ドリブンであれば、PTSの定義には該当せず、これを（電子的に）行ったからといってPTSには該当しないと考えられている。

他方、そこで提示している価格が、「多数の注文による有価証券の需給を集約した提示気配に基づいて売買を成立させていくもの」にあたる場合、これはPTSに該当すると監督指針に明確に書かれている。例②は、まさにその検討が必要なところではあるが、基本的には説明のとおり、NAVをベースにした取引指標価格（一本値）を提示して、当該指標価格をベースに売買を成立させていくことが想定されているので、需給を集約しているわけではないと思われ、監督指針の内容は踏まえなければならないが、これには

該当しないのではないかと整理ができるのではないかと考えている。

(2)の証券会社の店内売買では、証券会社は自己が相手方となって売買を行うクォート・ドリブンとは異なり、顧客の注文を対当させるタイプの取引になる。そのため、証券会社内で営業時間終了後に顧客の注文を1日1回対当させるだけとはいえ、顧客注文対当方式に該当するか、また電子的に顧客の注文を対当させているかといったPTSの定義への該当性については検討が必要である。

PTS 該当性や検討項目等について説明したが、今後このスキームで、インターネット上でのSTの売買取引が問題なくできるというコンセンサスが得られれば、行為規制、顧客保護の観点からの措置について検討が必要だと考えている。

【意見交換】

今回の説明は、あくまで単一の証券会社の中での売買ということか。

単一の証券会社内だと考えている。複数の証券会社を跨いで売買出来るほうが、フレキシビリティが高く良いこととは理解しているが、そうするとさらに論点が出てくると考えている。

証券会社からではなく発行体の立場から見たときに、どういった価格がふさわしいか、どうあってほしいかという観点から意見を申し上げたい。

不動産STと対比されるのは、東証に上場しているJ-REITになると思う。J-REITは非常にボラタイルで、かつ不動産の価格変動とマッチしていない場合があり、資金調達という観点から見ると、非常に難しい部分がある。不動産価格が高く逆にJ-REIT市況が低調だと資金調達コストが高くなるし、逆も然りである。

こうした観点から見ると、不動産STでは、もう少し現物の不動産のリスク・リターンを反映した商品性を志向している事業者が多いように見受けられるので、不動産ST自体の価格についても、現物不動産に近い値付けがいいと思う。

そういった意味では、現在検討が進んでいるPTS/取引所というのも勿論良いとは思いますが、一方今回議論されている証券会社の中での売買は、価格の変動性という意味では良いと思う。我々発行体としては、私募REITや不動産ファンドにあるようにNAVに基づき取引指標価格を算定し、それをベースに売買が行われ、広がっていくことは望ましいことと考えている。

この場合、不動産 ST の売買の参考となる取引指標価格の元になる不動産鑑定評価額などの不動産についての情報を誰が持っているかという点、証券会社サイドよりもむしろオリジネーターや AM サイドで、結果的には、価格の元となる情報の大半を AM サイドが提供することになる。現状を見ると、発行体としてのオリジネーター・AM は、同じ枠内にあるので、結果的に資金需要者がその商品（ST）の価格を提示することにほぼ等しいことになり、その点には問題があるように感じる。そういう意味では、証券会社がどのように投資家に価格を提示していくのかに関しては、まだまだ検討する余地、課題が大きいと思う。NAV について証券会社との検討の中では、プレミアム又はディスカウントがどれくらい付けられるのかという点も大きな議論になっている。我々としては、不動産 ST を、いわゆる仕組債のようなものと考えており、受益権にローンを付けたり、小口化するという商品性により、不動産に付加価値を付けて売却しているものと捉えているため、不動産の実態価格より少しプレミアムが付いた価格であって然るべきと思っている。逆に、利回りは少しタイトでも許容されるものではないかと思う。そういった意味でも現物不動産に近いが、それよりも少しプレミアムが付くほうが望ましい。

こうした問題への懸念から、発行体もしくは AM サイドから手を離れたところで、投資家に提示される取引指標価格が算定されることが望ましい。

証券会社の自己仕切り売買の例①は、ポジションを持つという点が結構ハードルが高いと感じる。アイデアの一つとしてはもちろん良いと思うが、現実的には例②又は証券会社の店内売買を想定して議論していくほうが良いと考える。

証券会社がポジションを持つのはかなり大変で、株式や社債の場合であればヘッジをかけるなどの議論もあるが、不動産 ST には空売りといったヘッジ手段がない。一方顧客からすると、売りたいときに、たまたまマッチした場合のみ売却ができるスキームだと、誰も買い手が現れない場合には売却出来ないことになってしまう。

ネット販売をメインとする証券会社の場合とは違うかもしれないが、証券会社がリテール営業で対面販売する場合には、販売後、その商品を買って欲しい、売りたいという顧客からの申し出があると、買いたい顧客を探さなくてはならない。どうやって営業店に声を掛けて、買い手を探すことになるのか、1 銘柄や 2 銘柄であれば少しお願いすることもあるが、銘柄数が増えてきたときは、なかなか厳しいところがある。例えば、証券会社が自己で買取り、今こういうのがありますと社内で通知して、誰か買い手を探

してもらふことも勿論あるが、どれくらいのスピードで売れるか、その間のポジション管理はどうするかなど、課題は多い。

証券会社のポジション管理に関連して、大きな課題の一つは証券会社の自己資本規制比率がある。例えばこの不動産 ST0 のケースだと、未上場株式と同様の取扱いとなり、全額 100%が市場リスク相当額として算定され、同額の自己資本を積み増す必要がある。証券会社が自己売買・自己ポジションを取りづらい背景の一つだと考える。

セカンダリー市場にいたるまでの過程には、色々なパターンや状況がある。プライマリー、発行の頻度に加えて、その証券の種類によっても、投資家がどれくらいの流動性を求めてくるのかが見えてない部分もある。

公募 ST の 1 号案件について、まだその売却ニーズが出てきているフェーズではなく、今後どのような顧客のニーズが出てくるのかが分かっていない。一方証券会社の中の議論では、セカンダリーは当然にその商品設計のうえで議論になっており、当社は、敢えてポジションを取って買い取るという方向性を示している。先程説明があった買い手が出てきた場合に売れるという仕組みが、本当に商品として今後馴染むのかというのは確かに議論になった。まだ発行件数も少ない中で、投資家の注文を証券会社の中でマッチングさせる方法、PTS 規制にかからないよう比較的ライトにやれる仕組みがあったほうがいいのは、ご指摘のとおりだと思う。

ただし、このスキームでは、投資家の流動性ニーズ次第では、証券会社の中だけでは媒介し切れなくなり、最終的に当該証券会社が自己仕切りをやらないと投資家に売却の機会が提供できなくなることも懸念される。投資家がそれだけの流動性ニーズを求めてくるかは分からないが、証券会社を跨いだ媒介となると、色々な論点が出てくることは認識している。長期的にはその辺りを含めて検討している。

本来の市場形成という意味では、先程の意見のとおり、J-REIT のようにマーケットの環境に引きずられて大きく価格変動するというのが正しい姿でもないだろうし、より不動産のリアルな価値に近い値動きをするが、加えて当該商品の商品性・特徴がある程度入ってくるというのは良いと感じている。

NAV についてはご指摘のとおりで、証券会社が「この不動産はこうだからこれくらいの価格だろう」と分かれば一番良いが、証券会社サイドでは、不動産の鑑定評価等に明るくなく、自らプライシングをするのは簡単なことではないとあって、課題になってい

る。

価格に関して、一般的には、証券会社は何でもプライシングできるものと考えられがちだが、実はそうではない。不動産 ST の実務を通じてそれが良く分かる。不動産 ST は、私募ファンドや私募 REIT と比べて個別不動産の特性や特徴が強くなる。証券会社は、対象不動産もしくは個々の不動産を評価するための情報、調査能力、知識・経験等が少なく、個別物件をプライシングすることは極めて難しい。投資運用業者や AM による評価や、不動産鑑定業者の鑑定評価等をベースに、投資家に提示する価格を算定することが合理的だと感じている。

今回は不動産 ST の話になるが、今後、個別性の強い新しいアセットがでてきたときは、同じ議論が当てはまる。

今の説明のとおり、証券会社が単独で価格を決めるのはかなり難しいと思う。そのうえで、例えば REIT の場合でも、不動産鑑定業者の鑑定評価をベースに、AM が取得する不動産価格があって、それを証券会社が判断するような順番だと思うので、AM において NAV をベースに不動産の評価を出していただき、証券会社が、個別のジャッジとして上下を少しつけるみたいな形が良いのではないかと思う。

ST の売買取引、(1)証券会社の自己仕切売買の例①については、各証券会社が投資家に必要だと考えれば売買を行い、証券会社のポジションリスクの観点から売買を行わないというジャッジもあると思う。本 WG で議論されるべきなのは、図表(1)の例②、もしくは図表(2)と考える。

本日提示された ST の売買取引で、現実的なものとしては、(1)証券会社の自己仕切り売買の例②と、(2)証券会社の店内売買で、このハイブリッドもあり得ると考えており、どちらかという、そのほうが良い。

例えば、(2)証券会社の店内売買のケースでは、顧客の指値が入ってくるイメージだが、やはり指値同士は付け合わせが成立しにくいと思われる。さらに一方通行で、売り注文ばかりが多く存在するという状況が容易に想像される。そうなると、1日1回なのか、どういう周期でやるのかはともかく、ほとんど約定がなく、現実的に機能しないのではないか。例②は証券会社が自己ポジションを取り、これはこれで数量が一致するのかわという問題があるが、約定できる可能性はある。証券会社としては、一定の自己ポジションを持ち、流動性を一定程度供給していくという考えもあるだろう。従って、(1)

証券会社の自己仕切り売買の例②と、(2)証券会社の店内売買を実現していくのが良いと考える。ただし、こうしたケースにおいては、ご指摘のとおり、PTS 該当性の懸念がある。しかし、現実には頻繁に注文が出ることはなく、しかも当該注文状況に応じて気配を更新・提示するわけでもない(一本値である)ことから、価格形成機能は限定的で、取引所の類似機能を有するものではないという整理が成り立つのではないかと考える。

加えて、インターネット上で取引を完結させることが大前提になるが、PTS 規制では、該当する電子情報処理組織がどの範囲を指すのかという問題がある。例えば悪いが、朝から夜まで仕事をするのに実はパソコンやインターネットしか使っていない、対面ではなく WEB でコミュニケーションができる状況であっても、有価証券の取引では、インターネットを使えば PTS に該当するという解釈になってしまう。この電子情報処理組織という点がネックになり、整理が必要だと考える。

PTS の議論は、かなり制度的な制約が多く、創意工夫でできる余地が表面上なくなっているという残念な状況にあり、結果的に、これから議論するような投資家のセカンダリ取引の機会が創出できないという現実につながっている。金商法は、その目的に「有価証券の流通を円滑にするほか、(中略)もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資する」と規定しており、この目的趣旨に沿うという意味で、もう少し前進する余地があるのではないかと考える。

当社では、インターネット上で既発債などの取扱いを行うことがあるが、やはりスプレッドが離れているようだと取引が成立しない。ネット販売だと、証券会社から積極的な売買の勧誘や、売り手、買い手を探すというわけにもいかない。証券会社としては、自己ポジションをとってどこからどういう条件で調達できるのか、どのようなマーケット形成がされるのかによって、結果的に顧客が売買に動くのかどうか大きく変わってくると思う。また、そもそも商品設計として、償還のような形で一定の期限があるものだと、顧客からすると何年か待てば、それが NAV に近い形で償還されるものならば、売買しなくてもいい、コストをかけて買っても仕方がない、あるいは売ってももったいないということになる。今の不動産をベースで考えることになると思うが、償還のようなものを考えない商品もあつたうえで、どういう顧客にマーケット関係を提示していくかが大事だと思った。

発行体・AM サイドの意見としては、先ず不動産商品について大きく考えると、①キャ

ピタルゲインを狙う商品、②インカムゲインを狙う商品という二つの概念がある。おそらく、今後出てくる不動産 ST に関しては、基本的に後者の商品性のものを中心になると思う。その場合、頻繁に売買が発生するというよりも、できるだけ価格の安定したような商品を提供し、投資家がいざ売りたいときには売れるというぐらいの手当があるというレベルで十分だと考えている。その売却の時にどういった価格で、どういった方法でというところが、まさに今の議論である。価格のところは、確かに AM サイド等から提供される価格で本当にいいのかという課題もある。また、外部の不動産鑑定業者に高頻度で不動産の鑑定評価を依頼するとその分多くのコスト負担が生じるので、こういった頻度で、どうやっていくかという点も一つの論点だと思う。

一方で、投資家の視点で考えると、そもそもそんなに売買が発生しないと想定されるなかで、いざ売りたい時には売れる手当であれば、証券会社が個別で判断する領域だと思うが、複数の手法があってもいいのではないか。参考として暗号資産では、交換所と取引所があるが、交換所ではいわゆる自己ポジションでの売買で、一方取引所ではいわゆる媒介のような立て付けであり、投資家は、確実にとにかく売りたいときは多少スプレッドを取られても交換所を選ぶし、なるべく手数料を抑えたいときには取引所を選ぶといった考え方で納得できる。この例を今回にあてはめると、投資家は、多少損してでもどうしても今現金化したいなら証券会社を相手方として売買を行うことになる。勿論、証券会社の自己資本規制があるので上限はあっていいと思うが、その中で現金化する手段があるという一方で、多少時間がかかっても構わないからなるべく低い手数料で売却したいのであれば、媒介を選ぶようなオプションが投資家にあるといいと思う。

色々な手法があってもいいのではないかという意見が複数出たが、まさに私もそう思っている。

ご指摘があったところを、いくつか整理すると、電子的方法を取ったら何でも PTS に該当するのはどうかという指摘については、そもそも PTS の定義の入口のところには、もう少し振れ幅があってもいいのではないか、「電子情報処理組織を使用して」という金商法上の文言の考え方を整理して、PTS に該当しないものを考えていくという方向の議論になると考える。

もう一つ、例えば証券会社の店内売買を電子的にやったら PTS に当たりそうだと指摘については、価格形成機能は相当弱いだらうという考え方はもちろんある。流動性のあるところで取引する、又はそうでないところで取引するという選択肢を顧客に提供す

る観点から、取引所に類似する価格形成機能はないがきちんと売買が成立する方法が、PTSの定義に当たるとしたら、その規制の厳しさや運営する側のコストがあまりにも高いのではないかということになると思う。

現在 PTS に該当する場合の行為規制などは、価格決定機能の程度に応じた段階分けがされているわけではない。いったん PTS に該当すると重い規制がかかるという形になっているので、顧客保護にも配慮しつつ、その辺りをもう少し柔軟な形にできないかを議論をしていくという考え方もある。PTS の定義の入口の話と、PTS に該当した場合の規制をどう考えていくかという議論を、段階を分けて整理するといいと思う。

先程の意見のように、確かに不動産 ST に関しては仕組債のような性格が強いように感じている。仕組債にも色々あるが、売り手の顧客に対してはかなりディスカウントを要求して、実際に証券会社が相手方となって売買いただくケースが多いように思う。そうすると運用会社の立場では、コメントにあった NAV に対してプレミアムが出る形で売買を想定するのがなかなか難しいと、セカンダリーマーケットの状況として感じている。そうすると、オリジネーターサイドからは、ST 化してもディスカウントされるマーケットに物件を出すことについて、あまりメリットが感じられなくなってしまう。その観点でも、やはり流通市場のあり方をしっかりと議論しなければならないと強く感じた。

暗号資産では、いわゆる DEX といわれるブロックチェーン上のプログラム、スマートコントラクトでの取引が行われていると思うが、法制度がどうなっているのか、何か見検討されている事柄はあるのか。

ST に限らず、何年後に実現できるか分からないが、そういう思考を持っている方ももちろんいると思う。おそらく PTS の更にその先にある取引の形態だと思うが、要は規制のポイント・管理者になる人がいないという問題がある。そこは非常に大きな問題で、現在金融庁では、DEX・DeFi を含めて議論されているものと認識している。法律事務所でも、当然検討している。しかし、今その議論に行くにはかなり早い段階にあり、まずは今できることから議論し、それから PTS、その先の DEX・DeFi があり得るのかどうかを今後検討していくところだと思う。

本来の DEX、運営者がいないという理想があるのかもしれないが、おそらく最初の段階では、デプロイした者、更新できる権限を持つ者がいるスキームが考えられ、その場

合、当該者が実質的に PTS 取引を行っているというような見られ方があり得ると思う。ただし、実際に取引の内容を見ているわけではない立場のテクノロジー提供者が PTS 運営事業者かと言われると若干本質とは違う気もしている。その辺りが、DeFi の法改正のところで今後議論されるのではないか。

その手前のところでは、例えば 2 者間の DEX のようなものも一つの考え方としてあると思う。例えば今回の ST ケースでも、証券会社 2、3 社の引き受けであれば、より多くの証券会社とやり取りする必要はなく、2 者間の DEX のようなものが存在すればいいのであれば、実質的に証券会社の相対のような仕組みを、ブロックチェーン上又はその外に用意すれば、実はワークするものと思っている。この辺りのところは、実際の市場の状況を踏まえると、やりようがあると考えている。

2. 個人投資家の税の取扱い等について

【事務局 説明】

今月 12 月に設置・開催する「セキュリティトークン税制ワーキング・グループ」に先立ち、「個人投資家の税の取扱い等について」（資料 2）、皆様に意見を伺いたい。

1. 電子記録移転権利・第二項有価証券の税の取扱い（P 1）

2. 個人投資家の匿名組合出資持分の税制の概要（P 1）

現状、電子記録移転権利は、二項有価証券をトークン化したものであることから、税の取扱いも基本的には二項有価証券と同様になっている。そのため、個人投資家にとっては上場株式や J-REIT 等とは異なり、原則として、申告分離課税や譲渡損失の損益通算、3 年間の繰越控除、特定口座での取扱い等が認められていないというデメリットが出ている状況である。

第二項有価証券の投資商品としては、匿名組合出資持分が証券化等で一般的に使われるスキームであり、その税制の概要が 2 のとおりである。(1) 収益分配金については、営業者から受領する収益分配金は、原則「雑所得」として取り扱われ、総合課税の対象となる。さらに、営業者は源泉徴収を行い、個人投資家は確定申告を行う必要がある、こちらの手間も一つのデメリットである。(2) 譲渡損益に関しては「譲渡所得」であり、総合課税の対象となる。やはり確定申告が必要になり、さらに配当所得等とは損益通算ができない。(3) 契約終了時の取扱いについては、契約終了時に確定した損失は、雑所得の必要経費になるため、雑所得の金額とのみ損益通算ができる形

で、今までの匿名組合に対する個人投資家の税制が ST 化されても何も変わらない状況になってしまっている。

3. 個人投資家の投資促進税制の実現（P 2）

(1) 電子記録移転権利は、流通性が相当程度高まるとことを前提に、金商法上「第一項有価証券」として取り扱うこととなった。そのため開示規制やその他の業規制も重くかかってくるにもかかわらず、個人投資家の税の課税は、所得税法上これまでと変わらないままである点が、大きな課題となっている。さらに、同一の不動産・不動産信託受益権であるにもかかわらず、トークン化の方法によって税の取扱いが異なる。

(2) 個人投資家の電子記録移転権利への投資を促し、税の取扱いの「ゆがみ」を解消するには、上場株式や J-REIT 等のように、所得税法上、上場株式等に区分されると、その税メリットが発生するので、こちらの区分にしてもらって申告分離課税、損失通算、繰越控除、特定口座の取扱いを認めていただきたいという要望をしていくことを考えている。

税法上、株式等の中に上場株式があって、それに当たらないものが一般株式等となるが、その上場株式等の中に入れていただくということが素直な要望だと思っている。12 月に「セキュリティトークン税制ワーキング・グループ」を設置し検討を開始することになっているので、同 WG で取りまとめを行い、令和 5 年度の税制改正要望のところまで、しっかり準備をしていきたい。

（参考）（P 3）

現在発行されている受益証券発行信託の受益証券（券面不発行）（以下「受益証券」という。）のうち、税法上の要件を満たしたものが「特定受益証券発行信託」で、左側がその概要である。右側が電子記録移転権利・匿名組合の権利で、このスキームでも既に発行事案があり、検討もされている。上の図のとおり、基本的に裏付資産や、投資家に対する開示規制・行為規制その他の規制が同じであるにもかかわらず、税を比較してみると大きな差がある。配当の課税も、匿名組合は、原則雑所得で総合課税になるが、受益証券は、基本的に税法上は上場株式等に該当するということで申告分離課税が選択できるなど、税の金融所得課税のメリットが受けられている。

⑤の譲渡損益の課税に関しても、上場株式等として申告分離課税が選択できるのは受益証券で、匿名組合では総合課税になる。損益通算に関しても、受益証券はできて匿名

組合はできないという大きな差がある。繰越控除に関しても、受益証券は譲渡損失が出た場合の3年間の繰越控除、損益通算も可能だが、匿名組合ではできずに1年で損失が切り捨てられる。

さらに特定口座への受け入れも、上場株式等として受益証券は認められている一方、匿名組合では受け入れ不可となっている。特定口座に受け入れ可能になると、証券会社が「年間取引報告書」を作成して投資家に送付すれば、投資家はそれを添付して確定申告ができて、確定申告の手間が省けるというメリットがある。

【意見交換】

事務局で整理された内容に基本的に賛成である。電子記録移転権利が第一項有価証券と同等の扱いになり、開示等の規制は厳しくなったが、流動性については先程の議論のとおりまだ付いてないという状況にある。先程仕組債の例えがあったように、それと同じぐらいの流動性が必要であるし、そういう商品として存在しているのだと思う。投資家からすると、第一項有価証券で採られている税制と異なる理由が全くない状態であり、電子記録移転権利になる TK とか、もしくは電子記録移転権利全般に関して、税制を第一項有価証と合わせるとするのは、必然的な流れではないか。

投資家の観点や、法律と税制との一致のうえでも、STO 協会から提示されたような内容を基本として税制改正要望を実現していただきたい。

個人投資家の税制の議論を整理できた場合、例えば相続時の税の取扱いも自動的に含まれるような形になるのか。もしならないようであれば、それも議論に含めていただきたい。

匿名組合の税の取扱いについての議論がまず一つだが、例えば債券その他諸々の商品についても整理が追い付いていない。社債 ST については、昨年も日証協からの税制改正要望に出ていたが、かなり削られて完全な要望実現に至っておらず、普通の社債と社債 ST の間で格差が存在している。それ故に扱いづらいということになっているので、そのギャップは埋めていきたい。この点については、検討していただきたい。

(事務局)

相続に関しては明示的には含めていなかったが、同じ取扱いをしていただくように検討、要望したい。今ご指摘いただいたように、ここも検討が必要というところがあれば教示いただきたい。債券に関しても含めて議論を進めていきたいと思う。

(柳川主査)

事務局からの説明のとおり、「セキュリティトークン税制ワーキング・グループ」の設置の手続きを進め、セキュリティトークンの発行・投資を促進するための税制措置等の調査検討、税制改正に関する要望事項の取りまとめ等を行う。

(配付資料)

資料 1 ST の売買取引について

資料 2 個人投資家の税の取扱い等について

以 上