

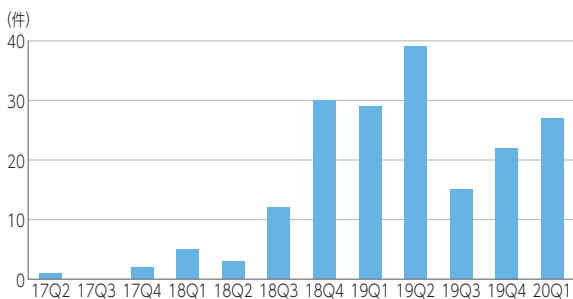
グローバルの証券トークン発行（STO）等の事例と国内ビジネスにおける可能性

STOの取組みが進展し、多様な商品形態の拡がりを見せている。さらに、ユーティリティ・トークンやノンファンジブル・トークン（NFT）への注目も高まっている。STOと組み合わせることで、低金利環境が続く日本でも新しい金融サービスが健全に発展することが期待される。

グローバルで進展するSTO

ブロックチェーンを使った有価証券の発行を指すセキュリティ・トークン・オファリング（STO）の取組みが世界各国で広がっている。オランダの研究者の調査に基づくと、2017年4月から2019年末までの期間で、確認されたSTOは少なくとも106件、調達総額7億ドルにのぼる¹⁾。国別では私募市場が活性化している米国が案件数の約3割を占め、リードしている²⁾。

図表 四半期毎の世界のSTO件数



(注) 調達額未確認の案件等を加えたSTO 185件が対象
(出所) Lambert et al. (2020) を基に野村総合研究所作成

多様なSTOの拡がり

前述の調査では、STOのタイプを、エクイティ型（46%）、収益分配型（30%）、ファンド型（15%）、デット型（7%）、デリバティブ型（2%）と分類している。エクイティ型は、証券保管振替機構や清算機関などの高度なインフラがすでに存在する上場株式ではなく、米国等の未公開株式の事例が中心である。証券トークンに適した新たなインフラ構築も模索されており、

米国版ほぶりのDTCCでは未公開株式の発行・取引にブロックチェーンを活用する実験を推進している。他方、英国では規制サンドボックスの活用が進んでおり、昨年は20130社がLSEやNivaura社との協業の下でブロックチェーンを活用して株式（300万ポンド）を発行した他、TokenMarket社も株式トークン（24万ポンド）を発行するなど、事例の蓄積が進んでいる。

不動産等の実物資産を裏付けとしたSTO事例も増えている。米RealTの事例では、投資の小口化（1口最低50ドル）や、配当として賃料の収益分配を毎日デジタル通貨で受け取れる機能に加えて、流通市場による流動性向上やクロスボーダー投資も実現している。

実物資産が絡んだ事例としては、米Wave Financial社による高級酒のトークン化も挙げられる。これは最大25,000バレル相当のウイスキーの棚卸資産を裏付けとした私募の証券トークンであり、熟成するにつれて価値が上がりやすい性質を活かした商品設計となっている。また、リヒテンシュタインのCurioInvest社は、欧州経済領域の投資家を対象に、フェラーリの限定車を裏付けとした証券トークン（110万ドル）を1口最低100ドルで販売した。保管車両が最終的に値上がりして売却された場合には収益分配を受けられる設計である。

その他、ユニークな事例としてプロスポーツ選手の契約を裏付けとしたSTOも存在する。NBAブルックリン・ネッツに所属するディンウィディー選手の3年間の選手契約（3,440万ドル）を裏付けとして、同選手設立のLLCが適格投資家向けに証券トークンを発行するスキームである³⁾。狙いは選手契約の一部を早期にキャッシュ化することと、ファントークンを新たな資産クラスとして確立させることにあり、ステーブルコインで利払いする

NOTE

- 1) Lambert et al., "Security Token Offerings," July 24, 2020.
STOの定義には幅があり、国ごとに規制状況も異なるため、唯一正確な公式統計は存在しないが、当調査はICO案件を除外する等の精査を行っている。ただし、ブロックチェーンを活用した起債である、2018年8月の世銀債（1.1億豪ドル）や、2019年12月の中国銀行の社債（200億元）などは含まれていない。
- 2) 背景として、2012年成立のJOBS法に基づき拡充された、Reg D 506(c)等の登録免除規定の存在が大きい。
- 3) 適格投資家はAccredited investorの訳だが、自衛力認

- 定投資家と呼ばれることもある。
- 4) コロナ禍の不透明さや、適格投資家限定だったことが影響したのか、実際に販売できたのは上限口数の1/10にとどまったことがSEC開示書面並びにブロックチェーン可視化サイト上で確認できる。
- 5) NFTはイーサリアムのERC-721規格が用いられることが多い。
なお、日本では、各種トークンの法的位置づけは個別確認されることとなるが、非有価証券として設計するには収益分配が無いことが前提となる。
また、資金決済法や暗号資産関連法への該当性もポイントとなる。

- 6) Chilizの基軸トークンはERC-20準拠の暗号資産として設計されていると見られるが、日本での法的位置づけは明らかでない。
- 7) 2020年7月には現代美術家によるデジタルアート作品「Picasso's Bull」のNFTが55,555ドルで落札された。
- 8) 関連するプロトコルとして、イーサリアムのOpenLawが挙げられる。

年利4.95%の3年債（優待特典付き）として、2020年7月に90口（1,350万ドル）を上限に売り出された⁴⁾。

このような特殊な投資契約は、投資家にとって一般に案件の見極めが難しく、発行体や仲介業者にとっても小口金融商品として組成・販売するコストが嵩むが、ブロックチェーンを用いることで、複数関係者がデータを共有し、案件の健全性や資産価値の信頼性を高めることが期待できる。さらに、アプリを通してアクセスできる利点を活かし、投資家の裾野を上げられる可能性がある。

非有価証券・非投資商品への拡がり

証券以外に目を向けると、サービスへのアクセス権を提供する、いわゆるユーティリティ・トークン（UT）や、固有価値を持たせたノンファンジブル・トークン（非代替トークン、NFT）のビジネスへの応用が期待される⁵⁾。

NonFungible.comのデータによると、NFT全体の累計取引ボリュームは2020年7月に1億ドルに到達したとされる。これまではゲームのキャラクターやアイテムが中心だったが、事業面でも注目される事例が出てきている。例として、仏Sorare社では、サッカー選手のデジタルトレーディングカードに相当するNFTを発行し、仮想ゲームを行うことができる。すでに各国プロチームと提携して著名選手のNFTを数多く発行しており、流通市場も生まれつつある。同社は2020年7月のNFT月間取引ボリュームが55万ドルに達したとしている。

他方、マルタのChilizはFCバルセロナなどの著名チームと提携し、ファントークンと位置づけたUTを自社アプリSocios.comで提供している⁶⁾。トークン保有者にはゴール祝福歌を決める投票権等の特典が付与されるのが

特徴である。FCバルセロナのトークンが売り出された際には短時間で120万ユーロの売上があったとされる。

米国のプロスポーツでも、NFTによるデジタルコレクション（デジタル収集物）の事業化が始まっている。他にもNFTの仕組みを応用したデジタルアートなども売買され始めており⁷⁾、トークン化の対象は知財などの様々な権利へと拡大すると予想される⁸⁾。ファンマーケティングに資する動きとも言え、新たな収益源を模索する事業者の関与も増えていくと見られる。

とりわけ、UTやNFTの仕組みを用いることで、非金銭価値を有するデジタル優待権や会員権を付帯したSTOに注目が集まっている。トークンの所有感を高める工夫により従来の投資商品にない新たな魅力が生まれ、伝統的ファイナンスとは異なる投資家層を開拓できよう。

日本国内におけるビジネス展開の示唆

日本では低金利環境が長期化し、金利収入をベースとしたビジネスの利幅が圧縮されがちである。このような状況下でこそ、STOやUT、NFTの活用による新たな金融サービスが健全に発展することが望まれる。その際、ブロックチェーンや金融インフラの技術もさることながら、開示・勧誘規制、適格投資家等の私募規制の在り方に加えて、対抗要件や税制など、各種レギュレーション面における論点も引き続き鍵となる。

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、金融イノベーション、デジタルアセット
focus@nri.co.jp