

セキュリティトークン市場の現状と将来像

平田 公一 | 一般社団法人日本 STO 協会 常務執行役員 兼 事務局長 兼 自主規制企画・業務部長

政井 貴子 | SBI 金融経済研究所 理事長



2021年に発行が始まったセキュリティトークン（以下、ST）。ブロックチェーンを活用することで多様な証券を低コストで発行可能であり、かつファンマーケティングに活用できるユーティリティトークンの可能性を秘めているなど、新しい金融仲介チャンネルとしてその発展が期待されています。市場育成のための法整備が進み、これから発行市場の拡大や流通市場インフラの展開が進展していく予定です。巻末対談では、金融商品取引法（以下、金商法）上の認定自主規制機関である一般社団法人日本STO協会の常務執行役員の平田公一氏をお招きし、ST市場の現状、課題、そして将来像についてお話を伺います。（聞き手 当研究所 政井理事長）

1. ST市場の現状

政井理事長 まず、日本のSTの商品性についてお伺いできますか？

平田常務 STとは、株式や社債などの有価証券に表示される権利や集団投資スキーム等のみなし有価証券を、トークン化したものです。STを発行して行う資金調達を総称してセキュリティトークンオファリング（STO）と言います。

2020年5月1日に改正された金商法において定義され、日本でも法律上STの発行・流通に係る規制の在り方が明確化されました。

政井理事 現在日本のST市場は、マンションなどの個別不動産を裏付け資産とした案件が中心で、通常の株や社債でのST利用はあまり進んでいないようですが、どのような背景があるのでしょうか。

平田常務 本来STの裏付け資産は経済財であればなんでも良く、航空機リースや太陽光発電設備などの大型案件から、ワインや牧場の牛や馬までも幅広く対象となります。

そうしたなかで、不動産は、以前より機関投資家向けの私募ファンドなどが組成されてきた経緯があり、個人投資家の強い投資ニーズも背景に、日本のST市場揺籃期の主力商品となっています。上場REITと異なり、単一物件あるいは少数物件を裏付け資産としたファンドとなっている不動産STは、個別具体的な物件が見えるため、投資家に身近な印象を与えることや、鑑定評価が明確な点、価格のボラティリティの相対的な低さから、個人投資家の投資の選択肢として、非常に優れた金融商品となっており、STと不動産の親和性が生じているといえます。

株や社債については、以前から電子化され、台帳管理を担う保管振替制度により伝統的にしっかり管理されてきた歴史的経緯があり、既に存在する取引所や証券保管振替機構等の仕組みをブロックチェーンに置き換えるメリットはあまりありません。その意味では、STは、それらの巨大な設備を利用できない非上場有価証券に利用される仕組みだと言えると思います。

そのような背景から、おっしゃる通り、社債に関しては、発行案件はまだ少ないのですが、従来の振替債による単なる資金調達目的の発行の枠組みを超え、ブロックチェーンにより発行体側からいつでも投資家を確認することができるというSTOの優れた特徴に着目した案件が実施されるようになっていきます。例えば、丸井グループやスパークスグループのように、ファンサービスや若年層取り込み策の一環としてST社債を発行するケースなどがそれにあたります。間接参加方式を採る証券保管振替機構では、投資家一覧を入手するには直接参加者と間接参加者から成る階層構造に埋め込まれた顧客情報を吸い上げていく必要があり、臨機応変に対応することができませんので、このような社債はSTならではの商品と言えると思います。

さらに、上記以外にも日本取引所グループがSTでグリーン・デジタル・トラッキング・ボンドを発行した事例があります。ブロックチェーンにより、Co2の排出量を可視化した案件です。このように新技術の可能性を引き出した様々な用途が登場してくると期待しています。

政井理事 STは、米国のICO登場時に生じた問題への規制対応が誕生のきっかけになったそうですが、その後の海外動向はいかがですか。市場発展は進んでいるのでしょうか。

平田常務 日本のようなファンドのSTの発行事例も複数あるようですが、総じていえば、欧州は社債、米国は非上場株でSTが活用されているように思えます。日本に比べ規制は緩やかであるため、STのコストメリットが実現され、活用が進ん

でいるとの印象です。

米国については、もともと非上場株の市場が大きく、非上場企業が株式によって資金調達しやすい素地があるといった背景があります。エンジェル投資家や投信などの機関投資家経由で、安定的にリスクマネーが供給され、非上場株市場を支えていることもポイントでしょう。非上場株式に対する規制緩和策がすでに存在し、そこにSTという装置が出現することでより非上場株式を発行・流通しやすい環境が整備されたことで、市場育成にプラスに働いたと理解しています。

2. ST市場の課題

政井理事長 日本におけるST市場拡大の課題としては、どのような点が挙げられるのでしょうか？

平田常務 法制度の問題が複数関係しているのです。そちらから順にあげていきます。

現時点におけるSTは、その商品性から大きな流動性は生まれていませんが、金商法ではブロックチェーン活用により流動性があるものとして扱われ規制が行われています。一方で税法などその他の法令では従来と変わらず取り扱われているため制度と税制等の不一致や法制度の整備が遅れている分野が存在するような状況があります。これは金融イノベーションにありがちなことではあるのですが、様々な取り扱いの難しさが生じていることは事実です。

たとえば、ST市場の厚みを確保するためには、STの仲介等を行う第一種金融商品取引業者（以下「金商業者」）の拡大が必要ですが、現状、ライセンス取得に1～2年を要するため、新規参入に時間がかかっています。

また、今後STの主流となるはずであるみなし有価証券をST化した電子記録移転権利は、税制面で伝統的有価証券のSTに比べ不利な状態にあります。特に不動産



で用いられる匿名組合出資持分をST化したスキームについては、その分配金等が雑所得として総合課税され、他の有価証券との損益通算が不可となっており、個人投資家の立場から投資のしやすさや分かりやすさを考えると、伝統的な有価証券と異なる取り扱いになっていることが懸念材料です。

法律面以外では、次の2点が挙げられます。まず、裏付け資産の多様化という課題です。最近では、住宅ローンや私募REITのパッケージを裏付け資産としたものも出始めましたが、更に広い裏付け資産をベースとしたSTの発行が望まれます。足元でいえば、不動産STに関しても、首都圏の物件が多く、例えば地方の物件などももっと出てくることが期待されます。さらに不動産以外の裏付け資産への拡大が強く求められているといえるでしょう。

ITインフラ面でも課題があります。現在、多くのSTを取扱う金商業者が既存の証券取引に係る業務基盤を用いてSTのオペレーションを行っているため、ブロックチェーンの活用によるコストメリットを享受できていません。これも多くの金商業者がいまだSTを取り扱うような状況に至らない背景と考えられます。新規参入業者が増えれば、既存の証券システムにとらわれないDX化が期待でき、それにインスパイアされる形で、既存の金商業者のDX化も更に促進され、今後の利用拡大とコスト面での貢献が期待されるところです。

政井理事長 金商法上での整理は進みましたが、体系的な整理、例えば民法上での対応など、まだまだの未整備の部分もあるように思います。また、運用面では、ブロックチェーンの活用による流動性向上という技術的なアドバンテージが、実は完全には享受できていないとのことで、全体のインフラ整備も重要な局面ということですね。

平田常務 法制度での悩みで象徴的なのは、電子記録移転権利の第三者対抗要件の問題です。ブロックチェーンという全自動のシステムでトークンの移転が管理されているにも関わらず、売買時の第三者対抗要件具備のためには、確定日付のある証書が必要となり、公証人役場へ紙の証書を取りに行かねばなりません。デジタル証券なのにアナログな世界での対応が求められているわけです。これではブロックチェーンのメリットは発揮できません。

こうした事象が発生するのは、原簿記載により対抗要件を備えるという有価証券法理が一部のセキュリティトークンには及ばず、対抗要件として確定日付のある証書が必要という債権法理のもとで管理されていることに原因があります。

本件については経済産業省や法務省も問題意識を有しており、産業競争力強化法で対応が可能となったことから、規制のサンドボックス制度にて、数社のシステムベンダー等がシステム対応に向け実証実験を開始しています。8月になり1件認定が下りておりますが、いまだ実際のサービス開始に至った例はありません。問題解決まで、もう少し時間がかかりそうです。

さらに、将来的にはST全体の受渡・決済等に関し、振替法のようなトータルで管理できる法整備が必要だと考えています。



平田 公一

一般社団法人日本STO協会 常務執行役員 兼 事務局長 兼 自主規制企画・業務部長
1983年専修大学経済学部卒業、日本証券業協会入社。Nasdaqトレーニー、日本証券経済研究所ニューヨーク事務所研究員、大蔵省証券局出向等、2004年市場本部エクイティ部長、2006年常務執行役（自主規制本部担当）、2014年専務執行役（管理本部担当）、2020年日本投資者保護基金専務理事を経て、2022年より現職



政井 貴子

SBI金融経済研究所 理事長
1965年生まれ。トロント・ドミニオン銀行、クレディ・アグリコル銀行、新生銀行などにて金融市場関連業務を推進し、2013年新生銀行初の女性執行役員に就任、2016年日本銀行審議委員に任命される。2021年より現職。

3. ST市場の将来像

政井理事長 お話を伺っていると、STは低コストが期待されることから、小口対応が可能という点が、最大のメリットであると実感します。これは、直接調達市場から距離のある、例えば地方の非上場企業等にとって、新たな調達手段となり得る有望なスキームではないでしょうか。

日本の金融構造は、中小企業や小規模企業の間では、間接金融が中心であることはご存じの通りだと思います。こうしたSTの仕組みは、そのような企業の資金調達手段の選択肢を広げる事に繋がるように思います。

資金ニーズに合った、調達手段を柔軟に選択することができれば、企業活動の活性化にも効果がありそうですし、地方創生という視点でも、その活用を通じた積極的な展開を期待したいです。

平田常務 おっしゃる通り、私もSTの仕組みは地方企業等の資金調達ニーズにこたえるには非常に良い仕組みだと思います。スキームによっては、登録金融機関業務のライセンスを取得した銀行による対応も可能です。そのような観点で、Financial DAOの利用のような議論は行われていますが、実際にSTは規制が厳しいという印象が先行し、具体的な案件が企画される段階にまでは至っていないようです。地方創生におけるSTの活用は、将来的には期待できると思います。

政井理事長 ST市場の健全な発展のためには、どのような取り組みが必要とお考えですか？

平田常務 まず、裏付け資産の多様化を進める必要があり、そのためには、大手の金商業者の取り組みが期待されます。現在も航空機リースや太陽光発電設備などの案件が動いていると聞き及んでいます。新しいものへの取り組みには覚悟が必要です。確実な発行や市場流動性向上のためのセーラビリティの確保や、投資家が損をしない発行体の選択や公正なプライシングのためにも、リスク許容度が高く、経験豊富な金商業者の取り組みが期待されます。

また、STの仕組みについての周知がまだまだ足りないのも事実です。個人投資家向けの小口商品として普及していくためには、取り扱う金商業者の普及啓発に留まらず、より広い金融証券教育のような動きも必要です。

政井理事長 STの利活用が真に促進されるには、STを取り巻く日本全体がリデザインされる必要があるようですね。

リテラシー教育など、市場育成のための取り組みは多岐にわたりますが、例えば運用という切り口で見ますと、非上場株式などと親和性があるSTは、ミドルリスク・ミドルリターンの商品という、我が国では、これまであまり供給されてこなかったカテゴリーの市場の充実といった面が期待されますね。折しも、本年のいわゆる骨太では、資産運用立国、資産所得倍増プランが盛り込まれており、そのためのさまざまな改革や制度整備の必要性が強く認識されているところです。資産運用業の高度化が期待されるもとの、STという新たな運用商品が供給されるという流れが生まれていくのではないのでしょうか。

平田常務 現状、非上場株式は規制が強く、すぐにSTの利用につなげることは難しいのですが、おっしゃる通り、プロの目利きを通して個人投資家に提供するような新たなST商品が出てくると、広がりが期待できますね。

政井理事長 我が国の経済環境の流れに目を向けますと、基底となる金利水準がこれまでの20年と比べ、これから迎える20年は高めに推移する可能性が示唆される状況にあります。

金融商品組成で見れば、このことは、より組成の自由度が高まることを意味します。様々な運用商品が国内で組成され、併せてSTの活用も広がれば、本格的な市場形成も望めます。

平田常務 STは、社内のルーティン等をいったん作ってしまえば金商業者のコスト削減につながる仕組みです。売買手数料が削減されていく中、様々な商品で利用できる使い勝手の良い枠組みとして、証券会社を始めとする金商業者にとってもプラスになるのではないのでしょうか。

一方、あくまでもSTは「インフラ」なので、利用する商品次第という面もあります。ブロックチェーンを活用したデジタル証券というビークルは用意できました。さてその先、そこに「何を乗せるか」ということがポイントとなるのだと思います。

政井理事長 なるほど。そうした観点では、健全な市場の発展に資する枠組み整備のための、規制サイドの対応はとても重要ですね。

もっとも、新しい仕組みに迅速に対応しようとすると、どうしても従来からの制度や規制に適合させるものになりがちです。

先程も申し上げましたが、大きな世の中の流れは、サービスや技術、観念といった様々な枠組みの境界が薄れていくといううねりの中にあります。何処かで大きく体系的なリデザインの必要が、あるように思っています。本日お話いただいた、ST市場の発展は、そうした流れの中にあるつつ、かつ、個別の市場整備もそれ自身、まだ途上にあるということですね。



平田常務 ST市場は、市場育成のため、オーバー・レギュレーションになりすぎないことが必要な局面のように思います。現在の規制をただ適用するのではなく、従来法的に想定していなかった新しい手法が導入されている実態をふまえた判断が市場の健全な発展のためには重要なのではないのでしょうか。

政井理事長 STのインフラは、国際金融都市の再定義という文脈でも重要となりそうですね。

海外の国際金融センター都市において、ST市場の規模については現状まだ大差はないようです。官民一体でのST市場育成へのお取り組みが、資産運用立国実現の一助となるといいですね。

平田常務 日本は法制度整備で国際的にはかなり先行しており、STを始めとする暗号資産やステーブルコインなどブロックチェーンを利用したトークン商品が出しやすい環境にあるものと思います。もちろん、課題も多く、ひとつひとつ解消していくことが求められますが、足元では、資金決済法の改正等により、これらのトークン商品を組み合わせて使うことによるメリットを享受する仕組みなどが整ってきました。例えばSTとステーブルコインを併用すること等で証券取引と資金決済を瞬時に行えるような法的整理が整いましたので、その意味では、国際的な比較優位性は十分あると思われます。

政井理事長 本日お話を伺って、ST市場の発展の為には、まだまだ課題も多いということですが、少し長い目で見れば、新しい金融インフラとして、調達運用両面での可能性を感じさせます。

法制度整備で先行する日本の優位性が十分に発揮され、皆さんのご努力と共に健全な市場形成が進展することを願っています。

本日は、ありがとうございました。

