

# 令和6年度税制改正に関する要望書

2023年9月20日



## 「令和6年度税制改正に関する要望書」目次

I	はじめに	…	1
II	日本STO協会について	…	3
III	STの仕組みと特徴等について	…	4
	1. STの仕組みについて	…	4
	2. STの特徴について	…	5
	3. STに関する規制について	…	6
	4. STの市場規模について	…	7
	5. 匿名組合出資持分のST発行に対する問題点	…	8
	6. ST化TK出資持分の税制改正メリット等	…	12
	7. 政府の政策目標への対応	…	16
IV—I	本協会の税制改正要望について	…	17
IV—II	所得税法における電子記録移転権利の取扱い	…	19
	1. 配当及び収益分配金の課税（申告納税）の取扱い	…	19
	2. 譲渡所得の課税の取扱い	…	20
	3. 損益通算について	…	20
	4. 繰越控除	…	20
	5. 特定口座への受け入れ	…	21
V	その他の商品に係る所得税等の取扱いについて	…	22

## I はじめに

我が国では、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、ブロックチェーン等の分散型台帳技術等（以下「BC技術等」といいます。）により、ブロックチェーン基盤上で電子的に発行・移転ができる有価証券や権利は、電子記録移転有価証券表示権利等（いわゆるセキュリティトークン。以下「ST」といいます。）と位置づけられ、法的な取扱いが明確化されました。2021年以降、一般投資家を対象としたSTの発行が行われるようになり、2023年現在、複数のSTが発行されています。

これまで発行されたSTは、社債、不動産を裏付け資産とした受益証券発行信託の受益証券や匿名出資組合持分、住宅ローン等の金銭債権等の受益権ですが、今後、航空機や船舶のリース債権、知的財産権等を裏付け資産とした、多様な投資家ニーズに沿ったSTの発行が期待されております。

また、BC技術等を活用した権利移転とともに、取引フローがデジタル化されることで、書面等をやり取りする事務負担やコストが削減され、情報伝達の円滑化が期待されます。さらに、発行体・証券会社・投資家それぞれが取引負担の軽減や情報授受の円滑化メリットを享受することにより、従来は技術面・コスト面で困難であった小規模な資産を裏付けとした金融商品の発行が可能となりますので、より個人投資家のニーズに沿った投資機会の提供が可能となります。

STについては、対象とする裏付け資産にかかわらず、第二項有価証券に区分される適用除外電子記録移転権利（IV-I（P18）で定義します。）を除き、金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）上は原則同じ規制が課されることとなります。他方で、国内税制の適用時においては、STの発行スキームによって税制上の取扱いが異なるため、たとえ、同一の資産を投資対象とした場合であっても、特定のスキームで発行されたSTは、税制上不利な取扱いを受け、また、所得税の申告時等に煩雑な手続が必要となります。

2022年6月7日に閣議決定された政府の「経済財政運営と改革の基本方針2022 新しい資本主義へ～課題解決を成長のエンジンに変え、持続可能な経済

を実現〜<sup>1</sup>」において、S Tでの資金調達機会を拡大させ、個人投資家を含めた幅広い投資家層に投資機会を提供し資産形成を促すための環境整備を進める方針が明示され、2023年4月13日に、自由民主党デジタル社会推進本部 web3 プロジェクトチーム等においてとりまとめられた「web3 ホワイトペーパー〜誰もがデジタル資産を利活用する時代へ〜」<sup>2</sup>では、「より一般的で簡易な法形式（一般の信託受益権や匿名組合出資型のファンド持分等）を用いたセキュリティトークンの発行及び流通も期待されていたが、税制上の問題等もあり現時点においてはほとんど取組みがない状況である。」との指摘がなされているところです。

これらの指摘に対応し、S Tを通じた資金調達機会の拡大や個人投資家を含めた幅広い投資家層に投資機会を提供し、資産形成を図ることにより、我が国の経済の一層の発展に貢献するには、より一層のS T市場における制度整備が必要不可欠です。

このような認識の下、令和6年度税制改正に当たり、税制改正が望まれる事項について、本書により要望いたしますので、その実現につきまして格段の御高配を賜りますようお願い申し上げます。

---

<sup>1</sup> 内閣府 HP <https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/2022/decision0607.html>

<sup>2</sup> 自民党 HP <https://www.jimin.jp/news/policy/205802.html>

## Ⅱ 日本STO協会について

日本STO協会は、金融商品取引業者及び登録金融機関（以下「金商業者等」といいます。）を会員とする一般社団法人として、2019年10月に設立されました。電子記録移転権利等の売買その他の取引等を公正かつ円滑にならしめ、金融商品取引業の健全な発展を図り、もって投資者の保護に資することを目的として活動しています。

2020年4月には、金商法第78条第1項の規定に基づき、金融庁から金融商品取引業協会として認定を受け、電子記録移転権利等の売買等における自主規制機関※として活動するとともに、金融資本市場の活性化・高度な産業の育成・グローバルな視点での競争力の維持を推進し、STの広報、普及啓発に努めています。

2023年9月1日時点で、金商業者等からなる正会員15社、BC技術等を活用した取引基盤の開発会社、法律事務所、監査法人、資産運用会社等からなる賛助会員55社、自主規制機関からなる後援会員3団体が会員となっています。

※ 本協会の自主規制の対象範囲

	開示規制の種別	業規制の登録種別	主な自主規制機関
<b>トークン化された有価証券表示権利</b> 株式や社債等、2条1項各号の有価証券がトークン化されたもの	<b>第一項有価証券</b> 原則として発行・継続開示の義務 <b>あり</b>	<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>
<b>電子記録移転権利</b> 集団投資スキーム、信託受益権等、2条2項各号の権利がトークン化されたもの	<b>第一項有価証券</b> (改正前) <b>第二項有価証券</b>	<b>第一種金融商品取引業</b> (改正前) <b>第二種金融商品取引業</b>	<b>日本STO協会</b> 改正に基づき新たに設立
<b>適用除外電子記録移転権利</b> 内閣府令により、電子記録移転権利から除外されるもの	<b>第二項有価証券</b> 原則として発行・継続開示の義務 <b>なし</b>	<b>第二種金融商品取引業</b> 最低資本金は1,000万円でもよく、自己資本規制も受けない	

### Ⅲ STの仕組みと特徴等について

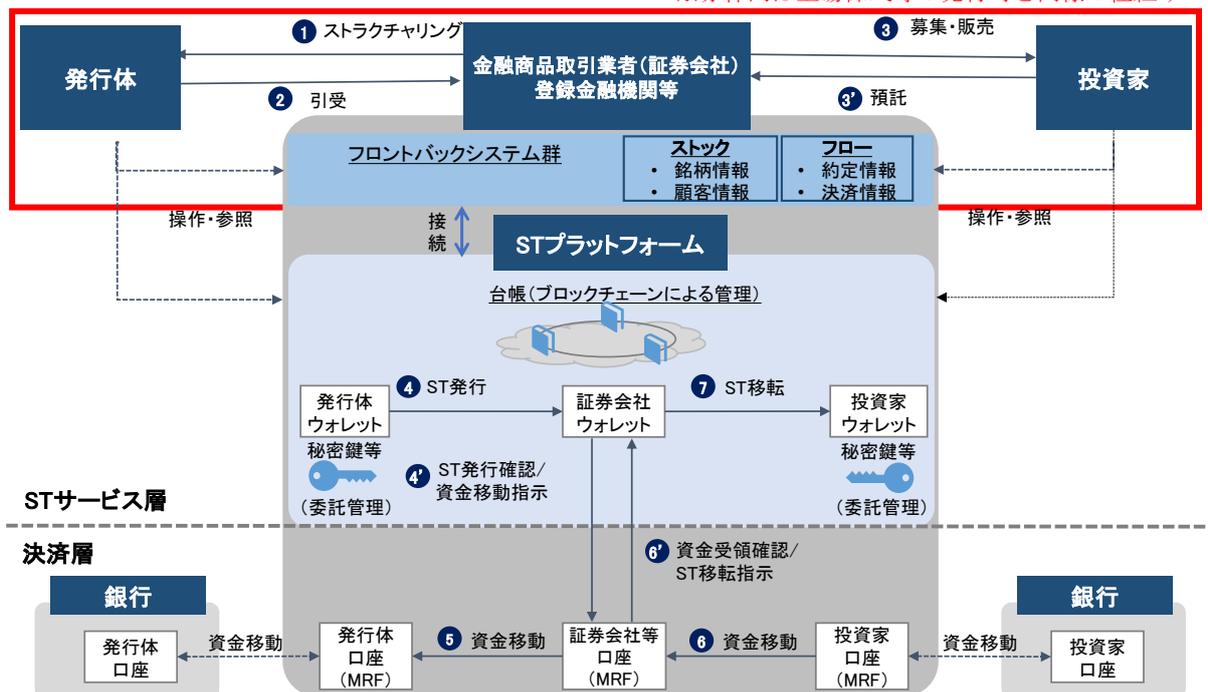
#### 1. STの仕組みについて

STを発行する流れは、基本的に上場株式等と同様であり、投資家から払込みを受けた金銭の額に応じて、配当等のリターンを受取る有価証券に表示される権利を付与するというものですが、STが上場株式等とは異なる点は、こうした権利を、分散型台帳技術を用いたシステム基盤であるプラットフォーム上で発行されるトークン（証票）に表示するという点にあり、トークンを他人に移転することでトークンに表示された権利の移転を行うことが可能です。また、発行されたSTは、2.に記載する特徴を有します。

STの移転や配当金の支払い等には、秘密鍵と呼ばれる専用の乱数（いわゆるパスワードのようなもの）が必要となります。秘密鍵は、ウォレットと呼ばれるソフト・ハードウェアにより管理されますが、ウォレットが外部からのハッキング等を受け、秘密鍵が第三者に流出してしまうと、ウォレット内のSTが盗難に遭うおそれもあります。こうしたリスクに対応するため、金商業者等は、投資家から秘密鍵の預託を受け、法令上の分別管理に係る規定等に基づき、自己または外部委託先において自身の固有財産等と分別して管理することによって、STを安全確実に管理しています。

図1 STプラットフォームと発行・販売の仕組み

※赤枠内は上場株式等の発行時と同様の仕組み



## 2. STの特徴について

BC技術等により発行されるSTは、主に次の特徴を有しています。

- ① BC技術等によって、電子帳簿の書換えと権利移転を一連として行うことができるため、発行されたSTの取引に当たっては、理論上、上場株式等の取引の際に必要な振替機関による保管や振替が不要となり、これらの業務を行うためのコストの削減が見込まれます。
- ② ①のような技術・コスト面の効率化等により、これまで、技術・コストの制約から実現が難しかったより少額の資金調達や、これまでの手段では流動性に乏しかったファンド持分等の流動性を高めることができるようになるため新たなファンドの組成・流通が可能となります。また、投資単位が下がるため、投資行動のハードルが下がり、投資家層の拡大がなされること、より投資家のニーズに沿った金融商品も提供できるようになること等が期待されています。
- ③ BC技術等を活用すると、発行体が直接投資家を把握することが可能になり、発行体から投資家へ金銭以外の方法による特典付与や利払いの自由度が増すため、投資家のニーズに沿った金融商品やより魅力的な金融商品の提供が可能になることが期待されています。すでに購入者特典として暗号資産の付与、投資対象不動産に関連する優待の付与や利金の一部をポイントによって支払う取組み等も行われています。
- ④ 従来の証券取引では、個人投資家は預金取扱等金融機関等の口座にある預貯金を投資資金として証券取引の決済をすることが求められていましたが、BC技術等やスマートコントラクト<sup>3</sup>の活用により、預金取扱等金融機関等の口座を介さない形での決済も理論上は可能と考えられています。特に、BC技術等を活用した法定通貨建ての決済手段であるいわゆるステーブルコインを利用することにより、預金取扱等金融機関等の業務取扱い時間に左右されず取引を行うことや、また、STの移転と同時に決済代金を移動することも可能となることから、取引時間の拡大や決済期間の短縮化が可能になり、決済リスクの軽減を図ることも期待されており、現在、様々な試験的な取組みが行われています。

---

<sup>3</sup> ブロックチェーン上に保存されたプログラムであり、一定の条件が満たされた後に、プログラムされた処理を自動で実行するものを指します。

- ⑤ スマートコントラクトを利用することで、例えば、社債の償還日に自動償還機能を設定することや、本人確認手続が完了していない者へのSTの移転制限を付すこと、SDGs債等においてグリーン性指標を可視化して投資家に情報提供することも可能となります。また、これまで人が手動で行っていたコンプライアンスを遵守するための作業を自動化することもできるため、コンプライアンスコストの低減化も見込めます。

このようにSTの効果的な利用によって、有価証券の発行、流通をより効率化できる可能性があり、証券市場の大きな発展が期待されています。

一方で、投資家のSTに対する認知度は低く、投資商品としてのSTの存在、そのメリットや固有のリスクについても十分に認知されていません。STは既存の金融商品よりも投資単位が低い個人投資家向けの商品も多く、個人投資家の認知度の向上がないままでは、個人投資家の資産形成及びST市場の発展は望めません。本協会としては、STの認知度向上のための広報、普及啓発活動につきましても、これまで以上に取組んでいく所存です。

### 3. STに関する規制について

STのさきがけとして、2017年頃から、企業等がBC技術等を用いてトークンを発行し、法定通貨や仮想通貨の調達を行うInitial Coin Offering（以下「ICO」といいます。）が世界的に流行しましたが、詐欺的なICOが横行したことや事業計画等の杜撰さ、情報開示の義務付け等の十分な投資者保護がなされていないといった様々な問題が指摘されたことなどを踏まえて、規制の必要性が高まり、特に金商法上の集団投資スキームに相当するようなものについては、金融商品取引法において規制することが期待されました。<sup>4</sup>

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）による金商法の改正により、STのうち、金商法第二条第二項各号に規定される権利（集団投資スキーム持分及び信託受益権等）が分散型台帳技術を用いた「トークン」に表示される場合、そのような権利は、一部の例外を除き、金商法上、電子記録移転権利と定義されました。また、電子記録移転権利は、第一項有価証券として整理されました。電子記録移転権利が第一項有価証券として整理されたことで、金商業者等が電子記録移転権利の取扱いを行

---

<sup>4</sup> 出所：金融庁「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書」（2018年12月21日）  
<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221.html>

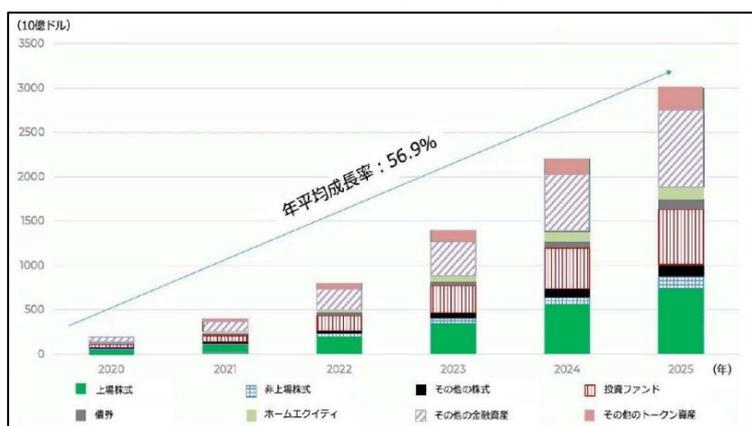
う際には、第一項有価証券を取扱う際に課される金商法上の規制と同様の規制が適用されることとなったため、第一項有価証券と同等の投資家保護が図られることになりました。なお、金商法第二条第一項に規定される株式、社債、受益証券発行信託の受益証券といった従来の第一項有価証券を「トークン」に表示したものや電子記録移転権利等を総称して、法令上、電子記録移転有価証券表示権利等と定義されました。

#### 4. STの市場規模について

我が国では、試験的に発行されたものを除くと、2021年に社債のSTが一般投資家向けとしては初めて発行されました。それ以降、STの発行が本格的に行われるようになり、2023年8月末日までに一般投資家向けに発行されたSTについては、社債のSTが5件、発行価格総計約10億円、不動産物件を投資対象とした受益証券発行信託の受益証券STが、17件、同約533億円、不動産物件を投資対象とした匿名組合出資持分のSTが、3件、同約32億円ですが<sup>5</sup>、いずれの事案も発行日までに完売しており、今後も引き続き発行が見込まれています。

他方、世界のSTの発行状況については、2019年に55件、調達額45,254百万ドル<sup>6</sup>となっていますが、将来的には、2025年に約3兆ドル規模の市場に発展すると予測するレポートもあり、これからの大きな市場の発展が見込まれています。

図2 セキュリティトークンの拡大予測（金額ベース）<sup>7</sup>



<sup>5</sup> 有価証券届出書等を基に日本STO協会にて集計

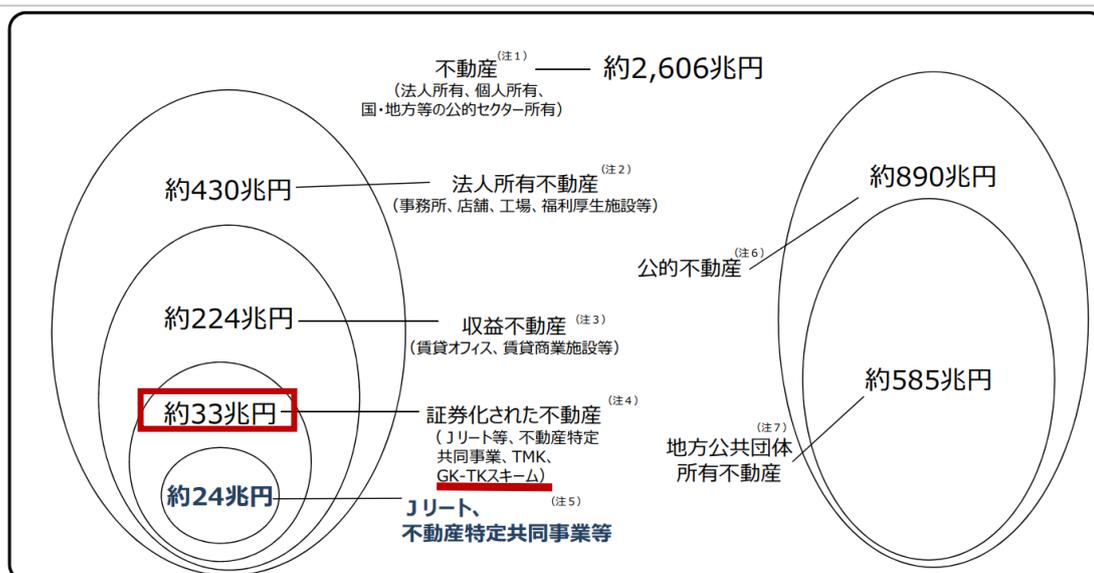
<sup>6</sup> 出所：野村資本市場研究所（神山哲也、塩島晋）「新たな資金調達手段として期待されるSTO-海外の事例と日本における可能性-」 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2020/2020sum04web.pdf>

<sup>7</sup> 出所：SOMPO 未来研究所（主任研究員 大沢泰男）「SOMPO 未来研レポート セキュリティトークンの可能性」（なお、area2invest, “Security Token Offerings: Anatomy & Context Part1: How to successfully structure STOs”, June 2021 を SOMPO 未来研究所にて和訳・一部加筆）

## 5. 不動産を投資対象とする匿名組合出資持分のST発行に関する問題点

現在、不動産ファンドに関しては、Jリーートの他に、「資産の流動化に関する法律」にもとづいて設立される特定目的会社（TMK）の発行する優先出資証券や、合同会社と匿名組合出資持分を組み合わせて利用するGK-TKスキームなどの形態によって発行されています。

図3 我が国の不動産投資市場の概況<sup>8</sup>



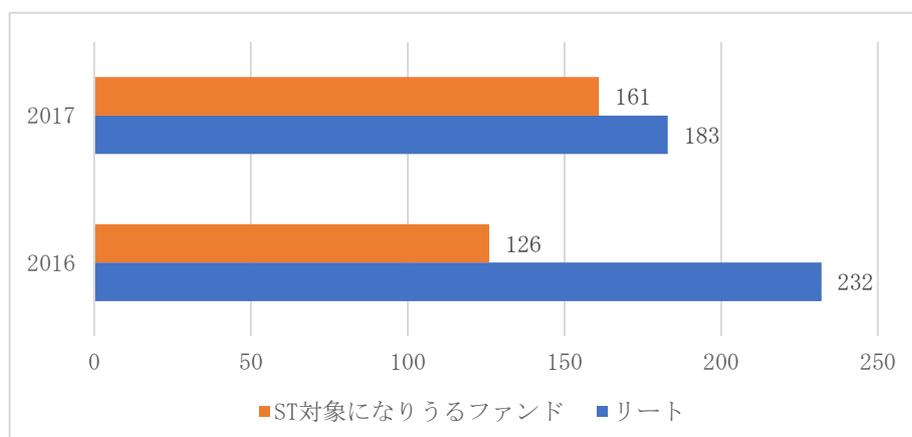
(注1) 内閣府「国民経済計算（平成29年度確報）」より作成 ※住宅、住宅以外の建物、その他の構築物及び土地のストックの総額。法人所有、個人所有、国・地方等の公的セクター所有。  
(注2) 国土交通省「土地基本調査(平成25年1月1日時点)」より作成 ※事務所、店舗、工場、福利厚生施設等の法人が所有する不動産。なお、公的な法人も含むことから「公的不動産（注6）」と重複するものもある。  
(注3) PRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS "A Bird's eye View of Global Estate Markets : 2017 update" (円換算)  
(注4) 国土交通省「不動産証券化の実態調査（平成29年度）」、投資信託協会「統計データ」より作成  
(注5) 国土交通省「平成29年度 不動産証券化の実態調査」、投資信託協会「統計データ」、ARES「私算リート・クォーター（2018年3月末）」より作成 ※リート（2019年3月末）、私算リート（2019年3月末）、不動産特定共同事業（2019年度末）の合計額  
(注6) 内閣府「国民経済計算（平成29年度確報）」より作成 ※公的部門の固定資産及び土地の総額  
(注7) 内閣府「国民経済計算（平成29年度確報）」より作成 ※地方公共団体所有する不動産の総額は、一般政府の所有する固定資産及び土地を総固定資本形成の累計額（昭和55年度～平成25年度）のうち地方の占める比率で按分したもの

不動産証券化商品に占めるGK-TKスキーム等の規模については、私募で発行されることから把握が難しく、詳細な統計はないものの、国土交通省が公表している「『不動産証券化の実態調査』の結果」においては、2016年にはリーートの原資産となる不動産取得額が232百億円であったのに対しGK-TK等が126百億円、また2017年にはJリート183百億円に対し同161百億円となっており、GK-TK等を利用した不動産証券化が一定の規模を誇り、またその増加傾向が見て取れます。

<sup>8</sup> 国土交通省「不動産投資市場の現状と最近の動きについて」P3  
(<https://www.mlit.go.jp/policy/shingikai/content/001304080.pdf>) より引用。

図4 リートと匿名組合出資持分等のファンド対象不動産取得額比較<sup>9</sup>

(単位：百億円)



現状において、GK-TKスキーム等による発行案件の大半が一部の機関投資家等のみを対象に販売されていると考えられ、一般の個人投資家が容易に投資できる状態ではありません。一方、不動産ファンドの更なる拡大を模索する場合は、これらの商品を個人投資家に適した形で販売することが求められます。そこで、考えられるのが、不動産ファンドのST化です。

ST化を考えた場合、上場するJ-REITについては、既に証券取引所や証券保管振替機構という高度な取引・決済の仕組みが具備されていることから、STとして発行するインセンティブは高くはありません。そのため、TMKやGK-TKスキームによるST発行が想定されるわけではありませんが、TMKに関しては、法律上、券面交付が優先出資証券の譲渡の効力要件であるという制約<sup>10</sup>がSTになじまない点や発行の際の手続きが煩雑であり、機動的な発行が難しいことが指摘されています。

一方で、GK-TKのベースとなる匿名組合出資持分のST（以下「ST化TK出資持分」といいます。）に関しては、ST化になじむ商品でありながら、発行体や証券会社からは、以下「IV. 本協会の税制改正要望について」等に記載する税制の問題が大きな足かせとなり発行が進まないとの声が多くあります。そのため、従来外国株式の国内上場の仕組み（JDR）に類似した受益証券発行信託の受益証券（不発行）を利用して、不動産を裏付け資産

<sup>9</sup> 国土交通省公表「平成28年度『不動産証券化の実態調査』の結果」及び「平成29年度『不動産証券化の実態調査』の結果」を基に日本STO協会にて作成。なお、ST対象になりうるファンドには、GK-TKの他、不動産特定共同事業を含む。

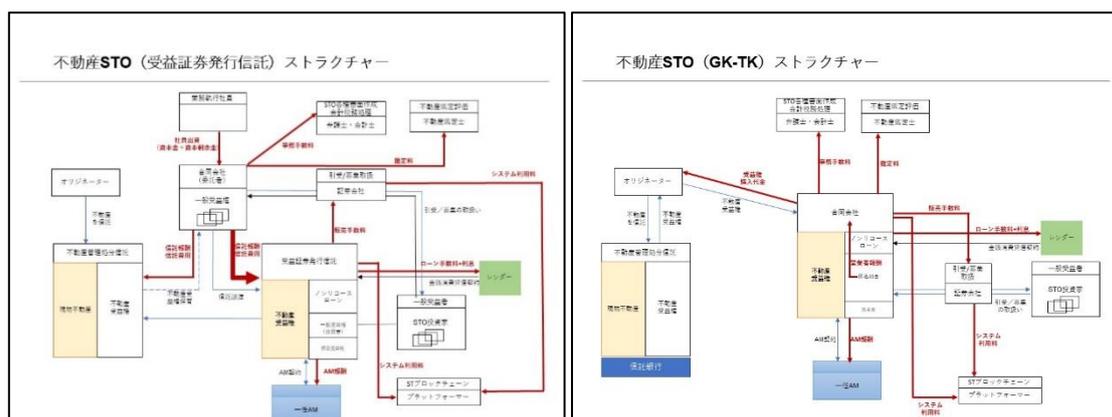
<sup>10</sup> 「資産流動化に関する法律」第四十四条第三項の「優先出資の譲渡は、当該優先出資に係る優先出資証券を交付しなければ、その効力を生じない。」旨の規定による。

としたSTを発行するに至ったという経緯があります。そのため、本邦においては、不動産を裏付け資産としたSTの発行が順調に増加している一方、その大半が受益証券発行信託の受益証券のSTに偏重しているという実態があるのです。

受益証券発行信託の受益証券のSTが発行されるのであれば、特段、ST化TK出資持分が発行されなくとも、個人投資家向けの不動産等を裏付け資産としたSTの発行は進捗すると思われがちですが、先に述べた通り、例えばSTではない従来の不動産証券化商品市場においては、逆に受益証券発行信託のスキームは用いられておらず、信託受益権型やGK-TKスキーム等で発行されることがより簡易で一般的な方式として認識されています。

また、受益証券発行信託の場合、追加での裏付け資産の取得との相性はそれほど良くないという指摘があります。つまり、受益証券発行信託における現状の実務では、「委託者（SPC）が信託財産（不動産受益権等）を信託受託者に信託譲渡することで受益権を発行する」建付けであるところ、投資家から払込みを受けた資金を追加での裏付け資産の取得に「直接」充てることができない可能性があります。この点、投資家からの調達資金をもって直接に裏付け資産の追加取得が可能なGK-TKスキームの方が、追加での裏付け資産の取得を想定したスキームとして利便性・柔軟性は優位なのです。

図5 不動産STOのストラクチャー図（受益証券発行信託、GK-TK）



また、たとえば、同じ不動産を裏付け資産とした場合、受益証券発行信託によってSTを発行する場合と、匿名組合出資持分としてSTを発行する場合は、明らかに発行に係るコストも異なってきます。受益証券発行信託の受益証券スキームでは、任意の投資ビークルを組成し、裏付け資産である不動産を信託設定した上で、再度当該不動産信託の信託受益権を信託した上で受

益証券を発行するスキームが採用されており、信託設定のコストが比較的高いと言われています。一方、GK-TKスキームの場合は、裏付け資産である不動産を信託設定することについては受益証券発行信託の受益証券スキームと変わりありませんが、合同会社を組成し投資家と匿名組合契約を締結するだけで済むことから、受益証券発行信託の受益証券の発行時と比べて大幅なコスト削減が可能であり、より仕組みとして簡易にSTの発行を行うことができるものと広く認識されています。

図6 不動産STOにおける各ストラクチャーコスト比較図 抜粋

コスト発生要因	支払い関係	各種コスト (受益証券発行信託)	コスト 比較	各種コスト GK-TK
委託者による 信託財産の提出 (受益証券発行信託契約)	委託者/信託財産 ⇒信託銀行	信託報酬 信託費用 <b>コスト大</b>	>	×
委託者による 信託財産の提出 (GK-TK)	匿名組合 ⇒営業者 (SPC)	×	<	<b>コスト小</b> 不動産売買代金相当額 (組員及び借入れ) 営業者報酬 年間15~30万円

(注) 受益者代理人契約、アセットマネジメント業務委託のコストなども受益証券発行信託の方がコスト高であるが、それ以外の費用（不動産鑑定評価、保護預かり約款等、PF関連コスト等）は、概ね同様とみなされている。

したがって、資本市場における資金調達を考えた場合、よりコストを下げ、投資家の負担を軽減できるST化TK出資持分の発行には、大きなメリットがあるといえます。

上述のとおり、Jリート以外の不動産ファンドは、主に機関投資家向けに私募で売り切り形式で発行される案件が多く、税制上の問題は発生していませんでした。しかし、個人投資家に広く販売できる商品とし、投資家にとっての投資対象の選択肢をより増やすためには、受益証券発行信託の受益証券のSTよりコストが安く発行でき、また現行広く利用されているST化TK出資持分の発行・流通が促進されることが望ましいのは言うまでもありません。

さらに、裏付け資産の追加等、ファンドの魅力を増加させる手段を考慮した場合、投資家からの払込を受けた資金を追加での裏付け資産の取得に直接充てることのできないといった受益証券発行信託の限界をGK-TKスキーム

であれば補うことができるのであれば、ST化TK出資持分の利用促進は、ST市場全体の活性化を見据えた場合、喫緊の課題であると言えます。

低金利下における個人金融資産の増加を促進する手段として、匿名組合出資持分が個人投資家に入手しやすい形として組成されるためには、ST化という形が最も望ましく、その発行・流通を促進させるためには、受益証券発行信託の受益証券のSTと同様の制度的環境を付与することが必要となります。そもそも、BC技術等を用いることで流動性が増すという理由で、金商法において第一項有価証券として扱われることとなったST化TK出資持分について、金商法上の規制の取扱いが同一である受益証券発行信託の受益証券のSTに適用される税制が、同様に適用されることが必須なのです。

## 6. ST化TK出資持分の税制改正メリット等

### (1) 個人投資家の投資対象の拡大

発行体・金商業者等のDX化の流れの中でBC技術等が利用されることでオペレーションの効率化が図られ、結果として、投資商品の組成・販売・管理コストの低減が可能となりました。これにより、従来は豊富な投資資金を有する機関投資家や一部の富裕層だけを対象に、高額の出資単位でかつ長期間に渡り投資資金が拘束される形で提供されてきた不動産ファンドが、幅広い個人投資家が公募形式で投資可能となっています。そのような機会の提供は個人投資家がアクセス可能な投資商品の拡大につながり、結果として、個人投資家による新たな投資を促し長期資産形成に資することが期待されています。

また、ST化TK出資持分のスキームは、現状の不動産を裏付資産としたSTを見てもわかるように、投資対象が明確で分かりやすい様々な不動産を裏付けとしたSTとして組成することが容易に行える上、STは、スマートコントラクトの利用により個人投資家に対して経済的価値のみならず、不動産の利用や所有を通じた体験的価値を提供することも可能であり、投資をより身近なものにするべく商品性をデザインすることも可能となっています。

電子記録移転権利が第一項有価証券の取扱いになった理由は、電子記録移転権利は個人を含め幅広い投資家に流通する機会が増加するため、投資家保護の観点から規制の強化が必要とされたためだとされています。ただ、幅広い投資家が投資できるように、第一項有価証券として取扱いを変更したにも関わらず、実際には投資後の税制上の平仄が合っていないこと

から、準備された枠組みでの投資機会が提供されていません。したがって、所得税の課税方法の問題が理由で普及、利用促進が進まないことは、国民の優良な投資商品への投資機会を失っているとも言えます。

なお、金商業者等がST化TK出資持分の勧誘を行う対象の一般投資家の属性としては、所得税率が20%を超えるほど課税所得が高額な一般投資家は少ないと想定されています。一般論として、所得税率が20%を超える者は、課税所得が700万円弱以上の者であると理解されますが、例えば、日証協「証券投資に関する全国調査（2021年6月・7月）」<sup>11</sup>をみると、有価証券の保有額が1000万円を超えると回答した個人投資家のうち、個人年収が700万円以上を超えると回答した者はわずか20%程度です。そのため、ST化TK出資持分に係る所得税を総合課税から分離課税に変更した場合でも、税収が大きく減少するとは想定しにくい状況にあるといえます。

## (2) 課税の透明性の向上、手続きの簡素化

流通市場が整備され、より活発な取引が行われることで、従来のTK出資持分では見込めなかった譲渡益や証券会社の手数料収入からも税収が見込まれるため、流動性を促進させることは、トータルでの税収をアップさせる効果があると考えられます。また、STの場合は、ブロックチェーン基盤上で帳簿（権利者や権利数を電子的に記録したもの）の書換えと権利の移転が行われるので、流動性が上がったとしても当該帳簿により投資家の精緻な把握が可能となり、課税の透明性が上がることも期待されます。

現状、個人投資家からは確定申告等に係る手続きが煩雑であり、購入しにくいとの意見が多々寄せられるところ、今回の税制改正要望は、類似した有価証券に関し商品ごとに納税手続きが異なる煩雑さを払しょくし、これらの手続きの簡素化を求めるものであります。納税手続きが簡素化されることにより個人投資家による投資ハードルを下げるとともに、個人投資家による申告漏れや誤申告等の問題が減少することで課税の効率性が向上することも期待されます。

国内外（特に海外）でWeb3の取組としてRWA（リアルワールドアセット、証券化等を含みます。）に関心が集まってきており、STの発行・流

---

<sup>11</sup> 日本証券業協会 「2021年度（令和3年）証券投資に関する全国調査（個人調査）」参照  
(<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/data/20211228150914.html>)

通市場としてどの国を選択するかは大きな論点になります。RWAが活発化する将来において日本市場の活用を促すには、日本の証券化スキームとしてメジャーであり、かつ、裏付け資産の自由度が高いST化TK出資持分において本税制改正を進めることは非常に重要と考えます。このように、一般投資家が参加しやすい環境を整備することで、国際金融市場として日本のポジションを高めるとともに、日本における発行数の増加による税収の向上も期待できるわけです。

なお、ST化しない従来のTK出資持分に係る課税関係については、高い流動性が求められる商品性ではなく、引き続き機関投資家等向けの商品であることを勘案すると、現状の税制のままでも差し支えなく、ST化TK出資持分のみが税制改正の対象となるべきだと考えます。

ST化TK出資持分のみを分離課税等の対象とするため、この税制を受けることができる場合として、①金融商品取引法上の金商業者等を経由して分配金や売買代金を受取る場合であり、②源泉徴収を金商業者等が税務署に申告したものに限定することとする考えられます。このように、金商業者等が納税手続きに関与することで、納税の確実性が担保できるメリットも想定されるところです。

### (3) ST市場の拡大

既存の第二項有価証券であるTK出資持分は、機関投資家等、大手投資家にまとまった金額で販売するという用途で主に利用されています。そのため、発行可能な商品の裏付け資産としては大手投資家の期待する資産、年限、リスク許容度といった制約があり、自由度の高い資金調達ができませんでした。

一方、税制上の問題が解消された場合、TK出資持分がST化されることによる組成、販売、流通の仕組みがデジタルで整い、従来参入していなかった一般投資家などの参入が期待でき、投資家層が拡大することで、これらの課題が解消されてTK出資持分を活用するプロジェクトや裏付け資産の幅が大きく拡大することが期待されます。

### (4) 「1億円の壁」の解消に向けた対応

ST化TK出資持分は、公募により広く一般投資家へ販売される商品であり、少額発行を小口で一般投資家に販売することを目指した「貯蓄から投資へ」の文脈に沿った取組となります。従来は個人投資家に投資機会がなかった身近な資産を対象にした証券化商品への投資などを通じて、一般

個人投資家の少額投資を後押しし、結果的に所得1億円以下の個人の投資による所得を増加させる取組になると考えられます。したがって、「1億円の壁」を解消する施策にもなると考えられるのです。

2020年5月の金商法改正により発行されているSTは、主に小口化しての販売が想定された商品であり、本来的には富裕層以外の一般の個人投資家によるアクセスが期待される商品と考えられています。富裕層以外の一般の個人投資家によるアクセスを促進するためには、税制の分かりやすさも非常に重要であり、特定口座での取扱いや申告分離課税も認めることも重要な施策となり得えます。

ST化により、様々な商品組成が可能となれば、従来投資が行われてこなかった産業分野に対し、資金供給が行われ、産業の活性化が見込めます。従来流通を想定していなかったみなし有価証券（第二項有価証券）が、広く一般の個人投資家に流通することにより、一般の個人投資家の投資における選択肢が増加することにもなります。

#### (5) 国際競争力の強化

投資家層が拡大して、デジタル化が進んだSTにより販売・管理ができることで、従来は発行額が少額であることや、流動性がない市場による商品性の制約で資本市場の活用が困難だった新規プロジェクトの資金調達や資産の証券化が可能となり、新規産業の育成や新規事業が促進されて国内経済の好影響をもたらすとともに、国際競争力を高められると考えられます。

日本におけるトークンに絡んだ法制度整備は、海外に先駆けいち早く取り組みが行われ、従来なかった個人投資家が購入できるユニークな商品を生み出しています。特に、STに関しては、金商法で従来からの有価証券に対する規制がそのまま適用されるなど、安心して投資家が投資できる環境整備が行われていることなどをベースに、ST市場の拡大の流れを止めず、世界をリードするST市場の環境整備を進めていくことは、我が国の喫緊の課題であると考えます。

## 7. 政府の政策目標への対応

このように、ST化TK出資持分の税制改正を行うことは、上記「Iはじめに」でも述べた通り、Web3.0に係るトークンの利活用につながり、デジタル社会の形成を通じた経済成長を目指す我が国のいわゆる「骨太方針2023」に合致する取り組みです。最終的には、投資の拡大と経済社会改革の実行に資するものです。

「骨太方針2023」には、「セキュリティトークンの円滑な発行・流通に向けた必要な取組を進める」とあるが、税制に関する本問題が解決することで、トークンの利活用につながることは明確です。

なお、ST市場規模については、4. で示した統計のほかに、ボストンコンサルティング<sup>12</sup>による試算をベースにすると、グローバル市場で16兆ドルと推計されています。これを、日本市場に当てはめると（GDPシェア5%として、5%シェアを採用）、約100兆円の国内市場が想定されています。

「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023<sup>13</sup>」では、我が国の経済発展にむけた各種施策が示されています。そこでは、Web3の推進に向けた環境整備の必要性が謳われており、それにより、「ブロックチェーン技術をはじめとするデジタル関連先端技術を担う人材を国内で確保・育成する」ことに繋がり、ひいては、我が国の経済発展に強く寄与することとなります。BC技術等を活用した電子記録移転権利は、Web3のエコシステムをなすものであり、税制対応により、上記のような政策目標の達成に資すると考えられるわけです。

特に、自民党の「web3ホワイトペーパー<sup>14</sup>」に示されている通り、「セキュリティトークン市場の発展に向け、税務手続を含めた税制面の取扱いについても検討が進められることが必要」とされており、これはまさに電子記録移転権利に関する税制対応を指しているものです。このような市場環境の整備は、大きな日本経済の発展に起用する政策目標に、ダイレクトに寄与するものであると考えられるのです。

---

<sup>12</sup> ボストンコンサルティングと ADDX(2022/09) (<https://web-assets.bcg.com/1e/a2/5b5f2b7e42dfad2cb3113a291222/on-chain-asset-tokenization.pdf>) P14 参照。

<sup>13</sup> 内閣官房ウェブサイト新しい資本主義実現本部／新しい資本主義実現会議 ([https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/pdf/ap2022.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2022.pdf)) P30～31 参照。

<sup>14</sup> 自民党ウェブサイト web3 ホワイトペーパー ([https://storage.jimin.jp/pdf/news/policy/205802\\_2.pdf](https://storage.jimin.jp/pdf/news/policy/205802_2.pdf)) 参照。

## IV－I 本協会の税制改正要望について

今まで述べた通り、ST市場活性化に向けた取り組みの中でも、ST化TK出資持分の税制改正要望を強く求める背景には、このスキームの使い勝手の良さが確保されることで、より広く一般投資家に受け入れられる商品の選択肢を増やし、ST市場の活性化につなげることができるからです。

本協会が昨年に続き、引き続き求めるのは、TK出資持分全般に対する取扱いに対するものではなく、2019年の金商法改正により、「電子記録移転権利」が、第一項有価証券に含められたにも関わらず、所得税法及び法人税法における有価証券の定義には電子記録移転権利に関する反映が行われなかったため、当該制度趣旨を踏まえて税法上も有価証券の定義に含めていただくという点にあります。

つまり、ST化TK出資持分の課税上の取り扱いを、既に使用されている特定受益証券発行信託型の電子記録移転有価証券表示権利等（トークン化有価証券）と同様なものとして整理していただきたいとするものです。

具体的には、現状、所得税法では、有価証券を「金融商品取引法第二条第一項に規定する有価証券その他これに準ずるもので政令で定めるものをいう。」と定義され（所得税法第2条第1項第17号）、所得税法施行令第4条「有価証券に準ずるものの範囲」の中では、電子記録移転権利が含まれていないところ（但し、合同会社等の社員持分は当該政令の中で指定されていることから、電子記録移転権利の中でも当該社員持分をST化したものは有価証券に該当するものがあります。）、この「有価証券に準ずるものの範囲」に電子記録移転権利を追加していただきたいと、また、法人税法上、有価証券の範囲は所得税法と類似しているため（なお、法人税法では、譲渡性預金の預金証書（外国法人が発行するものを除きます。）をもって表示される金銭債権が有価証券の対象に加わる点が所得税法とは異なります。）、電子記録移転権利が特別に規定されているわけではないという取り扱いを見直していただきたいというものです。

電子記録移転権利が第一項有価証券として厳格な業規制と開示規制が課せられた趣旨は、いわゆる集団投資スキーム持分として従来は第二項有価証券とされた権利であったとしても、トークンに表示されて転々流通し得る性格が付与されたのであれば、事実上多くの投資家間で流通する可能性が高いとされたためと理解しています（そのため、金商法第2条第3項の電子記録移転権利の定義

では「流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるもの」は従来通り第二項有価証券のままの取り扱いとなっています（以下「適用除外電子記録移転権利」といいます。))。

電子記録移転権利が、このように、公募型の商品として想定されている以上、従来の第二項有価証券とは金融商品としての性質が変わっており、税制上も第一項有価証券と同様のカテゴリーに属するよう変更が必要であると考えます。

改正箇所として、前述した政令の部分に電子記録移転権利を含めることと、その他要件<sup>15</sup>を設けることで足り、匿名組合その他権利における今までの課税上の取り扱いには全く影響させることなく済むと考えています。

これらの目標の実現のために、令和6年度税制改正に関し、電子記録移転権利の各種税制について、株式や社債等の税制と同様に取り扱うなど、次の事項を要望いたします。

---

<sup>15</sup> 「その他要件」を設ける趣旨は、「特定」受益証券発行信託には分配要件があるなど一定の条件が付されているため、電子記録移転権利のうち、特定要件と同様の条項が、匿名組合契約等の中で明文化されているものに限るという限定を付すことで、バランスを図るものです。

特に重要となる要件は、稼得した利益の分配要件であり、この要件を付すことで他の投資ビークルとの整合性が保たれると考えます。

また、組合契約を使った投資スキームの場合、損失が出た場合にもその損失を投資家に分配ができる点が利点となるが、電子記録移転権利として一般的な有価証券のカテゴリーに含めることの効果として、このような損失分配を認めないとする必要であると思われま。電子記録移転権利は、純粋な公募型投資商品としてリパッケージされ、もはや節税スキームとしての利点は享受することはできないとすることで、株式その他伝統的な有価証券とのバランスを図ることができます。

ST化TK出資持分を含む電子記録移転権利を、上場株式等と同様の課税上の取り扱いを認めるためには、一定の条件を設けるべきであると考えられ、その際には特定受益証券発行信託に対して課されている条件を参考にすることが考えられます。

例えば、以下の条件を満たすことが考えられます。

- ①金融商品取引法上の電子記録移転権利の定義を満たした金融商品である旨
- ②金商法上の募集案件（金商業者等が仲介するもの）である旨
- ③未分配利益は、匿名組合出資残高の1000分の25相当以下とする旨
- ④損失の分配は行われず、損失に関しては最終的な精算時に元本毀損として確定する旨
- ⑤営業者たる合同会社等は、承認会社である旨
- ⑥計算期間が1年以下である旨

## IV-Ⅱ 所得税法における電子記録移転権利の取扱い

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（集団投資スキーム持分及び信託受益権等の金商法第2条第2項各号に規定される権利、いわゆるみなし有価証券）でありながらも、BC技術等を用いた「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（例えば、株券、社債券等）としての規制が適用されることになりました。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ています。

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（以下「ST化受益証券」といいます。）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ます。そのため、以下の対応を要望するものであります。

### 1. 配当及び収益分配金の課税（申告納税）の取扱い

特定の資産を裏付けとした匿名組合出資持分のSTについては、その投資効果や流通性は、同様の資産を裏付けとした特定受益証券発行信託の受益証券と同等であり、ST化された場合、金商法上の取扱いも同様となっているところ、ST化受益証券に係る配当及び収益分配金に関しては、配当所得に該当し、総合課税、申告分離課税、源泉分離課税のうちから課税方法を選択できることとなっています（所得税法第24条第1項、租税特別措置法第8条の4第1項第4号、第8条の5第1項第5号）。

一方、ST化TK出資持分の配当及び収益分配金については、原則雑所得として課税されることとなっています。

については、ST化TK出資持分については、ST化受益証券と同等の取扱い（配当所得の課税の特例）とすることを要望します。

## 2. 譲渡所得の課税の取扱い

電子記録移転有価証券表示権利等のうち、ST化受益証券に係る譲渡所得の課税の取扱いは、上場株式等として申告分離課税となっているものの、ST化TK出資持分は、譲渡価額と取得価額との差額が譲渡所得として総合課税の対象となり、同じ性格の金融商品でありながら異なる取扱いがされています。

ついては、ST化TK出資持分については、ST化受益証券と同等の取扱い（譲渡所得の申告分離課税）とすることを要望します。

## 3. 損益通算について

電子記録移転有価証券表示権利等のうち、ST化受益証券については、上場株式等に係る譲渡損と上場株式等に係る配当所得との損益通算が可能となっているが、ST化TK出資持分は、上場株式等に係る配当所得との損益通算は行えないこととなっています。

ついては、ST化TK出資持分については、ST化受益証券と同等の取扱い（上場株式等との損益通算）とすることを要望します。

## 4. 繰越控除

電子記録移転有価証券表示権利等のうち、ST化受益証券においては、3年間の譲渡損失の繰越控除が可能となっているが、ST化TK出資持分においては、3年間の譲渡損失の繰越控除は行えないこととなっています。

ついては、ST化TK出資持分については、ST化受益証券と同等の取扱い（3年間の譲渡損失の繰越控除）とすることを要望します。

## 5. 特定口座への受入

電子記録移転有価証券表示権利等のうち、ST化受益証券においては、特定口座への受け入れが可能となっているが、ST化TK出資持分においては、特定口座への受け入れが行えないこととなっています。

については、ST化TK出資持分については、ST化受益証券と同等の取扱い（特定口座への受入）とすることを要望します。

## v その他の商品に係る所得税等の取扱いについて

令和6年度税制改正要望においては、ST化TK出資持分についての取扱いを上記のとおり見直すことを要望するものですが、STに関しては、不動産の信託受益権(合同運用信託、不動産信託等)、社員権型ファンド、投資事業有限責任組合への出資、有限責任事業組合への出資の形式による組成も理論上想定されており、それぞれにおいて所得税の取扱いが図6のとおり異なっています。

これらの商品に関しても、匿名組合出資持分と同様、今後投資家にとって解りやすく投資を促進するような平易な課税体系に見直すべきと考えています。

図6 金商法2条2項各号における課税関係(個人)について

	金商法2条2項一号 信託の受益権	金商法2条2項三号 合同会社等の社員権	金商法2条2項五号 民法組合等の権利
商品例	不動産の信託受益権 信託の受益権(金商法第2条第1項第10号及び同項第12条から第14条に掲げる信託の受益証券等に表示されるべきものを除く。)の取扱いは、信託財産の内容(株式、公社債、金銭債権、不動産等)によって異なる。ここでは次の信託受益権を例に課税関係を整理する。 合同運用信託、不動産信託等 なお、法人課税信託及び退職年金等信託に該当する信託受益権については本件説明資料の対象から除外している。	社員権型ファンド	投資事業有限責任組合への出資 有限責任事業組合への出資
①配当の課税(申告納税)	合同運用信託: 集団投資信託に該当し信託配当時に、利子所得として、総合課税。 所法24条十一、所法13条①③一、所法22条②一、所法23条④ 上記以外: 受益者等課税信託として、受益者が当該信託財産を直接有するものとされるため、信託配当時に課税はなく、その信託財産に帰せられる収益及び費用をその受益者の収益及び費用として認識する。 そのため、不動産から賃料収入及び減価償却費などの経費が生じている場合には、その収入及び経費に基づき不動産所得を認識する。 所法6条の2、所法13条①、所法26条②、法2条二九の二	総合課税の上、配当控除の適用が可能。 10万円以下の少額配当の場合は申告不要の選択が可能。 所法22条②一、所法24条①、所法92条、措法8条の5①一	組合事業に係る損益は、個人のその年分の各種所得の金額の計算上、総収入金額又は必要経費として認識され、分配受領時での課税なし。 所通36・37共-19、19の2、20
②配当の課税(源泉徴収)	合同運用信託: 信託配当につき、15.315%の源泉所得税がかかる。 所法181条①、所法182条一、復興確法28条 上記以外: 利子所得、配当所得に該当しないため、源泉徴収は不要。	利益配当につき、20.42%の源泉所得税がかかる。 所法181条①、所法182条二、復興確法28条	組合員が居住者である場合には、源泉徴収は不要。
③譲渡損益の課税	合同運用信託: 譲渡所得として、総合課税。 上記以外: 信託財産によって総合課税か申告分離課税かが異なる。個人が所有していた不動産の信託受益権を譲渡した場合には、申告分離課税が適用される。 措法31条、措法32条	申告分離課税。 措法37条の10①、②一	組合持分の譲渡ではなく、組合の共有財産をその持分に応じて譲渡したものとされる。組合財産の内容によって所得区分や総合課税・分離課税の取扱いが異なる。
④損益通算	合同運用信託: 総合課税の他の所得と損益通算可能。 所法69条 上記以外: 信託財産によって損益通算の可否が異なる。不動産賃貸等の所得については、総合課税が適用されるすべての所得との間で損益通算が認められる。一方、不動産に係る譲渡所得については、分離課税が適用され、長期譲渡所得又は短期譲渡所得内においてのみ損益通算が可能である。 措法31条、措法32条	上場株式の譲渡損のように配当所得との損益通算不可。	上場株式の譲渡損のように配当所得との損益通算不可。
⑤繰越控除	信託財産の譲渡が総合課税の対象となるのであれば、3年間の繰り越し控除可能(青色申告者は純損失の全て、白色申告者は変動所得などのみ) 所法70条①②一	3年間の損失の繰越控除不可。	3年間の損失の繰越控除不可。
⑥特定口座への受入	不可。	不可。	不可。
⑦導管性の有無	合同運用信託: 無し。所法13条①③ 上記以外: 有り。所法13条①	無し。	有り。



**JSTOA**  
日本STO協会