

健全な発展が期待される 証券トークンのセカンダリー市場

証券トークン（ST）普及のためには適切な流動性向上の仕組みが欠かせない。先行する米国ではATS認可プラットフォームが現れている。日本では、OTC取引方式や、PTS制度の活用も選択肢として、ST発行プラットフォームと接続するセカンダリー市場の健全な発展が期待される。

STのセカンダリー市場への注目

証券トークン（ST）¹⁾の流通市場（セカンダリー市場）のプラットフォーム整備動向が注目されている。ブロックチェーン（分散型台帳）技術を活用すると、STの発行市場（プライマリー市場）²⁾からセカンダリー市場まで、技術上は一気通貫で構築できるためである。例えば、世界銀行が2018年8月に発行した世界初のブロックチェーン世銀債（bond-i）は、翌年5月に同技術を使ったセカンダリー市場での売買取引にも成功している。今後、STのセカンダリー市場整備に向けた取り組みがグローバルで加速していくことが予想される³⁾。ここでは先行する米国動向を整理し、日本への示唆を考えたい。

米SECによるST発行・流通に関する見解

米証券取引委員会（SEC）は2017年7月25日に、「トークン販売」などの呼称で、ブロックチェーン技術を使って販売・募集されたデジタル資産であるトークンは、投資契約に該当する場合には有価証券として規制対象となる旨の調査結果を公表した⁴⁾。これによりプライマリーにおけるトークンの位置づけが定まったと言える。

また、SECは、有価証券であるトークン（あるいはコイン）の販売に際して、有価証券発行に係る登録義務の免除規定⁵⁾を用いて資金調達を実施することは可能である旨も示唆しており、これを契機にトークン関連事業者が有価証券規制を遵守して商品・事業を設計する機運が高まることとなった。

有価証券の「取引所」に該当する取引システムは、米1934年証券取引所法により、国法証券取引所として登録するか、ATS（証券取引所の登録義務を免除された代替取引システム）認可に代表される免除規定の適用を受けることが義務付けられている⁶⁾。

2018年11月8日、上記規制に違反したとして、SECは当時最大級のトークン取引プラットフォームであるEtherDelta⁷⁾の運営者を摘発した。EtherDeltaは中央管理者がおらず、コードだけで実行される「分散型取引所（DEX）」を標榜していたが、実際は運営者個人の管理下にあった無登録の証券取引所に該当するとSECは結論付けた。本事案を受けて、ATSを含めた証券取引所規制の遵守を巡る論議も一層深まった。

ST取引の事業類型とATS認可プラットフォームの出現

こうした一連の動きを踏まえてSECは2019年7月8日にST取引に係る規制の在り方を示す声明を発表した。声明では、ブローカー・ディーラー業務がカストディ業務を伴う場合には、秘密鍵管理などST特有要素への考慮が必須であることを強調すると共に、カストディ業務を伴わない（＝ノンカストディアル）事業類型の可能性も論じた。

具体的には、①発行体と投資家に約定通知のみ送信する方式、②OTC（相対）取引のファシリテーションを行うが取引自体は買い手と売り手の間で直接完了する方式、③ATSを通して買い手と売り手がマッチされるが決済は両者間で直接あるいは各々のカストディアンに指図して実行される方式、などが事業者からSECに提示されていると記した。カストディ業務を伴わない類型は、

NOTE

- 1) トークンとは、ブロックチェーンを用いて発行される電子的な「証券」を指す。特に、証券業の規制に則り有価証券に該当するトークンのことを本稿では「証券トークン (ST)」と呼んでいる。
- 2) 証券トークン発行のビジネス動向については金融ITフォーカス4月号「証券トークン (Security Token) ビジネス参入の課題と展望」も参照。
- 3) 具体的な取り組みとして、シンガポールの1exchange (CapBridge) やISTOX (ICHX Tech)、ドイツのBSDEX、スイスのSIX Digital Exchange等が挙げられる。
- 4) <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf> 実際、多くの場合にトークンは有価証券だと考えられるという見解も後に示されている。
<https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>
- 5) 例として、下記声明の脚注[4]を参照。
<https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>
- 6) <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/34-84553.pdf>
- 7) EtherDeltaでは、18か月間で、有価証券に該当するものを含む、イーサリアムのERC-20準拠トークンの取引360万件が執行されていたとSECは指摘した。その他、EtherDelta摘発の詳細は前掲脚注6) 参照。
- 8) 他にも、ATS認可を受けてST取り扱いを準備しているプラットフォームは、SeedInvest、StartEngine、PPEXなど複数控えている。
- 9) Securitize、Harbor、Vertalo、TokenSoft、Securrencyが挙げられる。
- 10) 2020年4月30日に日本STO協会は電子記録移転権利に関する自主規制団体としての認定を受けた。

図表 ATS認可ST取引プラットフォームの例

事業者	概要	取扱ST銘柄
tZERO	2015年に親会社 Overstock.com が既存ATSの Pro Securities を買取り、tZERO ATSとして運営。	TZROP, OSTKO
OpenFinance Network	傘下部門の Sageworks Capital がATS認可を受けており、OpenFinance Securities ATSとして運営。	BCAP, SPICE VC, LDCC, 22x, CRNC, PRTS
Templum Markets	2018年にATS認可を有する Liquid M Capital を買取り。	Aspen Coin
SharesPost	未公開株取引プラットフォームを運営。2018年に同社が有するATS認可にてSTの取扱が可能となる手続きを完了。	BCAP

(出所) 公開情報を基に野村総合研究所作成

その他の証券業法や規制を満たす限り、一般に懸念が少なくとも指摘された。

実際、米国ではATS認可を受けたST取引プラットフォームが複数出現している (図表参照)⁸⁾。例えば、tZEROは自社の優先株トークンTZROPを取り扱っており、Security Token Groupの分析によると同銘柄はセカンダリー取引が始まった2019年初時点で時価総額は約1.8億ドル、2019年の売買代金は約547.8万ドルだった。他方、OpenFinance NetworkはVCのファンド持分など、本稿執筆時点で複数銘柄のSTを扱っている。

米国では、ST関与事業者がトランスファー・エージェント (名義書換代理人) として登録し、ブローカー・ディーラーやATSと連携する事例も散見される⁹⁾。ブロックチェーンを台帳技術の一種と捉えると、有価証券の原簿管理や保管振替業務等と相性が良い可能性があるため、自然な成り行きと言えるが、SECは2020年の優先検査項目の1つにブロックチェーンやSTに関するトランスファー・エージェントを挙げ、注視するとしている。

日本におけるセカンダリー市場の展望

最後に、日本における展望の論点を挙げたい。

第一に、STの範囲である。日本では、2020年5月1日施行の改正金融商品取引法並びに関連内閣府令にてSTが定義された。狭義のSTと言える「電子記録移転権利」¹⁰⁾のみならず、広義のSTと言える「電子記録移転有価証券表示権利等」も踏まえた流通の在り方が模索されよう。

第二に、PTS (私設取引所) 制度の活用可能性である。すでにSBIホールディングスはST取引を見据えたPTS設立の考えを報道にて明らかにしている。

ST発行関連の主な取組みとしては、三菱UFJ信託銀行等の「Progmatt」、みずほフィナンシャルグループ等の「個人向けデジタル社債」、野村ホールディングスとNRIの合併会社BOOSTRYの「ibet」、さらに三井物産デジタル・アセットマネジメント等の「Project D」が挙げられるが、このような発行基盤が将来的にはセカンダリー市場へとつながっていく展開が考えられる。OTC取引方式に加えて、ST向けPTSとの接続も選択肢となる。従来は一般投資家のアクセスが難しかったような資産を裏付けとするSTが拡がり、発行体とトークン所有者等がもたらすネットワーク価値も一層高めていけるよう、健全なセカンダリー市場の整備が進むことに期待したい。

Writer's Profile



佐藤 広大 Kodai Sato
金融DXビジネスデザイン部
上級研究員
専門は内外資本市場動向、金融DX戦略、デジタルアセット
focus@nri.co.jp