

2026 年度税制改正に関する要望書

2025 年 9 月 19 日

「2026 年度税制改正に関する要望書」 目次

I	はじめに	…	1
II	STの仕組みと特徴等について	…	2
	1. STの仕組みについて	…	2
	2. STの特徴について	…	3
	3. STに関する規制について	…	4
III	ST市場の現状	…	6
	1. STの発行市場規模について	…	6
	2. STの流通市場について	…	7
IV	ST化TK出資持分について	…	9
	1. 匿名組合とは	…	9
	2. ST化TK出資持分の市場拡大の可能性について	…	10
	3. 受益証券発行信託との比較	…	11
	6. ST化TK出資持分の税制改正の必要性	…	14
V—I	本協会の税制改正要望について	…	19
V—II	所得税法における電子記録移転権利の取扱い	…	21
	1. 配当及び収益分配金の課税（申告納税）の取扱い	…	21
	2. 譲渡所得の課税の取扱い	…	22
	3. 損益通算について	…	22
	4. 繰越控除	…	22
	5. 特定口座への受け入れ	…	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、2025年8月末現在、多くのSTが発行されています（2ページ参照）。

現状、STについては、金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）上、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を除き、第一項有価証券として取り扱われ、一般投資家向けに公募を行うに当たっては、契約締結前の情報提供義務や法制度開示が義務づけられ、十分な投資家保護は図られています。

他方で、従来二項有価証券だった匿名組合出資持分をST化したもの（以下「ST化TK出資持分」といいます。）に関しては、分配金、売却/償還益に係る所得税が二項有価証券と同様に総合課税として扱われるため、金商法上、個人向け商品として公募/販売は出来るものの、取扱い実績は限られており、ST化TK出資持分を第一項有価証券とした金融商品取引法改正が活かされていない状況となっています。

このような認識の下、2026年度税制改正にあたり、本協会の会員により税制改正が求められる事項を整理した上で、以下のとおり、要望するものであります。

Ⅱ S Tの仕組みと特徴等について

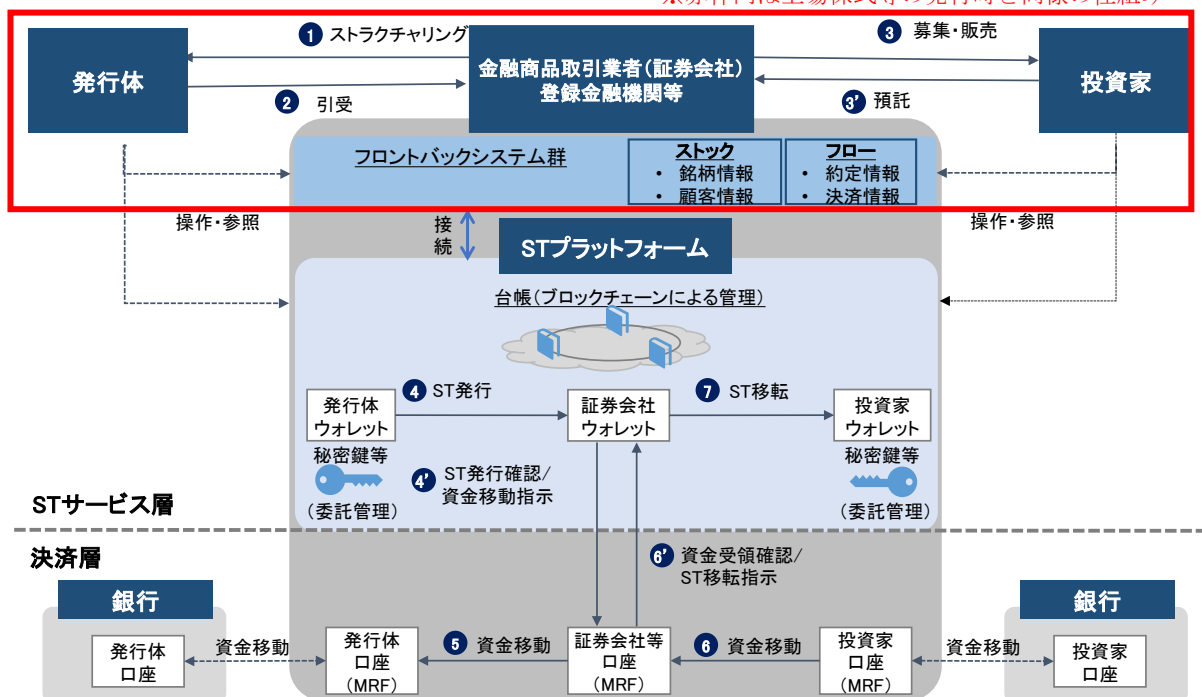
1. S Tの仕組みについて

S T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、S T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S Tは、2.に記載する特徴を有します。

S T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S T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、S Tを安全確実に管理しています。

S T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. S Tの特徴について

B C技術等により発行されるS Tは、主に次の特徴を有しています。

- ① B C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S T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 B C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、B C技術等やスマートコントラクト¹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、B C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、S T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。

¹ 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S Tの移転制限を付すこと、S D G s 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S T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S Tに対する認知度は低く、投資商品としてのS T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。S T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S T市場の発展は望めません。本協会としては、S T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. S Tに関する規制について

S Tのさきがけとして、2017 年頃から、企業等がB C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「I C O」といいます。）が世界的に流行しましたが、詐欺的なI C O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。²

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、S T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

² 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>

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。

Ⅲ ST市場の現状

1. STの発行市場規模について

我が国では、金商法が改正された2020年5月以降、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、2025年8月末日までに一般投資家向けに公募で発行が公表されたSTについては、社債のSTが7件（発行価格総計約185億円）、受益証券発行信託の受益証券をST化した商品（以下「ST化受益証券」といいます。）が44件（同約1,988億円）、ST化TK出資持分（GK-TK方式）が4件（同約36億円）となっていますが、いずれの事案も小口の個人投資家を含む一般投資家向けに販売が行われ、今後も引き続き発行が見込まれています。

また、ST化受益証券及びST化TK出資持分の裏付資産のほとんどが、現状において不動産（不動産受益権）となっておりますが、昨年は、映画の興行権をST化した案件が見られ、また、機関投資家向けのST化LPSについては、太陽光発電を裏付資産としたものも発行されていることから、今後、更なる裏付資産の拡大が見込めるものと注目されているところです。

「年別 ST の発行状況」

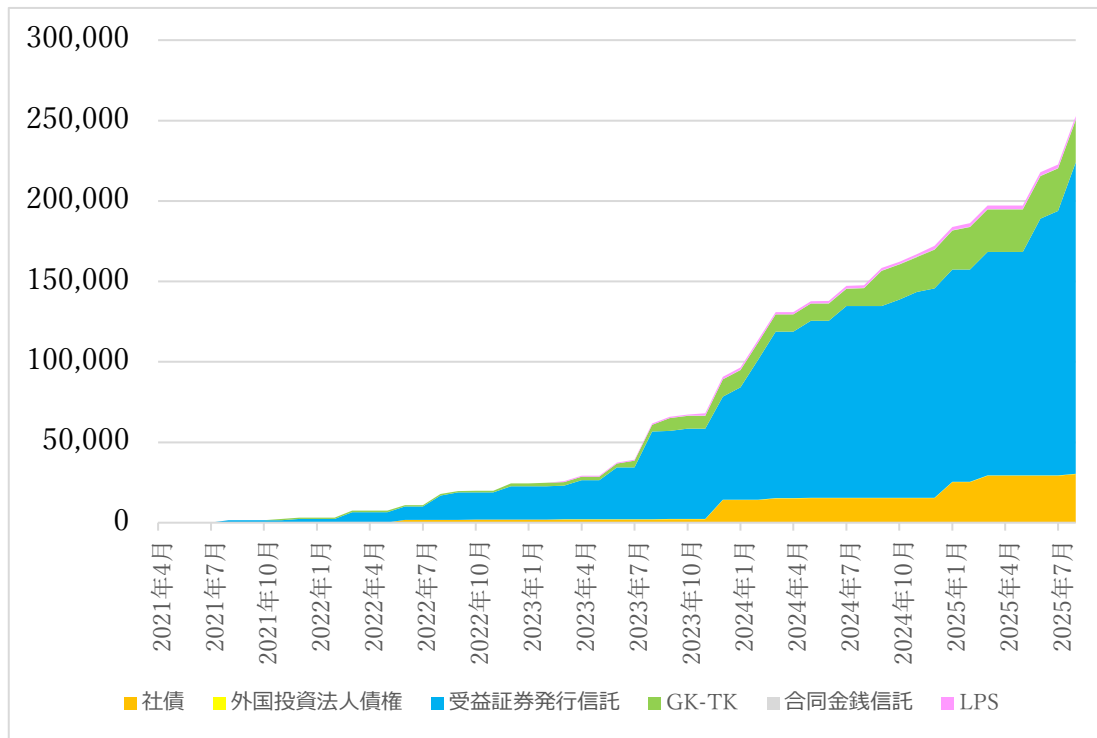
（単位：千円）

証券	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年		2025 年	
社債（公募）			1,500,000	2	12,000,000	2	1,000,000	1	4,000,000	2
社債（自己募集）	100,000	1	240,900	2	203,000	1	159,000	1	1,010,000	3
社債（私募）							10,000	1	10,000,000	1
外国投資法人債券					259,300	1				
受益証券発行信託（公募）	2,243,716	2	18,607,000	7	43,173,500	12	66,123,648	14	68,686,700	9
受益証券発行信託（直接募集）									1,000,000	1
GK-TK（公募）	870,000	1			2,385,000	2	368,000	1		
GK-TK（自己募集）			778,000	1	6,685,000	3	16,012,000	2	2,284,000	1
合同金銭債権					100,000	1	156,180	1		

* 有価証券届出書等から日本STO協会が集計

「金商法改正以降の S T 発行状況」

(単位：百万円)



* 有価証券届出書等から日本 STO 協会が集計

2. S T の流通市場について

流通市場は、2023 年 12 月に稼働した大阪デジタルエクスチェンジの START が年間を通して稼働し、2025 年 8 月末現在、受益証券発行信託の ST 化受益証券 6 銘柄の取扱いが行われています。

一方、証券会社内の取引（店頭取引）は、顧客の換金ニーズに基づく売却を受けた売買が行われている状況です。

いずれも、現在発行されている S T の「年限が比較的短く、不動産鑑定評価額がベースとなるため価格変動がほとんどなく、また定期預金よりも高利回りの利益分配が行われる商品であるため、換金ニーズがあまり発生しない」といった商品性を勘案すると、株式における取引所市場のような流通市場形成に向けた動きとはなっていないものと思われます。しかし、いざというときの流通市場の存在は、安心して投資が行える商品として、投資家にとって計り知れないメリットがあると考えられます。

そのため、今後、様々な裏付資産の商品が開発等に向け、発行市場の拡大に加え、市場の両輪を担う流通市場の活性化は、大きな課題といえるでしょう。

(1) ODX (PTS) における売買状況

(単位：円、口)

年	取 扱 銘柄数	売買口数	売買代金	年末時価総額
2024 年	6	2,720	272,349,581	18,718,708,100
2025 年 (～5 月)	6	1,581	154,862,310	18,444,443,510

* ODX 公表の統計より、日本 STO 協会が集計

(2) 店頭取引における売買状況

(単位：百万円)

	有価証券の種類								合計
	トークン化有価証券				電子記録移転権利／適用除外電子記録 移転権利				
	受益証券 発行信託	社債	その他	金額	匿名組合 出資持分	合同金 銭信託	その他	金額	金額
2024 年 (4 月～12 月)	2.723	0	0	2,723	23	0	0	23	2,746
2025 年 (1 月～5 月)	1.269	0	0	1,269	11	0	0	11	1,280

* 日本証券業協会及び本協会が共同で公表している「金商業者等による電子記録移転有価証券表示権利 等の取扱状況」を基に集計

Ⅳ 匿名組合出資持分のS Tについて

1. 匿名組合とは

従来各種ファンドにおいて、匿名組合出資を受けた合同会社がS P Cとして当該出資金等を原資に信託受益権の取得や事業への出資を行い、それによって得た分配金や収益を基に匿名組合員への配当を行う、いわゆるG K-T K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ました。G K-T Kスキームでは、匿名組合員は匿名組合契約の当事者として匿名組合出資持分を保有するとされています。そして、近年S T化T K出資持分を公募にて発行する案件が出てきており、当該案件において発行されたS T化T K出資持分は、既述のとおり、株式や社債、受益証券発行信託の受益証券同様、第一項有価証券として金商法上取り扱われています。

匿名組合契約は、匿名組合員から営業者への出資と、営業者の匿名組合員に対する利益分配の約束で構成されており(商法 535 条)、一般に、この匿名組合契約によって生じる契約関係を匿名組合と呼んでいます。

匿名組合契約では、匿名組合員は、出資の範囲内でしか責任を負わないため、投資リスクが低い一方で、投資元本が保証されないため、元本割れの可能性があるといったデメリットもあります。もっとも、これは受益証券発行信託の受益証券の場合も基本的には同じです。

現状、事業型ファンドの多くがこの匿名組合を用いた形で組成されており、例えば、航空機・船舶・海上コンテナなどの大型リースを複数の出資者で行うオペレーティング・リース、研究開発費のコストシェアリング、不動産ファンド、または、企画もののイベントプロジェクトなどの資金調達など、幅広く活用されています。

また、匿名組合の利用形態の1つであるG K-T Kスキームを用いたファンドの組成は、証券化スキームの代表例として、国内外において広く浸透しています。また、このG K-T Kスキームについては、今までの証券化実務で培われた組成や運用のノウハウが、書籍や論文等で広く公開されており、精通した実務家も多数存在しています。このように事業者、実務家にとって、認知・利用されているスキームをそのまま転用し、S T化T K出資持分として発行するメリットは大きいと考えられています。

2. S T化T K出資持分の市場拡大の可能性について

現在、S T化T K出資持分の多くが不動産信託受益権を裏付け資産として発行されています。もっとも、最近では、不動産信託受益権を裏付けとした案件にとどまらず、映画興行権を裏付け資産としたS T化T K出資持分も発行されるなど、不動産信託受益権以外の権利を裏付け資産としたS T化T K出資持分の発行が行われ、また今後も各種裏付け資産のS T化T K出資持分が検討されています。

このようにS T化T K出資持分はその裏付け資産の柔軟性等から市場が大きく広がる可能性を有しています。具体的には、S T化T K出資持分には以下のような利点があります。

(1) 設計の自由度

G K-T Kスキームを用いたS T化T K出資持分においては、比較的自由に裏付け資産の追加、入れ替えを行うことが可能であることから、裏付け資産の固定化を避けたいというニーズに応えることができます。

(2) 裏付け資産の柔軟性

S T化T K出資持分の裏付け資産には、特に制限等はないことから、多様な資産を裏付け資産として出資対象とすることができます。現在は、不動産信託受益権を裏付け資産とするS T化T K出資持分の発行が主流ですが、映画興行権を裏付け資産としたS T化T K出資持分が発行されるなど、今後、不動産のみならず、例えば以下のような資産を含めた多様な裏付け資産のS Tの発行が視野に入れられています。

Ex) 企業貸付事業、営農型太陽光発電、映画、アニメといった各種コンテンツ等

(3) 汎用で低コスト

G K T Kスキームを用いたS T化T K出資持分は、後述するように、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、従来機関投資家商品であった当該商品が、一般投資家向けの商品として組成が可能となり、今後飛躍的に発行が増加する可能性を秘めています。

(4) 不動産特定共同事業法に基づくS Tの金商法適用

令和5年度改正金商法により、不動産特定共同事業法上の不動産特定共同事業契約に基づく権利をS T化したものは電子記録移転権利として金商法の規制が課されることになりました。現状、不動産特定共同事業

を行う者が取扱う不動産特定共同事業契約の多くがGK-TKスキームを用いていることを勘案すると、ST化の進展により、ST化TK出資持分の発行が増加する可能性があります。

3. 受益証券発行信託との比較

従来、TK出資持分は、一部の機関投資家や、少額の資金調達のために個人投資家に対し流通しない形で発行されてきましたが、これは、契約における事務手続きの煩雑さ等によるものと言われ、GK-TK方式によるST化TK出資持分により資金調達を行う環境を整備することによって、従来のデメリットが解消され、一般投資家も含め、小口での販売が可能となる環境が整備されたといえます。

一方で、現在のSTの発行においては、受益証券発行信託のST化受益証券が主流となっていますが、裏付資産となる不動産信託受益権を信託して受益証券を発行するか、合同会社の資産として不動産信託受益権を取得するためにTK出資持分を発行するかの違いであり、投資家にとっての経済的効果には大きな違いはありません。

もちろん、根拠となる法令がことなることにより、ビークルに関するガバナンスが異なるといった指摘はあるものの、実質的には、他の点でカバーされることで、これらに大きな差異はないものと考えられます。

(1) スキームのガバナンスについて

商法に規定されるTK出資持分については、信託法に規定される受益証券発行信託の受益証券のようなガバナンスに関する明確な定めはありません。そのため、多くの個人投資家への販売は慎重であるべきではないかと指摘されることがあります。これについては、本協会としては以下のとおり考えています。

- ① TK出資持分の個人投資家への販売は、すでに不動産特定共同事業法も基づくファンドなどでも行われており、一般的に認知されている商品です。さらに、個人投資家への公募ST化TK出資持分の販売はすでに4件ほど実施されており、実績のある商品となっています。さらに、ST化TK出資持分は、相当の審査能力や適切な販売能力を持った本協会所属の第一種金商業者等が取扱うことにより、合理的根拠・適合性原則も相まって、適切な個人向け販売商品として、取り扱われています。

TK出資持分が元来プロ向け商品とされていたのは、金融商品としてのリスク・リターン・プロファイルの問題だけではなく、専ら第二

項有価証券としての私募によって発行されることから必要十分な情報開示が行われないこと、また、不特定多数の投資家に販売することによる契約手続きや期中対応等の事務負担が大きい点にあったものと考えられるところ、ST化TK出資持分の場合は、電子記録移転権利に該当する場合、第一項有価証券として金商法での開示義務が課されることから、基本的には個人投資家に販売する商品は、必要十分な情報開示が行われるものであり、また、事務負担についてもブロックチェーンの利用により解消されます。

- ② 受益証券発行信託の場合、信託法において受託者である信託銀行等は受益者に対し忠実に信託事務の処理その他の行為を行うことが義務付けられ、これに関連して分別管理、帳簿等の作成等、報告及び保存、検査役の設置などが義務付けられ、また、受益者集会の招集等が行えるなど、信託の運営に受託者が大きく関与し、ガバナンスを確保する仕組みとなっています。

一方で、匿名組合の場合は、商法上、ガバナンスに関する明確な定めはないものの、営業者は、匿名組合員に対しては、民法上の組合の規定の類推適用によって、善管注意義務（民法第 671 条、民法第 644 条）を負うと解するのが通説³であるとされています。この善管注意義務には、例えば、「組合財産を自己の固有財産及び他の組合の組合財産と分別して管理する義務」や「匿名組合員の利益を害する危険性の高いものであった場合、営業者は匿名組合員の承諾を得る義務」なども含まれると解されています。

また、匿名組合員は、営業者に対して、貸借対照表の閲覧請求や営業者の業務及び財産状況に関する検査を行うことができ（商法第 539 条）、営業者に対して、一定の牽制機能を働かせることができます。

さらに、営業者は任意に営業を廃止し、又はこれを他人に譲渡することはできず、営業者が匿名組合員の承諾を得ないで、任意に営業の変更・休止若しくは廃止をし、又はその譲渡をした場合には、債務不履行による損害賠償及び契約の解除（解約通知（商法第 540 条第 2 項）の場合を含みます。）の問題を生じるとも解されています。

上記のとおり、匿名組合の場合でも事実上、一定のガバナンスは存在していると考えられます。また、ST化TK出資持分は公募形式で

³ 東京地裁平成 24 年 5 月 24 日判決、東京地裁令和 3 年 7 月 29 日判決、東京地裁平成 24 年 4 月 27 日判決等を参照。

発行される場合、金商法上の法定開示が行われ、投資家にとって必要な情報が提供されることから、相応の投資家保護も図られています。

上記のような枠組みでも不足する点がある場合は、例えば、ST化TK出資持分を一般の個人投資家へ販売する場合は、金商法に基づく情報開示が行われる公募を前提とし、受益証券発行信託を利用した場合の同様に、プロの投資運用業者であるアセットマネージャーとの投資一任契約締結を発行時の自主規制上の要件とすることで、金商法の枠組みに基づくガバナンスの効いた投資商品の組成が可能になると考えられます。

なお、現在ST化TK出資持分の発行スキームであるGK-TKスキームにおいては、そもそも営業者である合同会社が実質的な意思決定を行うことは想定されておらず、投資運用業者に投資判断が一任されることが想定されています。そのため、不適切なガバナンスが生じる可能性を排除するために、投資運用業者に対する一定の規律を通じて実施される仕組みも考え得るところです。

(2) 投資家保護について

もともと金商法上の第一項有価証券である受益証券発行信託のST化受益証券は、株式や社債と同様、金商法上の各種規制が課されており、投資家保護が適切に機能する仕組みになっています。他方、従来のTK出資持分は金商法上の第二項有価証券に分類されていることから、第一項有価証券と比較すると、一定の部分で投資家保護が劣後しています。しかしながら、ST化TK出資持分は、その多くが電子記録移転権利として発行されることが想定され、電子記録移転権利は第一項有価証券として金商法上規制され、開示規制、業規制、不公正取引規制など、同様の規制が課され、投資家保護上まったく同じとなっています。

上記ガバナンスの問題から波及する投資家保護の問題も、(1)で述べたような方策により、ST化TK出資持分は受益証券発行信託のST化受益証券と遜色ないビークルであることがお分かりいただけると思います。

(3) 発行コストについて

例えば、ST化TK出資持分と受益証券発行信託のST化受益証券では、同じ資産を裏付け資産とした場合の発行に係るコストが大きく異なります。

受益証券発行信託のST化受益証券では、任意の投資ビークルを組成し、裏付け資産を信託設定した上で、再度当該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、つまり2階建ての信託設定に係るコストが比較的高いと言われています。一方、GK-TKスキームによるST化TK出資持分の場合は、裏付け資産を信託設定することについては受益証券発行信託のST化受益証券と変わりませんが、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、仕組みとしてより簡易に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。

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。

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ST化受益証券の限界をGK-TKスキームによるST化TK出資持分で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いえます。

もちろん、受益証券発行信託のST化受益証券における発行コストがある程度高いのは、信託法等で定められた信託銀行等のガバナンス等に係る手続きに一定のコストがかかるためという指摘があるのも理解しておりますが、ST化TK出資持分と比較した場合、1件の発行に係るコストの違い程のガバナンスの差異はないものと理解しております。

4. ST化TK出資持分の税制改正の必要性等⁴

2. で述べたように、ST化TK出資持分の発展が、ST市場の拡大にもたらす影響は相当大きいものと考えております。そのような状況下において、本協会として税制改正を求める背景には、実際に以下のような環境があるからであり、税制改正の必要性は大きなものとして存在しているものと考えているからです。

⁴ 2025年5月、自民党デジタル社会推進本部が「デジタル・ニッポン2025」を取り纏めたが、その一部を構成する「web3提言2025」において、ST化TK出資持分の税制改正については、「web3ホワイトペーパー2024」で取り上げた施策（短期的課題）の進捗（P16）に「決済・投資手段のデジタル化、セキュリティトークンの流通促進のための措置」として、「匿名組合出資型セキュリティトークンの税制に関する当局と業界との意見交換が実施され、今後の方向性について検討中である。もっとも、現時点では税制見直しはなされておらず、必要性等について関連業界と関係当局は更なる検討を進めることが望まれる。」とされている。

(1) 魅力のある商品でありながら、税制の差異で投資家が投資を躊躇する現状があること

個人投資家目線でいえば、金融商品として個人投資家向けに一定広く提供されるものは、他金融商品と同様の税制にする必要があるという認識がございます。実際、金商業者の販売の現場では、「同じ商品性でありながら、税制が異なるのはおかしいし、確定申告しなければならないのなら、ST化TK出資持分は購入しない」という声が多数寄せられているとのこと。つまり、同様の経済効果のある投資商品であっても、配当や譲渡益に係る税の取扱いが異なるものであれば、それだけで投資を躊躇させるものとなっているということです。

また、ファンド組成段階にあっても、GK-TKスキーム組成経験者が多い運用会社からは、「コストは受益証券発行信託のST化受益証券との比較で安価にできる利点を活かし参加したい。」との意見が多くある一方で、「各種規制が第一項有価証券扱いでありながら、税法上の取り扱いが整合していない点は、実際の販売を鑑みるとネックの一つと感じている。」との声を多くいただいています。

その結果、税の納付等に関し、煩雑な手続きが必要であることから、魅力ある商品の提供について、個人投資家向けに訴求力が弱く、スキーム検討時点で外れている状況となってしまうわけです。

なお、ST化していないTK出資持分の場合は、そもそも不特定多数への販売が困難なので、一般投資家の参入によるさらなる活性化は見込みにくい状況であることから、税制改正の必要性は希薄であると考えます。

(2) 多様な裏付資産を取り扱えるスキームであること

ST化受益証券と異なり、ST化TK出資持分については受託者（信託銀行・信託会社）が受託する際の手続きを経る必要がないことから、多様な資産に対する投資を見込むことができるとされています（もちろん、金商業者が取扱う場合には、引受審査等が厳重に実施されます。）。STでは投資家に対して金銭ではなく、例えばデジタルアートなどの資産を分配することも可能となりうるどころ、例えば映画制作プロジェクトにおいて、当該映画のデジタルグッズを分配する、地域創生プロジェクトにおいてご当地キャラクターのグッズを配布する等の取組により、不動産など伝統的なアセットを背景とした証券とは異なる商品の提供が可能になり、また上記の例のように新しいプロジェクト・アセットに対する投資が活発になるきっかけになると考えられます。現状のST化受益証券が不動産以外の裏付資産を投資対象とする場合は、構造的に難し

いとの意見もあり（ただし、今後の制度整備により裏付資産の一定程度の）、より魅力のある投資商品を一般投資家へ提供するためには、S T化T K持分の発行の促進が必要となります。そのために、現状一般投資家が投資する際の障害となっている所得税の改正は、必須であると考えます。

(3) 市場拡大のためには個人投資家の投資対象の拡大が必要であること

発行体・金商業者等のD X化の流れの中でB C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、高額の投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。(1)と基本的には同様の話ではありますが、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、S T化T K出資持分のスキームは、現状の不動産を裏付資産としたS T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資産を裏付けとしたS Tとして組成することが容易に行える上、S T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、資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S T化T K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）」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。

(4) 課税の透明性の向上、手続きの簡素化が達成できること

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。

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ることとすることも考えられます。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。

(5) 国際競争力の強化に資するものであること

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。

V－I 本協会の税制改正要望について

今まで述べた通り、S T市場活性化に向けた取り組みの中でも、S T化T K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、S T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、T K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、S T化T K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S T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く、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⁵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、2026 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。なお、ST 化されていない TK 出資持分に係る現行税制についての改正を求めています。

⁵ 「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す。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可以考虑されます。

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

V-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。

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。

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。

以 上

