

## 第1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7月15日（木）午前10時～同11時10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. 柳川主査挨拶

セキュリティトークン（以下「ST」という。）は、今後大いに期待されている分野で、ST市場を作っていくうえでしっかりとした制度や仕組みの整備が重要であり、本ワーキング・グループ（以下「本WG」という。）では、実務がしっかりとまわるシステムをどうやって作るかという議論を積み上げていきたい。

#### 2. 議 事

##### 2-1 本ワーキング・グループの運営について（案）

事務局から、資料2、3に基づき、本WGの設置・運営につき説明を行い、本WGの運営は、『セキュリティトークン市場活性化委員会』の運営について」（資料3）に準じて行い、非公開とし、その内容は、議事要旨、資料により公表することとされた。

##### 2-2 セキュリティトークン市場の活性化に向けて（自由討議）

###### (1) 事務局説明「デジタル不動産の流通市場の整備に向けた課題」

既に複数の証券会社においてSTの取扱いに係る金融庁への変更登録が行われており、近く不動産を裏付け資産とするSTが公募により発行される見込みである。新たな小口の投資市場、多様な資産の証券化市場の実現に向けた一歩であり、今後の投資家の取引機会や発行者の拡大多様化に向けて、環境整備が必要である。

本WGでは、デジタル不動産の流通市場の整備に向けた課題の整理、検討をお願いしたい。資料4の参考は、デジタル不動産の流通市場の整備のための課題を事務局で整理した。

###### ① 主な権利

現在証券会社において検討が行われているSTの類型は、受益証券発行信託（券面不発行）のものと、GK-TKスキームの匿名組合出資持分がある。これには、第三

者対抗要件を今後どうやって具備していくかという課題がある。

#### ② 情報提供、③ 価格形成

これらは投資判断に重要となる ST 化された商品についての情報の提供と、取引の指標となる価格の提示機能である。特に現在検討が行われている不動産 ST は、REIT とは異なり単一の不動産等を投資対象とするため、証券会社・発行体に求められている機能も従前のものとは異なるものと考えられる。

#### ④ 取引・決済

ST の特徴を生かした事務の効率化、決済期間の短縮化、今後のデジタル通貨・CBDC (Central Bank Digital Currency 中央銀行デジタル通貨) との連携についても検討をお願いしたい。

#### ⑤ システム

ST、ST プラットフォームに対する投資家・発行者からの信頼性・安心感の確保が重要であり、本協会では、現在実施している証券会社に対する ST の発行等プラットフォームに係るモニタリングの充実に努めたい。

#### ⑥ ネットワーク

今後複数の ST プラットフォームが出現し、プラットフォーム間の有効なネットワークの構築に向けた課題の整理である。

#### ⑦ 会計・税務

特に、法人投資家の ST 投資に向けた環境整備、会計・税務について整理しておく必要がある。

#### ⑧ 市場ルール

現行の金商法の枠組みでは、店頭取引、認可協会が管理・運営する店頭売買有価証券市場 (旧 JASDAQ 市場)、PTS、金融商品取引所等が存在する。例えば、店頭取引では社債の取引、旧 JASDAQ 市場では未公開株、PTS や金融商品取引所では上場株式が取扱われているが、ST の対象商品とは異なる商品を念頭にした制度設計が行われていないため、発行者や金融商品 (証券・権利) の特徴、ニーズ等に合わせた柔軟な市場ルールの整備が必要だと考える。

まずは、デジタル不動産についての検討をお願いするが、他に検討が必要な金融商品 (証券・権利) はないかも含め、本 WG で今後議論をお願いしたい。

なお、税制の課題については、セキュリティトークン市場活性化委員会の下に、「税制ワーキング・グループ」を設置する準備を進めている。

## (2) 意見交換

- ・ 今回ターゲットとしている ST 不動産では、対象となる権利・スキームは受益証券発行信託や GK-TK といったところであり、一般的と考える。金銭債権の ST や、他の ST 化スキーム（例えば、海外の酒の ST 化）など新しいものが出現したときに、個別に議論を展開するのか。また、今回議論する不動産以外の資産が対象に加わった場合には、発行を検討している先が、個別に情報提供の内容や、価格形成・算出の方法などを議論するのか。

(事務局)

本 WG で議論いただく ST 不動産の検討項目は、他の資産にも共通する内容があると理解しているが、不動産以外の資産を対象に加える場合には、当然ながらそれぞれの資産の特徴に応じて必要な検討を加えていくべきと考えている。これらの検討は、本 WG のような場で、市場参加者、有識者から意見をいただき議論を進めていきたい。

- ・ 今回社債の ST 化についてターゲットにしていないのは、日本証券業協会が所管という理由か。

(事務局)

自主規制の管轄が理由ではない。社債の取引では、価格情報の提供などおおよそ必要な環境整備は既に行われており、検討の優先順位は高くはないと整理している。

- ・ ST になった場合には、いくつか同じような課題があると考え、本 WG で将来的な PTS まで方向感を議論するのであれば、同様の議論が出てくるものと思ひ、確認した次第である。

(事務局)

本 WG では、有価証券・権利の種類は限定せず、必要となれば対象とし、議論いただきたいと考えている。

- ・ 今回の ST 不動産のセカンダリー市場の整備に関しては、事務局が提示した課題について大枠違和感はない。今後の進め方として、ST セカンダリー市場の目指すべき理想像と、今出来る現実的に手を付けられるところの認識のすり合わせが必要と考える。

例えば PTS では、現在の上場株式の売買のように ST 不動産の売買を板で行うのが理想にはなるだろうが、今の段階で ST 不動産の流通市場にそこまでの流動性が必要かどうか、むしろ色々な方法をまずは検討し、必要なものから整備していくことを考えていければと思う。リーガルの立場からは、皆様のニーズに合わせてこれはできる、これはできないといった話をしていきたい。例えば、情報提供については、情報提供したい内容と、情報提供しなければならない内容があると思う。価格形成の仕方に関しても、ここまでなら PTS に該当しない範囲で、流動性はそれほど高くはないが一定の範囲で取引できるのではないかと話もできる。

- ・ どういった部分から議論するか、優先順位を考える必要があり、実際の発行事案に関わった立場の方から、どこが一番問題かを聞かせてもらえると優先順位も定めやすいのではないかと。

- ・ 本段階では発行されていないので具体的に話すのが難しいところだが、実務上一番問題となっているのは「会計・税務」である。

また、セカンダリーマーケットに関しては、PTS の話もあったが、将来像として ST がどこを目指すのか。上場商品とは違うというテーマの中でどこまで流動性を広げるべきか。今回の案件では、単一の不動産を投資対象としているという点が ST ならではといえるが、そもそも流動性が高い必要があるかということを見ると、投資家としてもそこまで求めていないのではないかと。売りたいときに売ればよいのでは、といった議論になると思う。

マーケットをどう作るかは重要だが、投資家が何を求めているかを見極めながらということになると思うので、今後発行されて、マーケティングのタイミングに入るところだと考えている。そのなかで実需を捉えながらこの点を議論していきたい。

- ・ 喫緊の課題として例示された会計・税務の課題は、具体的には「収益認識日」である。収益認識日は権利確定日に近い概念で、配当金は、特定の時点で「受益者」を確定させていないと分配ができないが、収益認識日がいつになるかによって配当金の分配がいつできるかということが左右される。そこからの逆引きで、特定の時点以降は、権利者である受益者が移ることがないように、更に、収益認識日 X 日から何営業日前からは受益者を動かさないようにしないといけない。収益認識日の整理は、特に受益証券発行信託を使った場合にどうなるかといった問題が流通の部分にも関わってくる。

こうした目先の課題を解決せずに PTS やデジタル決済の話を進めようとするとう上滑りした議論になってしまうことが懸念される。まずは「不動産の喫緊の課題」という事象に絞って議論を進めないと、その他のアセットへの展開ないしは中長期的な展望へと到達できないという危機感を持っている。

事務局から提示された課題は、不動産特有の話と、それ以外の資産の話とで2つに分けられる。加えて、喫緊の課題と中長期的に解決していく課題とで2つに大別され、4つに分けて捉えたとき、本 WG やセキュリティトークン市場活性化委員会の中では、何をゴールにすべきか。現在の議論を第1期として、何をゴールにするかを参加者間でコンセンサスを得るのが先決だと思う。

- ・ 会計・税務については同様の問題認識を持っている。発行者からみても、不動産の運用というところでも制約がかかってくると感じている。この会計・税務の点が解決されるかどうかによって運用の柔軟性の面で大きく変わってくる。最終的には、取引の面にも関わってくる問題であり、先ずはこの点を解決しないといけないという指摘については、その通りだと考える。

本 WG では市場をどうするかを議論すべきと思うが、発行者の立場としては価格形成や情報提供が特に重要と感じる。不動産に限らず、どのような情報が投資家にとって必要な情報で分かりやすく提供されるのか、どのように価格形成に影響を及ぼしていくのかといったポイントは議論が必要だと考える。

不動産を提供する立場、アセットマネージャーとしての立場としても重要な責任を負っているので、次回以降、相応の体制をもって運用しているという点について情報提供していきたい。価格形成という点では、証券会社からも適切な情報提供体制を構築するよう要請されており、その点についても今後大きな議論になってくると考えている。

- ・ 今回重要だと考えるのは、ブロックチェーン（以下「BC」という。）や ST という文脈で、証券の根幹となる権利移転の基盤の変更の議論がなされる点である。

事務局から示された課題は、直近で見えているもので当然に必要なだが、最終的なゴールの設定は、いわゆる DeFi (Decentralized Finance) のように分散型金融もある中で、せっかく基盤を変えるとといった大きなテーマだからこそ、今の市場ルールに落とし込むだけでなく、インターネットの世界観の中であるべき姿がどこかを見据えない

と、最終的に管理の仕方以外はこれまでと変化がないという結果になってしまうことも懸念される。

喫緊の課題は当然に議論が必要だが、一番先にやるべきとを感じるのは、今の市場ルールは、インターネットの発達前に整備されたものが多いので、最終ゴールを予め見据えて、そこへ至るためのステップとして課題をクリアしていくという手順にすべきだと思う。BCを使った市場の最終的なあり方が先に明確化されていると進めやすいと思う。

- ・ 中長期的なゴールに関しては、短期の課題が解決してから中長期的な課題を、というよりも、短期の課題はできるだけ早く解決に向けた検討を行い、中長期的なテーマも並行して行っていくやり方もありではないか。
- ・ ST を活用して市場の活性化や経済社会への貢献を考える中、いかにして投資家を保護するかといった観点は非常に重要である。投資家が安心して ST を購入できるようにするため、情報開示というテーマはキーになる。現状その部分の規制があまり細かく整備されていない状況だと捉えている。その点、株式や社債などの従来の第一項有価証券と同様の開示規制を ST の発行者に求めるかどうかポイントだと考える。また、あるべき開示が ST の場合には何になるのか、という点は議論していく必要があると考えている。また、基準となる価格をどのように算出、提供していくかという点も、投資家の安全な取引のためには重要だと考える。
- ・ 現状多くの課題がある中で、証券会社としては発行者の立場と投資家保護の両方の観点がある。双方を見据えつつ議論していると、先程ご指摘があったように、なにかと既存の規制に落とし込んだ議論をしてしまいがちになる。BC 基盤の立ち上げも含めてゼロから行おうとしている状況にあって、今まで積み上げてきた慣例などは何のためであったのか（無くても良いのか）を振り返ることも大事だろう。まずは、あるべき姿をゼロベースで考えた方が良いのではないかと思う。

米国の（投資商品の）事例をみると、いろいろな規制はあるものの、投資家が求めているものが（日本で考えているものと）少し違うのではないかと思う。例えば不動産 STO を想定した場合、日々の流動性が本当に投資家から求められているのか、疑問がある。投資家保護の（証券会社）観点からだと、「求められているはず」と言いたくなるが、はたしてそれが本当かどうかなど議論してみることは重要だと考えている。そういう

意味では、根本的な論点と、目先で見えている課題とを両建てで進めていくのが良いと考えている。主要な課題は、1. 流通、2. 価格、3. 税制、だと認識している。

・ ゴールの設定に関しては、各社見据えるものがあると思うが、この技術の特徴を生かしていくには、商品を小口化して個人投資家へ新たなマーケットを提供することではないかと思っている。また、インターネットやスマホを利用する個人投資家の自由な市場参加といったところを見据えて、ルールを考えていくことが必要と感じている。

証券会社の目線では、既存のルールに縛られている部分が多々あるが、個人投資家保護の観点では、価格形成や情報開示をどうするかという点を課題として強く認識している。そうした運用の部分について、金融庁も参加される本 WG で我々の悩みを共有しながら、議論を進めていきたいと思っている。

・ 現在不動産が注目されているということで、本 WG で、目先のゴールとしてそこから議論を進めていくという点に関しては賛同する。

今まで扱っていなかったアセットクラスを今後 ST 化していく場合、その価格形成をどうするかといった点は、これまでに参考事例がないため議論が必要となる。例えば、ST 不動産であれば、従来の不動産鑑定士による価格算定方法だけでは適用できないのではないかと。今後新しい金融商品が出現してくることが予想され、先の議論にはなると思うが、今後並行して議論が出来れば良い。

・ ネット証券会社の顧客は、対面証券会社の顧客とは行動特性が異なるうえ、1 度の取引あたりの取引金額も異なると考えている。証券会社や個人投資家を一括りにするよりは、証券会社もオンラインチャネル/対面チャネルとの違いを認識したうえで各社の考えていることが共通化されるような議論ができると、上滑りにならずに進行していくうえで重要なことだと思う。

セカンダリー市場のない商品は、ネット証券会社の立場からすると販売しづらいという感覚がある。実際、誰がセカンダリーを使いたいのか、誰を対象に販売する時にセカンダリーが必要なのかという点も重要である。どういった投資家層が ST に投資したいと考えているかという点も分けたうえで検討していきたい。

・ ゴールの議論については、短期の課題が目先で大きく感じているところがあるが、本質的に有価証券を ST 化する意味合いを問われている。以前 ST 化社債を出した際は、

証券会社が顧客の保有する ST を保護預かりするという建付けで動いているが、ST 化してなお保護預かりするという点は、未だ自分自身でも整理ができていない。暗号資産に近い考えでいうと、規制がかかっているとはいえトークンを自由に動かせる世界が来るかもしれない中で、投資家にとってどんなメリットを提供できるか、金融市場がどう変わっていくかといった本質的な議論が重要だと個人的には思っている。

投資金額については、本来であればもっと小口化したいところではあるが、証券会社が窓口立つ必要があるため小口化にも限界がある。

当然に法規制があり、投資家保護と市場の規律が適正に保たれることが重要だと思うが、技術の転換点である以上、既存のものから大きく変わる可能性のあることは、暗号資産がある意味で証明している。

有価証券を ST 化することが何を意味しているのかを突き詰めて考えていかないと、ただ小口化した商品を出しただけで従前のものと大きく変わらない。また、ストラクチャリングコストは存在するので利回りも著しく変わるわけではないという形に仕上がると、発行者にはメリットが少ない。パラダイムが変わるという前提で物事を考えていくことが重要だと思う。

・ 不動産の証券化商品は、ご承知のとおり、JREIT や私募 REIT、私募ファンドと色々あり、それらの需要によって投資家層が違う。単一の不動産がいいのか、複数のものを扱うのか（JREIT と重なる）といった議論がある中で、マーケットからどのような商品が求められているかをもう少し議論できれば、より普及させるという観点で望ましいと考える。こうした市場活性化のテーマは、JREIT であれば東証や金融庁、国交省のライセンスや指導・審査などがあって、どういう開示をしていくか、法律や中身の議論があるが、まずはそういう基準作りをして頂いたほうが良いのではないかと。

情報開示について、投資家保護と発行者の利便性はトレードオフの関係だと認識している。私募ファンドは開示する内容が少ないので発行者にとっては扱いやすい一方で、個人投資家の保護の観点では不足している部分もあると考えている。今回の ST については、先行する各社で対象となる投資家層や商品を踏まえたルール作りをある程度進めてもらえると、他の証券会社なども追随しやすくなるだろう。

・ 我々は、新しいデジタルの分野で、スマホ・地域というキーワードを軸に、通貨を含めた様々な資産により事業創生や活性化に広く取り組んでいきたいと考えている。



STに関しては、金融庁への変更登録の手続きでかなり時間を要しているため、喫緊の課題についても関心がある。当社は、対面営業を軸にやっており、当面は富裕層からデジタルのアセット（特に不動産）を販売していきたいと考えている。

その中で、発行会社と話す機会が多くなっており、不動産を証券化するニーズは、とても強いと感じている。その点では会計・税務の課題についてもご教示頂きたい。

・ 本 WG では、まずは、スコープは流通市場であるという前提で、その対象は喫緊ではデジタル不動産で始め、今後は他のアセットへの展開もあり得ると理解していた。

しかしながら、メンバーの中には、セカンダリーに限らず発行の話がされている方や、そもそも発行・セカンダリーと分けずにそもそもの部分から入った方がいいのではないかという意見もあった。セカンダリーというある意味局所的な話に入手前の部分の議論を整えないと、なかなか各論めいた議論に入れないのではないかと。先ずスポークを絞ったうえでの中長期、短期という流れだと思うので、本 WG の中でその手前部分の議論をどこまでやるのか、事務局の意見を聞きたい。

（事務局）

提示した資料のとおり、デジタル不動産の流通市場の整備という課題を整理したが、必ずしも不動産に限らず、いろんな資産を小口化したい発行者や、投資家が出てくると考えている。いずれの場合にも、流通市場と発行市場は両輪であり、片方だけの議論というのはあり得ない。流通市場の整備は行っていくが、そのもととなる発行市場の整備、例えば開示の問題など、発行市場の問題も含めて、本 WG で議論が必要である。

課題の優先順位として、すぐに解決が必要なものと中長期で解決していくべきものがあるが、当然将来像を見据えた議論が望ましい。既存のインフラ議論のルールに縛られることなく、新しいテクノロジーであることを前提とした新しいルールというものが必要だと考えている。事務局で決めるのではなく、本 WG での議論を通じて意見をいただき、進めて参りたい。

・ セカンダリーの実務的な話というより、数多くの金融商品がある証券市場の中で、ST が、どういう投資家や発行者にとって、どういうメリットがあり得るかというところから本 WG で議論するものと理解した。

(柳川主査)

主査は、基本的に本 WG では議論を誘導するというより、皆さんが議論して欲しいところを集約するのが主査の役割だと考えている。

今までの議論を伺う限り、多くのメンバーの方が、BC なり ST といった新しい技術を使うことで何が変わるのかということを見据えながらルール整備、そもそものところに踏み込んだ議論をしていく必要があるという意見をお持ちであることが分かった。

とはいえ、メンバーは、10 年、20 年先に実現する未来だけを議論するつもりではなく、将来像を見据えたときに現状のルール設計や今後どういう方向へ動けばいいかという議論をする前提で参加されていると思う。

先を見据えて、どのくらいの流動性を期待する投資家をターゲットにするのかなどをイメージしてルール設計していくことが重要だと考える。

今回は、発行会社や運用会社の皆様からヒアリングを行って議論を深めていくという段取りを考えている。

(配付資料)

資料 1 「セキュリティトークン市場ワーキング・グループ」メンバー名簿

資料 2 「セキュリティトークン市場ワーキング・グループ」の設置について

資料 3 「セキュリティトークン市場活性化委員会」の運営について

資料 4 セキュリティトークン市場の活性化に向けて（デジタル不動産の流通市場の整備に向けた課題）

以 上