

証券トークン (Security Token) ビジネス参入の課題と展望

日本の大手金融機関の証券トークン (Security Token) ビジネスへの参入が相次いでいる。証券トークンの法的
位置付けが整備されつつあるが、まだ実務上の課題も多く残されている。今後は、社債・受益証券を中心とし、決済
手段の高度化、ユーザー体験の改善に加え、各社のオープンファイナンスに向けての戦略構築が鍵となるだろう。

証券トークン (Security Token) の 特徴と意義

ブロックチェーン技術等を用いて有価証券をトークン化して発行するSTO (Security Token Offering) が各国で広がり、後述するように日本においても大手金融機関のビジネス参入が相次いでいる。STOが詐欺が多発したICO (Initial Coin Offering) と決定的に異なるのは、この有価証券の裏付けの有無である。ブロックチェーンを活用することで銀行や証券などの中央集権機関に頼らず、ネットワーク参加者が分散して金融取引を実現する分散型金融¹⁾が“理論上”は可能となった。

ブロックチェーンを金融分野に応用することの意義は、まず、第一に業務効率性の向上である。参加者が同じデータをデジタルな基盤で共有する構造により、複数機関によるコンプライアンス対応、照合業務、レポート等の対応負荷の高い業務が不要または自動化できる可能性がある²⁾。第二に商品の流動性の向上も期待される。デジタルにより価値の細分化が可能になり、またP2Pによる直接取引が実現することで今まで機関投資家等の一部にしかアクセスできなかった資産が個人でも取り扱える可能性がある。第三に新しい金融の付

加価値の創造が考えられる。資金調達者と投資者が中央金融機関を介さずに直接つながることが実現すると、無味乾燥な金融取引にコミュニケーションやマーケティングの手段としての価値が付加される可能性がある³⁾。法規制や実務適用を踏まえるとこれらの利点が入り入れられるにはまだ多くの課題が残されているが、今後実例が増えるに従い、段階的に解消されることが期待される。

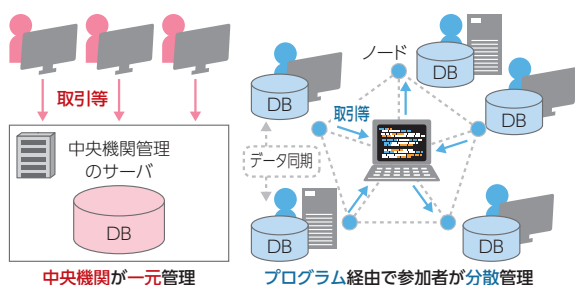
日本における証券トークンの 法的位置付けと課題

日本のSTO法規制は2019年5月31日に成立した「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」の中で、「電子記録移転権利」が新たに定義されたことからスタートした。なお、従来のICOについては引き続き資金決済法における暗号資産として取り扱われる一方で、収益分配権利が付与されたICOは電子記録移転権利として金融商品取引法における第一項有価証券⁴⁾として明確に有価証券規制が課されることになった。

2019年10月1日には日本STO協会が設立され、電子記録移転権利を中心とした証券トークンに関する自主規制団体として金融庁の認定を目指している⁵⁾。また、2020年1月14日に公表された関連政府令案では、新たに「電子記録移転有価証券表示権利等」が定義され、株式や債券等の伝統的な有価証券をトークン化した場合、法律上は従来の有価証券と同様の扱いとなるものの、金融商品取引業規制としては、トークン化に伴う特有のリスク管理や態勢整備が求められることとなった⁶⁾。

規制内容を総じて見ると、昨今の暗号資産流出やICO詐欺事案等を受け、顧客保護を意識した厳しい規制

図表 従来のデータ管理と分散型台帳技術を用いたデータ管理



NOTE

- 1) 分散型金融はDecentralized Finance (DeFi) とも言われ、海外のEthereumエコシステムを中心にP2Pの取引所やレンディング等の実例が急増している。
- 2) 日本取引所グループ (JPX) は業界連携型DLT実証実験として、約定照合業務等のポストトレードにおけるブロックチェーン適用の実証実験を実施している。
- 3) IMFレポート「The Rise of Digital Money」では、支払いは単なる負債償却の手段ではなく、人と人が相互に影響する社会的な経験であると論じており、コミュニケーションやマーケティング活用が期待される。
- 4) ただし、内閣府令案9条2項第1項各号に該当する場合は、第二項有価証券のままとする除外条件がある。
- 5) SBI証券、カブドットコム証券、大和証券、野村証券、マネックス証券、楽天証券の6社で設立された日本STO協会は電子記録移転権利を初期スコープとして活動を開始している。
- 6) 法律および関連政府令は、パブリックコメント回答を経て、2020年6月までに施行となる見込みである。
- 7) 民法第467条「指名債権の譲渡の対抗要件」を参照。
- 8) 金融ITフォーカス2020年2月号の「グローバルで進展するステーブルコイン規制論議」も参照されたい。
- 9) 現在、各社は企業がコントロールしやすいコンソーシアム型ブロックチェーンを選択していると想定されるが、ブロックチェーンの価値最大化のために、パブリック型ブロックチェーンの活用も今後期待される。

になってはいるものの、大手金融機関にとっては規制が一定程度は明確化されたことで証券トークンビジネスに参入するための土壌が整ったとも言えるだろう。

一方で、実務適用にはまだ不明瞭な点も残されている。例えば、電子記録移転権利の実体法上の権利移転には、確定日付の通知または承諾が必要⁷⁾と見込まれるが、これらをブロックチェーン上のトークンの移転とデジタル上で連動させるのは容易ではない。そのため、原簿管理を第三者対抗要件として整理できる社債や受益証券のSTOが先行していくのではないかと考えている。

証券トークンビジネスに向けた課題と展望

証券トークンビジネスの日本における展開に向けての主要な課題を整理しておきたい。

まず決済手段の問題がある。証券トークンの売買や利金・償還金払いのためには日本円の決済手段が求められるが、安定して利用できるブロックチェーン上の日本円決済手段の流通にはまだ時間を要することが想定される。代替として、銀行振替、資金移動業、クレジットカード等の活用が考えられるが、スマートコントラクトとの連動方式や高額な手数料等で課題が残存するため、中長期的には日本円ステーブルコインやデジタル法定通貨の検討が進むことを期待したい⁸⁾。

また、ブロックチェーンにおけるユーザー体験 (UX) 上の問題も想定されうる。分散型金融を実現しようとした場合、ユーザーがブロックチェーン上の資産の権利を主張するための秘密鍵を自己の責任で管理 (セルフカストディ型) する必要があるが、それには一定のユーザーリテラシーや教育が求められる。投資家保護の

観点からも、証券会社や信託会社等が鍵を預かること (カストディアル型) でブロックチェーンをユーザーに意識させない体験を提供する構成も考えられるだろう。

最後にオープン化の問題がある。ブロックチェーンは複数の参加者が共有管理することで価値が増大する構造のため、複数参加者が共同参加できる仕組みが求められる。まず標準化の議論においては、日本STO協会において技術やルールの標準化議論が進むことを期待したい。

最近の大手企業の取り組み動向を見ると、三菱UFJフィナンシャルグループでは複数の企業と共同で証券トークンプラットフォーム「Progmata (プログマ)」の提供を目指している。みずほフィナンシャルグループは複数の証券会社及び発行体と「個人向けデジタル社債」の実現に向けた実証実験実施を公表した。SBIホールディングスはSTO普及のため複数の証券会社と私設取引所 (PTS) を設立する考えを明らかにし、STOビジネスの課題の一つでもあるセカンダリ市場の創設に乗り出している。また、野村ホールディングスは、野村総合研究所との合併会社BOOSTRY (ブーストリー) 社を中心に権利の発行と取引を可能とするブロックチェーンプラットフォーム「ibet (アイベット)」をオープンソースソフトウェア (OSS) として開放していくことでオープンファイナンスの実現を目指している。日本においても各大手金融機関が出揃い、長年の実証実験から一歩進んだ証券トークンの実社会適用が試される時期に来ている⁹⁾。

Writer's Profile



周藤 一浩 Kazuhiro Sudo

金融DXビジネスデザイン部
上級コンサルタント
専門はブロックチェーン、STO、暗号資産、ペイメント等
focus@nri.co.jp